禾丰牧业(603609)/饲料

产业链格局已完成，东北龙头调整中稳步前行

评级：买入(维持)

市场价格：10.73

目标价格：15.75

分析师：陈奇

执业证书编号：S0740514070005

电话：021-20315189

Email：chenqi@r.qlzq.com.cn

分析师：谢刚

执业证书编号：S0740510120005

Email：xiegang@r.qlzq.com.cn

联系人：刁凯峰、陈露

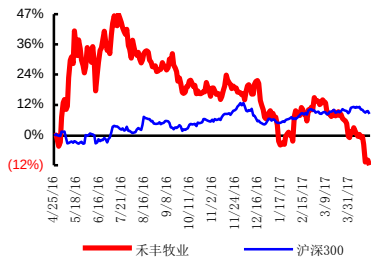
电话：010-59013787

Email：chenlu@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	831
流通股本(百万股)	418
市价(元)	13.93
市值(百万元)	11,578
流通市值(百万元)	5,828

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 禾丰牧业（603609.SZ）跟踪：饲料增速加快，产业链一体化助力成长

2 禾丰牧业（603609.SZ）点评：肉鸡盈利预期改善+补贴落地，首推弹性饲料标的！

3 禾丰牧业（603609.SZ）点评：减持不改优异基本面，区域龙头后周期享高增长

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	9,696.31	11,870.58	14,519.65	17,802.39	21,890.86
增长率 yoy%	6.09%	22.42%	22.32%	22.61%	22.97%
归属母公司净利润（百万元）	314.18	426.98	523.04	628.07	740.32
增长率 yoy%	26.31%	35.90%	22.50%	20.08%	17.87%
每股收益（元）	0.38	0.51	0.63	0.76	0.89
每股现金流量	0.56	0.25	0.50	0.59	0.73
净资产收益率	11.80%	14.20%	15.18%	15.42%	15.38%
P/E	35.90	25.17	17.05	14.20	12.05
PEG	1.36	0.70	0.76	0.71	0.67
P/B	4.24	3.58	2.59	2.19	1.85

备注：以 2017 年 4 月 24 日收盘价为准

投资要点

- **事件：**公司发布 2016 年年报，实现营业收入 118.71 亿元，同比增长 22.42%，归母净利润 4.27 亿元，同比增长 35.90%，拟每 10 股派发现金红利 1 元；2017 年一季度实现营业收入 26.90 亿元，同比增长 29.16%，归母净利润 7037 万元，同比增长 3.01%。
- **饲料总量平缓增长，客户结构和产品结构双双调整。**公司 2016 年饲料销量为 215.49 万吨，同比增长 5.62%，其中猪料增长 15.34%，占总量的约 40%。饲料整体毛利率 13.47%，下滑 0.27 个百分点。公司近 6 成收入来自东北地区，适应东北地区养殖规模化快速提高、中大猪料竞争日益激烈等市场变化，公司在客户结构上增大直销力度，并在产品结构上重点发展优势前端料，直销比例从 33.5%提高到 37.5%，前端料同比增长 29%。
- **禽产业链进一步完善，带动饲料销量。**公司布局肉鸡产业链近十年，从过去简单的“饲料+屠宰”合作模式逐步加码布局种鸡、养殖等，2016 年共出栏白羽肉鸡 3440 万羽，带动内部销量 16.43 万吨，屠宰加工白羽肉鸡 2.75 亿羽（包括合营企业）。同时，通过屠宰场对应的养殖户进行口碑宣传，公司凭借品质稳定、性价比高的产品赢得了更多的禽料外销量。
- **一季度饲料量增利弱，业绩短期承压。**2017 年一季度饲料销量 46.5 万吨，同比增长 19.34%（草根调研显示，猪料增长 10%，其中猪浓缩料增长 30%，禽料增长近 30%，反刍料下滑 15%）。因直销比例提高，应收账款同比大幅增长 90%，进而增加计提坏账准备，加之豆粕价格同比上涨 20-25%，公司面对市场竞争导致原料压力并未完全转嫁，饲料整体毛利率下滑超过 2 个百分点。肉鸡屠宰板块屠宰量约 2700-2800 万只，1-2 月单只盈利超过 1 元。3 月毛鸡价格上行，盈利空间缩小，整体贡献利润同比仅小幅增长。
- 在东北竞争激烈的市场环境中，公司正在积极通过转型直销猪场，提升产品性价比和延伸产业链等方式进行调整。尽管一季度业绩承压，但从全年来看，公司饲料毛利情况有望好转。一方面，公司布局产业链一体化脚步加快，有望继续拉动禽料销售（预计公司禽料 2017 年有望同比增长 30-40%，屠宰量有望达到 3.2-3.5 亿只），而猪料销量伴随后周期趋势亦逐步提高；另一方面，公司在精细化管理和提升费用方面多点发力，全年盈利预计保持稳步增长。**我们继续看好公司突出的区域优势和产业链上下游的纵深布局，预计 2017-18 年净利润为 5.2 亿、6.3 亿，当前股价对应 17 年利润仅 17 倍，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**饲料销售增速不及预期；原料价格大幅波动；产业链推进速度和效果不及预期。

图表1：禾丰牧业三大财务报表预测

损益表（人民币万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**913,945**	**969,631**	**1,187,058**	**1,451,965**	**1,780,239**	**2,189,086**
增长率	*7.20%*	*6.1%*	*22.4%*	*22.3%*	*22.6%*	*23.0%*
营业成本	-826,906	-869,613	-1,072,748	-1,315,887	-1,613,220	-1,986,009
%销售收入	*90.5%*	*89.7%*	*90.4%*	*90.6%*	*90.6%*	*90.7%*
毛利	87,039	100,018	114,309	136,078	167,019	203,077
%销售收入	*9.5%*	*10.3%*	*9.6%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.3%*
营业税金及附加	-166	-137	-1,527	-290	-356	-438
%销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业费用	-28,133	-32,990	-37,005	-45,011	-53,407	-65,673
%销售收入	*3.1%*	*3.4%*	*3.1%*	*3.1%*	*3.0%*	*3.0%*
管理费用	-24,861	-25,449	-28,471	-36,299	-43,616	-52,538
%销售收入	*2.7%*	*2.6%*	*2.4%*	*2.5%*	*2.5%*	*2.4%*
息税前利润（EBIT）	33,878	41,443	47,307	54,478	69,640	84,429
%销售收入	*3.7%*	*4.3%*	*4.0%*	*3.8%*	*3.9%*	*3.9%*
财务费用	-5,405	-4,317	-4,479	-2,015	-329	1,431
%销售收入	*0.6%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.1%*	*0.0%*	*-0.1%*
资产减值损失	-539	-1,001	-1,819	-1,591	-211	-87
公允价值变动收益	-14	-5	6	0	0	0
投资收益	1,472	1,586	11,406	14,500	11,000	9,000
%税前利润	*4.5%*	*3.9%*	*20.8%*	*21.2%*	*13.4%*	*9.3%*
营业利润	29,391	37,705	52,420	65,372	80,100	94,773
营业利润率	*3.2%*	*3.9%*	*4.4%*	*4.5%*	*4.5%*	*4.3%*
营业外收支	3,438	3,161	2,354	3,000	2,000	2,000
税前利润	**32,829**	**40,866**	**54,775**	**68,372**	**82,100**	**96,773**
利润率	*3.6%*	*4.2%*	*4.6%*	*4.7%*	*4.6%*	*4.4%*
所得税	-7,094	-8,466	-8,496	-11,965	-14,368	-16,935
所得税率	*21.6%*	*20.7%*	*15.5%*	*17.5%*	*17.5%*	*17.5%*
净利润	25,735	32,400	46,279	56,407	67,733	79,838
少数股东损益	862	982	3,581	4,102	4,926	5,806
归属于母公司的净利润	**24,873**	**31,418**	**42,698**	**52,304**	**62,807**	**74,032**
净利率	*2.7%*	*3.2%*	*3.6%*	*3.6%*	*3.5%*	*3.4%*

现金流量表（人民币万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	25,735	32,400	46,279	56,407	67,733	79,838
少数股东损益	0	0	0	4,102	4,926	5,806
非现金支出	10,980	13,450	15,696	17,514	19,012	20,336
非经营收益	3,745	2,093	-6,679	-13,681	-11,409	-10,474
营运资金变动	-7,492	-1,441	-34,802	-18,592	-26,191	-29,017
经营活动现金净流	**32,967**	**46,503**	**20,494**	**45,749**	**54,070**	**66,489**
资本开支	19,562	23,574	52,341	18,048	31,500	-1,000
投资	-13,851	9,199	-8,320	0	0	0
其他	607	807	4,225	14,500	11,000	9,000
投资活动现金净流	**-32,805**	**-13,568**	**-56,436**	**-3,548**	**-20,500**	**10,000**
股权募资	47,486	5,933	1,677	0	0	0
债权募资	-40,900	-4,600	44,350	-55,500	-33,595	-9,029
其他	-12,481	-7,320	-12,907	-3,819	-9,903	-526
筹资活动现金净流	**-5,895**	**-5,987**	**33,120**	**-59,319**	**-43,498**	**-9,555**
现金净流量	**-5,733**	**26,948**	**-2,822**	**-17,117**	**-9,928**	**66,934**

资产负债表（人民币万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	46,606	73,553	70,731	49,512	34,658	95,786
应收款项	12,741	23,934	37,953	37,254	44,213	50,169
存货	98,816	93,733	119,557	144,207	176,791	217,645
其他流动资产	27,536	24,073	34,460	37,840	43,786	51,242
流动资产	185,699	215,293	262,701	268,812	299,449	414,842
%总资产	*50.8%*	*52.4%*	*50.8%*	*50.9%*	*52.2%*	*61.9%*
长期投资	29,473	34,460	50,405	50,405	50,405	50,405
固定资产	124,264	132,724	159,198	177,877	192,677	173,037
%总资产	*34.0%*	*32.3%*	*30.8%*	*33.7%*	*33.6%*	*25.8%*
无形资产	23,191	23,776	38,045	24,491	24,391	24,782
非流动资产	179,860	195,943	254,246	259,371	274,071	254,821
%总资产	*49.2%*	*47.6%*	*49.2%*	*49.1%*	*47.8%*	*38.1%*
资产总计	**365,559**	**411,236**	**516,947**	**528,184**	**573,520**	**669,663**
短期借款	38,924	56,774	99,124	43,624	10,029	1,000
应付款项	45,425	52,287	73,883	82,059	99,693	122,682
其他流动负债	-544	6,775	6,323	16,789	10,354	12,699
流动负债	83,805	115,836	179,331	142,472	120,076	136,381
长期贷款	24,250	3,000	5,000	5,000	5,000	5,000
其他长期负债	0	0	501	501	501	501
负债	**108,055**	**118,836**	**184,831**	**147,973**	**125,577**	**141,882**
普通股股东权益	237,265	266,229	300,617	344,610	407,416	481,448
少数股东权益	20,239	26,171	31,499	35,601	40,527	46,334
负债股东权益合计	**365,559**	**411,236**	**516,947**	**528,184**	**573,520**	**669,663**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.449	0.378	0.514	0.629	0.756	0.891
每股净资产(元)	4.282	3.203	3.617	4.146	4.902	5.792
每股经营现金净流(元)	0.595	0.559	0.247	0.501	0.591	0.730
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.48%	11.80%	14.20%	15.18%	15.42%	15.38%
总资产收益率	6.80%	7.64%	8.26%	9.90%	10.95%	11.06%
投入资本收益率	10.87%	13.46%	12.69%	13.66%	15.20%	17.97%
增长率						
营业总收入增长率	7.20%	6.09%	22.42%	22.32%	22.61%	22.97%
EBIT增长率	36.97%	22.33%	14.15%	15.16%	27.83%	21.24%
净利润增长率	42.80%	26.31%	35.90%	22.50%	20.08%	17.87%
总资产增长率	3.15%	12.50%	25.71%	2.17%	8.58%	16.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.5	6.1	7.9	8.0	7.7	7.0
存货周转天数	46.0	40.4	36.3	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	14.7	12.7	12.5	12.7	12.5	12.5
固定资产周转天数	41.2	44.7	40.8	38.2	33.9	26.9
偿债能力						
净负债/股东权益	6.31%	-4.74%	10.05%	-0.24%	-4.39%	-17.01%
EBIT利息保障倍数	6.3	9.6	10.6	27.0	211.8	-59.0
资产负债率	29.56%	28.90%	35.75%	28.02%	21.90%	21.19%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。