

禾丰牧业 (603609.SH) 北方复产加速饲料超预期, 生猪养殖持续加码

2020年08月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

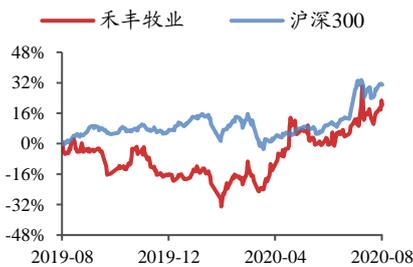
陈雪丽 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

日期	2020/8/6
当前股价(元)	16.89
一年最高最低(元)	18.54/9.13
总市值(亿元)	155.74
流通市值(亿元)	152.74
总股本(亿股)	9.22
流通股本(亿股)	9.04
近3个月换手率(%)	102.94

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 公司是国内大型农牧企业, 综合实力居前, 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司创立于1995年4月, 是国内大型农牧企业, 核心业务主要为饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化、生猪养殖, 同时涉足动物药品、养殖设备、国际事业、宠物医疗及食品加工等相关领域。公司近年来稳步扩张, 业绩连续5年增长并创历史新高。在非洲猪瘟的大环境下实现逆势增长, 2020年上半年公司实现营业收入98.48亿元(+27.45%), 归母净利润6.06亿元(+68.80%)。公司饲料业务产品丰富、结构良好, 2020年有望受益于补栏带来的猪料销量超预期; 禽产业方面, 2019年公司白羽肉鸡养殖及屠宰总量分别为4.21及5.24亿羽, 体量排名全国前列, 产业链从种鸡到屠宰及肉制品加工, 一体化程度高; 猪产业方面, 2019年实现生猪出栏27万头, 未来猪价高位区间业绩弹性有望释放。基于以上观点, 我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为16.10/16.82/17.16亿元(其中生猪养殖业务利润为3.54/3.74/3.43亿元), EPS分别为1.75/1.82/1.86元, 当前股价对应PE分别为9.7/9.3/9.1倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 东北复产进度优于全国, 猪料销量或超预期

2020年上半年全国生猪存栏量同比下滑2.2%, 黑龙江、辽宁、吉林生猪存栏量同比分别增长14.5%、15.8%、9.3%。公司业务以东北居多, 2020年东北地区生猪养殖复产情况领跑全国, 公司猪料业务或将超预期, 将有效带动公司全年饲料销量实现高增速。

● 生猪出栏量持续增长, 猪价高位震荡释放业绩弹性

2019年公司生猪出栏量27万头(含控股及参股企业), 2020年争取实现60万头生猪出栏(含控股及参股企业)。价格方面, 2020年由于全国能繁母猪处于缓慢恢复状态, 生猪价格高位震荡时间或被拉长, 公司有望享受较高盈利。

● **风险提示:** 原料成本上涨; 疫病及自然灾害风险; 饲料、生猪销量不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,751	17,792	22,030	24,452	27,482
YOY(%)	15.0	13.0	23.8	11.0	12.4
归母净利润(百万元)	552	1,199	1,610	1,682	1,716
YOY(%)	17.2	117.3	34.3	4.4	2.0
毛利率(%)	8.4	11.2	11.8	11.2	11.2
净利率(%)	3.5	6.7	7.3	6.9	6.2
ROE(%)	14.2	23.0	22.2	19.2	16.8
EPS(摊薄/元)	0.60	1.30	1.75	1.82	1.86
P/E(倍)	28.2	13.0	9.7	9.3	9.1
P/B(倍)	4.0	2.7	2.2	1.8	1.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司是国内大型农牧企业，具备较强的综合实力	3
2、 公司股权结构稳定，股权激励激发未来潜力	3
3、 以饲料及禽产业为主，未来各产业协同能力增强	4
4、 财务状况稳健，利润连续 5 年增长	6
5、 2020 年饲料业务有望持续改善，生猪业务贡献增加	7
6、 盈利预测与投资建议	9
7、 风险提示	10
附： 财务预测摘要	11

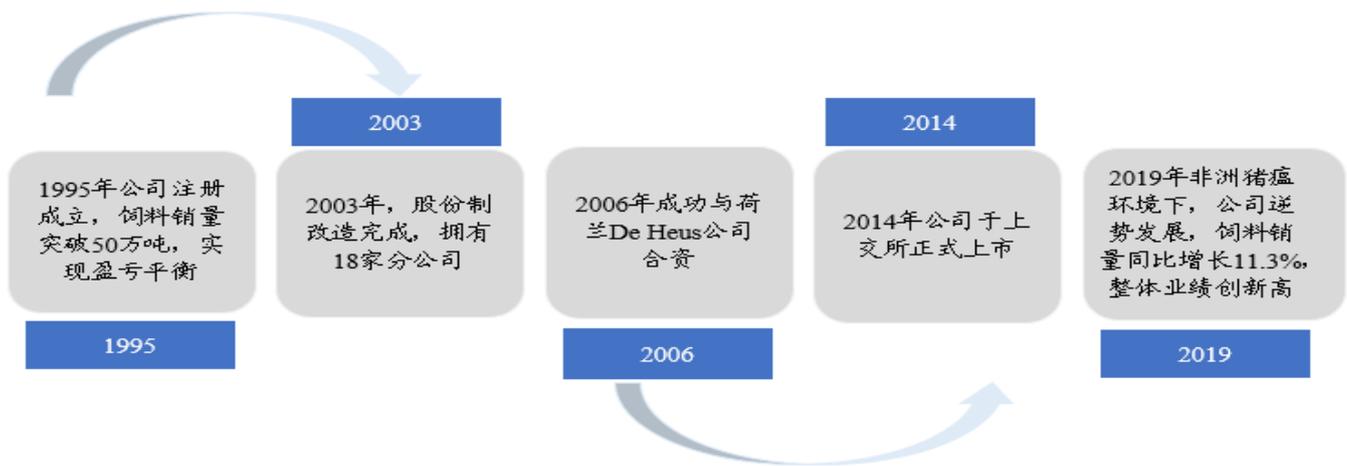
图表目录

图 1: 公司 1995 年成立后不断发展壮大，2014 年上市后踏上全新征程	3
图 2: 公司前五大股东持股占比为 44.65%	3
图 3: 公司业务板块主要有饲料、肉禽、生猪养殖及贸易板块	4
图 4: 2019 年饲料业务占比最大	5
图 5: 2019 年猪产业毛利率为 22.77%	5
图 6: 2019 年饲料业务占比最大	5
图 7: 2019 年猪产业毛利率为 22.77%	5
图 8: 2019 年控股及参股养殖量 4.21 亿羽	6
图 9: 2019 年控股及参屠宰量 5.24 亿羽	6
图 10: 2019 年公司资产负债率下降至 28.96%	6
图 11: 公司营业收入规模稳定增长	7
图 12: 公司归母净利润连续 5 年增加	7
图 13: 东北地区 2020 年上半年生猪存栏量同比增速快	8
图 14: 2020 年上半年生猪存栏量同比为-2.2%	8
图 15: 公司东北区域营业收入占比最大	8
图 16: 全国能繁母猪存栏量缓慢恢复，生猪价格高位震荡区间或拉长	9
表 1: 公司 2018 年限制性股票激励计划第一期完成解锁，实现净利润增长 205.69%	4
表 2: 2019 年 ROE 杜邦分析显示公司销售净利率高，同时资产周转率行业居前	7
表 3: 可比公司估值：禾丰牧业 PE 估值明显低于行业平均水平	9

1、公司是国内大型农牧企业，具备较强的综合实力

辽宁禾丰牧业股份有限公司创立于1995年4月，目前已经发展成为国内具备较大影响力的大型农牧企业，核心业务主要为饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化、生猪养殖，同时涉足动物药品、养殖设备、国际事业、宠物医疗及食品加工等相关领域。公司成立之初进入预混料、浓缩料和配合料领域。2000年开始扩大股东队伍，进行股份制改革。2006年引入海外战略合作伙伴，与荷兰De Heus公司合资，国际化进程加快，自身综合竞争力增强。2014年公司在上交所上市，踏上全新征程。2019年公司在非洲猪瘟的大环境下，实现逆势增长，业绩创历史新高，归母净利润突破10亿元。

图1：公司1995年成立后不断发展壮大，2014年上市后踏上全新征程

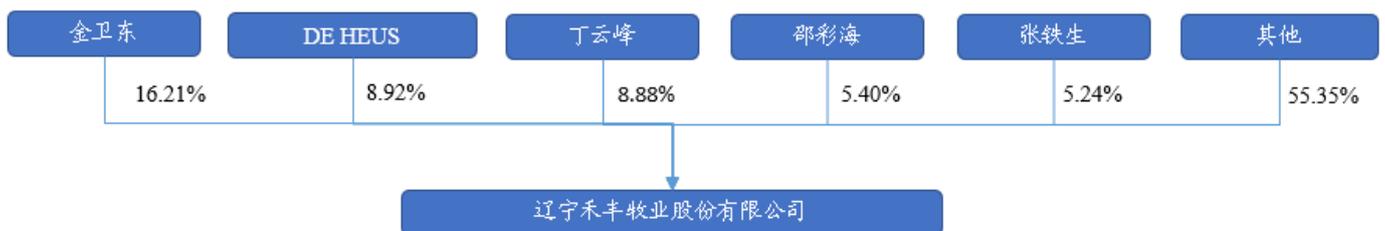


资料来源：公司官网、开源证券研究所

2、公司股权结构稳定，股权激励激发未来潜力

公司主要股东均为管理层，引入外资股东不断扩充实力。公司第一大股东，即为公司实际控制人金卫东，持股比例为16.21%，第二大股东为2006引入的海外战略合作伙伴De Heus，持股比例为8.92%，第三大股东为公司总裁丁云峰，持股比例为8.88%。公司主要股东参与公司业务及公司治理，有利于为公司发展做出更有效的决策。公司引入的荷兰股东De Heus公司是一家具有百年历史的国际化饲料生产企业，为公司业务发展提供协同资源，帮助公司加速国际化进程。

图2：公司前五大股东持股占比为44.65%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

合理运用股权激励，进一步激发公司发展潜力。公司 2018 年出台限制性股权激励计划，计划设置业绩考核目标，要求 2019 年、2020 年及 2021 年扣非后净利润增长率相比 2017 年分别不低于 25%、37.5% 及 51.25%。2019 年为股权激励第一期考核年度，公司超额完成限制性股票解锁条件，2019 年考核年度净利润为 11.91 亿元，相对 2017 年净利润涨幅为 205.69%。未来还有两年仍旧为考核年度，在股权激励结构下，公司业绩稳步增长可能性增加。

表1: 公司 2018 年限制性股票激励计划第一期完成解锁，实现净利润增长 205.69%

考核年度	解除限售期	考核目标	是否解锁	考核年度净利润(亿元)	相对涨幅(%)
2019	第一个解除限售期	2019 年净利润增长率不低于 25%	是	11.91	205.69%
2020	第二个解除限售期	2020 年净利润增长率不低于 37.5%	进行中	-	-
2021	第三个解除限售期	2021 年净利润增长率不低于 51.25%	进行中	-	-

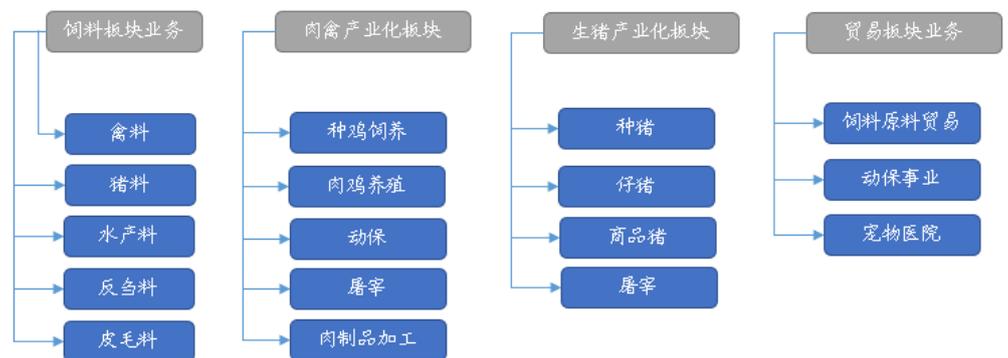
资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：1) 基数为 2017 年净利润；2) 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

3、以饲料及禽产业为主，未来各产业协同能力增强

拥有饲料、禽、生猪养殖及贸易四大产业。公司主要涉及饲料、肉禽、生猪及贸易四大板块业务，其中饲料业务和肉禽为公司核心业务，发展较为稳定。饲料业务产品线全，涵盖猪、禽、反刍、水产及皮毛动物饲料，产品结构均衡合理。肉禽产业业务于 2008 年正式启动，通过自建、控股或参股公司相结合的形式不断扩张规模，目前主要分布于辽宁、河北、河南、吉林、山东等省，产业链完善，涉及饲料、种鸡饲养、孵化、养殖、动保、屠宰、肉品深加工环节。贸易板块业务主要包括饲料原料贸易、动保及宠物医院，宠物事业已初具规模。未来公司将进一步发展生猪产业，逐步打造多产业链协同发展局面。

图3: 公司业务板块主要有饲料、肉禽、生猪养殖及贸易板块

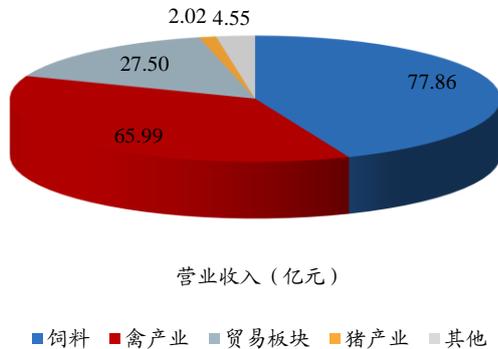


资料来源：公司官网、开源证券研究所

饲料及禽产业占比较大，生猪产业初露头角。据公司公告数据显示，2019 年饲料及禽产业板块分别实现营业收入 77.86、65.99 亿元，占比分别为 43.76%、37.09%。公司猪产业起步较晚，与禽产业类似，公司通过自建及合资的方式发展生猪养殖业务，2019 年猪产业实现营业收入 2.02 亿元，占比为 1.14%，受非洲猪瘟带来的猪价大幅上涨，公司生猪业务毛利率增长至 22.77%，未来随着公司生猪养殖端放量，猪

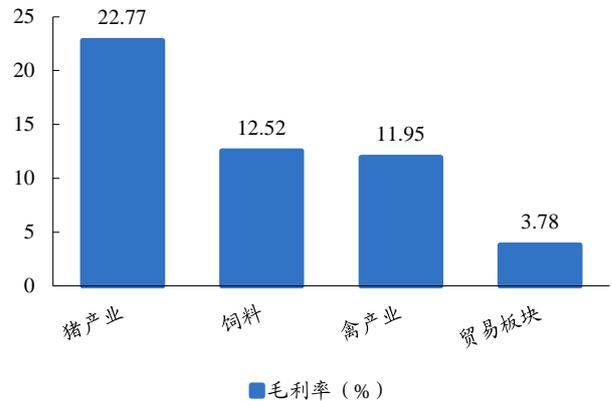
产业业绩有望持续改善。

图4: 2019年饲料业务占比最大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

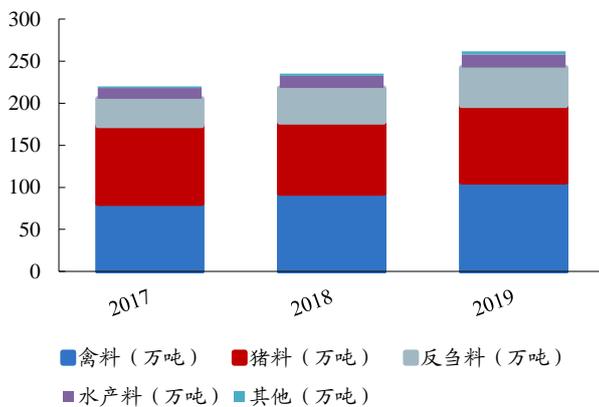
图5: 2019年猪产业毛利率为22.77%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

饲料产品线全面丰富，产品结构良好。公司饲料品种基本实现全面覆盖，包含猪料、禽料、反刍料及水产料，禽料及猪料占比相对均衡。2019年公司控股及参股企业共销售饲料496万吨，合并范围饲料销量为261.76万吨，其中禽料销量106.67万吨，猪料销量90.91万吨，占比分别为40.75%及34.73%。

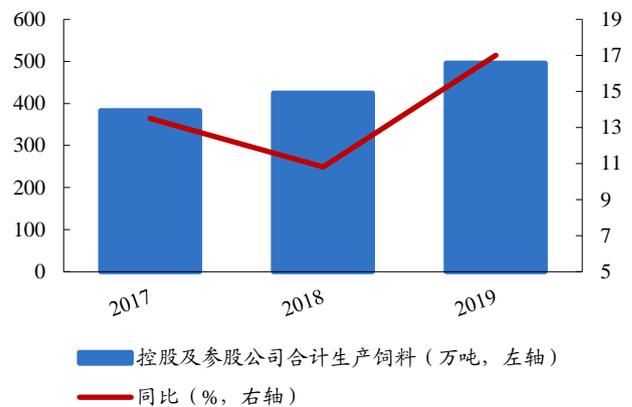
图6: 2019年饲料业务占比最大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

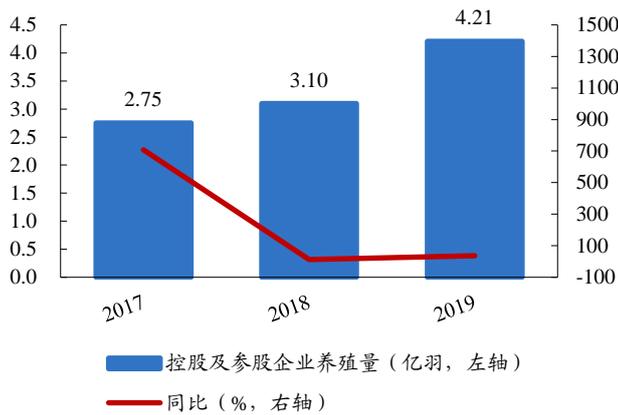
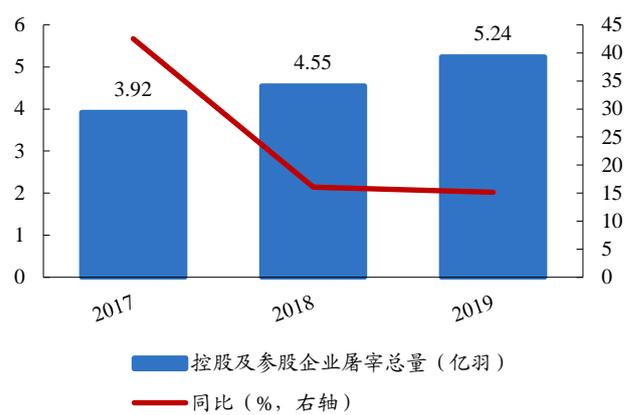
注: 此销量为合并范围

图7: 2019年猪产业毛利率为22.77%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

白羽肉鸡生产量全国前列，禽产业一体化程度高。公司禽产业养殖量及屠宰量不断提升，位居全国前列，并不断提升禽产业一体化程度，新建商品鸡雏孵化、养殖、屠宰及熟食加工产能，2019年公司控股及参股企业养殖量和屠宰量分别为4.21及5.24亿羽，养殖与屠宰的产能配套程度超过80%，同比增长12pct。

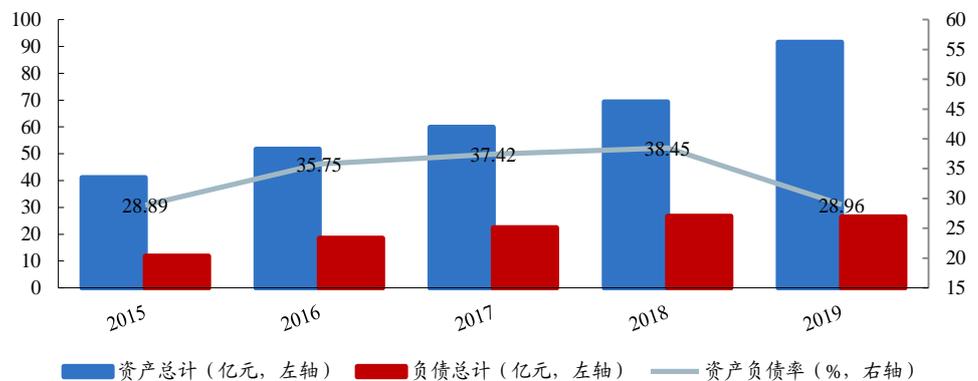
图8: 2019年控股及参股养殖量4.21亿羽

图9: 2019年控股及参屠宰量5.24亿羽


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

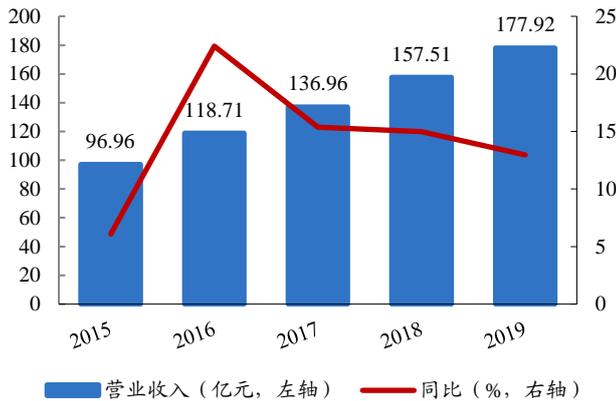
4、财务状况稳健，利润连续5年增长

公司稳步扩张，同时保持资产负债率稳定。公司上市以来资产负债率始终低于40%，公司持续稳定扩张，资产规模不断增长，负债水平较低，债务管理及偿还能力优秀，明显优于行业其他公司，2019年公司资产负债率下降至28.96%。

图10: 2019年公司资产负债率下降至28.96%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

营收规模稳步增长，归母净利润创历史新高。公司盈利能力突出，公司公告数据显示，2015年到2019年营业收入从96.96亿元增长至177.92亿元，总增速达83.50%，年复合增速为16.39%，归属于母公司净利润连续5年实现增长，其中2019年由于禽链景气度较高，公司归母净利润大幅增长至11.99亿元，同比增长117.30%，实现近5年总增速281.85%，年复合增速39.79%。

图11: 公司营业收入规模稳定增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 公司归母净利润连续5年增加


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2019 年公司 ROE 受销售净利率拉动，资产周转率行业居前。Wind 数据显示，2019 年公司 ROE 达 25.12%，在主要可比公司中排名第一，主要由于禽链景气度较高，公司禽产品销售价格表现强势，销售净利率提升至 6.74%。资产周转率方面，2019 年公司资产周转率为 2.21，仅次于行业龙头海大集团，行业排名靠前，公司运营能力和销售能力高于行业平均水平。

表2: 2019 年 ROE 杜邦分析显示公司销售净利率高，同时资产周转率行业居前

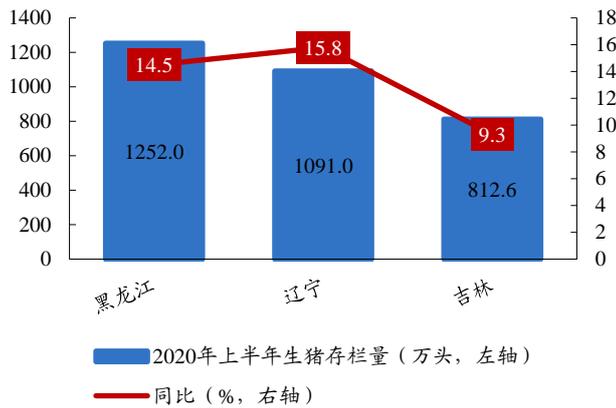
杜邦分析	销售净利率	总资产周转率	权益乘数	ROE (平均)
禾丰牧业	6.74%	2.21	1.68	25.12%
海大集团	3.46%	2.63	2.15	19.57%
大北农	3.10%	0.90	1.86	5.17%
新希望	6.14%	1.46	2.35	21.17%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 销售净利率=归属母公司股东的净利润/营业总收入

5、2020 年饲料业务有望持续改善，生猪业务贡献增加

东北地区生猪产能恢复较快，高于全国平均水平。2018 年非洲猪瘟率先在东北地区爆发，对当地养殖产业造成较大影响，2019 年下半年开始生猪养殖产能逐步恢复，2020 年上半年东北三省生猪存栏量快速恢复，截至 2020 年上半年黑龙江、辽宁、吉林生猪存栏量分别为 1252、1091、812.6 万头，同比分别增长 14.5%、15.8%、9.3%。全国来看，根据国家统计局公布的数据显示，2020 年上半年全国生猪存栏量约 3.4 亿头，同比下降 2.2%。东北地区养殖户复产积极性较高，生猪产能恢复水平明显高于全国。

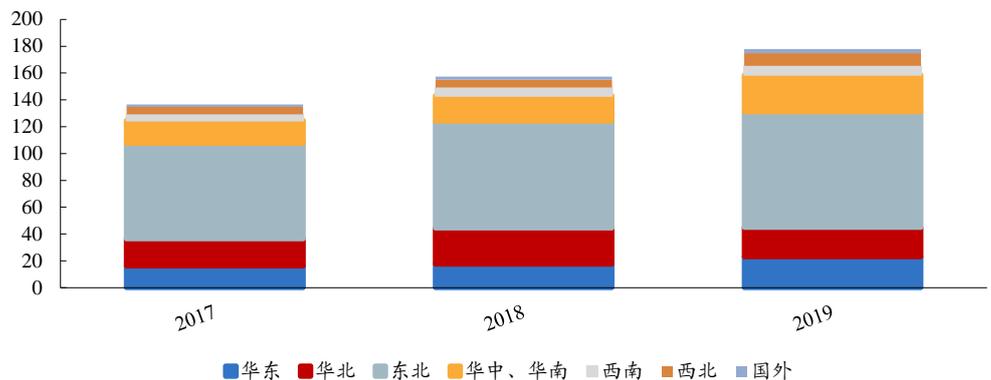
图13: 东北地区 2020 年上半年生猪存栏量同比增速快


数据来源: 中国猪业、开源证券研究所

图14: 2020 年上半年生猪存栏量同比为-2.2%

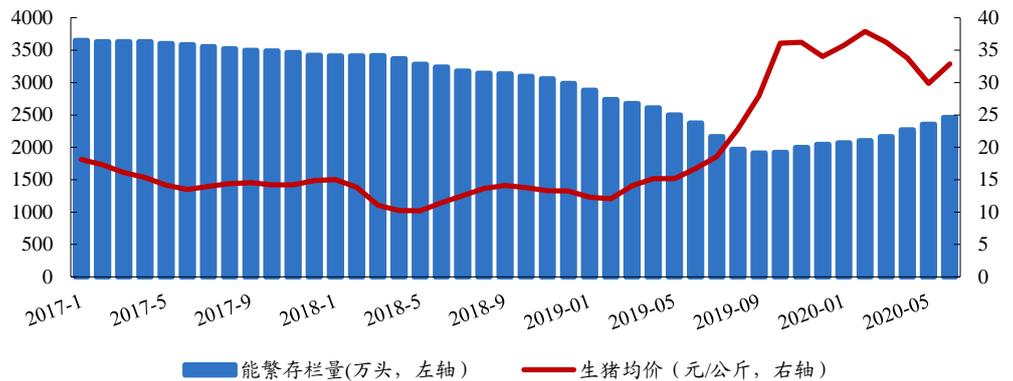

数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

公司业务布局以东北居多，复产较快猪料销量有望超预期。公司主要业务布局于北方，尤其以东北居多，东北地区收入占比最大，2019 年东北地区营业收入为 86.18 亿元，占营业总收入比重为 48.46%。2020 年东北地区生猪养殖复产情况领跑全国，公司猪料业务或将超预期，将有效带动公司全年饲料销量高增速。

图15: 公司东北区域营业收入占比最大


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司生猪出栏量持续增长，猪价高位震荡释放业绩弹性。公司在东北三省、河南、河北、安徽等生猪养殖优势区域积极进行生产建设与布局，主要采用种猪养殖与销售、商品仔猪销售、育肥猪自养及“公司+家庭农场”合作放养的运营模式，2019 年实现生猪出栏 27 万头（包含公司控股及参股企业），2020 年争取实现 60 万头生猪出栏（包含公司控股及参股企业）。生猪价格方面，2020 年由于全国能繁母猪正处于缓慢恢复状态，生猪价格高位震荡时间或被拉长，公司有望享受出栏量增加及高猪价带来的业绩弹性释放。

图16: 全国能繁母猪存栏量缓慢恢复, 生猪价格高位震荡区间或拉长


数据来源: Wind、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

- 1) **饲料业务:** 考虑 2020 年公司猪料业务或超预期, 饲料产量增速较快, 假设 2020-2022 年公司饲料销量为 311/371/449 万吨。
- 2) **禽产业:** 考虑禽链供给较为宽松, 价格景气度较低, 同时公司禽养殖规模小幅增长, 养殖端假设 2020-2022 年公司白羽肉鸡销量为 9900/9950/10000 万羽, 权益比例均为 40%。屠宰端随着产业化持续推荐, 自屠宰比例增加, 公司权益提升, 假设 2020-2022 年公司屠宰量为 5.5/5.8/6.0 亿羽, 权益比例均为 55%。
- 3) **猪产业:** 考虑公司未来发展生猪养殖业务, 假设 2020-2022 年公司生猪出栏量为 55/120/200 万头。

短期来看, 公司有望饲料销量超预期, 以及生猪养殖业务的弹性释放。未来公司凭借饲料、禽产业及猪产业链的协同优势进一步发展。基于以上假设, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 16.10/16.82/17.16 亿元(其中生猪养殖业务利润为 3.54/3.74/3.43 亿元), EPS 分别为 1.75/1.82/1.86 元, 当前股价对应 PE 分别为 9.7/9.3/9.1 倍。可比公司估值方面, 公司 PE 明显低于行业平均水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值: 禾丰牧业 PE 估值明显低于行业平均水平

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600438.SH	海大集团	67.58	1067.89	1.04	1.64	2.1	2.46	65.0	41.2	32.2	27.5
002385.SZ	大北农	11.22	470.72	0.12	0.64	0.69	0.58	91.7	17.4	16.3	19.5
000876.SZ	新希望	36.42	1535.47	1.20	3.64	4.63	3.84	30.5	10.0	7.9	9.5
平均值							-		21.4	17.2	16.9
002311.SZ	禾丰牧业	16.89	155.74	1.30	1.75	1.82	1.86	13.0	9.7	9.3	9.1

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 最新股价及市值为 2020 年 8 月 6 日数据

7、风险提示

原材料成本上涨；疫病及自然灾害风险；公司饲料销量不及预期；公司生猪出栏量不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn