

推荐 （维持）

东北饲料龙头，优势明显

风险评级：一般风险

禾丰牧业（603609）

2017 年 2 月 24 日

投资要点：

黄凡

SAC 执业证书编号：

S0340511010003

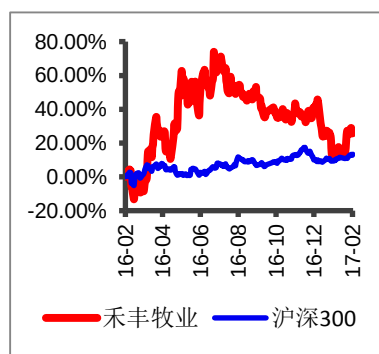
电话：0769-22119416

邮箱：hf@dgzq.com.cn

主要数据 2017 年 2 月 23 日

收盘价(元)	13.35
总市值(亿元)	111
总股本(亿股)	8.31
流通股本(亿股)	4.18
12 月最高价(元)	18.37
12 月最低价(元)	8.82

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

■ **东北区域龙头，优势明显。**禾丰牧业是东北地区饲料龙头，产品在东北地区的市场占有率第一，东北地区销量占公司总销量的 60%左右。

（1）**原料主产区，成本优势明显。**东北地区玉米产量约占全国总产量的 1/3，大豆产量约占全国总产量的 40%。东北地区玉米豆粕价格也显著低于其它地区，公司采购成本下降，同时也大幅减少了原料物流成本。

（2）**东北地区畜禽养殖市场容量有望增加。**饲料产品存在运输半径的限制，多采取属地经营的模式。今年一号文件也提出引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。未来养殖业将逐步往东北等玉米产区转移，东北地区市场容量的增加将为公司带来更多的发展空间。

（3）**东北地区饲料补贴利好区域龙头。**近日支持东北三省饲料加工企业补贴政策出台，补贴对象范围、时间区间已确认，补贴金额规则仍待出台。该政策是农业供给侧改革在玉米产业端的落实，扶持需求端来达到去库存的目的。禾丰牧业是东北地区饲料龙头，东北销量占比达到 60%，补贴将直接增厚公司利润。

■ **2017 年饲料原材料价格上行空间不大。**目前国内玉米库存总量已达 2.7 亿吨左右，再创出历年新高，国家取消收储政策标志着我国玉米市场逐步开启市场化进程，在去库存的压力下，今年玉米价格不具备大涨的基础。同时国内豆粕价格受美豆影响较大，南美新季大豆丰收压力将进一步凸显，美国及全球大豆谷物宽松的格局短期难以改变，预计豆粕价格上行空间有限。

■ **需求端存栏有望见底回升拉动饲料需求。**畜牧业的规模决定了饲料的需求量，能繁母猪存栏数量从 2012 年 10 月份 5078 万头跌至 2017 年 1 月份 3651 万头，下跌幅度 39%，生猪存栏量从 2011 年 11 月份 47625 万头下跌至 2017 年 1 月份的 35668 万头，下跌幅度 34%，持续创新低，存栏量持续下滑将延长上游养殖的景气周期。随着行业库存下降到一个极端，养殖户开始积极补栏，2017 年存栏继续下跌空间并不大，能繁母猪和生猪存栏量的回升将积极带动饲料行业的需求回升。

■ **盈利预测和投资建议。**预计 2016、2017 年 EPS 分别为 0.52、0.65 元，对应 PE 分别为 26 倍、21 倍，估值合理，给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**原材料价格上涨、疫情

目 录

1.公司主营业务	3
2.行业发展特点	4
3.公司财务分析	4
3.1 公司近三年盈利能力稳步提升	4
3.2 费用控制良好	5
4.公司的四大看点	6
4.1 东北区域龙头，优势明显	6
4.2 2017 年饲料原材料价格上行空间不大	8
4.3 需求端存栏有望见底回升拉动饲料需求	9
4.4 专业化技术团队	10
5 盈利预测和投资建议	10
6.风险提示	10

插图目录

图 1：营业收入占比（亿）	3
图 2：分项目业务毛利率（%）	3
图 3：营业收入变化情况（亿）	4
图 4：净利润变化情况（亿）	4
图 5：毛利率变化情况（%）	5
图 6：净利率变化情况（%）	5
图 7：公司营业收入和毛利率与同行对比	5
图 8：公司三项费用率（%）	5
图 9：公司期间费用率与同行对比（%）	6
图 10：沈阳玉米现货价与全国均价对比（元/吨）	7
图 11：沈阳豆粕现货价与全国均价对比（元/吨）	7
图 12：公司销售收入地区分布（亿）	8
图 13：玉米价格走势（元/吨）	9
图 14：豆粕价格走势（元/吨）	9
图 15：生猪存栏量	9
图 16：能繁母猪存栏量	9
图 17：生猪养殖利润（元/头）	9

1.公司主营业务

公司业务分为四个板块，分别为饲料业务板块、原料贸易板块、屠宰加工板块、相关业务板块，2015年 公司实现收入 96.96 亿元，其中饲料业务贡献 61.25 亿元，占比 63.17%，是公司的主要业务。为增强竞争力，出于降低饲料成本、扩大市场份额和增强抗风险能力，公司在以饲料业务为核心的基础上，向产业链上下游进行适度拓展和延伸：向上游延伸，开展原料贸易业务；向下游延伸，开展屠宰加工和禽畜养殖业务。

饲料产品业务

公司饲料产品包括：猪、禽、反刍、水产、皮毛动物五大动物用复合预混合饲料、浓缩料和配合饲料，品种齐全，禾丰牧业各产品线采用首席专家与区域市场负责人双驱动的管理模式，以技术为主导，不断开发新产品，每年为 100 万以上的养殖户提供饲料产品及服务。

饲料原料贸易

公司原料贸易分布于东北、华北、华东、广东等地，目前产品涵盖进口及国产鱼粉、棉粕、玉米副产品等饲料大宗原料，也包括各种氨基酸、抗氧化剂、防霉剂、单项维生素、复合维生素等饲料添加剂，同时还代理经营国内外多家跨国企业著名品牌的疫苗、兽药等动保产品在中国的销售。

屠宰加工业务

公司在以饲料业务为核心的基础上，向产业链下游进行适度拓展，种鸡饲养，肉禽孵化，商品鸡饲养、收购、屠宰加工、销售为一体的现代化完整的产业链。目前公司拥有两家已开展经营的从事肉鸡屠宰加工的子公司，分别为大连新新食品和开封肉类。中国饲料企业也在加码下游生猪养殖禾丰牧业先后与佳和农牧、利辛县人民政府等签订战略合作协议，发力生猪养殖。

相关业务板块

包括生物技术、饲料机械、养殖设备、农产品深加工等领域。

图 1：营业收入占比（亿）

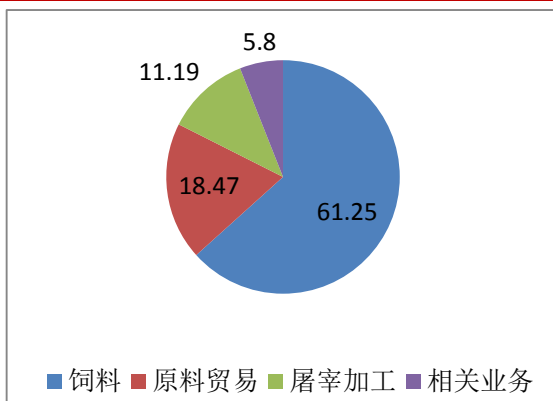
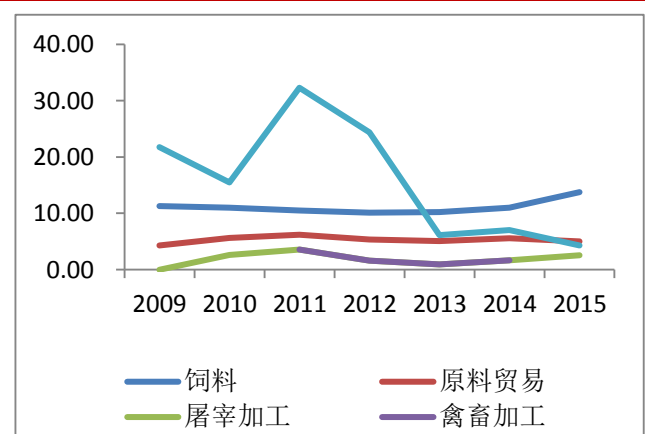


图 2：分项目业务毛利率（%）



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2. 行业发展特点

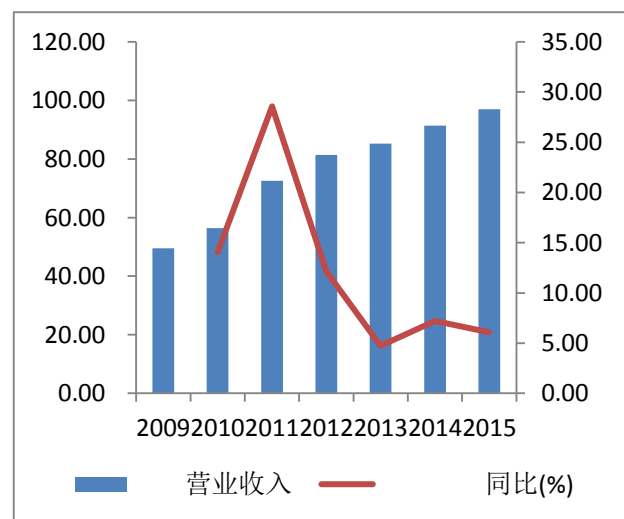
饲料行业是靠成本来竞争的行业，大企业由于在原料采购，库存，物流等各个环节靠规模效应，对成本控制较好，饲料原材料价格上涨，在原材料价格上涨的背景下，大企业的规模效应，成本定价能力要明显好于小企业，另外大企业还靠“全产业链+技术指导+服务营销”一体化加强对客户的粘性，饲料行业发展的趋势将是饲料生产企业数量减少但饲料供应量增加，饲料行业的竞争也逐渐将从“大对小”转变为“大对大”的竞争格局。未来由于资金、技术、品牌等因素，大量规模小、技术落后、管理粗放的中小饲料企业将逐步退出市场，为优势企业让出市场空间。具有资金优势、营销服务优势、技术优势、人才优势的大型饲料企业迎来巨大发展空间，市场份额将继续向大中型企业集中。但是，由于饲料行业存在产品运输半径的问题，目前国内饲料龙头企业的领先基本限于区域领先，很难做到在全国各个区域同时领先，这也为饲料行业的发展和新格局的产生提供了空间。

3. 公司财务分析

3.1 公司近三年盈利能力稳步提升

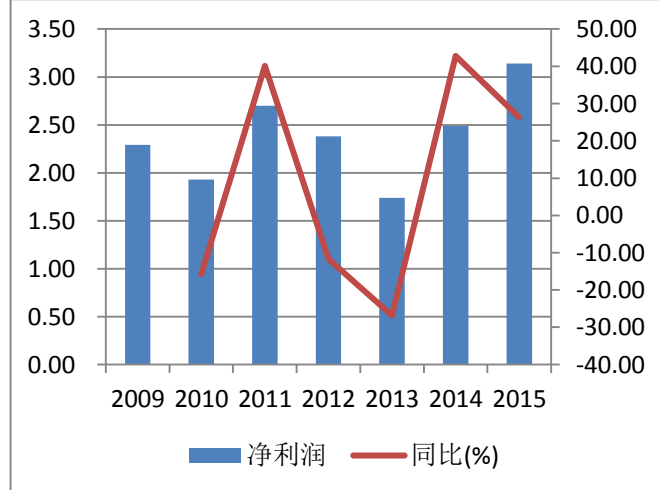
公司 2013 年以来，收入和利润都稳步增长，销售毛利率和净利率都逐步提高，盈利能力稳步提升。

图 3：营业收入变化情况（亿）



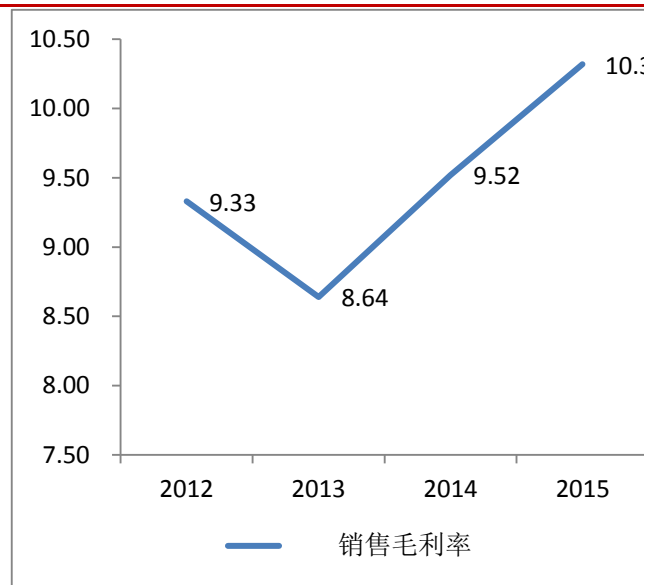
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 4：净利润变化情况（亿）



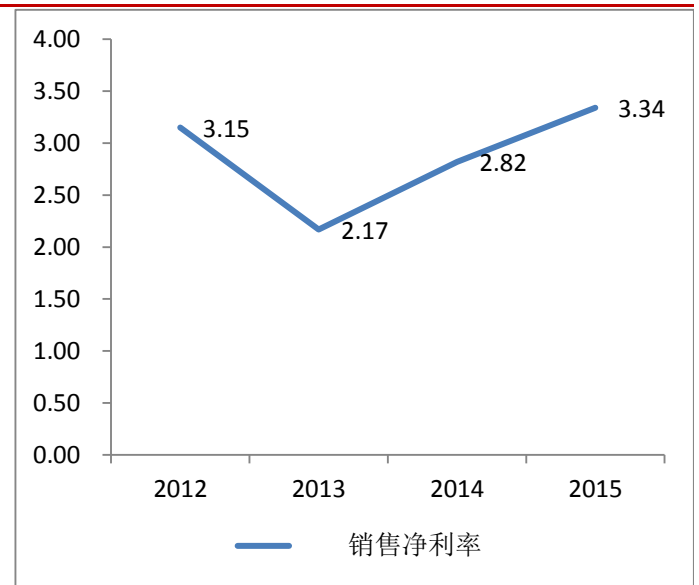
数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 5：毛利率变化情况（%）



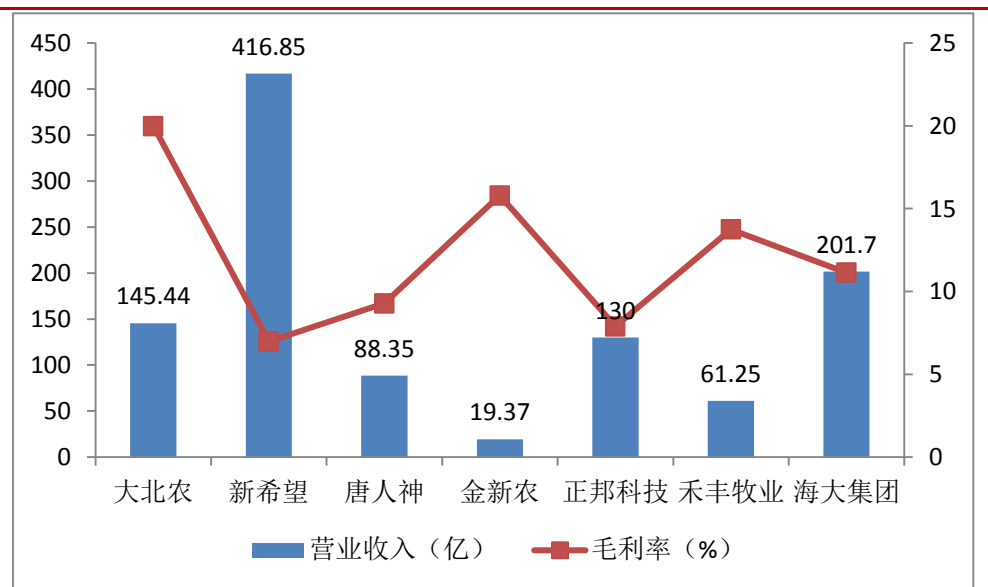
数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 6：净利率变化情况（%）



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 7：公司营业收入和毛利率与同行对比

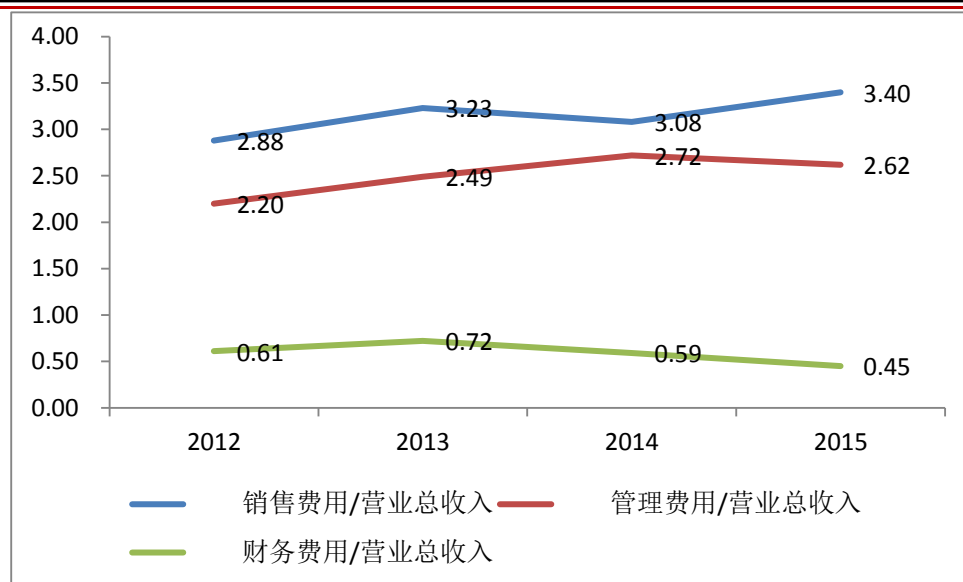


数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

3.2 费用控制良好

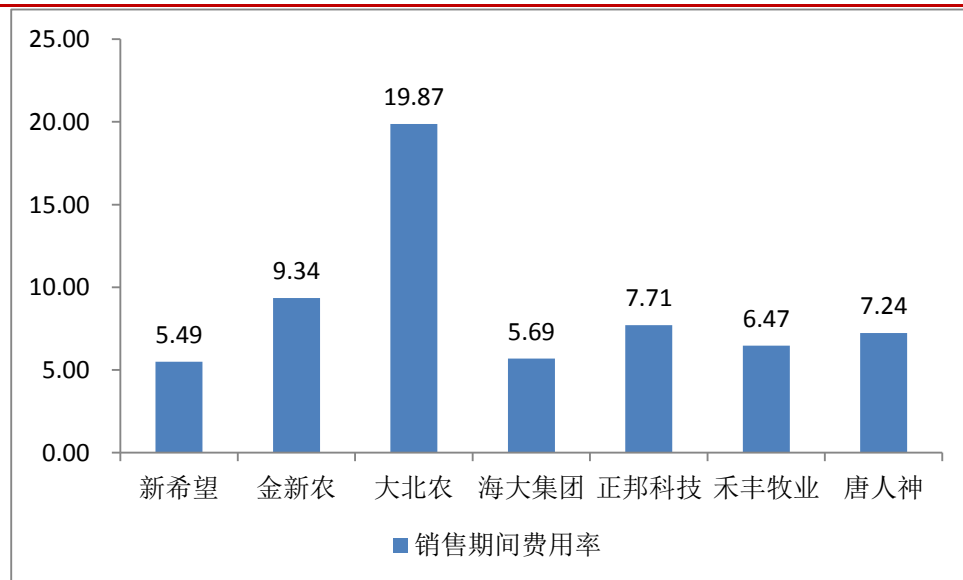
饲料行业竞争的成败，在很大程度上取决于外部市场的高速度扩展能力和内部管理的低成本运作能力。如何将产品通过销售转变为利润，是企业成败的关键要素。同时，如何降低采购成本和经营中的各项费用，则是现代企业管理的基本要素。公司三项费用率总体保持稳定，与同行业上市公司相比，也处于均值以下。

图 8：公司三项费用率（%）



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 9：公司期间费用率与同行对比（%）



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

4.公司的四大看点

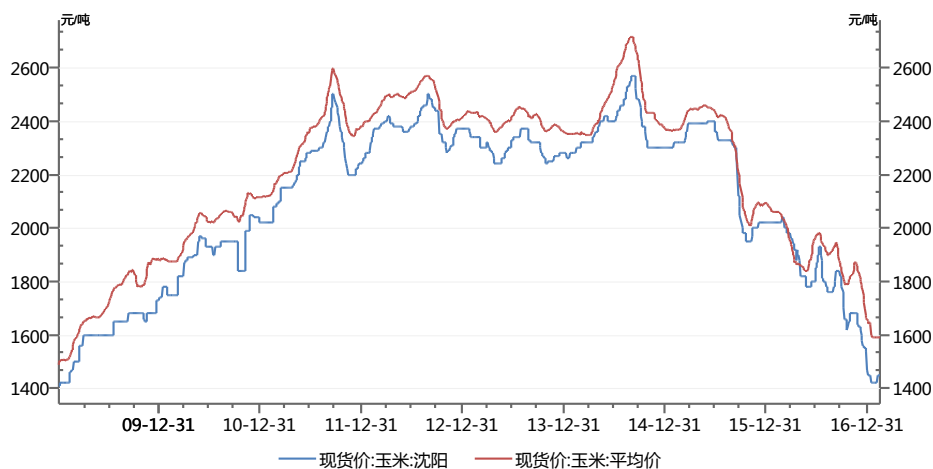
4.1 东北区域龙头，优势明显

（1）原料主产区，成本优势明显。

凭借独特的土壤环境以及气候条件，东北地区（辽宁、吉林、黑龙江和内蒙古东部）土地面积近 200 万平方公里、耕地面积超过 4 亿亩，是我国重要的商品粮基地。其中，玉米产量约占全国总产量的 1/3，大豆产量约占全国总产量的 40%。而配合料中玉米的添加比例为 60%左右、豆粕的添加比例为 15%左右。公司采购成本下降，同时也大幅减少了原料物流成本。公司饲料主要生产和销售区域集中在东北，拥有充足的饲料原料保障，东北地区玉米豆粕价格也明显低于其它地区，公司饲料成本相对其他区域企业具有

优势。

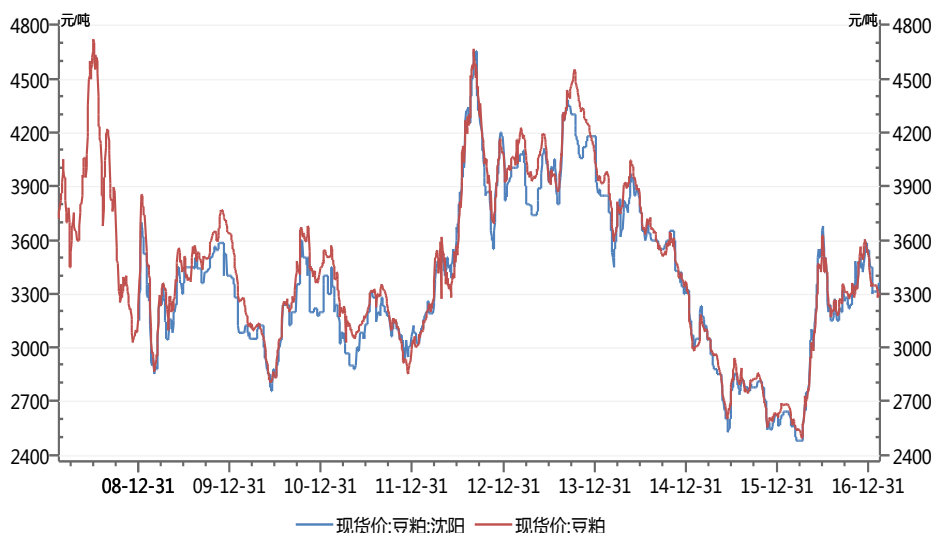
图 10：沈阳玉米现货价与全国平均价对比（元/吨）



数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 11：沈阳豆粕现货价与全国平均价对比（元/吨）



数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

（2）东北地区畜禽养殖市场容量有望增加

区域养殖优势：饲料产品存在运输半径的限制，多采取属地经营的模式。一般情况下，配合料的运输半径为 60~100 公里，浓缩料为 150~200 公里，预混料为 300~500 公里。今年一号文件也提出优化南方水网地区生猪养殖区域布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。未来养殖行业将逐步往东北等玉米产区转移，东北地区畜牧生产的优势明显，畜牧业发展速度高于全国平均水平，东北地区畜禽养殖量和市场容量的增加必将为公司饲料和畜产品产业化经营带来更多的发展空间。

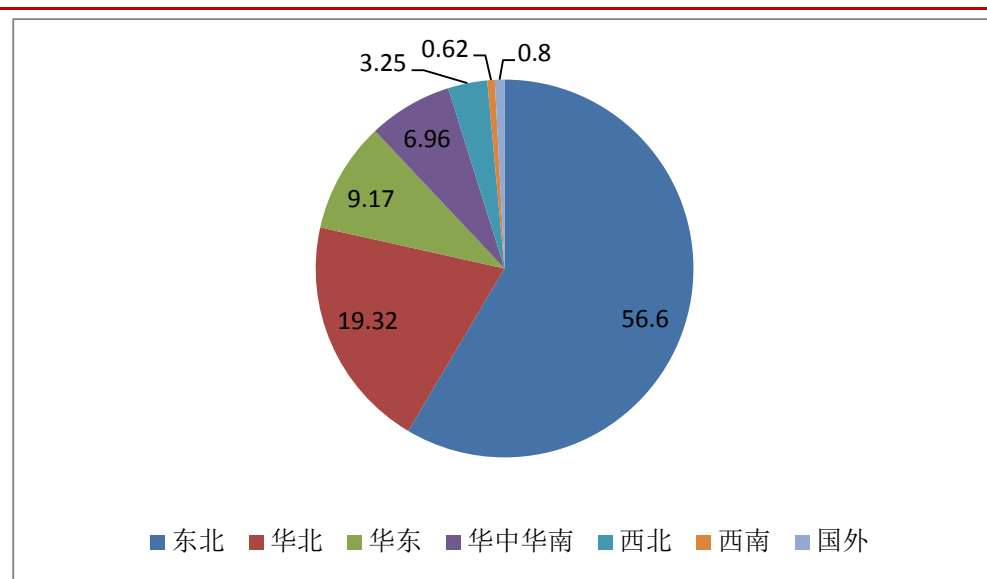
（3）东北地区饲料补贴利好区域龙头

近日财政部和国家粮食局联合发文，支持东北三省和内蒙古自治区出台饲料加工企

业补贴政策，进一步扩大新产玉米就地加工转换能力。文件要求，东北三省和内蒙古自治区自主制定补贴标准、补贴资金拨付及监管等具体内容。在政策执行期结束后，中央财政将参照各省（区）饲料企业实际加工转化玉米数量，给予有关省份一定奖励资金，中央补助各省（区）比例以及补贴标准不高于对玉米深加工企业的补助比例及补贴标准。补贴对象范围、时间区间已确认，补贴金额规则仍待地方出台，额度或将参考深加工企业标准。该政策是农业供给侧改革在玉米产业端的落实，用过扶持需求端来达到去库存的目的。

禾丰牧业是东北地区饲料龙头,饲料产品在东北地区的市场占有率第一,东北地区销量占公司总销量的 60%左右,2016 年公司饲料销量预计 230 万吨,其中东北销量占比 60%,补贴将直接增厚公司利润。

图 12：公司销售收入地区分布（亿）



数据来源：公开资料，东莞证券研究所

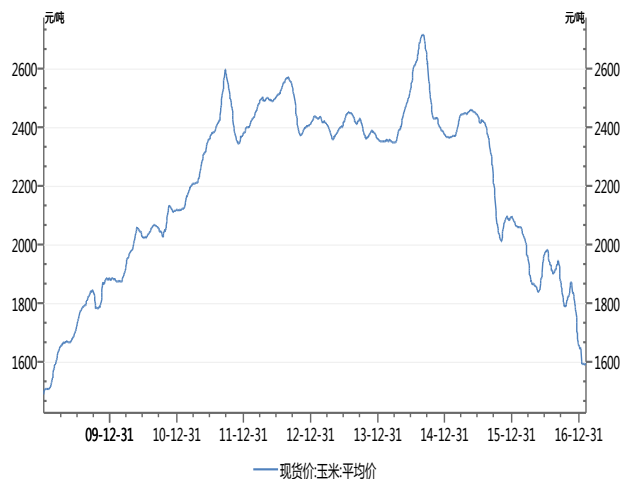
4.2 2017 年饲料原材料价格上行空间不大

成本方面，玉米、豆粕是饲料成本的最大构成部分，两者占比将近 70%，玉米、豆粕价格的变动是影响饲料成本变动的最主要因素。

目前国内玉米库存高企，国内玉米库存总量已达 2.7 亿吨左右，再创出历年新高，而 2016 年临储玉米成交量大约仅为 2183 万吨，成交清淡。2016 年，国家正式取消收储政策，标志着我国玉米市场逐步脱离政策指导定价的时代，逐步开启市场化进程，在高库存的压力下，今年玉米价格不具备大涨的基础。

豆粕方面，国内豆粕价格受美豆影响较大，当前巴西大豆已经开始收割工作，南美新季大豆丰收压力将进一步凸显，美国及全球大豆谷物宽松的格局短期难以改变，预计豆粕价格上行空间有限。

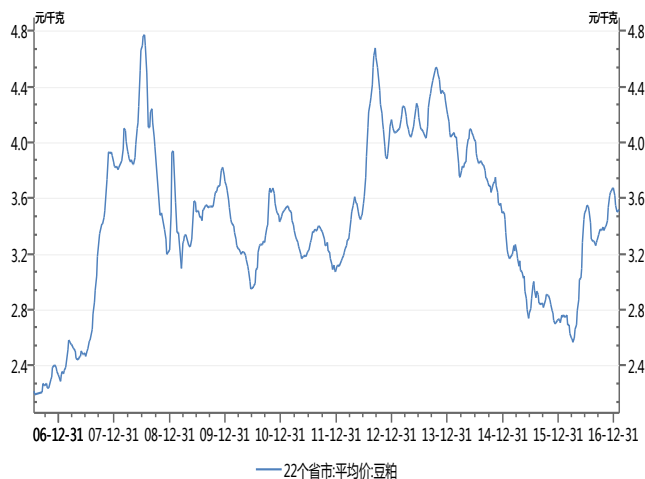
图 13：玉米价格走势（元/吨）



数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 14：豆粕价格走势（元/吨）



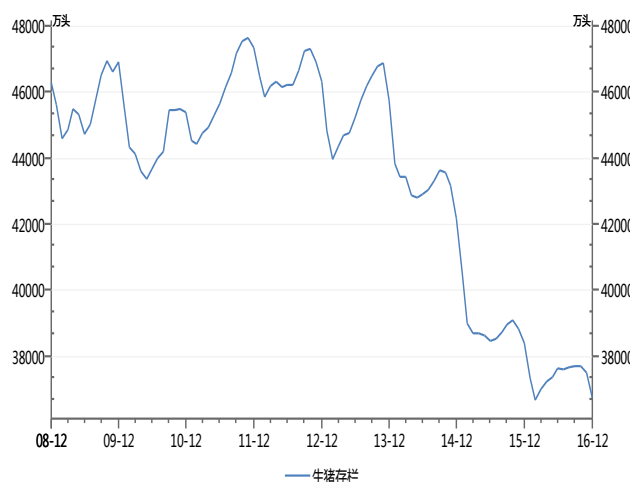
数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

4.3 需求端存栏有望见底回升拉动饲料需求

饲料作为为畜牧养殖业服务的行业，畜牧业的规模决定了饲料的需求量，能繁母猪存栏数量从 2012 年 10 月份 5078 万头跌至 2017 年 1 月份 3651 万头，下跌幅度 39%，生猪存栏量从 2011 年 11 月份 47625 万头下跌至 2017 年 1 月份的 35668 万头，下跌幅度 34%，持续创新低，存栏量持续下滑将进一步延长上游养殖的景气周期，进一步延长饲料的景气周期。随着行业库存下降到一个极端，下游养殖业盈利向好，养殖户开始积极补栏，2017 年存栏继续下跌空间并不大，能繁母猪和生猪存栏量的回升将积极带动饲料行业的需求回升。

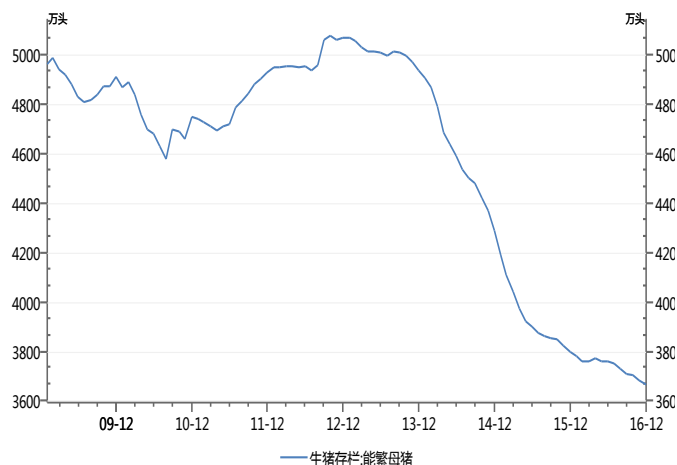
图 15：生猪存栏量



数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

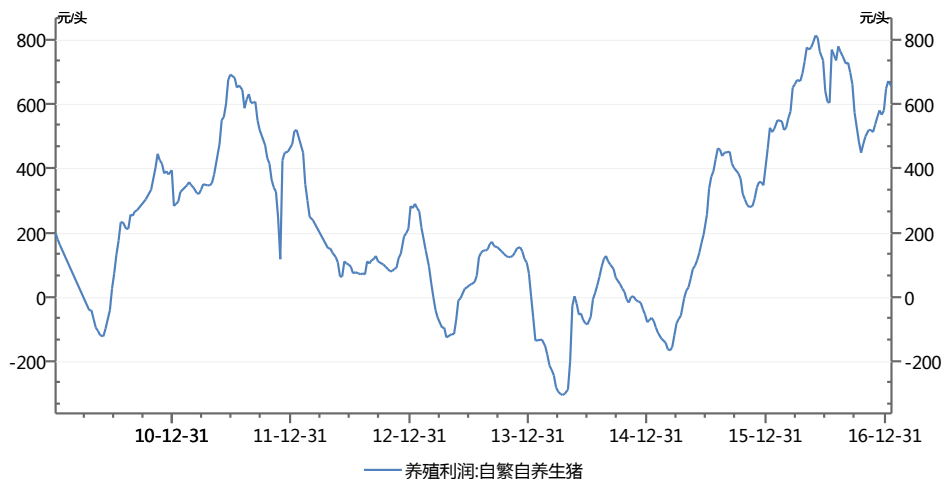
图 16：能繁母猪存栏量



数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 17：生猪养殖利润（元/头）



数据来源:Wind资讯

数据来源: wind, 东莞证券研究所

4.4 专业化技术团队

创业伊始，公司就非常重视技术团队的建设，7名创始人中有1名博士、3名硕士、3名大学生，均具有动物科学的专业背景；公司的5名核心技术人员包括4名博士和1名资深专家。在他们的带领下，三百余名优秀的技术人员共同组成了禾丰牧业高度专业化的技术团队，公司还将不断壮大该队伍，继续引进国内外技术人才。

公司是“国家级企业技术中心”、“高新技术企业”、“国家技术创新示范企业”。研发人员深入一线，根据需求，设计产品；不断对比，改进产品。同时与国内外高校、科研院所保持密切的研发合作，以保证禾丰产品合理的性价比及领先性。2015年度公司申请专利8项，取得授权专利7项。荷兰最大、拥有百年历史的家族饲料企业荷兰皇家德赫斯公司做为禾丰的战略合作伙伴，在过去一年里持续给予禾丰技术支持和信息共享，加上禾丰公司自有的技术软硬件实力，使禾丰产品竞争力居于国际领先水平。

5 盈利预测和投资建议

今年存栏有望见底回升，需求回暖，玉米和豆粕价格向上空间有限，公司作为东北地区饲料龙头，原材料主产区优势明显，近年来公司主业稳步增长，预计2016、2017年EPS分别为0.52、0.65元，对应PE分别为26倍、21倍，估值合理，给予“推荐”评级。

6.风险提示

政策风险

原材料价格大幅上涨

自然灾害

表 1：公司财务预测表

利润表:				现金流量表:			
科目(百万元)	2015A	2016E	2017E	科目(百万元)	2015A	2016E	2017E
营业总收入	9,696	12,120	15,150	净利润	324	451	559
营业成本	8,696	10,848	13,560	折旧与摊销	134	99	103
营业税金及附加	1	1	2	财务支出	44	24	20
销售费用	330	424	530	投资损失	-16	-20	-20
管理费用	254	318	397	净营运资本变动	-19	-309	-215
财务费用	43	19	16	经营性现金流	465	244	448
资产减值损失	10	0	0	资本支出	-392	-134	-137
其他经营收益	16	20	20	其它投资	257	20	20
营业利润	377	530	666	投资性现金流	-136	-114	-117
利润总额	409	563	699	股权融资	59	-0	0
减 所得税	85	113	140	债券融资	752	8	2
净利润	324	451	559	股利分配及其它	-73	-137	-160
减 少数股东损益	10	17	21	筹资性现金流	739	-129	-158
归母公司净利润	314	434	538	货币资金变动	1,068	1	173
资产负债表:				主要财务比率:			
科目(百万元)	2015A	2016E	2017E	科目(百万元)	2015A	2016E	2017E
货币资金	736	737	909	成长能力 (YOY)			
应收账款	213	202	253	营业收入	6.1%	25.0%	25.0%
预付账款	138	180	225	营业利润	28%	40.6%	25.7%
存货	937	1,193	1,492	归母公司净利润	26.3%	38.0%	24.2%
其它	129	130	136	盈利能力			
流动资产合计	2,153	2,442	3,015	销售毛利率	10.3%	10.5%	10.5%
长期股权投资	333	332	332	销售净利率	3.2%	3.6%	3.6%
固定资产合计	1,206	1,261	1,309	ROE	11.1%	13.8%	15.2%
长期待摊费用	33	27	22	ROIC	10.6%	12.4%	14.3%
其它	388	375	366	偿债能力			
非流动资产合计	1,959	1,995	2,029	资产负债率	28.9%	26.5%	27.0%
资产总计	4,112	4,437	5,044	流动比率	1.86	2.15	2.27
短期借款	393	393	395	速动比率	0.94	0.98	1.05
应付账款	310	434	542	营运能力 (次)			
预收款项	134	148	185	资产周转率	2.50	2.84	3.20
其它	321	163	204	存货周转率	9.03	10.18	10.10
流动负债合计	1,158	1,138	1,326	应收账款周转率	59.83	58.31	66.53
长期借款	30	38	38	每股指标 (元)			
其它	213	-8	0	每股收益	0.38	0.52	0.65
非流动负债合计	243	30	38	每股经营现金流	0.56	0.29	0.54
负债合计	1,188	1,176	1,364	每股净资产	3.20	3.59	4.07
实收资本	831	831	831	每股股利	0.10	0.14	0.17
资本公积	107	107	107	估值指标 (倍)			
留存收益及其它	1,985	2,323	2,743	PE	35.24	25.54	20.57
所有者权益合计	2,924	3,262	3,681	PB	4.16	3.71	3.27
负债和权益总计	4,112	4,438	5,045	EV/EBITDA	20.11	17.56	14.42

数据来源：Wind, 东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn