

# 饲料稳健，禽业成长， 生猪布局，激励护驾

禾丰牧业为东北饲料生产龙头企业，快速布局肉禽产业链。公司以饲料、肉禽生产、原料贸易三大板块为业务核心，构建了完整的肉禽产业链，未来将实现肉禽与生猪产业双轮驱动。公司控制权比较集中，金卫东及一致行动人实际拥有公司 51.38% 的控制权。2018 年公司推出限制性股票激励计划，授予数量为 1457.50 万股，有利于员工的长期积极性和公司的业绩提升。

**规模持续增长，盈利能力提升，产品结构完善。**（1）营收、净利润保持增长。2014-2018 年，公司收入由 91.39 亿增至 157.51 亿元，复合增速 14.58%；归母净利润由 2.49 亿增至 5.52 亿元，复合增速 22.02%。（2）核心业务结构优化，盈利能力提升。2018 年，饲料收入为 72.99 亿，占比为 46.34%，毛利率为 12.01%。由于管理精细化使得期间费用下降，2014-2018 年公司净利率由 2.82% 提升至 3.84%。

**饲料板块：**（1）公司核心业务之一，销售稳健增长。2016-2018 年公司饲料板块营业收入由 62.14 亿元上升至 72.99 亿元，年复合增长率为 5.51%。（2）产品种类齐全，结构合理。公司饲料产品线以配合饲料为主，主推猪料和禽料，2018 年猪料和禽料销量分别为 81.20、93.38 万吨，合计占比为 75.59%。（3）创新与服务持续强化，市场优势凸显：受益于饲料行业规模化发展趋势、原料优势，公司市场份额有望持续增加。

**原料贸易板块：**（1）饲料原料、动保贸易稳健，收入增长平稳。公司原料贸易收入由 2016 年的 25.89 亿元上升至 2018 年的 32.75 亿元，复合增长率为 8.15%。（2）新领域积极拓展，实现协同效应。公司由饲料原料向新领域不断进军，利用不同经营项目合理搭配、分品种统一管理。

**肉禽产业板块：**（1）肉鸡产业链规模稳健增长，配套能力增强。公司为白羽鸡龙头企业之一，肉种鸡养殖、孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰与加工、调理品与熟食深加工产业链各环节全覆盖，2018 年公司控、参股企业合计肉鸡屠宰量 4.55 亿羽，生产肉品 113 万吨，养殖量 3.1 亿羽，自身配套肉鸡养殖总量占屠宰总量的 68%。（2）肉禽养殖长期前景广阔，短期受益替代性需求提升。我国禽肉消费提升空间大，看好行业长期前景；中短期鸡肉替代性需求有望增长，高景气维持可期。

**生猪养殖板块：**（1）生猪布局加快，打造业绩新驱动。公司全力打造肉禽与生猪产业链双轮驱动经营模式，2017 年公司控股子公司生猪出栏量 5.85 万头。（2）生猪价格拐点来临，新周期启动。我国猪肉市场即将面临短缺，非洲猪瘟对部分养殖户造成挤出效应，生猪养殖有望成为业绩新增长点。

**投资建议：**我们预计 2019-2020 年公司营业收入分别为 181.93、217.42 亿元，同比分别增长 15.51%、19.50%；归母净利润分别为 6.82、7.91 亿元，同比分别增长 23.55%、15.98%，公司当前总市值 110 亿，对应 PE 为 16.1、13.9x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动；畜禽价格大幅下跌；出现重大疫情。

请参阅最后一页的重要声明

## 禾丰牧业 (603609)

首次评级

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

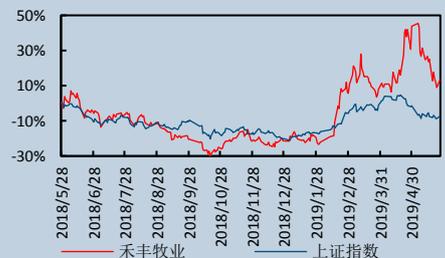
发布日期：2019 年 6 月 17 日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-20.27/-13.98	6.18/8.26	17.09/25.01
12 月最高/最低价 (元)		15.39/6.61
总股本 (万股)		92,230.44
流通 A 股 (万股)		83,117.65
总市值 (亿元)		103.02
流通市值 (亿元)		92.84
近 3 月日均成交量 (万)		1,733.88
主要股东		
金卫东		16.21%

### 股价表现



### 相关研究报告

## 目录

一、饲料养殖屠宰龙头，创始人高度团结，股权激励，员工分享成长.....	3
二、营收稳增长，管理精细化，净利率提升.....	4
三、饲料稳健，肉禽产业快速拓展，生猪布局新驱动.....	7
（一）饲料业务：产品矩阵完善，创新与服务持续强化，销售持续增长.....	7
（二）原料贸易业务：饲料原料、动保贸易稳健，新领域积极拓展.....	9
（三）肉禽产业业务：肉鸡产业链规模稳健增长，产业配套能力提升.....	10
（四）生猪养殖业务：生猪布局加快，打造业绩新驱动.....	13
四、投资建议.....	16
五、风险提示.....	16

## 图表目录

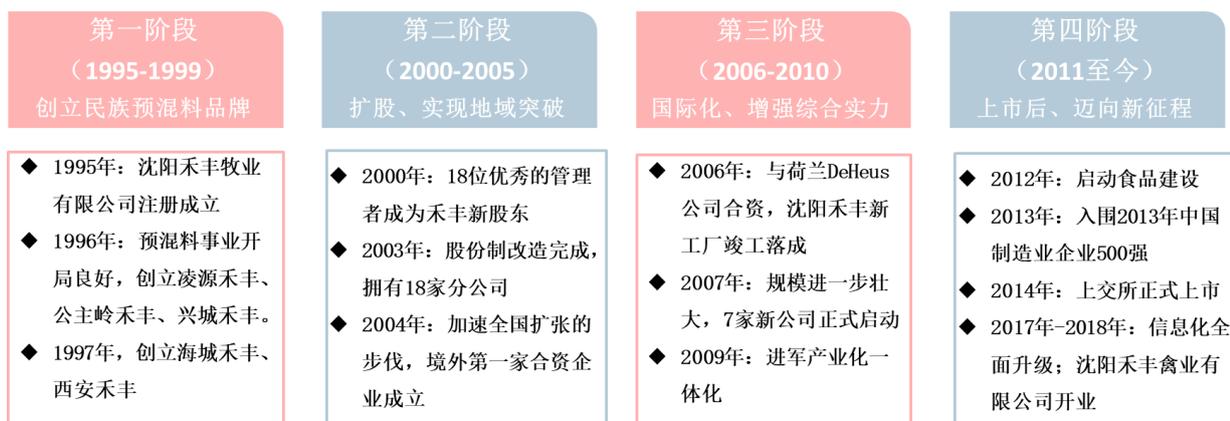
图表 1：公司发展历程.....	3
图表 2：公司股权结构.....	3
图表 3：2018 年股票激励计划情况.....	4
图表 4：2018 年股票激励计划业绩考核目标.....	4
图表 5：禾丰牧业主要财务数据.....	4
图表 6：禾丰牧业分产品收入拆分表.....	5
图表 7：禾丰牧业分地区收入拆分表.....	6
图表 8：饲料业务营业收入和销量情况.....	7
图表 9：饲料业务细分板块销量情况.....	8
图表 10：饲料业务产品矩阵.....	8
图表 11：饲料业务营业收入和销量情况.....	9
图表 12：饲料业务经营模式.....	9
图表 13：全国饲料企业数量.....	9
图表 14：原料贸易业务矩阵.....	10
图表 15：原料贸易业务经营情况.....	10
图表 16：禾丰牧业白羽鸡产业链布局情况.....	11
图表 17：禾丰牧业屠宰业务经营情况.....	11
图表 18：肉禽产业链从源头把控高品质.....	12
图表 19：2010-2017 年美国人均肉类消费量（kg/人/年）.....	12
图表 20：2010-2017 年欧盟人均肉类消费量（kg/人/年）.....	12
图表 21：2010-2017 年中国人均肉类消费量（kg/人/年）.....	13
图表 22：2010-2017 年中国人均肉类消费量占比（%）.....	13
图表 23：肉鸡及鸡产品价格（元/kg）.....	13
图表 24：公司非公开发行股份募投项目之一：种猪场项目.....	14

图表 25: 我国能繁母猪存栏量同比下降幅度 (%) .....	14
图表 26: 全球猪肉产量及贸易量 (万吨) .....	14
图表 27: 中国猪肉进口主要来源国与总量 (万吨) .....	15
图表 28: 国内 22 省市生猪及猪肉平均价 (元/公斤) .....	15
图表 29: 禾丰牧业盈利预测及估值表 (百万元) .....	16

## 一、饲料养殖屠宰龙头，创始人高度团结，股权激励，员工分享成长

东北饲料龙头企业，肉禽等产业链全面布局。辽宁禾丰牧业股份有限公司创立于 1995 年，公司以饲料、肉禽生产、原料贸易三大板块为业务核心，目前拥有百余家属企业，产品覆盖全国 29 个省市，在国外多地设有分公司。公司耕耘饲料行业二十多年，利用东北原材料优势，从预混料起家并不断将业务拓展至配合料领域，2016 年被评为全国十大领军饲料企业。依托于饲料优势，公司构建了养殖、屠宰加工、食品加工一体化完整的肉禽产业链，同时，公司于近年开始布局生猪养殖业务，未来将实现肉禽与生猪产业链双轮驱动。

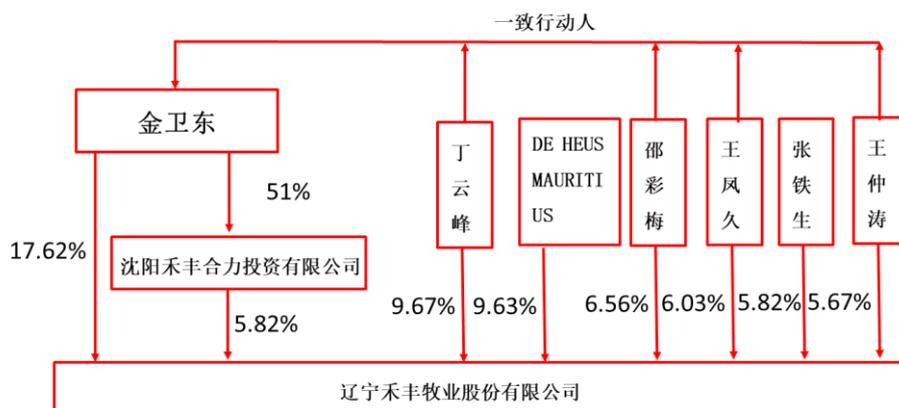
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网 中信建投研究发展部

公司股权结构较为稳定，控制权比较集中。公司自上市以来股权变动幅度较小，持股比例相对比较分散，金卫东为公司实际控制人，截止到 2018 年 12 月 31 日直接持有公司 17.62% 股份，通过禾丰合力投资控制公司 5.82% 股份，联合丁云峰、邵彩梅、王凤九和王仲涛签署一致行动协议，金卫东实际控制公司 51.38% 的表决权；管理团队经验丰富且忠诚稳定，公司高管均具有丰富的管理和专业经验，平均从事畜牧饲料行业 20 年以上，公司的七位创始人始终一心一意为公司服务，创业股东的高度团结是公司最重要的核心竞争力。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司官网 中信建投研究发展部

**推出股票激励计划，健全长期绩效机制。**公司于2018年推出限制性股票激励计划，主要激励对象为中高层管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员。本计划于2018年12月7日正式进行股票授予，授予数量为1,457.50万股，占公司总股本比例为1.75%，实际授予人数为372人，实际授予价格为4.85元/股。本激励计划的解除限售考核年度为2019-2021年三个会计年度，每个会计年度考核一次，计划的实施有助于提高员工的长期积极性，也有助于公司的业绩提升。

**图表 3：2018 年股票激励计划情况**

授予比例	中高层管理人员	中层管理人员	核心技术（业务）人员	
	4.27%	59.47%	36.27%	
需摊销的总费用（万元）	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
4,110.15	199.80	2294.83	1113.17	502.35

资料来源：Wind 中信建投研究发展部

**图表 4：2018 年股票激励计划业绩考核目标**

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 25.00%；
第二个解除限售期	以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 37.50%；
第三个解除限售期	以 2017 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 51.25%。

资料来源：公司公告 中信建投研究发展部（注：净利润指归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润）

## 二、营收稳增长，管理精细化，净利率提升

**营收、业绩持续增长。**2014-2018年，公司营业收入由91.39亿元增至157.51亿元，年均复合增长率为14.58%；归母净利润由2.49亿元增至5.52亿元，复合增速22.02%。公司营业收入、归母净利润连续5年持续增长主要受益于公司饲料主业稳健、禽产业化业务快速发展。2019Q1营收为35.12亿元，同比增长12.23%；归母净利润1.41亿元，同比增长53.65%。

**毛利率小幅下降，净利率提升。**2014-2018年，公司毛利率分别为9.52%、10.32%、9.63%、8.57%和8.44%，净利率分别为2.82%、3.34%、3.90%、3.65%、3.84%。公司盈利能力保持稳定，毛利率略有下降是由于高毛利产品饲料的销售占比有所下降，由2014年73.34%下降至2018年46.34%。另一方面，公司大力布局白羽鸡产业，养殖、屠宰加工业务销售占比不断增加，毛利率亦逐年增高，提振公司盈利能力。

**期间费用率稳步下降。**公司近年来不断调整经营策略，加快业务转型与升级。公司通过深化变革，划小经营单元、前后方分离、对标分析等管理措施进一步激活团队，创新营销、降本增效，精细化管理的深入推进使得公司期间费用率不断下降。2014-2018年，公司整体期间费用率由6.39%下降至4.98%。其中，销售费用率由3.08%下降至2.67%；管理费用率+研发费用率由2.72%下降至1.84%；财务费用率0.59%下降至0.48%。

**图表 5：禾丰牧业主要财务数据**

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
总收入（亿元）	91.39	96.96	118.71	136.96	157.51	35.12
同比（%）	7.20	6.09	22.42	15.38	15.00	12.23
归母净利润（亿元）	2.49	3.14	4.27	4.71	5.52	1.41

同比 (%)	42.80	26.31	35.90	10.32	17.18	53.65
<b>综合毛利率 (%)</b>	<b>9.52</b>	<b>10.32</b>	<b>9.63</b>	<b>8.57</b>	<b>8.44</b>	<b>9.11</b>
净利润率 (%)	2.82	3.34	3.90	3.65	3.84	4.61
净资产收益率 (%) (摊薄)	10.48	11.80	14.20	13.89	14.33	3.52
销售费用率	3.08	3.40	3.12	3.00	2.67	3.25
管理费用率	2.72	2.62	2.40	2.10	1.84	2.42
财务费用率	0.59	0.45	0.38	0.44	0.48	0.55
<b>费用率合计</b>	<b>6.39</b>	<b>6.47</b>	<b>5.90</b>	<b>5.54</b>	<b>4.98</b>	<b>6.21</b>

资料来源: Wind 中信建投研究发展部

分品类来看, 公司主营业务包括饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化和生猪养殖业务。其中:

**1、饲料业务高毛利率, 营收贡献占比将近一半。**饲料板块是公司两大核心业务之一, 2018 年饲料板块营收规模达到 72.99 亿元, 同比增长 9.24%, 占总营收比重为 46.34%。2018 年公司饲料业务毛利率为 12.01%, 较 2017 年小幅下降 0.77pct, 但仍属主营业务中毛利率最高的板块。2018 年公司积极开展饲料产品升级和研发工作, 公司饲料产品种类齐全, 猪、禽、反刍、水产等饲料销量及增速相对均衡, 使得公司在饲料业务保持较高的盈利能力。

**2、肉禽产业化大力发展, 收入占比快速增加。**公司肉禽产业化业务持续扩张, 至 2018 年公司拥有 30 余家控股及参股公司, 在规模上已跻身白羽肉鸡行业第一梯队。2018 年公司屠宰加工业务实现收入 39.60 亿元, 同比上升 35.45%, 收入占比由 2014 年 6.29% 增加至 2018 年 25.14%, 养殖业务收入由 2016 年的 7.09 亿元提升至 2018 年的 8.24 亿元。屠宰加工业务和养殖业务毛利率均有提升。

**3、原料贸易业务经营稳步增长, 占比稳定。**2014-2018 年公司原料贸易业务收入由 15.26 亿元增长至 32.75 亿元, CAGR 达 21.04%, 目前业务占比维持在 20%。2018 年中美贸易战对公司豆粕贸易造成一定不利影响, 导致原料贸易板块综合毛利率略有下降。

**4、相关业务是公司打造畜牧业全链条的有益补充。**主要生产经营动物药品与智能化畜禽养殖设备, 2018 年收入 3.86 亿元, 占比相对较少。

**图表 6: 禾丰牧业分产品收入拆分表**

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
<b>饲料 (亿元)</b>	<b>67.03</b>	<b>61.25</b>	<b>62.14</b>	<b>66.81</b>	<b>72.99</b>
同比 (%)	8.33	-8.62	1.44	7.52	9.24
占比 (%)	73.34	63.17	52.35	48.78	46.34
毛利率 (%)	10.98	13.74	13.47	12.78	12.01
<b>屠宰加工 (亿元)</b>	<b>5.75</b>	<b>11.19</b>	<b>20.88</b>	<b>29.23</b>	<b>39.60</b>
同比 (%)	28.39	94.79	86.56	39.98	35.45
占比 (%)	6.29	11.55	17.59	21.34	25.14
毛利率 (%)	1.66	2.56	3.36	3.58	4.96
<b>原料贸易 (亿元)</b>	<b>15.26</b>	<b>18.47</b>	<b>25.89</b>	<b>29.34</b>	<b>32.75</b>
同比 (%)	-12.01	21.07	40.19	13.33	11.60
占比 (%)	16.69	19.05	21.81	21.43	20.79
毛利率 (%)	5.58	5.02	4.29	3.91	3.59

养殖业务 (亿元)			<b>7.09</b>	<b>8.42</b>	<b>8.24</b>
同比(%)			54.09	18.87	-2.15
占比(%)			5.97	6.15	5.23
毛利率(%)			8.93	5.87	10.86
相关业务 (亿元)	<b>2.99</b>	<b>5.80</b>	<b>2.39</b>	<b>2.86</b>	<b>3.86</b>
同比(%)	100.00	94.13	98.52	19.61	34.92
占比(%)	3.27	5.98	2.01	2.09	2.45
毛利率(%)	7.02	4.28	20.14	15.57	12.22
其他业务 (亿元)	<b>0.37</b>	<b>0.24</b>	<b>0.31</b>	<b>0.29</b>	<b>0.08</b>
同比(%)	423.78	-34.58	29.55	-8.14	-72.30
占比(%)	0.41	0.25	0.26	0.21	0.05
毛利率(%)	50.11	51.38	42.65	24.38	25.64

资料来源: Wind 中信建投研究发展部

分地区来看,东北地区收入占比最高,西南地区收入增长最快。2018年东北、华北、华中华南、华东地区实现营业收入79.82、26.91、18.79、17.60亿元,收入占比分别为50.68%、17.08%、11.93%和11.17%,毛利率分别为9.44%、7.06%、8.63%和7.39%。西南地区收入占比较小,但增速快。2018年公司华北地区的营业收入同比增长33.21%系由于公司调整鸡肉产品销售市场,加大力度布局华北地区;西南地区的营业收入同比增长35.40%,主要因为公司在西南地区开展豆粕销售业务;国外地区毛利率减少9.5pct是由于国际鸡肉市场价格的波动致使鸡肉出口产品的毛利率大幅下降。

**图表 7: 禾丰牧业分地区收入拆分表**

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
东北地区 (亿元)	<b>51.98</b>	<b>56.60</b>	<b>64.12</b>	<b>71.38</b>	<b>79.82</b>
同比(%)	3.37	8.88	13.30	11.31	11.83
占比(%)	56.87	58.37	54.02	52.12	50.68
毛利率(%)		9.49	9.45	8.50	9.44
华北地区 (亿元)	<b>15.40</b>	<b>19.32</b>	<b>17.17</b>	<b>20.20</b>	<b>26.91</b>
同比(%)	1.41	25.50	-11.13	17.62	33.21
占比(%)	16.84	19.93	14.46	14.75	17.08
毛利率(%)		11.23	12.11	9.73	7.06
华中华南地区 (亿元)	<b>7.08</b>	<b>6.96</b>	<b>12.55</b>	<b>16.90</b>	<b>18.79</b>
同比(%)	34.25	-1.74	80.38	34.67	11.14
占比(%)	7.75	7.18	10.57	12.34	11.93
毛利率(%)		10.62	7.62	5.91	8.63
华东地区 (亿元)	<b>13.28</b>	<b>9.17</b>	<b>16.19</b>	<b>16.21</b>	<b>17.60</b>
同比(%)	15.61	-30.96	76.62	0.10	8.58
占比(%)	14.53	9.46	13.64	11.84	11.17
毛利率(%)		9.79	7.73	8.71	7.39
西南地区 (亿元)	<b>0.09</b>	<b>0.62</b>	<b>2.96</b>	<b>4.63</b>	<b>6.27</b>
同比(%)	83.54	596.35	375.77	56.60	35.40
占比(%)	0.10	0.64	2.49	3.38	3.98

毛利率(%)		2.52	4.27	5.16	2.38
<b>西北地区(亿元)</b>	<b>2.95</b>	<b>3.25</b>	<b>4.22</b>	<b>5.35</b>	<b>5.72</b>
同比(%)	22.49	10.09	29.82	26.83	6.78
占比(%)	3.23	3.35	3.55	3.91	3.63
毛利率(%)		14.49	14.51	14.90	13.31
<b>国外地区(亿元)</b>	<b>0.25</b>	<b>0.80</b>	<b>1.18</b>	<b>2.00</b>	<b>2.33</b>
同比(%)	-50.83	227.98	46.28	70.16	16.54
占比(%)	0.27	0.83	0.99	1.46	1.48
毛利率(%)		26.32	17.89	9.75	0.25

资料来源: Wind 中信建投研究发展部

### 三、饲料稳健，肉禽产业快速拓展，生猪布局新驱动

#### (一) 饲料业务：产品矩阵完善，创新与服务持续强化，销售持续增长

饲料板块是公司核心业务之一，销售稳健增长。2016年至2018年饲料板块在公司总营业收入的平均占比为49.16%。公司饲料板块营业收入2016年至2018年由62.14亿元上升至72.99亿元，年复合增长率为5.51%。公司通过积极开展饲料产品升级和研发工作，持续大力开发市场，创新营销，不断加强客户服务与系统解决方案提供能力，饲料产量和销量保持增长态势，销量自2016年215.49万吨上升至2018年的235.21万吨。目前公司的饲料产品覆盖全国29个省区，并在尼泊尔、印尼、菲律宾等国家建有饲料工厂。

猪料和禽料为主推产品，产品种类齐全结构合理。公司饲料产品线包括猪、禽、反刍、水产、皮毛动物五大类动物用复合预混合饲料、浓缩料和配合饲料，以配合饲料为主。猪料和禽料2017年和2018年销量分别为92.57/84.41万吨和81.20/93.38万吨，2017年和2018年合计占比分别达78.92%和75.59%，其中2018年猪料同比下降8.81%是因为非洲猪瘟导致市场对猪饲料的需求下降。2018年禽料、反刍料和水产料增长情况良好，同比分别为15.00%、27.54%和12.44%。

图表 8：饲料业务营业收入和销量情况

	2016年	2017年	2018年
饲料营业收入	62.14	66.81	72.99
同比(%)	1.44	7.52	9.24
占比(%)	52.35	48.78	46.34
毛利率(%)	13.47	12.78	12.01
饲料产量	216.36	220.36	234.89
饲料销量	215.49	220.18	235.21
产销比	99.60%	99.92%	100.14%

资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

**图表 9：饲料业务细分板块销量情况**

	2016 年	2017 年	2018 年
<b>猪料</b>	-	<b>92.57</b>	<b>84.41</b>
同比(%)	15.34	12.08	-8.81
<b>禽料</b>	-	<b>81.20</b>	<b>93.38</b>
同比(%)	-	-7.50	15.00
<b>反刍料</b>	-	<b>31.59</b>	<b>40.29</b>
同比(%)	-	-7.22	27.54
<b>水产料</b>	-	<b>13.02</b>	<b>14.64</b>
同比(%)	-	33.95	12.44
<b>其他</b>	-	<b>1.80</b>	<b>2.49</b>
同比(%)	-	-	38.33

资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

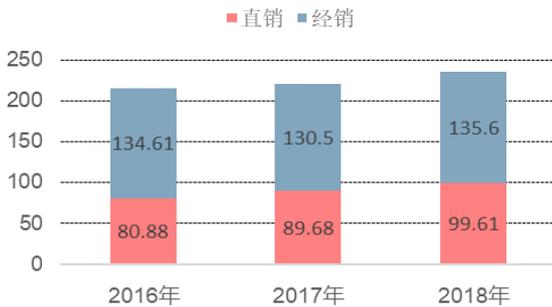
**图表 10：饲料业务产品矩阵**

<b>一、猪类饲料</b>	
<b>金粉佳粒</b> 	“粉+粒”融合粉料和颗粒料各自料型的优势，更易教槽，断奶更容易，断奶后营养性腹泻发生率更低，更易管理，长势好！
<b>二、禽类饲料</b>	
<b>壳美丽</b> 	改善蛋壳颜色及质量；保证肠道健康，防止粪便过稀；营养更充分，促进背毛生长；促进机体健康，提高生产性能，延长产蛋周期到 80 周龄。
<b>三、水产类饲料</b>	
<b>禾丰牌鲤鲫鱼配合饲料</b> 	气味纯正，适口性好，消化吸收好。饵料系数低，生长速度快，耐高温及长途运输，越冬成活率高。粉尘少，减少饲料浪费和水质污染。符合出口鱼标准。
<b>四、反刍类饲料</b>	
<b>肉牛育肥前期料</b> 	精选优质原料，科学配方设计，促进肉牛健康快速生长，获得更高屠宰率和净肉率，生产更高品质牛肉。

资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

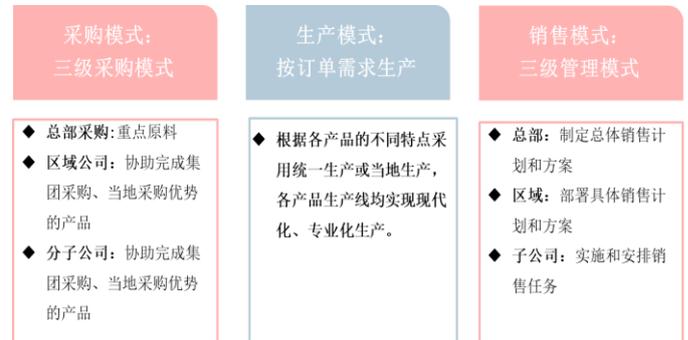
“直销+经销”双模式驱动，适应地域特征，发挥渠道优势。经销模式主要是针对东北区域内的零散养殖户，截止 2018 年末，公司已有近万名饲料经销商；直销模式主要是为大型养殖场和养殖户服务。直销渠道销售增长较快，销量由 2016 年的 88.88 万吨上升至 2018 年的 99.61 万吨，复合增长率为 4.11%；直销渠道的占比也不断提升，由 2016 年的 37.53% 上升至 2018 年的 42.35%。

图表 11: 饲料业务营业收入和销量情况



资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

图表 12: 饲料业务经营模式



资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

地处玉米生产基地内部, 原材料优势明显。2017 年和 2018 年公司饲料原材料成本约占总成本 95%, 原材料成本对饲料总成本的影响比较大。玉米为饲料产品的主要原材料之一, 玉米的成本和质量对公司饲料业务影响较大。公司地处东北玉米生产基地内部, 公司对玉米获取的成本会相对低一些, 这有利于降低公司饲料成本, 提升公司饲料利润。

受益于饲料行业规模化发展趋势, 大型饲料企业市场份额有望持续增加。全国饲料企业总数不断下降, 2017 年为 6469 家, 相比 2011 年下降 58%, 而大中型饲料企业的生产贡献则越来越高, 2017 年全国年产 10 万吨以上的饲料企业 (单厂) 达到 548 家, 比 2011 年增长 52%, 其产量占全国饲料总产量的比例达到 46%, 比 2011 年增长 12pct。2017 年全国年产 100 万吨以上集团 35 家, 市场份额占比为 62%, 仅一年内份额增长 5pct。未来, 大型企业凭借规模、资本、技术等多维优势, 通过兼并、新增产能及产业链延伸发挥协同效应, 综合产品和服务能力不断增强, 市场份额将持续增加。

图表 13: 全国饲料企业数量

	企业数量 (家)	企业数量同比	年产 10 万吨以上饲料企业数量 (家)	年产 10 万吨以上企业数量同比	年产 10 万吨以上企业占总产量比例	年产 100 万吨以上饲料集团数量 (家)	年产 100 万吨以上集团占总产量比例
2017	6469	-39.68%	548	7.66%	46%	35	62%
2016	10724	-18.98%	509	3.67%	41%	34	57%
2015	13236	-5.99%	491	-1.80%	42.5%	-	-
2013	14079	-8.02%	460	8.75%	42%	25	-
2012	15307	-0.31%	423	17.50%	37%	20	-
2011	15354	1.95%	360	27.21%	34%	18	-

资料来源: 中国饲料工业协会 中信建投证券研究发展部

## (二) 原料贸易业务: 饲料原料、动保贸易稳健, 新领域积极拓展

公司原料贸易渠道分布广阔, 产品丰富, 并向新领域积极扩展。公司下属贸易公司布局广阔, 分布在东北、华北、华东、广东、西南等地, 主要销售鱼粉、豆粕、玉米副产品等大宗饲料原料及氨基酸、抗氧化剂、防霉剂、维生素等饲料添加剂产品, 并与多家知名跨国动保企业结成战略联盟, 代理销售疫苗、兽药等动保产品, 已成为东北地区领先的动保产品销售企业。与此同时, 公司进军宠物医疗、海产品贸易等领域, 新业务近年亦实现快速发展。

公司原料贸易业务利润来源多元，实现公司规模效应和业务合作优势。原料贸易业务的开展一方面可以形成规模效应，获取饲料原料贸易利润；另一方面原料贸易业务可以与采购管理工作相结合，由专业成熟的原料采购团队对市场行情进行有针对性的前瞻研究、实时跟踪，利用不同经营项目合理搭配、分品种统一管理、期货与现货相结合的方式，从战术上降低采购价格。

**图表 14：原料贸易业务矩阵**

饲料原料贸易		已拥有 16 家控股及参股公司，遍布东北、华北、华东、广东、西南等地，涵盖进口及国产鱼粉、豆粕、棉粕、菜粕、玉米及玉米副产品、氢钙等饲料原料，也包括各种氨基酸、抗氧化剂、防霉剂、各种维生素等饲料添加剂。
动保事业		畜禽动保事业部拥有专家团队、国际化视角，在全球精选适合中国市场的优秀动保产品，并将这些跨国企业的著名品牌的疫苗、兽药等动保产品推荐给客户并指导使用。
宠物医院		派美特宠物医院秉承“爱心、责任、诚信、敏行”的宗旨，年轻而又富有激情的专业宠物医师团队，为宠物宝宝提供一站式专家医疗保健服务，同时也提供营养日粮、保健品、日用品和玩具。
食品原料		2016 年，禾丰贸易进军食品原料贸易领域，成立了大连天奕成商贸有限公司。目前，正在与南美、北美等具有全球影响力的企业探寻合作，为国人提供健康美味的高品质食品。

资料来源：中国饲料工业协会 中信建投证券研究发展部

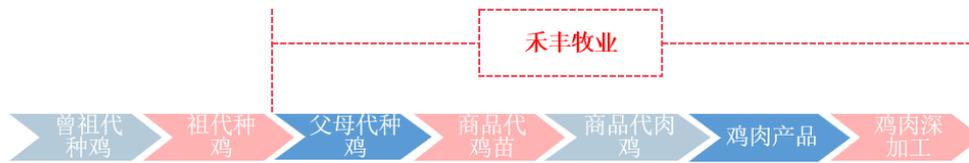
目前原料贸易业务收入持续增长，近年来为公司收入贡献了约 1/5 的收入。原料贸易收入由 2016 年的 25.89 亿元上升至 2018 年的 32.75 亿元，复合增长率为 8.15%。2018 年，原料贸易业务的毛利率下行主要是中美贸易战对公司豆粕贸易造成一定不利影响。

**图表 15：原料贸易业务经营情况**

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
原料贸易	15.26	18.47	25.89	29.34	32.75
同比 (%)	-12.01	21.07	40.19	13.33	11.60
占比 (%)	16.69	19.05	21.81	21.43	20.79
毛利率 (%)	5.58	5.02	4.29	3.91	3.59

### （三）肉禽产业业务：肉鸡产业链规模稳健增长，产业配套能力提升

公司实现白羽鸡产业链全覆盖。从 2008 年到 2018 年公司实现了从只有一家屠宰工厂到拥有 30 余家控股及参股公司的跨越式发展，成功跻身白羽肉鸡行业第一梯队。肉禽产业化业务主要划分为养殖、加工、深加工三大事业群，涵盖肉种鸡养殖、孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰与加工、调理品与熟食深加工产业链各业务环节。

**图表 16：禾丰牧业白羽鸡产业链布局情况**


资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

**规模稳增，配套能力、盈利能力提升。**近年公司持续大力开拓肉禽产业化业务，在“公司+大农场”模式下，2018年公司控股及参股企业合计肉鸡养殖量 3.1 亿羽，同比增长 12.73%，2018 年养殖业务总体营收规模达 8.24 亿元(以白羽鸡养殖收入为主，以及生猪养殖收入)，同比下降 2.14%。毛利率较 2017 年增加了 4.99pct 至 10.86%。

2018 年公司屠宰业务总营收 39.60 亿元，同比增长 35.45%，公司控股及参股企业合计肉鸡屠宰量 4.55 亿羽，同比增长 16.07%；生产肉品 113 万吨，同比增长 18.70%。2016-2018 年公司屠宰业务毛利率总体呈上升趋势，相较 2016 年，2018 年销售毛利率上升 1.6pct 至 4.96%。2018 年自身配套肉鸡养殖总量占屠宰总量的 68%，肉鸡养殖量与屠宰量协同效应增强，产业链配套能力不断提升。公司目标 2019 年肉鸡养殖 3.9 亿羽以上，肉鸡屠宰 5 亿羽以上。

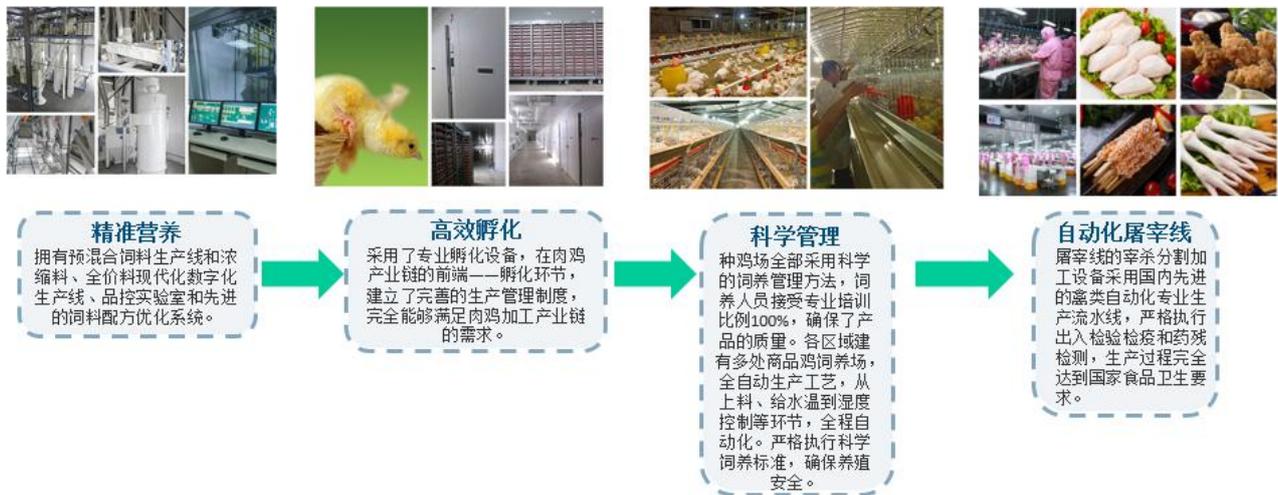
**图表 17：禾丰牧业屠宰业务经营情况**

	2016 年	2017 年	2018 年
屠宰加工收入 (亿元)	20.88	29.23	39.60
同比 (%)	86.56	39.98	35.45
占比 (%)	17.59	21.34	25.14
毛利率 (%)	3.36	3.58	4.96
控股及参股企业屠宰量 (亿羽)	2.75	3.92	4.55
肉品产量 (万吨)	-	95.2	113
养殖业务收入 (亿元)	7.09	8.42	8.24
同比 (%)	54.09	18.87	-2.15
占比 (%)	5.97	6.15	5.23
毛利率 (%)	8.93	5.87	10.86
控股及参股企业饲养量 (亿羽)	-	2.75	3.10

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

**源头把控屠宰加工业务品质，大客户资源丰富，产品走向国际。**公司商品代肉鸡养殖严格执行科学饲养标准，禾丰白羽肉鸡出栏平均体重可达 5.6 斤以上，平均成活率可达 95% 以上，欧洲效益指数可达 380 以上。公司结合 6S 精细化管理不断提升整体屠宰加工水平，同等规模企业中公司的屠宰肉品出成率位居行业前列。公司加工产品主要是肉鸡的分割系列产品，销往双汇集团、金锣集团、雨润集团、大润发超市、麦当劳、肯德基、吉野家等，同时销往香港、澳门、蒙古、巴林等地区和国家。公司以产业链中屠宰公司的优质鸡肉产品作为原料制成鸡肉调理品并积极拓展熟食出口业务，熟食产品已进入日本、韩国市场，标志着公司肉禽一体化业务已步入国际高标准。

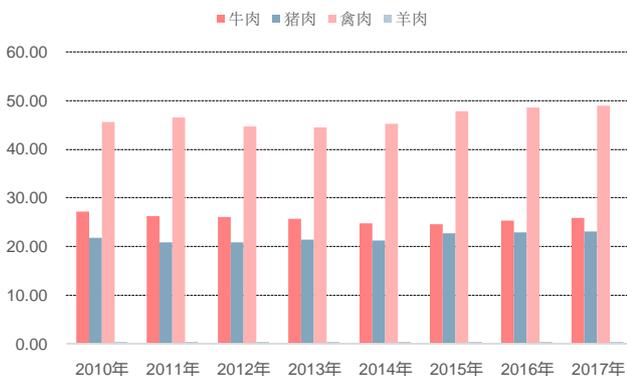
图表 18：肉禽产业链从源头把控高品质



资料来源：公司官网 中信建投研究发展部

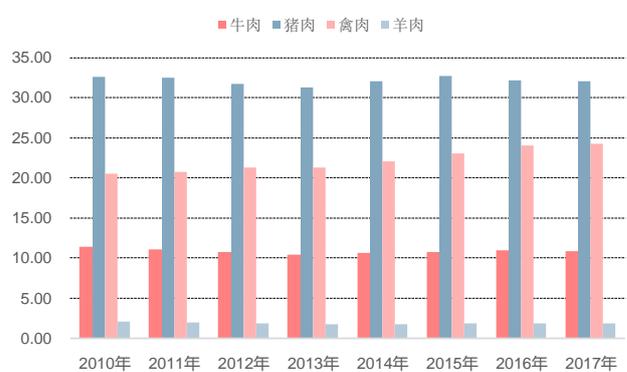
我国禽肉消费提升空间大，看好行业长期前景。根据经合组织数据，2017年，全球肉类产量共3.23亿吨，同比增长1.25%。其中禽肉、猪肉、牛肉、羊肉产量分别为1.20亿吨（占37%）、1.18亿吨（占37%）、0.69亿吨（占21%）、0.15亿吨（占5%）。鸡肉与猪肉目前正扮演着全球第一大肉类蛋白供应者的重要角色，2017年，美国的人均鸡肉消费量达到了41.7公斤，欧盟约为18公斤，而我国仅有10.3公斤，中国的白羽肉鸡行业仍然具备较大的成长潜力。

图表 19：2010-2017 年美国人均肉类消费量（kg/人/年）



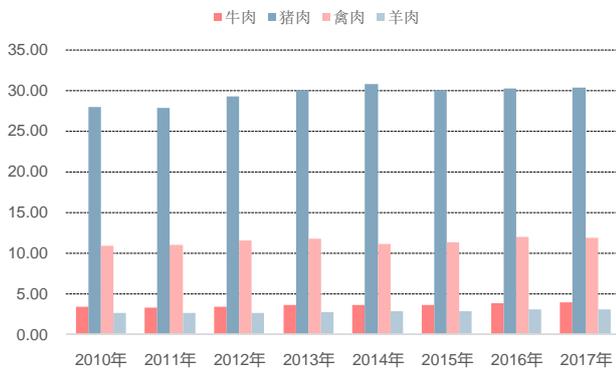
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 20：2010-2017 年欧盟人均肉类消费量（kg/人/年）



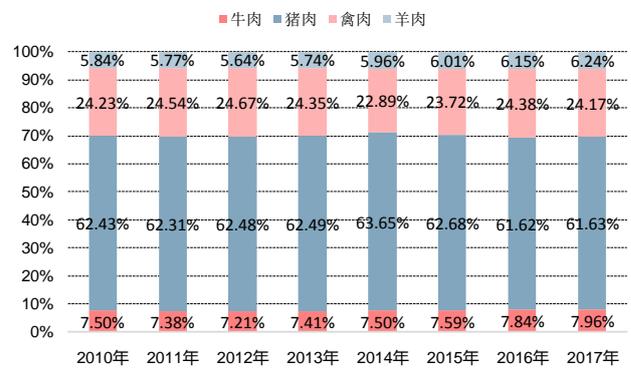
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 21: 2010-2017 年中国人均肉类消费量 (kg/人/年)



资料来源: OECD 中信建投证券研究发展部

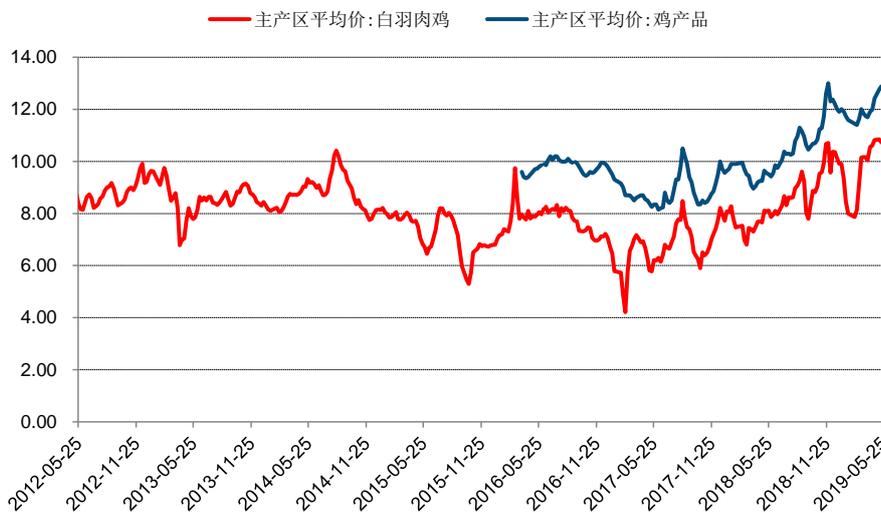
图表 22: 2010-2017 年中国人均肉类消费量占比 (%)



资料来源: OECD 中信建投证券研究发展部

中短期鸡肉替代性需求有望增长, 高景气维持可期。2018 年 8 月以来, 我国爆发猪瘟疫情, 能繁母猪存栏数据下滑幅度持续加大, 农业农村部最新数据显示, 2019 年 4 月份生猪存栏比上月下降 2.9 个百分点, 同比下降 20.8%, 能繁母猪比上月下降 2.5 个百分点, 同比下降 22.3%。预计 2019 年整年, 尤其下半年生猪供给缺口持续扩大、价格大幅上行, 对替代肉类产品的需求增加将推动鸡肉类产品的消费上涨, 维持肉鸡养殖行业景气度, 禽业高盈利有望持续。

图表 23: 肉鸡及鸡产品价格 (元/kg)



资料来源: wind 中信建投研究发展部

#### (四) 生猪养殖业务: 生猪布局加快, 打造业绩新驱动

公司在大力拓展肉禽养殖一体化的同时, 积极开始布局生猪养殖一体化的业务, 全力打造肉禽与生猪产业链双轮驱动的互补型经营模式。2016 年 9 月, 公司与安徽省利辛县人民政府签订战略合作框架协议, 在利辛县境内投资和运营生猪养殖、饲料加工和有机肥加工为一体的 40-60 万头生猪产业化项目。2017 年 1 月, 公司与抚顺市东洲区人民政府签订战略合作框架协议, 用 3-5 年时间在抚顺市东洲区建设年出栏生猪 50 万头的项目。2018 年 8 月公司发布非公开发行股预案 (修订稿), 2019 年 4 月公司完成募集资金 7.78 亿元。2019 年辽宁抚顺 50 万头生猪养殖项目一期工程已经完成并于 4 月正式投入运营, 吉林公主岭生猪项目也将在 2019 年底竣

工并投入使用。

公司目前已在辽宁、河南、河北、黑龙江、安徽布局了生猪养殖业务，公司生猪养殖业务采用种猪自养、育肥猪放养（公司+家庭农场）的运营模式，实行“五统一”管理，即统一建设猪舍、统一供应猪苗、统一供应饲料、统一饲养管理、统一回收商品猪。2017年公司控股子公司生猪出栏量 5.85 万头，随着未来生猪养殖产能的逐步释放，公司目标 2019 年控股及参股企业生猪出栏量达到 30 万头。

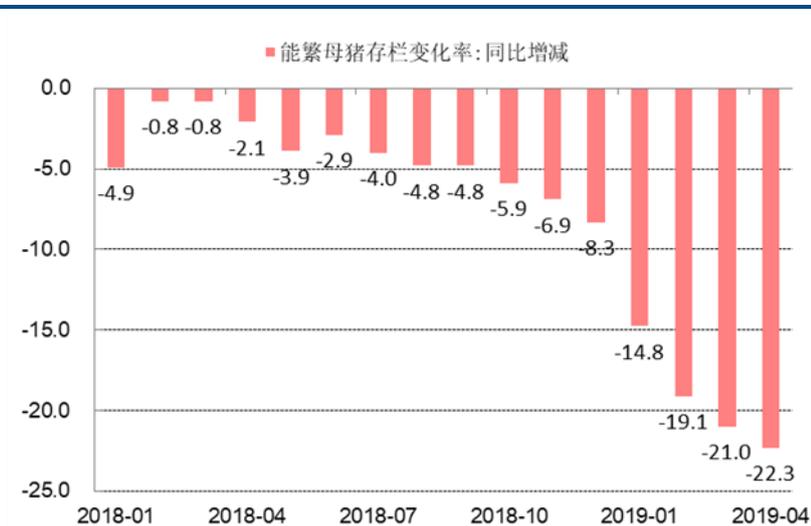
**图表 24：公司非公开发行股份募投项目之一：种猪场项目**

募投项目	投资额	选址	建设内容
吉林省荷风种猪繁育有限公司种猪繁育基地建设项目	19,413.92	吉林省公主岭市	年出栏猪总数 155,925 头（其中：仔猪 107,500 头，种猪 46,075 头，更新种猪 2,350 头）
凌源禾丰牧业有限责任公司李家营子村种猪场项目	9,660.00	辽宁省凌源市	每年出栏 70,000 头仔猪
抚顺禾丰农牧有限公司上年种猪场项目	37,950.00	辽宁省抚顺市	年出栏 326,250 头仔猪、11,250 头种猪
抚顺禾丰农牧有限公司关门山种猪场项目	16,836.00	辽宁省抚顺市	年出栏 150,000 头仔猪

资料来源：公司公告 中信建投研究发展部

非洲猪瘟导致生猪产能大幅去化，生猪产量大幅下滑。2018 年 8 月我国发生非洲猪瘟疫情以来，疫情致死、扑杀、补栏信心低迷等因素叠加影响下，我国能繁母猪存栏量下滑逐月加快，截至 2019 年 2 月末，我国能繁母猪存栏 2738 万头，同比下降 19.10%。动态来看，2018 年 9 月-2019 年 4 月能繁母猪同比分别下降 4.8%、5.9%、6.9%、8.3%、14.8%、19.1%、21.0% 和 22.3%，下滑幅度逐步加快，未有缓和之势。仅以目前 22.3% 的产能下滑粗略计算，我国猪肉年产量将下降超过 1000 万吨。

**图表 25：我国能繁母猪存栏量同比下降幅度（%）**



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

中国猪肉进口难以缓解当前供给缺口。从全球猪肉贸易情况来看，2018 年全球猪肉进口量 810 万吨，我国猪肉进口高峰时期年进口量 162 万吨，与 1000 万吨的缺口相比进口量难以缓解供给缺口。

**图表 26：全球猪肉产量及贸易量（万吨）**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
全球:猪肉:产量	10285	10343	10674	10869	11050	11042	11014	11104	11296

请参阅最后一页的重要声明

全球:猪肉:出口量	603	696	727	702	699	724	836	830	854
全球:猪肉:进口量	584	656	685	661	634	672	799	789	810

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 27: 中国猪肉进口主要来源国与总量 (万吨)

	美国	德国	丹麦	西班牙	加拿大	法国	英国	智利	爱尔兰	我国进口总量
2010年	2.91	1.78	7.42	2.83	3.90	1.13	0.00	0.00	0.14	19.95
2011年	25.25	2.46	6.01	4.53	4.95	2.60	0.00	0.18	0.66	46.77
2012年	18.69	9.49	5.12	6.72	5.30	2.18	0.45	0.99	1.68	52.23
2013年	11.92	11.49	6.38	7.04	7.43	3.39	2.13	1.99	1.61	58.33
2014年	11.71	10.67	6.76	9.15	5.21	2.65	2.75	2.55	1.98	56.43
2015年	10.14	20.53	8.13	13.66	6.13	4.26	3.28	3.14	2.83	77.75
2016年	21.55	34.43	15.89	26.01	17.90	8.65	4.32	4.63	4.33	162.02
2017年	16.57	21.18	8.87	23.75	16.67	5.12	4.56	4.03	3.56	121.68
2018年	8.57	22.84	7.23	21.96	16.03	4.91	4.96	4.38	3.29	119.28

资料来源: 海关总署 中信建投证券研究发展部

猪价 2019 年下半年快速上涨, 景气期延长, 禾丰布局正当时。4 月以来猪肉价格一直横盘小幅波动, 主要是由于: (1) 需求端处于消费淡季; (2) 政府严查猪瘟冻肉, 极大的打击了屠宰企业收猪的积极性, 进一步降低 4 月以来下游需求。另外, 两广区域的非洲猪瘟疫情突然爆发, 导致两广地区的猪大量外销抛售, 压低了市场价格。5 月最后一周至今, 猪价逐天上涨, 前期影响因素减弱后, 生猪供给短缺已经开始体现。结合能繁母猪在 2019 年 1 月同比大幅下滑 14.75%, 供给短缺的影响在今年 6 月将显现, 我们判断 6 月开始供求矛盾会逐步放大, 看好 6 及下半年猪价的大幅上涨。

此次猪周期预计景气时间长于往年, 公司将受益于此轮猪周期。与往年不同, 此次非洲猪瘟疫情发生对行业去产能化的影响超出往年, 部分养殖户永久退出生猪养殖业, 疫情短期难以根除, 补栏风险大, 产能恢复时间长, 预计此轮猪周期景气时间长于往年。因此禾丰在生猪养殖的布局有望受益生猪景气周期, 成为公司业绩新驱动。

图表 28: 国内 22 省市生猪及猪肉均价 (元/公斤)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

## 四、投资建议

考虑到目前非洲猪瘟疫情仍在发展过程中，国内生猪、母猪存栏持续下滑，禽业养殖维持高景气度，我们假设公司 2019-2020 年饲料业务整体维持 5% 增长，原料贸易业务维持 10% 增长，屠宰加工业务实现 30% 和 25% 增长，养殖业务受益于猪价上涨以及出栏量增加实现 68% 和 252% 的增长。

我们预计 2019-2020 年公司营业收入分别为 181.93、217.42 亿元，同比分别增长 15.51%、19.50%；归母净利润分别为 6.82、7.91 亿元，同比分别增长 23.55%、15.98%，公司当前总市值 110 亿，对应 PE 为 16.1、13.9x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

## 五、风险提示

原材料价格大幅波动；畜禽价格大幅下跌；出现重大疫情。

图表 29：禾丰牧业盈利预测及估值表（百万元）

利润表	2017	2018	2019E	2020E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	13,695.8	15,750.8	18,193.2	21,741.6	<b>成长性</b>				
减:营业成本	12,521.5	14,421.3	16,405.4	19,551.7	营业收入增长率	15.4%	15.0%	15.51%	19.50%
营业税费	24.9	24.9	28.7	34.3	营业利润增长率	7.2%	22.9%	8.1%	16.0%
销售费用	411.5	420.6	485.9	630.5	净利润增长率	10.3%	17.2%	23.61%	15.99%
管理费用	287.9	227.9	400.3	521.8	EBITDA 增长率	8.0%	30.9%	1.9%	13.2%
财务费用	60.9	74.9	68.5	66.1	EBIT 增长率	3.6%	38.8%	-0.3%	14.4%
资产减值损失	31.6	124.0	58.0	71.2	NOPLAT 增长率	11.4%	25.0%	21.8%	14.4%
加:公允价值变动收益	-0.3	-0.4	-	-	投资资本增长率	15.2%	12.1%	5.3%	2.3%
投资和汇兑收益	171.1	286.0	-	-	净资产增长率	12.8%	13.9%	14.4%	12.9%
<b>营业利润</b>	561.8	690.6	746.5	866.0	<b>利润率</b>				
加:营业外净收支	19.5	0.9	0.9	0.9	毛利率	8.6%	8.4%	9.8%	10.1%
<b>利润总额</b>	581.3	691.5	747.5	867.0	营业利润率	4.1%	4.4%	4.1%	4.0%
减:所得税	81.3	86.9	-	-	净利率	3.4%	3.5%	3.7%	3.6%
<b>净利润</b>	471.0	551.9	682.2	791.3	EBITDA/营业收入	5.5%	6.3%	5.5%	5.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	4.3%	5.2%	4.5%	4.3%
货币资金	748.9	928.9	1,297.2	1,550.2	<b>运营效率</b>				
交易性金融资产	1.0	-	-	-	固定资产周转天数	39	35	31	25
应收帐款	443.0	491.4	587.9	701.9	流动营业资本周转天数	29	25	24	24
应收票据	5.0	13.6	7.9	17.8	流动资产周转天数	71	68	70	71
预付帐款	266.2	185.9	328.4	284.5	应收帐款周转天数	11	11	11	11
存货	1,218.0	1,410.9	1,579.7	1,984.4	存货周转天数	32	30	30	30
其他流动资产	114.1	126.2	126.2	126.2	总资产周转天数	147	148	145	133
可供出售金融资产	3.3	3.7	3.7	3.7	投资资本周转天数	97	96	90	78
持有至到期投资	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>				
长期股权投资	1,022.4	1,354.8	1,359.3	1,615.9	ROE	13.9%	14.3%	15.5%	16.0%

投资性房地产	-	-	-	-	ROA	8.4%	8.7%	9.7%	10.4%
固定资产	1,557.0	1,547.2	1,562.7	1,489.5	ROIC	15.6%	16.9%	18.4%	20.0%
在建工程	122.6	255.7	212.1	183.5	<b>费用率</b>				
无形资产	209.9	206.4	215.1	223.3	销售费用率	3.0%	2.7%	2.7%	2.9%
其他非流动资产					管理费用率	2.1%	1.4%	2.2%	2.4%
<b>资产总额</b>	5,985.9	6,930.7	7,709.2	8,336.3	财务费用率	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
短期债务	1,191.2	1,347.7	1,481.2	1,195.6	三费/营业收入	5.6%	4.6%	5.2%	5.6%
应付帐款	697.1	880.0	914.1	1,224.0	<b>偿债能力</b>				
应付票据	24.6	-	41.6	10.7	资产负债率	37.4%	38.4%	36.7%	33.9%
其他流动负债					负债权益比	59.8%	62.5%	58.0%	51.3%
长期借款	20.3	118.5	-	-	流动比率	1.27	1.26	1.41	1.68
其他非流动负债					速动比率	0.72	0.70	0.84	0.96
<b>负债总额</b>	2,239.6	2,664.7	2,828.4	2,826.0	利息保障倍数	9.68	10.92	11.89	14.10
少数股东权益	356.0	414.1	479.3	554.9	<b>分红指标</b>				
股本	831.2	845.8	845.8	845.8	DPS(元)	0.09	0.64	0.24	0.28
留存收益	2,559.1	3,078.2	3,555.7	4,109.7	分红比率	17.6%	106.5%	30.0%	30.0%
<b>股东权益</b>	3,746.3	4,266.0	4,880.8	5,510.3	股息收益率	0.8%	5.3%	2.0%	2.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	500.0	604.7	682.2	791.3	EPS(元)	0.51	0.60	0.81	0.94
加:折旧和摊销	199.7	214.4	194.0	209.9	BVPS(元)	3.68	4.18	5.20	5.86
资产减值准备	31.6	124.0	-	-	PE(X)	23.4	20.0	14.8	12.8
公允价值变动损失	0.3	0.4	-	-	PB(X)	3.3	2.9	2.3	2.0
财务费用	65.7	76.8	68.5	66.1	P/FCF	79.4	32.1	21.8	25.4
投资收益	-171.1	-286.0	-	-	P/S	0.8	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	28.9	52.8	65.2	75.6	EV/EBITDA	10.5	7.2	10.3	8.7
营运资金的变动	29.7	-461.8	-280.9	-184.6	CAGR(%)	20.1%	-230.9%	17.3%	20.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	611.4	501.4	729.1	958.4	PEG	1.2	-0.1	0.9	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-626.4	-509.7	-174.6	-116.3	ROIC/WACC	2.2	2.4	2.6	2.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	49.9	167.0	-186.2	-589.1	REP	0.9	0.7	0.9	0.7

资料来源: Wind 中信建投研究发展部

## 分析师介绍

**花小伟：**中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

**孙金琦：**农林牧渔行业分析师，金融硕士，4 年行业研究经验，2017 年加入中信建投证券。

## 报告贡献人

**王泽选：**中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859