

# 生猪养殖贡献利润弹性，饲料发力养殖后周期

## 禾丰牧业(603609)

### 报告摘要：

生猪产能触底回升，带动公司饲料快速放量，2020年一季度猪料销量同比增长71%，随着生猪产能的逐步恢复，公司饲料业务高速增长有望持续。此外，2020年生猪供需矛盾依然存在，猪价高位盘整，全年猪价看至30元/公斤，未来1-2年，公司生猪出栏量有望维持翻倍增长，2020年利润弹性可期。考虑到公司一季度饲料销量呈现高速增长态势，我们将公司2020-2022年归母净利润16.02/17.00/18.11亿元上调至16.97/17.84/18.96亿元，EPS分别从1.74/1.84/1.96元上调至1.84/1.93/2.06元，参考可比公司2021年6XPE，给予公司2021年9XPE，对应目标价17.37元，上调至“买入”评级。

### 主要观点：

#### ► 公司概况：业绩稳健增长的农牧白马

公司成立于2003年，立足于中国北方，从饲料业务做起，逐步延伸至肉禽产业、原料贸易、生猪养殖等领域，是中国东北的饲料行业龙头，也是北方最大的农牧集团之一。2015-2019年间，公司营业收入CAGR+16.39%，归母净利润CAGR+39.78%，在农牧行业的表现实属亮眼。从收入来源上看，2019年，公司饲料、禽产业营收占比44%/37%，合计营收占比81%，是公司主要的收入来源。

#### ► 饲料：生猪养殖规模化进程提速，养殖后周期开始发力

非洲猪瘟抬高生猪养殖行业准入门槛，在市场上暂无有效疫苗的背景下，散养户或将永久性退出生产，大型养殖集团凭借其在生物安全防控水平、融资渠道以及种猪资源等方面的优势快速产能扩张节奏，生猪养殖规模化进程提速，倒逼上游饲料企业集中度进一步提高。2019年10月能繁母猪存栏首次环比转正，已实现6个月环比正增长，随着生猪产能的持续恢复，公司猪料凭借过硬的质量有望快速放量，市占率有望加速提升。

#### ► 白羽肉鸡：供给偏紧而需求趋旺，禽产业链高景气度持续

从供给端来看，2015-2018年，我国白羽肉鸡祖代引种量维持低位，2019年下半年引种量虽有所回暖，但按照产能传导周期推算，2020年白羽肉鸡供给仍将维持相对紧缺的状态；从需求端来看，禽肉是我国第二大肉类消费品类，和猪肉存在较强的替代关系，受非洲猪瘟疫情影响，生猪供给大幅下滑，禽肉替代需求旺盛。我们认为，供给偏紧而需求趋旺，禽链高景

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	17.37
最新收盘价：	13.95
股票代码：	603609
52周最高价/最低价：	16.2/9.55
总市值(亿)	128.63
自由流通市值(亿)	126.15
自由流通股数(百万)	904.31



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

### 相关研究

1. 【华西农业】禾丰牧业(603609)2019年报点评：业绩符合预期，生猪养殖有望贡献公司利润弹性

2020.04.03

气度有望持续，带动公司禽产业利润持续释放。

► **生猪养殖：量价齐增，生猪养殖贡献公司利润弹性**

从猪价上看，受非洲猪瘟疫情影响，生猪产能去化幅度远超历史最高点，在市场上暂无有效疫苗的背景下，生猪产能恢复进程缓慢，生猪供需矛盾支撑猪价维持高位，2020年猪价仍将维持高位，全年猪价看至30元/公斤；从出栏量上看，公司于2016年开始部署生猪养殖业务，截至2019年末，公司生产性生物资产（猪+鸡）同比增长211.06%，预计，2020年公司控股与参股企业合计生猪出栏量将达到60万头。我们认为，量价齐增，随着公司生猪产能的快速释放，生猪养殖业务有望贡献公司利润弹性。

**投资建议：**

考虑到公司一季度饲料销量呈现高速增长态势，我们将公司2020-2022年归母净利润16.02/17.00/18.11亿元上调至16.97/17.84/18.96亿元，EPS分别从1.74/1.84/1.96元上调至1.84/1.93/2.06元，参考可比公司2021年6XPE，给予公司2021年9XPE，对应目标价17.37元，上调至“买入”评级。

**风险提示**

畜禽肉类价格大幅下跌风险；原材料价格波动风险；重大疫情扩散风险。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,751	17,792	22,358	27,389	31,939
YoY (%)	15.0%	13.0%	25.7%	22.5%	16.6%
归母净利润(百万元)	552	1,199	1,697	1,784	1,896
YoY (%)	17.2%	117.3%	41.5%	5.1%	6.3%
毛利率 (%)	8.4%	11.2%	13.1%	11.8%	11.1%
每股收益 (元)	0.60	1.30	1.84	1.93	2.06
ROE	14.3%	21.0%	22.9%	19.4%	17.1%
市盈率	24.15	11.11	7.85	7.47	7.03

资料来源:Wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司概况：业绩稳健增长的农牧白马 .....	5
1.1. 公司发展：内生外延，国际大型农牧巨头雏形渐现 .....	5
1.2. 主营业务：多元业务并进，经营业绩增长稳健 .....	5
1.3. 股权结构：股权分散，股权结构稳定 .....	7
2. 饲料：生猪养殖规模化进程提速，养殖后周期开始发力 .....	8
3. 白羽肉鸡：供给偏紧而需求趋旺，禽产业链高景气度持续 .....	9
3.1. 供给端：引种量持续低位，产能恢复进程偏慢 .....	9
3.2. 需求端：猪鸡替代效应强劲，鸡肉需求旺盛 .....	11
3.3. 肉禽产业链一体化布局，公司禽产业利润持续释放 .....	12
4. 生猪养殖：量价齐增，生猪养殖贡献公司利润弹性 .....	15
4.1. 生猪供需矛盾支撑猪价维持高位 .....	15
4.2. 生猪产能快速释放，公司利润弹性较大 .....	15
5. 盈利预测 .....	16
6. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1 公司发展历程 .....	5
图 2 2015-2019 年，公司营业总收入及其增长情况 .....	6
图 3 2015-2019 年，公司归母净利润及其增长情况 .....	6
图 4 2015-2019 年，公司各业务营业总收入情况 .....	6
图 5 2015-2019 年，公司各业务毛利情况 .....	6
图 6 2015-2019 年，公司销售毛利率与销售净利率 .....	7
图 7 2015-2019 年，公司三费率持续下降 .....	7
图 8 公司股权结构图 .....	7
图 9 2017-2019 年，中国生猪养殖行业集中度 .....	8
图 10 2019 年，我国主要生猪养殖企业出栏情况 .....	8
图 11 2016-2019 年，公司猪料的销量情况 .....	9
图 12 公司“Win”系列猪料产品情况 .....	9
图 13 白羽肉鸡行业扩繁过程 .....	10
图 14 2019 年，中国祖代鸡引种来源国 .....	10
图 15 2019 年，中国祖代鸡引种品种 .....	10
图 16 2005-2019 年，中国祖代肉种鸡更新量 .....	11
图 17 2014-2019 年，中国白羽肉鸡出栏量 .....	11
图 18 2018 年，我国进口鸡肉国家份额占比 .....	11
图 19 2011-2018 年，我国鸡肉进口情况 .....	11
图 20 2015-2018 年，中国肉制品消费结构 .....	12
图 21 2018 年，禽肉是我国第二大肉制品消费品类 .....	12
图 22 1987-2018 年，中国猪肉与鸡肉消费同比增长情况 .....	12
图 23 2016-2019 年，控股参股公司白羽肉鸡养殖总量 .....	13
图 24 2016-2019 年，控股参股公司白羽肉鸡屠宰总量 .....	13
图 25 公司肉禽产业链情况 .....	13
图 26 商品代鸡苗均价 .....	14
图 27 毛鸡均价 .....	14
图 28 2018-2019 年，全国生猪存栏变动情况 .....	15
图 29 2018-2019 年，全国能繁母猪存栏变动情况 .....	15
图 30 全国生猪价格 .....	15
图 31 2015-2019 年，公司生产性生物资产情况 .....	15

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 1	部分省市开始征求意见禁止活禽交易.....	14
表 2	公司生猪养殖产能布局情况.....	16
表 3	禾丰牧业主要业务经营预测（单位：百万元）.....	17
表 4	可比公司盈利预测.....	18

## 1. 公司概况：业绩稳健增长的农牧白马

### 1.1. 公司发展：内生外延，国际大型农牧巨头雏形渐现

公司设立于 2003 年，于 2014 年在主板上市，现不仅是中国东北的饲料行业龙头企业，也是北方最大的农牧集团之一。公司业务从饲料做起，延续沈阳禾丰和辽宁爱普特，经过多年的发展扩大，目前业务范围涵盖饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化、生猪养殖这三大主要业务，以及食品加工、动物医疗、国际事业等其他相关业务，业务从东北扩展到华东、河南、山东等地，从国内扩展至东南亚、俄罗斯等地，向国际化进程不断推进，从最初的民族品牌到如今发展成为在国际畜牧业舞台颇具影响力的大型农牧企业。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网、华西证券研究所

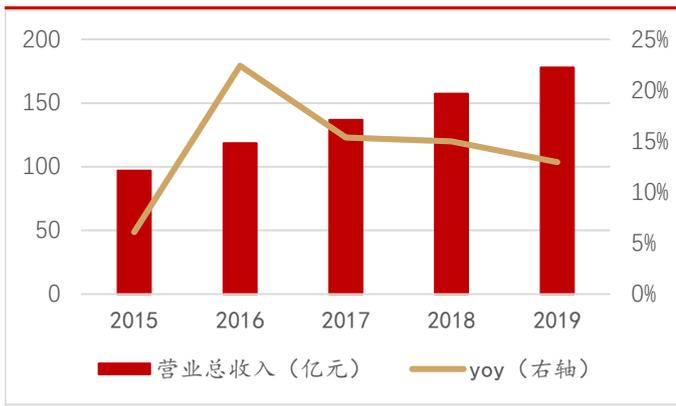
公司目前有百余家下属企业，已形成了产业一体化运营，大大提高了公司经营效率。公司计划未来 5-8 年时间，做大做强饲料业务，大力发展肉禽产业化和生猪养殖业务，最终实现肉禽与生猪产业链双轮驱动的互补型经营模式，进一步提高公司在畜禽农牧领域的核心竞争力。

### 1.2. 主营业务：多元业务并进，经营业绩增长稳健

公司营业收入和归母净利润实现 6 年连续两位数增长。2015-2019 年，公司营业收入从 96.96 亿元增长至 177.92 亿元，CAGR+16.39%；归母净利润也从 3.14 亿元增长至 11.99 亿元，CAGR+39.78%，保持高速增长节奏。

饲料、禽产业是公司主要的营收来源，合计营收占比 81%。2015-2019 年，公司饲料营收从 61.25 亿元增长至 77.86 亿元，CAGR+6.18%，2019 年营收占比 44%；禽产业营收从 11.19 亿元增长至 65.99 亿元，CAGR+55.83%，2019 年营收占比 37%。饲料和禽产业营收合计占比 81%，是公司主要的营收来源。2019 年公司饲料毛利 9.75 亿元，占公司总毛利比重为 48.75%；禽产业毛利为 7.88 亿元，占公司总毛利比重为 39.42%。

图 2 2015-2019 年，公司营业总收入及其增长情况



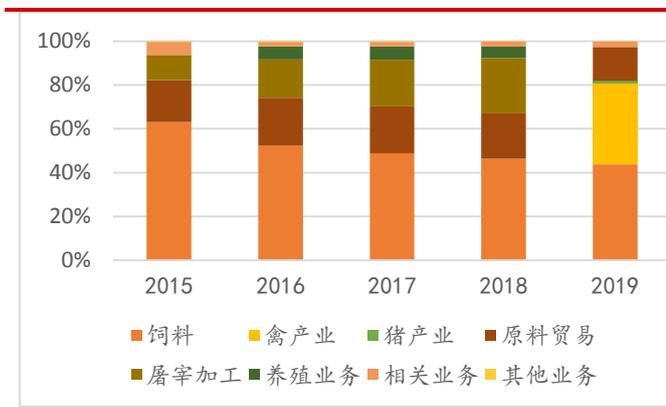
资料来源：Wind、华西证券研究所

图 3 2015-2019 年，公司归母净利润及其增长情况



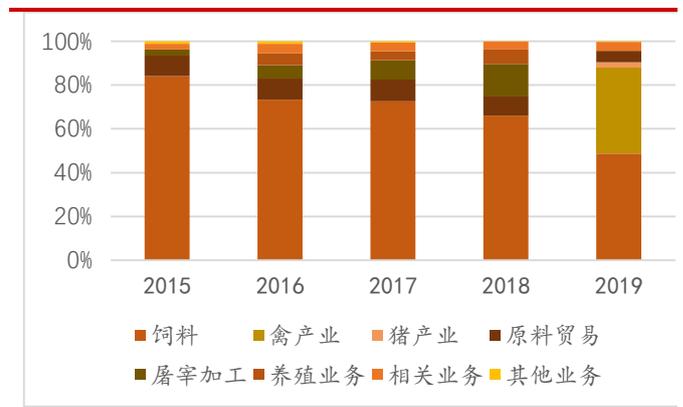
资料来源：Wind、华西证券研究所

图 4 2015-2019 年，公司各业务营业总收入情况



资料来源：Wind、华西证券研究所

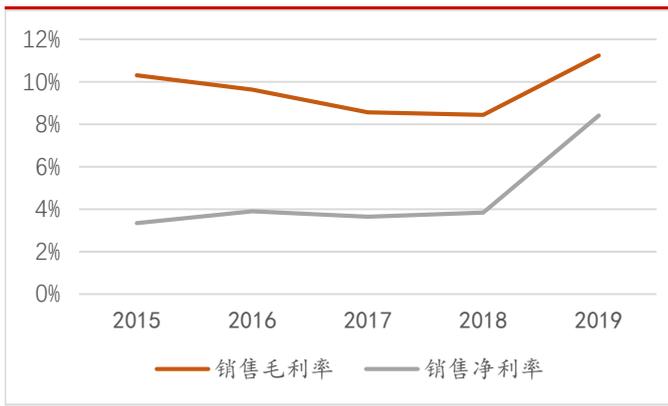
图 5 2015-2019 年，公司各业务毛利情况



资料来源：Wind、华西证券研究所

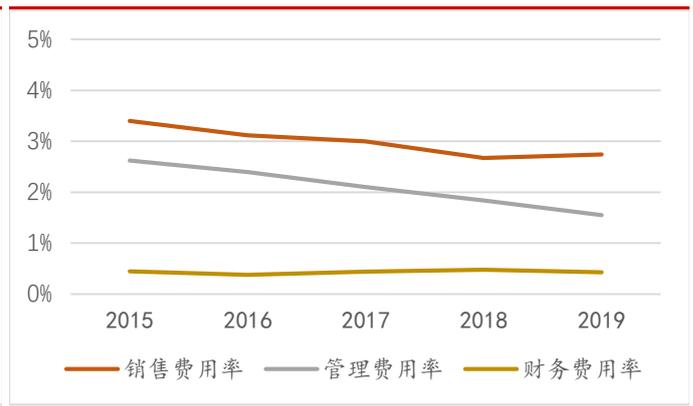
降本增效效果显著，三费持续下行。近几年，公司持续加强内部各业务管理，三费费率呈持续下降的趋势，其中，管理费率由 2015 年的 2.62% 降低至 2019 年的 1.55%、销售费率由 2015 年的 3.40% 降低至 2019 年的 2.74%、财务费率由 2015 年的 0.45% 降低至 2019 年的 0.43%。

图 6 2015-2019 年，公司销售毛利率与销售净利率



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 7 2015-2019 年，公司三费费率持续下降



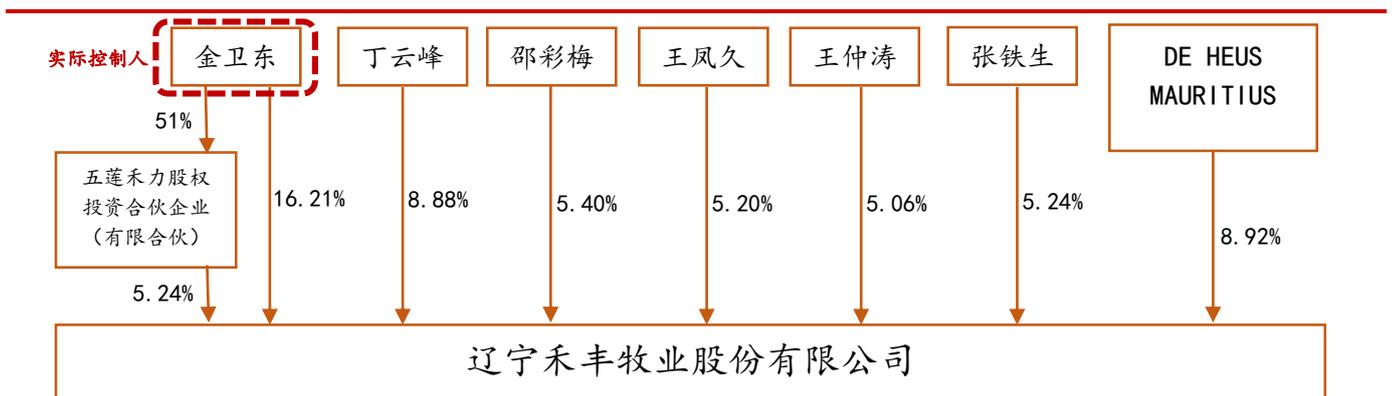
资料来源：Wind、华西证券研究所

### 1.3. 股权结构：股权分散，股权结构稳定

金卫东作为公司的大股东，直接持有公司股票 149549498 股，占总股本的 16.21%；并通过控股五莲禾力股权合伙企业（有限合伙）间接控制公司的 5.24%的表决权；并通过《一致行动确认和承诺函》联合丁云峰（持股 8.88%）、王凤久（持股 5.20%）、邵彩梅（持股 5.40%）、王仲涛（持股 5.06%）四名股东控制本公司 24.67%的表决权。金卫东合计控制公司 45.99%的股份表决权，为公司控股股东。公司十大股东中的自然人股东均为公司创始人，无一离开，股权结构稳定。

公司的第二大股东为 DE HEUS MAURITIUS，持有公司 8.92%的股份。DE HEUS MAURITIUS 是荷兰 De Heus 集团的全资子公司。De Heus 集团是荷兰最大的私人饲料企业，在猪、奶牛、肉鸡、蛋鸡和火鸡饲料市场占据较大的市场份额，拥有全球的先进资源、领先技术和百年管理经验。自 2006 年 De Heus 对公司投资后，双方在技术、采购、投资、培训、数据库等多方面均有密切合作，有利于增强禾丰技术研发实力，丰富禾丰管理经验，助力公司快速发展。

图 8 公司股权结构图

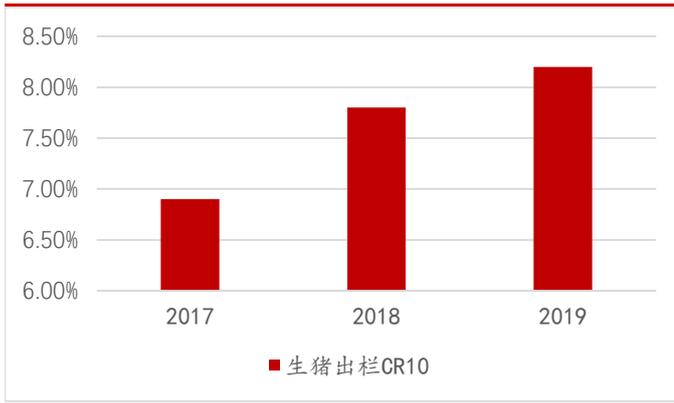


资料来源：Wind、公司公告、华西证券研究所

## 2. 饲料：生猪养殖规模化进程提速，养殖后周期开始发力

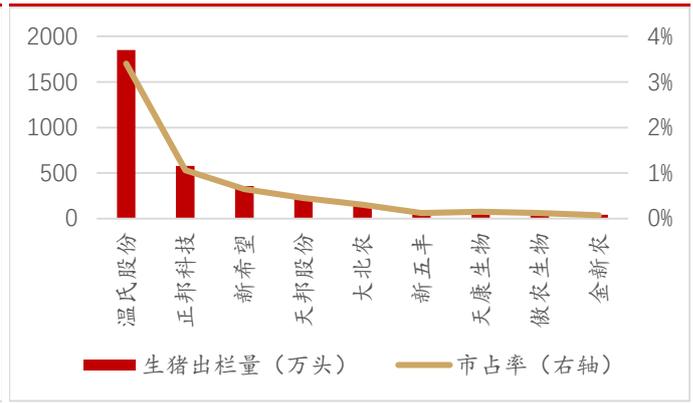
受非洲猪瘟疫情影响，行业准入门槛抬升，在市场上暂无有效疫苗的背景下，散户或将永久性退出生产，大型生猪养殖集团凭借其在生物安全防护水平、融资渠道以及种猪资源等方面的优势，趁势加快产能扩张节奏，市占率加速提升，带动行业规模化进程提速。根据公司公告、公开资料整理测算得，2019年的生猪养殖行业CR10从2018年的约7.10%提升至8.27%，其中行业规模前三的养殖企业的生猪出栏量总计达3455.39万头，占全国生猪出栏量比重达6.35%。

图9 2017-2019年，中国生猪养殖行业集中度



资料来源：公司公告、国家统计局、华西证券研究所

图10 2019年，我国主要生猪养殖企业出栏情况

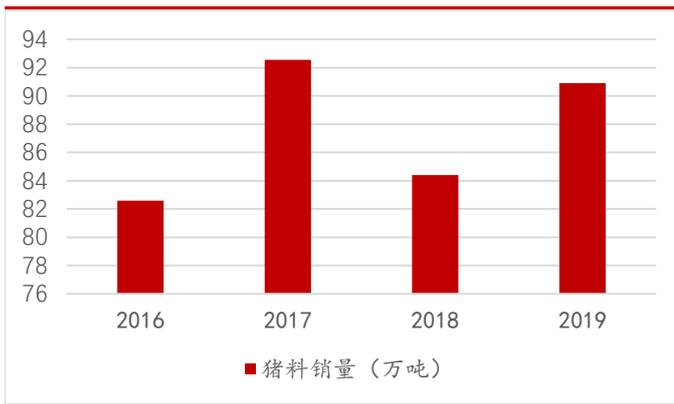


资料来源：公司公告、华西证券研究所

下游生猪养殖的规模化进程提速，将推动上游饲料行业的集中度加速提升。规模化养殖的大型养殖场，对饲料的品质要求更为严格，对价格敏感度相对较低，更倾向于选择质量优、服务好、品牌好的饲料。公司猪料实现逆势增长。在行业整体承压的背景下，公司猪料表现亮眼，2019年，公司猪料销量90.91万吨，同比增长7.70%，其中高毛利率前端料销量同比增长14.14%，仔猪料销量同比增长13.05%。根据公司业务预增公告，2020年一季度公司猪料增长将同比增长71%。

我们认为，生猪产能拐点已经出现，产能继续去化的可能性不大。根据农业农村部数据显示，生猪产能于2019年10月首次环比转正，截止至2020年3月，全国生全国能繁母猪存栏环比增长2.80%，实现6个月环比正增长。随着生猪产能的恢复，下游规模化养殖稳步推进，公司猪料优势进一步凸显，带动公司市占率加速提升。

图 11 2016-2019 年，公司猪料的销量情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 12 公司“Win”系列猪料产品情况



资料来源：公开资料整理、华西证券研究所

### 3. 白羽肉鸡：供给偏紧而需求趋旺，禽产业链高景气度持续

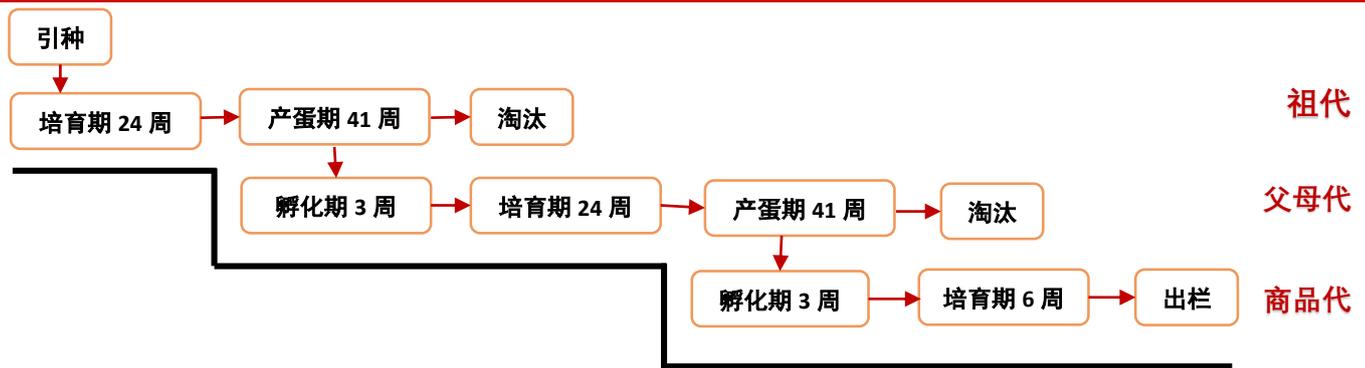
#### 3.1. 供给端：引种量持续低位，产能恢复进程偏慢

白羽肉鸡的产业链是从“曾祖代→祖代→父母代→商品代”来进行扩繁的。白羽肉鸡属于外来品种，需要从国外引进白羽肉鸡祖代种鸡。引种祖代鸡通过养殖和培育产生父母代白羽肉鸡，父母代白羽肉鸡进一步生产出商品代白羽肉鸡，以满足国内的消费需求。

祖代种鸡的养殖周期为 65 周左右，分为 24 周培育期、41 周产蛋期以及淘汰阶段；父母代肉种鸡养殖周期分为四个阶段，分别是 3 周孵化期、24 周培育期、41 周产蛋期以及淘汰阶段；而商品代肉鸡只需 6 周的培育期即可出栏，整个周期为 9 周左右。白羽肉鸡从祖代鸡引种进来，到商品代肉鸡出栏周期为 60 周至 142 周左右。

每套引种祖代鸡能产 45 套左右的父母代种鸡，而每套父母代种鸡约产商品代蛋 110 只左右，也就是说，每套祖代鸡种鸡能产 4950 只商品代鸡苗，扩繁系数为 1：4950。

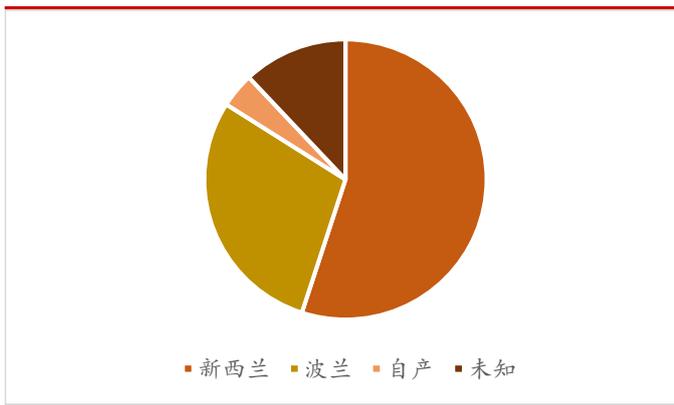
图 13 白羽肉鸡行业扩繁过程



资料来源：中国禽病网、华西证券研究所

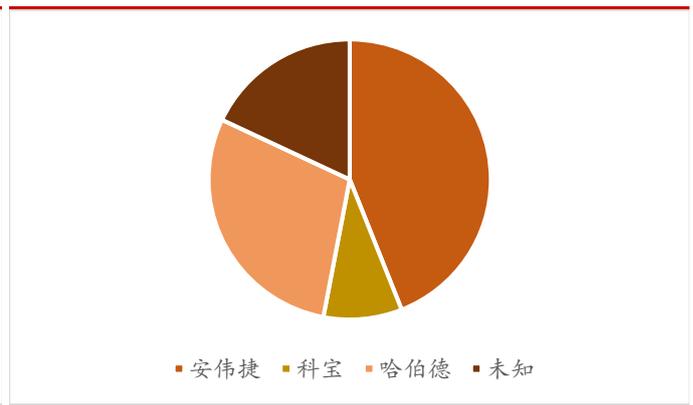
新西兰是我国祖代鸡引种的主要来源国，安伟捷是主要引种品种。美国是传统的祖代种鸡出口大国，2015 年前我国 90% 以上的祖代鸡引种均来源于美国，2015 年美国爆发禽流感，我国暂停了自美国的引种并持续至今。目前，新西兰作为我国最大的祖代鸡来源国，其次是波兰。2019 年我国 55% 左右的祖代鸡从新西兰引种，29% 左右祖代鸡从波兰引种进来，其中我国引种安伟捷品种占总引种量的 44%，其次是哈伯德，占比 29%。

图 14 2019 年，中国祖代鸡引种来源国



资料来源：公开资料整理、华西证券研究所

图 15 2019 年，中国祖代鸡引种品种



资料来源：公开资料整理、华西证券研究所

白羽肉鸡行业的供应量主要取决于祖代肉种鸡的引种量。因 2015 年美国等主要引种国家爆发禽流感，我国开始陆续封关，连续 3 年我国祖代鸡引种量持续处于低位。根据中国畜牧业协会统计，2018 年我国祖代肉种鸡更新量为 74.54 万套，与 2017 年相比增长 8.50%，继续维持低位，2019 年祖代鸡引种量回升，更新量为 122.35 万套。

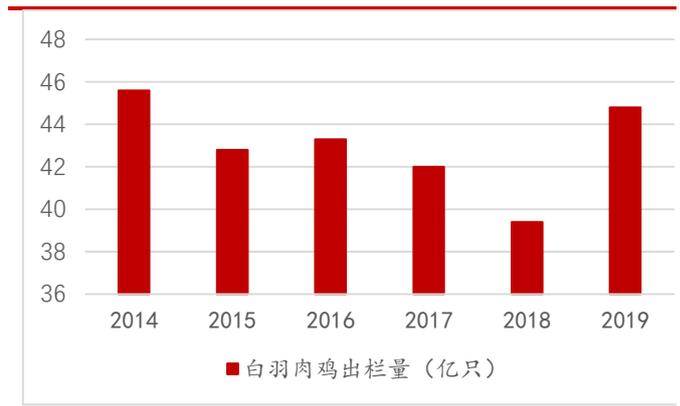
按照白羽肉鸡扩繁周期计算，2018 年的低祖代鸡引种量预计会对 2020 年的白羽肉鸡供应继续产生影响。同时由于近两年种鸡质量问题突出，种鸡繁育效率低下，扩繁系数下降至 1: 4500 左右，鸡苗、毛鸡的供应量都比预期有所减少。据中国畜牧业协会公布的数据，2019 年的白羽肉鸡的出栏量平均在 45 亿羽左右，若预计 2020 年白羽肉鸡出栏量为 45 亿羽左右，根据扩繁系数推算，那么我国需要祖代鸡引种量至少为 100 万套，高于 2018 年的祖代鸡引种量。即使 2019 年引种量出现回升，但是受 18 年的低祖代鸡引种量以及低扩繁效率的影响，预计 2020 年白羽肉鸡供应依旧偏紧。

图 16 2005-2019 年，中国祖代肉种鸡更新量



资料来源：公开资料整理、华西证券研究所

图 17 2014-2019 年，中国白羽肉鸡出栏量

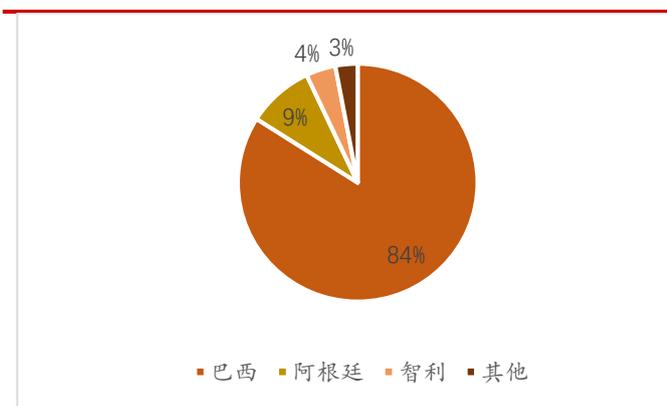


资料来源：公开资料整理、华西证券研究所

进口方面，我国鸡肉以自给自足为主，进口量仅占消费量的 2.38%。我国是鸡肉消费生产大国，基本可实现鸡肉自给自足。2018 年，我国鸡肉总消费量为 1153.5 万吨，鸡肉产量为 1170 万吨，而鸡肉进口量仅为 27.5 万吨，约占总消费量的 2.38%。从进口来源国上看，巴西、阿根廷、智利是我国鸡肉进口的主要来源国，根据国家统计局数据，2018 年，我国从巴西、阿根廷、智利进口鸡肉占我国鸡肉进口总量的比重分别约为 84%、9%、4%左右。

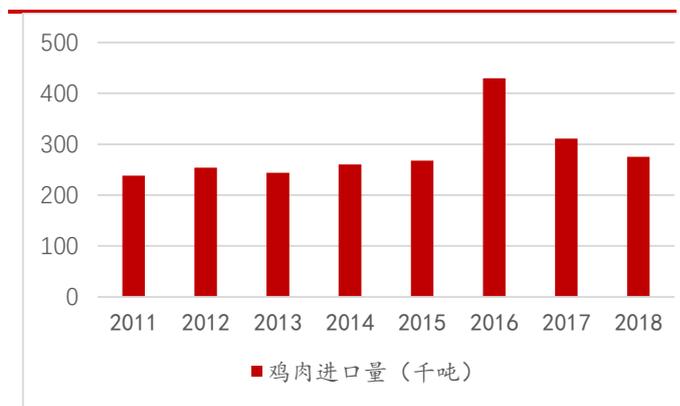
我国鸡肉进口绝大部分来源于巴西，进口产品包括冻鸡爪、冻鸡翼、冻鸡块等，我国从巴西进口的鸡肉副产品占总进口量的 80%-90%。自 2019 年 2 月 17 日起，我国对原产于巴西的进口白羽肉鸡产品征收反倾销税，税率为 17.8%-32.4%，征收期限为 5 年。巴西反倾销政策的落地，会使巴西鸡肉进口成本增加，进口量会有所下降，从而会影响我国白羽肉鸡的供需结构，但影响程度有限。

图 18 2018 年，我国进口鸡肉国家份额占比



资料来源：公开资料整理、华西证券研究所

图 19 2011-2018 年，我国鸡肉进口情况

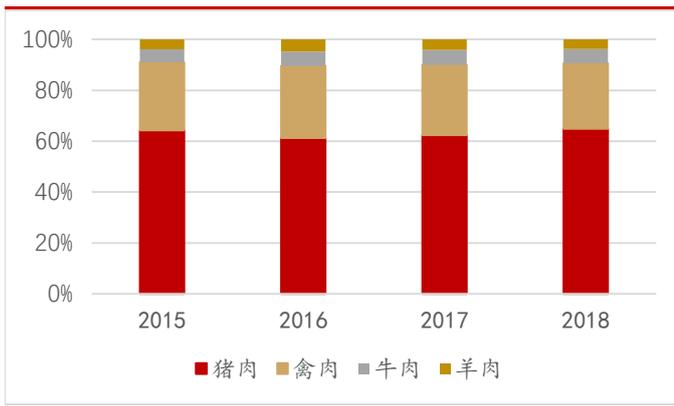


资料来源：USDA、华西证券研究所

### 3.2. 需求端：猪鸡替代效应强劲，鸡肉需求旺盛

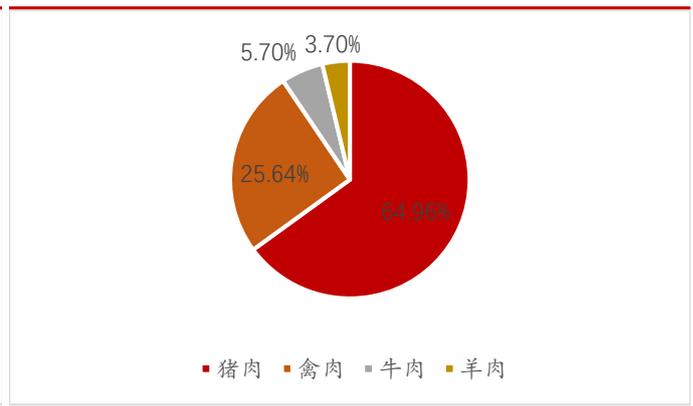
近几年，禽肉在肉制品消费结构中占比逐步上升，2015 年至 2018 年我国禽肉人均消费量分别为 8.4kg、9.1kg、8.9kg、9kg，分别占我国肉类消费总量的比重为 26.84%、28.44%、27.64%、25.64%。相较于猪肉，鸡肉营养健康，是很好的蛋白质来源，成为越来越多人的选择，因此一直作为我国第二大肉制品消费品类。

图 20 2015-2018 年，中国肉制品消费结构



资料来源：国家统计局、华西证券研究所

图 21 2018 年，禽肉是我国第二大肉制品消费品类



资料来源：国家统计局、华西证券研究所

猪鸡替代效应强劲，生猪供给不足拉动禽肉需求。从历史数据看猪肉消费占比的下降往往伴随着禽肉占比的快速拉升，根据国家统计局数据，1995-1996 年，猪肉消费同比减少 13.56%，禽肉消费同比增加 16.68%；2006-2007 年蓝耳病在国内大面积爆发，猪肉消费同比减少 6.74%，禽肉消费同比增加 10.07%；2014-2015 年猪肉消费同比减少 2.45%，禽肉消费同比增加 3.41%。我们认为，非洲猪瘟疫情将成为我国禽肉消费占比提升的催化剂，猪肉供给不足有望推动禽肉消费快速提升。

图 22 1987-2018 年，中国猪肉与鸡肉消费同比增长情况



资料来源：USDA、华西证券研究所

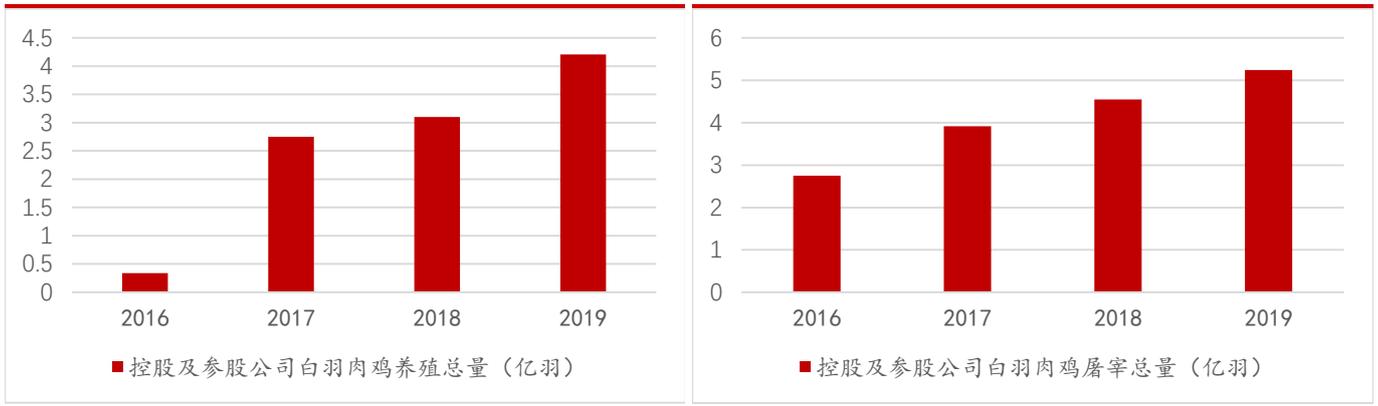
供给偏紧而需求趋旺，禽链高景气有望持续。从供给端看，18 年祖代鸡引种量继续处于低位，种鸡扩繁系数下降，使 20 年的商品代肉鸡的供给偏紧；巴西反倾销会降低我国鸡肉进口量，影响我国鸡肉供给结构，但因我国鸡肉基本自给自足，影响程度有限。从需求端看，非洲猪瘟下生猪产能持续去化，生猪价格高企，在猪禽替代效应下，鸡肉消费持续增长，同时长期而言，中国鸡肉消费水平远低于其他部分国家水平以及人们肉类消费结构的转变，推动禽肉需求向好。白羽肉鸡行业供不应求，预计 2020 年白羽肉鸡行业景气持续。

### 3.3. 肉禽产业链一体化布局，公司禽产业利润持续释放

公司一直积极完善和优化肉禽产业链一体化布局，截至 2019 年末，公司控股及参股企业合计养殖白羽肉鸡 4.21 亿羽，合计屠宰白羽肉鸡 5.24 亿羽，养殖与屠宰的

产能配套程度超过 80%，相比 2018 年增加 12 个百分点，养殖量逐渐接近屠宰量，产能匹配能力显著提升，产业链条结构不断优化。

图 23 2016-2019 年，控股参股公司白羽肉鸡养殖总量 图 24 2016-2019 年，控股参股公司白羽肉鸡屠宰总量

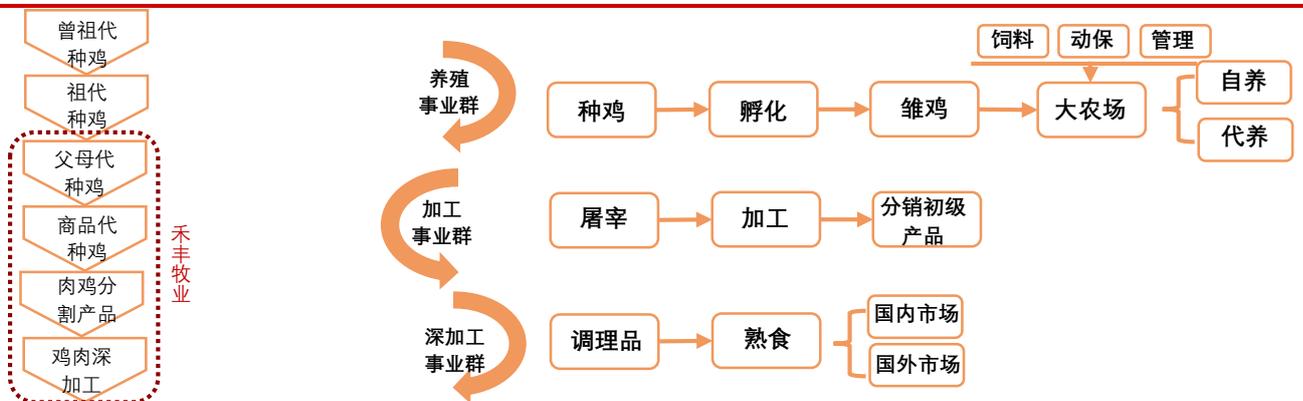


资料来源：公司公告、华西证券研究所

资料来源：公司公告、华西证券研究所

公司的肉禽产业化板块于 2008 年正式启动，主要分布在辽宁、河北、河南、吉林、山东等省，业务分为养殖、加工、深加工三大事业群，涵盖了肉种鸡养殖、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等多个业务环节。2019 年度公司分别与台前县人民政府、易县人民政府签署了战略合作框架协议，这两个项目建成后，将每年新增商品鸡雏孵化产能 1 亿羽、养殖及屠宰产能 1.8 亿羽、熟食产能 2 万吨，进一步完善公司的白羽肉鸡产业链布局。公司肉禽产业链一体化布局，各业务环节无缝衔接，抵抗单一经营的周期性风险，扩大了公司利润空间。

图 25 公司肉禽产业链情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

非瘟背景下猪肉供给不足，猪鸡替代效应带动鸡肉消费高增长，预计 2020 年鸡肉价格继续高景气。根据鸡病专业网数据，截至 5 月 18 日，商品代鸡苗的价格为 0.86 元/羽，处于低位，毛鸡的价格为 3.61 元/羽。公司肉禽产业链的布局，在禽行业景气下有望推动公司白羽肉鸡业务进入利润快速释放期。

图 26 商品代鸡苗均价



资料来源：鸡病专业网、华西证券研究所

图 27 毛鸡均价



资料来源：鸡病专业网、华西证券研究所

活禽交易政策自 2003 年非典起不断收紧，特别是在 H7N9 流感期间，各地政府对于活禽交易都采取了比较严格的限制。这次受新冠肺炎疫情的影响，国内大部分地区的活禽市场处于关闭状态。禁售活禽在未来有可能长期存在，部分省市已开始发布相关办法，征求意见，办法提出禁止活禽交易，并鼓励禽类经营单位实施活禽集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市。预计未来对活禽交易和屠宰将会更加严格限制，对布局屠宰业务环节、肉禽产业链一体化的公司将会受益。

表 1 部分省市开始征求意见禁止活禽交易

省市	方案
济南	济南市市场监管局发布《济南市活禽交易管理办法(征求意见稿)》，济南市绕城高速公路环线以内将禁止设立活禽交易场所，餐饮服务提供者不得在绕城高速公路环线以内对采购的活禽进行饲养、贩卖、宰杀或者加工。同时，城区内的食用禽类产品供应，实施定点屠宰管理。
青岛	青岛市市场监管局起草了《青岛市限制活禽交易管理办法》(征求意见稿)，全市行政区域内，下列区域禁止从事活禽交易：市南区、市北区、李沧区；崂山区、黄岛区、城阳区的城市建成区。同时鼓励禽类经营单位实施活禽集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市。
福建	为加快推动福建省家禽产业转型升级，提升禽肉、禽蛋稳产保供能力，福建省发改委、农业农村厅等九部门日前联合出台《关于促进家禽业高质量发展的实施方案》，该方案提出福州、厦门要全面推行禽产品冰鲜上市，逐步取消活禽交易；其他地区要逐步提升冰鲜禽产品的市场份额。到 2025 年，全省城区以上市场冷鲜、冷冻禽产品供应占比达到 30%以上。
重庆	重庆市政府网近日公布了《重庆市人民政府关于进一步规范活禽交易推行集中屠宰加强冷链供应工作的指导意见》。《意见》明确主城区(含两江新区、重庆高新区)建制镇(街道)城市连片建成区，其他区县(自治县，含万盛经开区)城区为禁止活禽交易和宰杀区域。
贵州	服务业恢复开放，继续关闭活禽交易市场

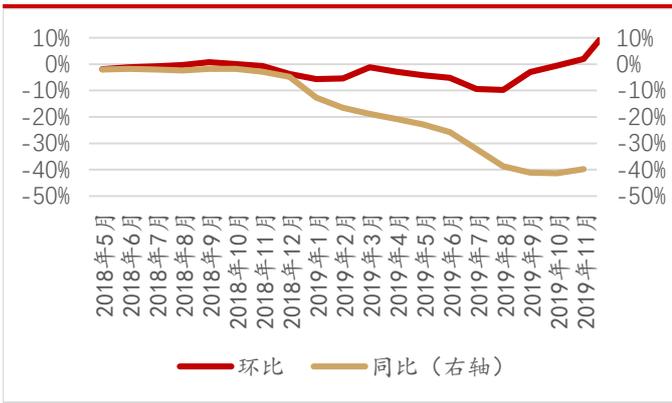
资料来源：新闻报道、华西证券研究所

## 4. 生猪养殖：量价齐增，生猪养殖贡献公司利润弹性

### 4.1. 生猪供需矛盾支撑猪价维持高位

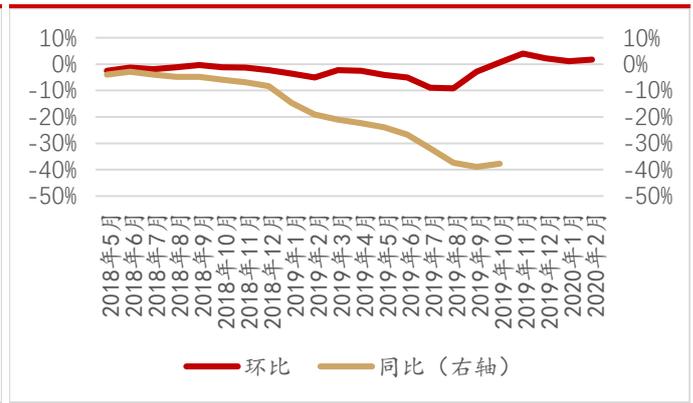
生猪供需矛盾支撑猪价维持高位。受非洲猪瘟疫情影响，我国生猪产能严重去化，生猪存栏降幅创历史新高点。根据农业农村部数据，截止至2019年11月，我国生猪存栏同比下跌41.40%，能繁母猪存栏同比下跌37.80%。在猪肉消费相对刚性的背景下，生猪供给不足支撑猪价高企不下。根据猪易通数据，截止至2020年6月5日，全国生猪均价30.97元/公斤，处于历史高位水平。在市场上暂无有效疫苗的背景下，生猪产能恢复进程缓慢，预计2020年猪价仍将维持高位，全年猪价看至30元/公斤。

图 28 2018-2019 年，全国生猪存栏变动情况



资料来源：农业农村部、华西证券研究所

图 29 2018-2019 年，全国能繁母猪存栏变动情况



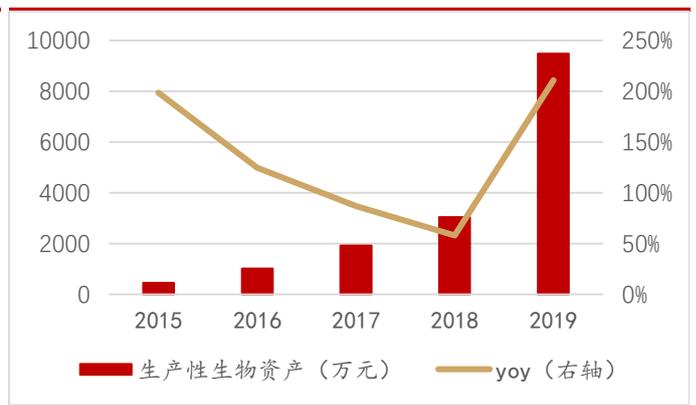
资料来源：农业农村部、华西证券研究所

图 30 全国生猪价格



资料来源：猪易通、华西证券研究所

图 31 2015-2019 年，公司生产性生物资产情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 4.2. 生猪产能快速释放，公司利润弹性较大

生猪产能稳步扩张，2020 年公司控股与参股企业合计生猪出栏量有望达到 60 万头。公司基于禽产业链布局的经验，于 2016 年开始部署生猪养殖，现今在河南、河北、安徽、黑龙江、辽宁、吉林等地区都有布局生猪养殖。通过布局生猪养殖行业，公司业务板块得到进一步的扩展，并且与原有饲料、原料贸易等业务形成有效协同。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2019 年公司抓住生猪存栏短缺的时机，快速发展现有项目，积极布局扩张新项目，公司控股及参股企业实现出栏生猪 27 万头。截至 2019 年末，公司生产性生物资产（猪+鸡）达 9482.63 万元，同比增长 211.06%。

公司各生猪项目的实施，扩大了生猪产能，完善公司生猪产业化布局，公司生猪新建产能有望快速放量，预计 2020 年公司控股与参股企业合计实现生猪出栏量 60 万头，而猪价维持高位，公司的生猪养殖业务有望贡献公司的利润弹性。

表 2 公司生猪养殖产能布局情况

地点	项目
辽宁	辽宁 50 万头生猪项目中抚顺上年种猪场一期于 2019 年 4 月正式运营，目前已向市场销售优质商品仔猪，获得良好反馈，正计划筹建父母代二期场等后续项目。
吉林	吉林荷凤种猪繁育基地项目于 2019 年 12 月投产，预计 2020 年 7 月开始出售商品仔猪。
抚顺	抚顺关门山种猪场项目于 2019 年 12 月投产，预计 2020 年 10 月开始出售商品仔猪。
河南	目前在河南洛阳、林州、通许等地计划开展的不同规模的母猪场项目正在开工建设中，预计 2020 年 8 月后将陆续建成投产。
安徽	计划以安徽浩翔农牧为发展平台在安徽省 2020 年新增改、扩、建母猪场项目 3 个。
黑龙江	佳和农牧黑龙江区项目母猪场及育肥场项目预计于 2020 年逐步释放产能，华北区母猪场项目计划将于 2020 年 3-4 季度陆续投产引种。

资料来源：新闻报道、华西证券研究所

## 5. 盈利预测

禾丰牧业主要涉及饲料、禽产业、生猪养殖以及原料贸易等业务板块，我们将公司上述业务的增长情况分别进行假设。

**饲料：**非洲猪瘟抬高行业准入门槛，市占率加速提升，随着生猪养殖集团生猪产能的稳步恢复，公司猪料业务有望快速放量；受益于猪鸡替代效应，禽链景气度维持在较高水平，带动下游养殖户补栏积极性。我们预计，2020-2022 年，公司饲料销量增速分别为 30%、25%、20%；收入同比增长 40%、30%、20%；毛利率分别为 14.50%、14.00%、13.40%。

**禽产业：**从供给端来看，受 2016-2018 年白羽肉鸡祖代鸡引种维持低位影响，2019 年下半年引种量虽有所回升，但依然处于供给偏紧状态；从需求端来看，猪鸡替代效应明显，禽肉需求旺盛。我们预计，2020-2022 年，公司禽产业链收入维持稳健增长，同比增速分别为 10%、15%、10%；毛利率维持稳定，分别为 12%、11%、10%。

**生猪养殖：**受非洲猪瘟疫情影响，生猪产能恢复进程缓慢，而需求相对刚性，生猪供需矛盾支撑猪价维持高位。与此同时，公司生猪产能有望快速放量。我们预计，2020-2022 年，公司生猪出栏量分别为 60/150/250 万头，收入同比分别增长 211.46%、41.67%、47.06%；毛利率分别为 81.82%、13.33%、7.14%。

原料贸易：公司原料贸易业务维持稳健增长，我们预计，2020-2022 年，公司原料贸易业务收入分别增长 10%、10%、10%；毛利率维持稳定，分别为 3.50%、3.50%、3.50%。

表 3 禾丰牧业主要业务经营预测（单位：百万元）

业务	2019A	2020E	2021E	2022E
饲料				
收入	7785.87	10900.22	14170.29	17004.34
成本	6811.08	9319.69	12186.45	14725.76
毛利	974.79	1580.53	1983.84	2278.58
毛利率	12.52%	14.50%	14.00%	13.40%
禽产业				
收入	6599.21	7259.13	8348.00	9182.80
成本	5810.60	6388.03	7429.72	8264.52
毛利	788.61	871.10	918.28	918.28
毛利率	11.95%	12%	11%	10%
生猪养殖				
收入	202.27	630	892.5	1312.5
成本	156.21	346.50	787.50	1225.00
毛利	46.06	283.50	105.00	87.50
毛利率	22.77%	81.82%	13.33%	7.14%
原料贸易				
收入	2749.95	3024.95	3327.44	3660.18
成本	2646.00	2919.07	3210.98	3532.08
毛利	103.95	105.87	116.46	128.11
毛利率	3.78%	3.50%	3.50%	3.50%
其它				
收入	454.79	543.94	650.93	779.32
成本	368.12	459.20	550.14	659.27
毛利	86.67	84.74	100.79	120.05
毛利率	19.06%	15.58%	15.48%	15.40%
费用率				
销售费率	2.74%	2.72%	2.72%	2.72%
管理费率	1.55%	1.53%	1.52%	1.53%
财务费率	0.43%	0.36%	0.35%	0.39%

资料来源：Wind，华西证券研究所

考虑到公司一季度饲料销量呈现高速增长态势，我们将公司 2020-2022 年归母净利润 16.02/17.00/18.11 亿元上调至 16.97/17.84/18.96 亿元，EPS 分别从 1.74/1.84/1.96 元上调至 1.84/1.93/2.06 元，参考可比公司 2021 年 6XPE，给予公司 2021 年 9XPE，对应目标价 17.37 元，上调至“买入”评级。

表 4 可比公司盈利预测

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	可比公司							
			EPS(元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002157.SZ	正邦科技	15.91	0.67	4.04	4.63	2.83	23.75	3.94	3.44	5.62
002124.SZ	天邦股份	10.53	0.09	3.12	2.93	2.89	117.00	3.38	3.59	3.64
002385.SZ	大北农	8.06	0.12	0.64	0.71	0.67	67.17	12.59	11.35	12.03
002548.SZ	金新农	9.55	0.32	1.66	1.95	2.45	29.84	5.75	4.90	3.90
平均							59.44	6.41	5.82	6.30

资料来源: Wind, 华西证券研究所; 采用 Wind 一致预期, 股价截至 2020 年 6 月 5 日收盘价

## 6. 风险提示

**畜禽肉类价格大幅下跌风险。**禽畜肉类价格出现大幅下跌, 会影响行业以及相关公司的盈利能力, 存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。

**原材料价格波动风险。**公司生产经营所需原材料和农产品的产量和价格受天气等不可控因素影响较大, 若原材料价格出现大幅波动, 会影响公司的盈利能力。

**重大疫情风险。**公司在禽畜养殖和生猪养殖时, 发生大规模的重大疫情如非洲猪瘟、禽流感等, 会导致禽畜、生猪死亡, 同时会降低消费者的消费欲望, 从而影响公司的盈利能力。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	17,792	22,358	27,389	31,939	净利润	1,497	1,969	2,099	2,242
YoY (%)	13.0%	25.7%	22.5%	16.6%	折旧和摊销	277	151	153	152
营业成本	15,792	19,432	24,165	28,407	营运资金变动	-247	-344	-268	-258
营业税金及附加	27	35	42	49	经营活动现金流	1,112	1,465	1,590	1,677
销售费用	487	607	746	869	资本开支	-747	-596	-646	-629
管理费用	276	342	417	489	投资	-164	0	0	0
财务费用	76	81	97	123	投资活动现金流	-874	-148	-98	9
资产减值损失	-98	-53	-55	-54	股权募资	833	0	0	0
投资收益	637	447	548	639	债务募资	1,513	0	449	300
营业利润	1,595	2,188	2,332	2,491	筹资活动现金流	379	-81	352	177
营业外收支	-12	0	0	0	现金净流量	619	1,236	1,843	1,863
利润总额	1,582	2,188	2,332	2,491	<b>主要财务指标</b>				
所得税	85	219	233	249	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	1,497	1,969	2,099	2,242	营业收入增长率	13.0%	25.7%	22.5%	16.6%
归属于母公司净利润	1,199	1,697	1,784	1,896	净利润增长率	117.3%	41.5%	5.1%	6.3%
YoY (%)	117.3%	41.5%	5.1%	6.3%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	1.30	1.84	1.93	2.06	毛利率	11.2%	13.1%	11.8%	11.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	8.4%	8.8%	7.7%	7.0%
货币资金	1,555	2,790	4,634	6,497	总资产收益率 ROA	13.1%	14.9%	12.5%	11.0%
预付款项	222	289	345	410	净资产收益率 ROE	21.0%	22.9%	19.4%	17.1%
存货	1,568	1,914	2,384	2,804	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	617	815	943	1,063	流动比率	1.63	<b>2.15</b>	<b>2.35</b>	<b>2.58</b>
流动资产合计	3,962	5,808	8,305	10,774	速动比率	0.89	1.34	1.58	1.81
长期股权投资	2,070	2,070	2,070	2,070	现金比率	0.64	1.03	1.31	1.55
固定资产	2,023	2,354	2,743	3,113	资产负债率	29.0%	25.6%	26.2%	25.6%
无形资产	246	271	300	328	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	5,188	5,577	6,013	6,434	总资产周转率	1.94	1.96	1.91	1.86
资产合计	9,150	11,385	14,319	17,208	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	1,051	1,051	1,500	1,800	每股收益	1.30	1.84	1.93	2.06
应付账款及票据	659	798	993	1,170	每股净资产	6.18	8.02	9.95	12.01
其他流动负债	723	849	1,041	1,210	每股经营现金流	1.21	1.59	1.72	1.82
流动负债合计	2,433	2,699	3,533	4,181	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	174	174	174	174	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	43	43	43	43	PE	11.11	7.85	7.47	7.03
非流动负债合计	218	218	218	218	PB	1.91	1.80	1.45	1.20
负债合计	2,650	2,916	3,751	4,398					
股本	922	922	922	922					
少数股东权益	801	1,074	1,389	1,735					
股东权益合计	6,499	8,469	10,568	12,810					
负债和股东权益合计	9,150	11,385	14,319	17,208					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。