



2018-10-10

公司深度报告

买入/首次

禾丰牧业 (603609)

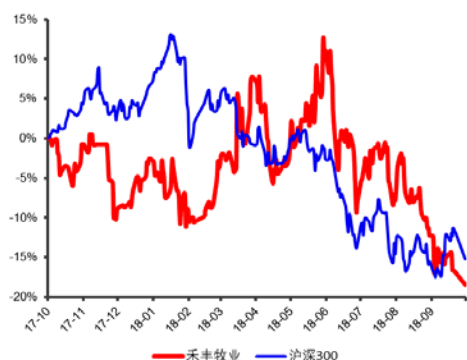
目标价: 13.60

昨收盘: 7.69

农林牧渔

禾丰牧业：产业化效率行业领跑，快速增长的肉鸡新贵

■ 走势比较



总股本/流通(百万股): 831.18/831.18
 总市值/流通(百万元): 6366.81/6366.81
 12个月最高/最低(元): 10.69/7.62

相关研究报告:

证券分析师: 周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

报告摘要

1. 肉鸡行业景气向上，产业化效率行业领跑。肉鸡需求复苏叠加供应偏紧，白羽肉鸡行业进入景气周期。供给方面，主动和被动去产能使祖代和父母代存栏及商品代鸡苗销量同处低位，供应偏紧；需求方面，下游疫情影响消退，需求复苏态势明确，肉鸡价格有望进一步上涨。公司肉鸡养殖效率全行业领跑，肉鸡单位重量达 2850g，在饲料无抗、养殖减抗和鸡只重量远大于同行条件下，肉鸡棚前料肉比达 1.5-1.55:1，其余多项养殖指标位于行业前列。在饲料和疾病防治上实现减抗或无抗，保障鸡肉安全，食品质量全程可追溯。

2. 饲料行业多年深耕，产业链逐步完善。饲料是公司的核心业务，营收占比超 40%，公司不断丰富饲料品类，拓宽销售渠道和市场。2017 饲料直销占比显著提升，海外营收大增 70%。近两年公司顺势进入禽畜养殖领域，2017 年已建立完整的饲料-养殖-深加工一体化肉鸡产业链，2018H1 公司实现投资收益 9274 万，同比增长 178.88%，主要来自肉禽产业链贡献。养殖量、屠宰量、加工量同比均有较大增长；生猪养殖业务已进入建设阶段，预计两年内放量。主营业务发展稳健，2018 年非经常性收入同比减少约 7000 万，今年扣非后净利润大幅增长。

盈利预测

给予“买入”评级。公司作为东北饲料龙头和肉鸡产业新贵，2018H1 归母净利实现超预期增长。2017 年非经营性收入对净利润贡献约 8142 万，2018 年预计不到 1000 万，因此 2018 年扣非后净利润大幅增长，叠加当前肉鸡产业景气度高企的大背景，我们预计公司 2018-2020 年归母净利分别为 5.69 亿元、6.81 亿元和 8.23 亿元，对应 EPS 0.68 元、0.82 元和 0.99 元，分别对应 PE11.23X、9.38X 和 7.76X。给予 2018 年 20 倍 PE，目标价 13.60 元，以 2018/10/09 收盘价 7.69 元为基准，上涨空间 76.85%，给予公司“买入”评级。

风险提示

1. 突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，

从而影响行业以及相关企业的盈利能力。

2. 价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，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。

3. 原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,695.84	16363.62	19242.45	22372.34
(+/-%)	15.38%	19.48%	17.59%	16.27%
净利润(百万元)	471.02	569.02	681.26	823.52
(+/-%)	10.32%	20.81%	19.73%	20.88%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.68	0.82	0.99
市盈率(PE)	18	11.23	9.38	7.76

资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、公司概况：优质东北饲料龙头企业	6
(一) 公司发展：“血统”优良，深耕细作	6
(二) 主营业务：业务遍地开花，结构不断优化	6
(三) 股权结构：相对分散，管理层稳定	8
二、行业分析：整合加剧，产业一体化是趋势	8
(一) 肉鸡及屠宰行业：供不应求，景气向上	8
(二) 饲料行业趋于成熟，集中化加速提升	11
三、公司分析：稳扎稳打，羽翼渐丰	16
(一) 禽畜养殖是趋势，盈利稳健增长可期	16
(二) 肉鸡屠宰业务稳中上升	19
(三) 饲料：品类丰富，顺应趋势，渠道开拓谋发展	20
(四) 管理团队专业，研发硕果累累	24
(五) 扎根东北，布局中国及海外市场	25
四、盈利预测	27
五、风险提示	27

图表目录

图表 1 公司继承传统，持续经营饲料业务.....	6
图表 2 2013~2017 公司各主营业务占比变化.....	7
图表 3 2013~2017 肉禽产业化发展迅速.....	7
图表 4 2013~2018H1 营收稳步增长.....	7
图表 5 2013~2018H1 公司归母净利稳步增长.....	7
图表 6 2018H1 公司三费率持续降低.....	8
图表 7 2018H1 公司利润率微降.....	8
图表 8 公司股权结构图.....	8
图表 9 2015-2017 年祖代种鸡引种量偏低.....	9
图表 10 祖代种鸡总存栏量（后备+在产）处历史低位.....	9
图表 11 2018 年父母代鸡苗销量处低位.....	10
图表 12 2018 年父母代鸡苗存栏处低位.....	10
图表 13 禽流感使 2017 年肉鸡消费量大减.....	10
图表 14 2018 年鸡产品综合价到历史高位.....	10
图表 15 2012 年起我国饲料产量增速趋稳.....	11
图表 16 中国饲料企业数量逐渐减少.....	11
图表 17 禽料和猪料占主体.....	12
图表 18 2015 年至今生猪存栏逐步减少.....	12
图表 19 我国生猪均重提升.....	12
图表 20 2015 年至今生猪存栏逐步减少.....	13
图表 21 2015 年至今母猪存栏逐步减少.....	13
图表 22 当前豆粕价格处历史低位.....	13
图表 23 当前玉米价格处历史低位.....	13
图表 24 玉米库存和库销比仍处高位.....	14
图表 25 2018 大豆库存及库存消费比.....	14
图表 26 我国玉米自给自足.....	14
图表 27 我国玉米消费的进口依存度低.....	14
图表 28 我国大豆进口依存度高.....	15
图表 29 我国大豆进口主要来自南美和北美.....	15
图表 30 玉米是中国饲料的主要原料.....	16
图表 31 2016~2017 公司白羽肉鸡板块销量和收益情况.....	16
图表 32 2017 公司肉禽产业化环节营收占比.....	17
图表 33 肉禽产业化营收及增速.....	17
图表 34 公司肉禽产业链环节营收同比增速.....	17
图表 35 公司肉鸡产业链示意图.....	18
图表 36 公司肉鸡产业链已发展成熟.....	18
图表 37 肉禽深加工车间.....	19
图表 38 肉禽养殖标准化鸡舍.....	19
图表 39 公司募集资金布局生猪行业.....	19
图表 40 公司屠宰业务加工毛利率不断提升.....	20
图表 41 公司主要饲料产品及特点.....	20
图表 42 各类饲料生产过程.....	21
图表 43 公司饲料产品特色.....	21
图表 44 公司饲料品种多样化，均衡发展.....	23
图表 45 2017 公司饲料毛利率微降.....	23

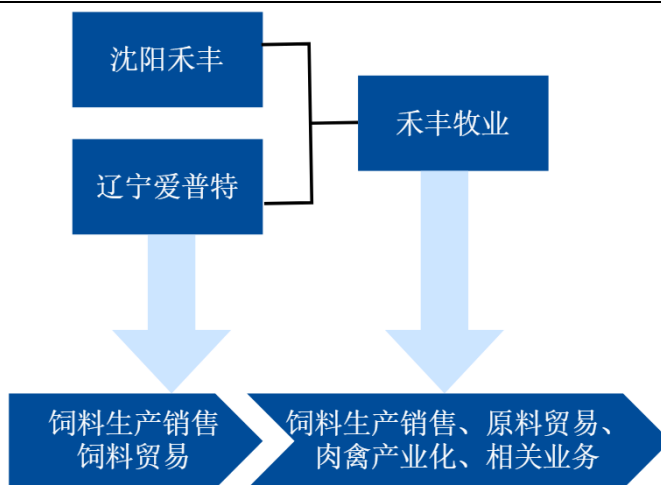
图表 46 直销+经销，双管齐下.....	23
图表 47 2017 年公司直销占比提升 3.25 个百分点.....	23
图表 48 东北是我国主要的玉米产地.....	24
图表 49 东北玉米价格显著低于全国平均价格.....	24
图表 50 公司管理人员及外资股东介绍.....	24
图表 51 公司扎根东北布局全国.....	26
图表 52 多地区营收增速加快.....	26
图表 53 2015 年起海外销售收入快速增长.....	27
图表 54 公司国内国外业务协同发展.....	27

一、公司概况：优质东北饲料龙头企业

(一) 公司发展：“血统”优良，深耕细作

公司是东北地区饲料行业龙头，主营包括饲料生产、肉禽产业化、饲料原料贸易及相关业务四大板块。公司成立于 2003 年，前身为沈阳禾丰和辽宁爱普特，主营饲料生产销售和饲料贸易业务。公司凭借优良“血统”，持续在饲料领域深耕细作，逐渐发展成为东北饲料行业龙头企业。同时，公司不断完善其自身产业链，下游通过设立或参股 30 余家公司，打通种鸡饲养、孵化、饲料、养殖、动保、屠宰、肉品加工一体化产业链，上游原料贸易主要经营鱼粉、赖氨酸、蛋氨酸及玉米等饲料原料，有效确保了各个环节的生产供应，提高了经营效率。

图表 1 公司继承传统，持续经营饲料业务

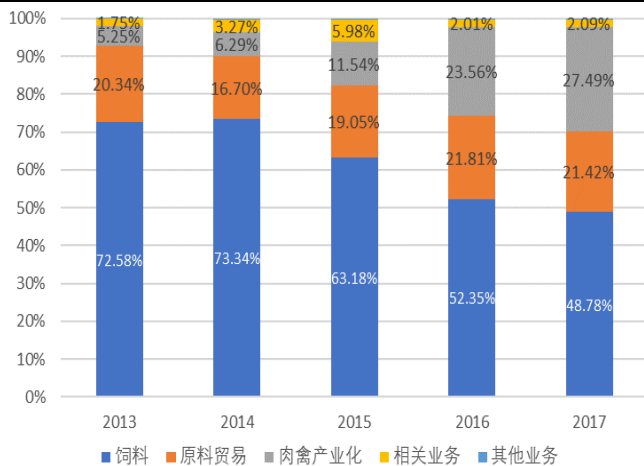


资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 主营业务：业务遍地开花，结构不断优化

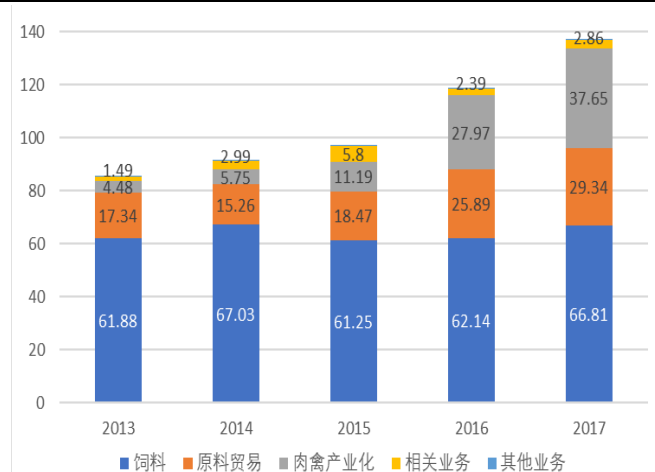
主营业务结构不断完善，肉禽产业化发展迅速。2018H1，公司实现投资收益 9274.02 万元，同比增长 178.88%，主要来自肉禽产业化业务贡献；公司核心的饲料业务实现营收 32.64 亿元，同比增长 9.10%，营收占比下降到 47.65%，其中盈利能力强的猪饲料产品销量同比增长 4.74%，销量占比为 38.15%；其他业务品种营收占比也趋于稳定。肉禽产业化板块有着广阔的市场空间，公司的产业结构不断优化，产业链一体化趋势突出。

图表 2 2013~2017 公司各主营业务占比变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

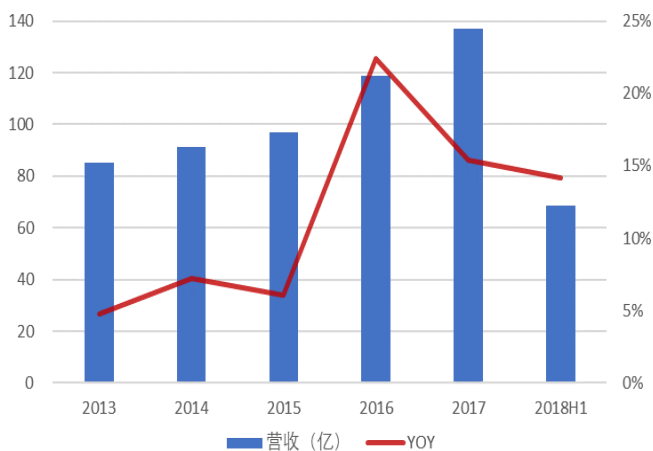
图表 3 2013~2017 公司主营业务营收（亿）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

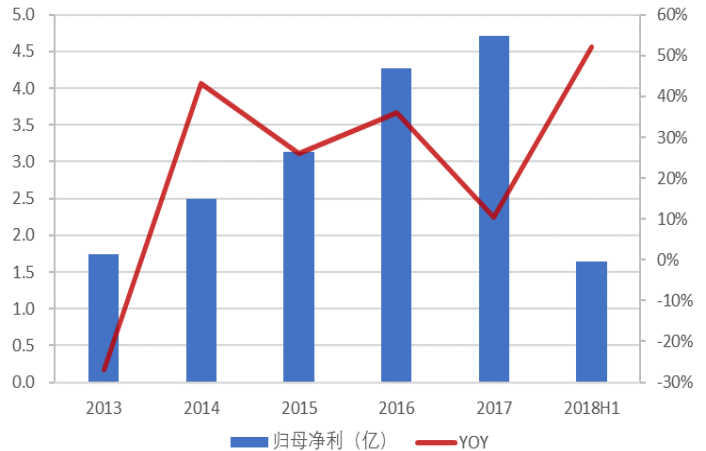
主营业务稳健，业绩大幅超出市场预期，肉禽产业化跻身前列。2018 年，公司肉禽产业化业务厚积薄发，在规模上跻身白羽肉鸡行业第一梯队，成为国内主要的白羽肉鸡产品供应商之一。2018H1 公司实现营收 68.50 亿元，同比增长 14.16%，归母净利润 1.64 亿元，同比增长 52.04%。2018 前三季度预计归母净利润同比增长 45%~53%，三季度保持高速增长态势。

图表 4 2013~2018H1 营收稳步增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

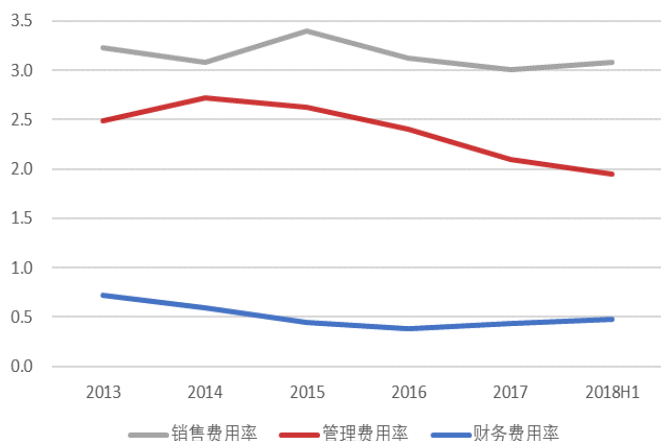
图表 5 2013~2018H1 公司归母净利润稳步增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

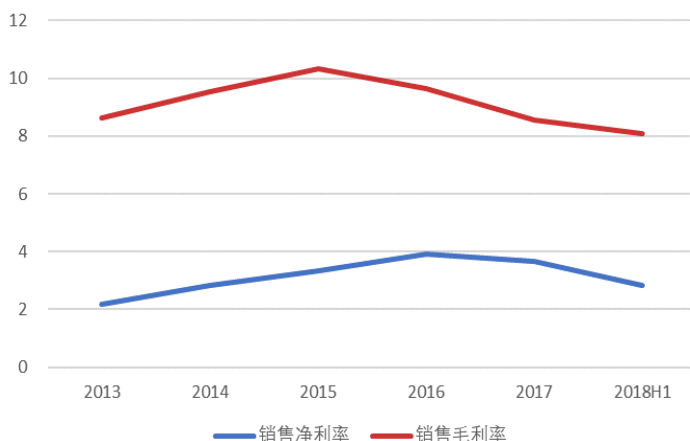
降本提效，费用率微降。2017 年，公司推行经营变革，采取精兵简政、降本提效等管理措施降低各项成本及费用。2017 年公司销售费用率下降 0.12 个百分点，管理费用率下降 0.30 个百分点，三项费用总计占营业收入的比重由 2016 年的 5.89% 下降为 2017 年的 5.55%，2018H1 公司三费率继续下降至 5.51%。

图表 6 2018H1 公司三费费率持续降低



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 7 2018H1 公司利润率微降

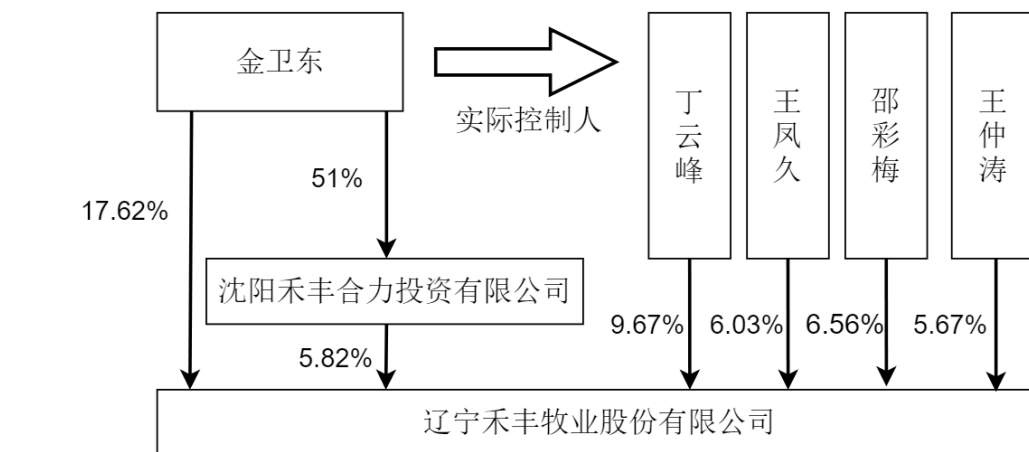


资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 股权结构：相对分散，管理层稳定

从持股比例来看，公司持股较为分散。金卫东直接持有总股本的 17.62%，通过控股沈阳禾丰合力投资有限公司间接持有 5.82% 的表决权，并通过《一致行动确认和承诺函》联合丁云峰（9.67%）、王凤久（6.03%）、邵彩梅（6.56%）、王仲涛（5.67%）四名股东控制本公司 27.94% 的表决权，金卫东合计控制公司 51.38% 的股份表决权，金卫东为公司实际控制人。十大股东中的自然人股东均为创始人，至今无一人离开，股权结构稳定。

图表 8 公司股权结构图



资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、行业分析：整合加剧，产业一体化是趋势

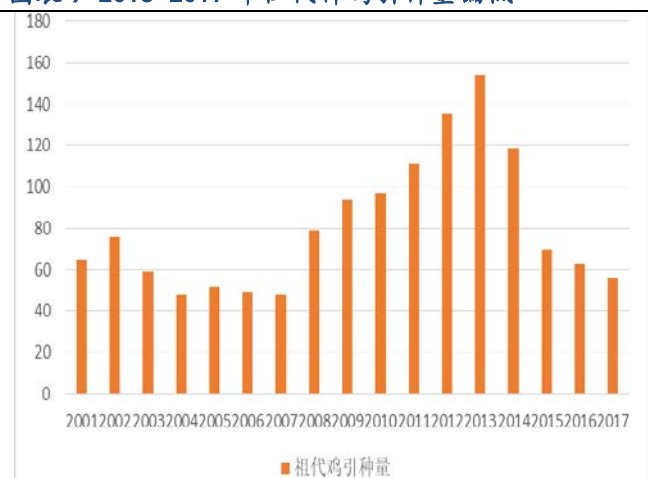
(一) 肉鸡及屠宰行业：供不应求，景气向上

1. 供给端祖代鸡引种量不足，父母代鸡苗销量下滑

主动去产能遇上被动去产能。2014 年 1 月 8 日，面对祖代引种量暴增的囚徒困境，由中国畜牧业协会牵头组建“白羽肉鸡联盟”，包括益生股份、民和股份、圣农发展、新希望、仙坛股份等在内的 50 多家家禽养殖龙头企业参会。当年 3 月，联盟召开产业会议共议“断臂求生”，决定以配额形式控制国内的祖代鸡引种。引种企业出于长远考虑纷纷自发控制，并在当年就取得了一定的成效。另一方面，美法等国因高致病性禽流感疫情而陆续封关，白羽鸡海外引种自 2015 年开始持续受限，2018 年美英法等主要引种国继续封关，白羽鸡引种连续四年低于均衡值。

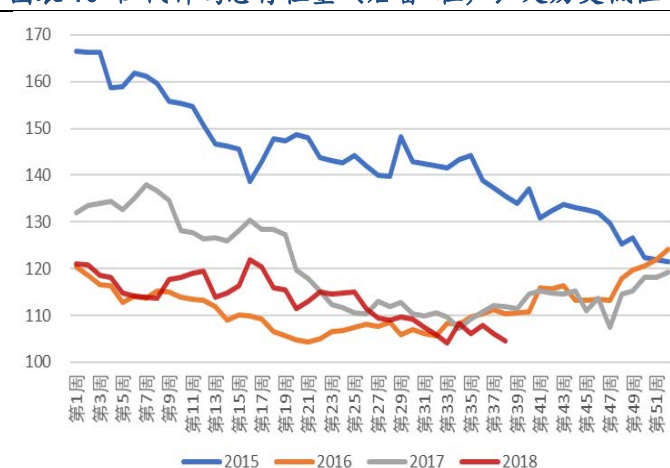
祖代鸡引种偏低，存栏量处于历史低位。在 2002 年之后，我国祖代鸡引种量最少的年份是 2004 年和 2006 年，约 50 万套；2012、2013 年达到高峰分别为 135 万套和 154 万套，原因是下游商品鸡屠宰加工发展迅速。之后白羽肉鸡行业联盟主动控制引种量，同时美法等国相继爆发禽流感导致祖代鸡引种受限。2018 年，封关限制仍未解除，祖代种鸡总存栏量处于历史同期低位，结合历年市场走势分析，预计存栏量还会继续下行。

图表 9 2015-2017 年祖代种鸡引种量偏低



资料来源：WIND，太平洋证券整理

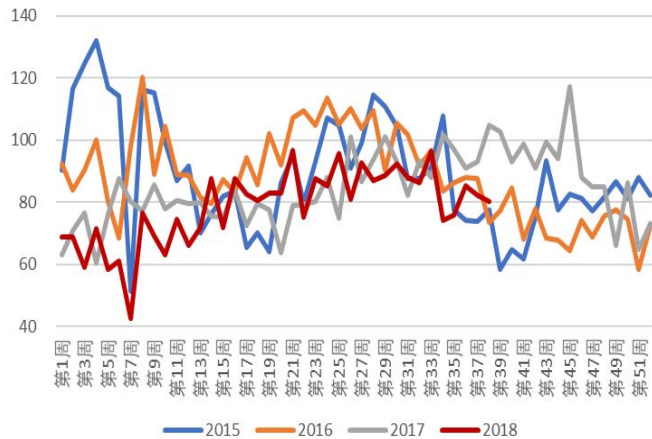
图表 10 祖代种鸡总存栏量（后备+在产）处历史低位



资料来源：中国畜牧业协会，太平洋证券整理

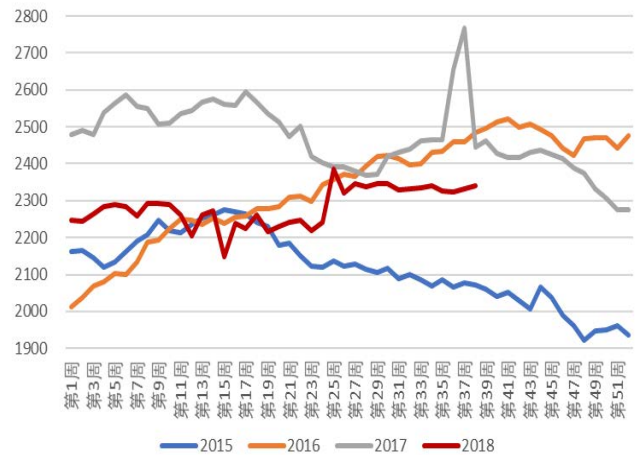
父母代鸡苗销量下滑，带动父母代种鸡存栏下跌。2018 年第 33 周，父母代鸡苗销售量为 96.32 万套。从图中可以看出，鸡苗销量处低位带动父母代种鸡存栏进一步下滑。白羽肉鸡的产能传导周期较长，预计肉鸡价格在 18~19 年会进一步上扬。

图表 11 2018 年父母代鸡苗销量(万套)处低位



资料来源：中国畜牧业协会，太平洋证券整理

图表 12 2018 年父母代鸡苗存栏(万套)处低位

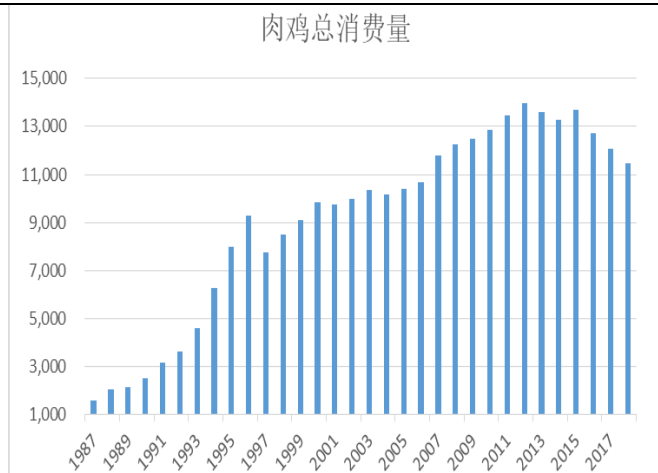


资料来源：中国畜牧业协会，太平洋证券整理

2. 肉鸡需求端复苏，下游价格向好

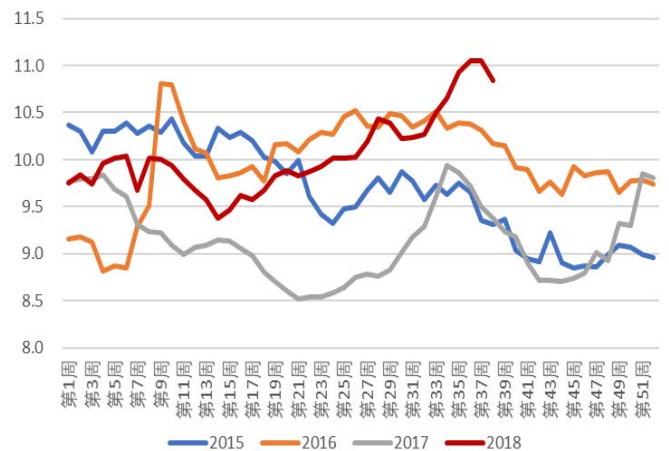
疫情恢复正常，需求端复苏态势明确。2017 年上半年，我国爆发严重的 H7N9 禽流感疫情，造成工厂、学校等禽肉需求量大幅下降。根据美国农业部统计数据，2017 年我国鸡肉消费量 1148 万吨，较上年下降 4.73%。18 年至今，疫情恢复正常，需求复苏态势明确。当前 2018 年 33 周，鸡产品综合价格已到近 4 年的高点。

图表 13 禽流感使 2017 年肉鸡消费量大减



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 14 2018 年鸡产品综合价(元/公斤)到历史高位



资料来源：畜牧业协会，太平洋证券整理

供给缩减叠加需求复苏，预计未来肉鸡价格向好。受过去几年主动和被动去产能叠加影响，祖代鸡的供给大幅下降，逐渐向商品代鸡传导，推升鸡价上升。2017 年，白条鸡批发价格上涨至 15.06 元/公斤，随后保持高位波动。2017 年上半年，我国多地爆发禽流感疫情，鸡肉消费受阻，白条鸡价格快速下滑。随着禽流感疫情影响消除，加之祖代鸡引

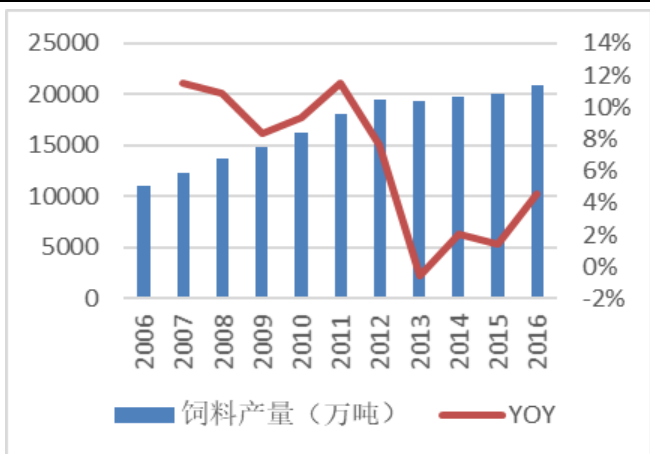
种数量下降效果开始显现，白条鸡价格回升至近年来最高。受肉鸡供应量缩减、需求进一步复苏、非洲猪瘟引发鸡肉消费替代等一系列利好因素影响，预计未来一段时期内，鸡价维持高位运行的可能性较大。

(二) 饲料行业趋于成熟，集中化加速提升

1. 我国饲料行业趋于成熟，猪料和禽料占主体

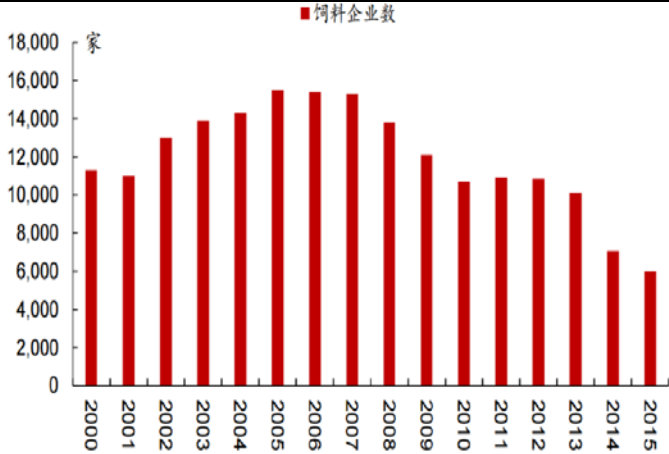
饲料行业趋于成熟。一方面，产量增速趋稳。全国工业饲料产量从 1985 年的 1200 万吨增长至 2016 年的 2.09 亿吨，年均复合增速为 9.8%，而 2016 年至 2016 年的复合增长率已经下降到 6.58%。另一方面，产业趋于集中。我国的饲料企业，从鼎盛时期的 1 万余家，已经减少到目前的 6000 余家，整合速度迅猛，未来预计还要减少到目前的一半左右。2014 年，31 家百吨以上的饲料企业已经占到全国总产量的 52%。经过 30 多年的发展，今我国饲料行业已经进入成熟发展期，可以称是农业领域竞争最充分的一个行业。

图表 15 2012 年起我国饲料产量增速趋稳



资料来源：WIND，太平洋证券整理

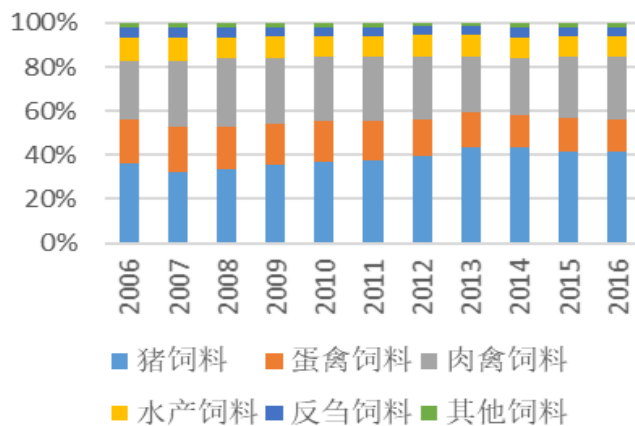
图表 16 中国饲料企业数量逐渐减少



资料来源：饲料业年鉴，太平洋证券整理

我国猪饲料、蛋禽饲料和肉禽饲料占饲料产量的比例较重，2016 年分别达到了 41.72%、14.37%和 28.74%，禽料和猪料总体产量占比较为稳定，波动幅度不大。水产料和反刍饲料产量占比近几年来较为稳定，但随着水产养殖由粗放式向规模化快速发展，水产饲料需求有望进一步加大。

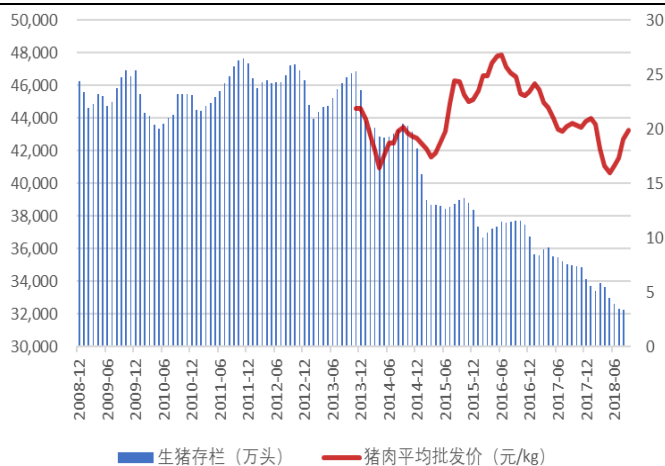
图表 17 禽料和猪料占主体



资料来源：WIND，太平洋证券整理

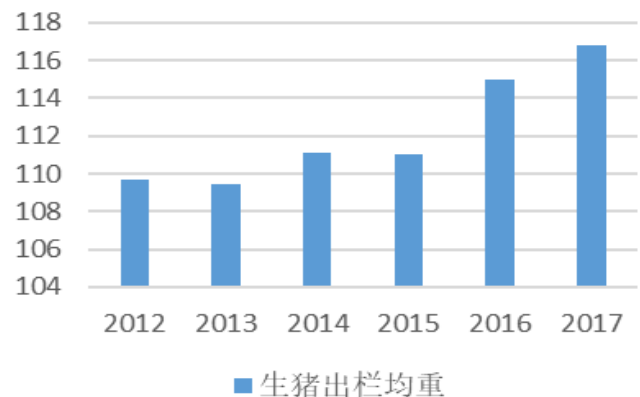
2016 年，饲料行业产量同比止跌。生猪均重提升以及饲料产业规模化带动自配料减少将轮番推动饲料行业景气上行。尽管从数据上来看，存栏量目前仍未反转，但是出栏均重相比于 2013 年已经提高了接近 7%，接近历史最高水平。随着大型养殖场的产能逐渐投产，预计生猪供给将缓慢增加，或继续推动饲料需求增加。

图表 18 2015 年至今生猪存栏逐步减少



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 19 我国生猪均重提升



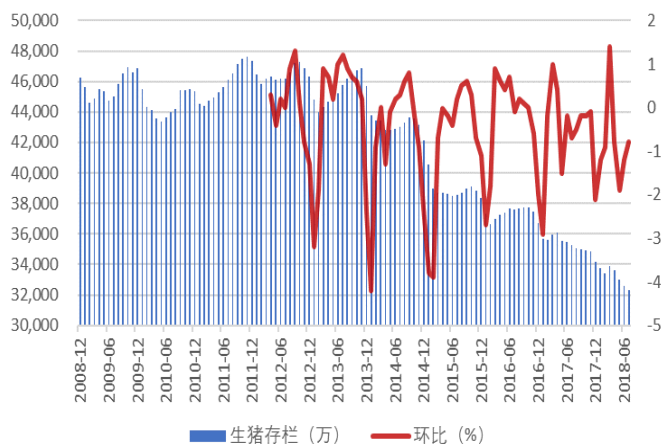
资料来源：WIND，太平洋证券整理

2. 规模化带动效率提高，对冲去产能不利影响

生猪行业“去产能”是农业供给侧结构性改革的重点。禽畜养殖的污染治理相对比较落后，迫切需要对其进行污染治理。在生猪养殖的环保约束强化下，生猪行业“去产能”情况已远超市场预期，截至 2018 年 7 月生猪存栏量已经降低至 3.23 亿头，同比下降 2%，能繁母猪存栏量降至 3180 万头，同比下降 4%，生猪去产能情况整体接近尾声，但存栏下降趋势预计很难动摇，2018 年大概率震荡下跌。

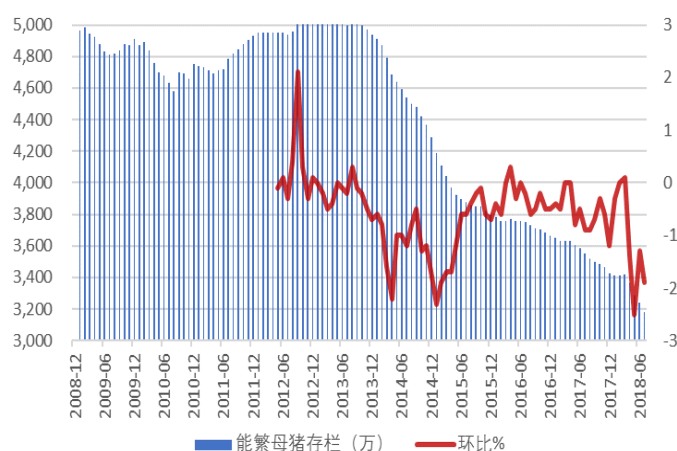
在能繁母猪存栏量逐渐走低的同时，其生产效率日益提升，生猪存栏可能不降反增。一般来讲，能繁母猪存栏量和猪价成反比关系；能繁母猪存栏量上升6-12个月之后，生猪存栏量也将上涨，生猪供给将会增加，会使猪价有下降的动力，反之亦然。然而，近期能繁母猪和猪价齐跌，能繁母猪存栏量变化对猪价波动的解释能力下降。我们认为，能繁母猪生产能力的提升是能繁母猪存栏量数据重要性减弱的重要原因。

图表 20 2015 年至今生猪存栏逐步减少



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 21 2015 年至今母猪存栏逐步减少



资料来源：WIND，太平洋证券整理

3. 原材料价格缓慢爬升，历史低位已现

原材料价格现历史低位。2018 年是供给侧改革第三年，数据显示，玉米种植面积已经连续两年大幅下滑，下游深加工对库存的消化速度也有所提升。从图中可以看出，豆粕、玉米价格低于近年来的均值水平，受库存因素等影响，未来或将继续保持低位。

图表 22 当前豆粕价格处历史低位



资料来源：WIND，太平洋证券整理

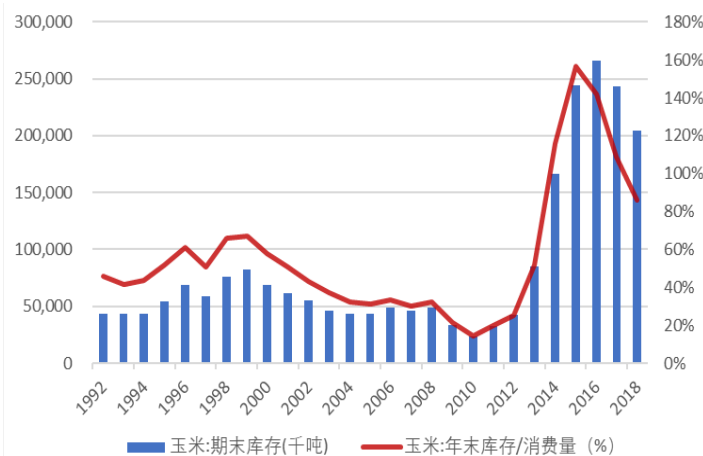
图表 23 当前玉米价格处历史低位



资料来源：WIND，太平洋证券整理

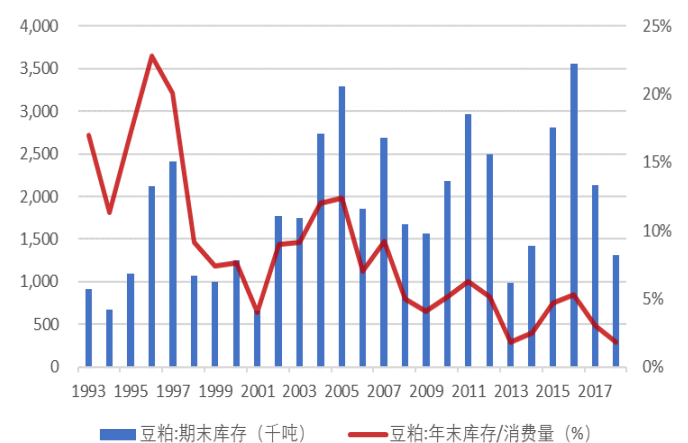
玉米原材料库存居于高位。2018 年，玉米供给充足，虽库存和库销比降低至 86%，但仍居高位，并且玉米价格逐渐向市场化方向发展，叠加国内外玉米差价仍然较大，玉米价格大概率保持低位运行。此外，由于大豆连年丰产，虽库存消费比降至低位但大豆价格也大概率保持低位，因此国内豆粕价格预计也将大概率继续处于较低价位。充裕饲料原料供给导致饲料成本逐渐降低，叠加饲料工业和养殖产业规模化不断发展，未来预计会使饲料加工企业利润进一步增加。

图表 24 玉米库存和库销比仍处高位



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

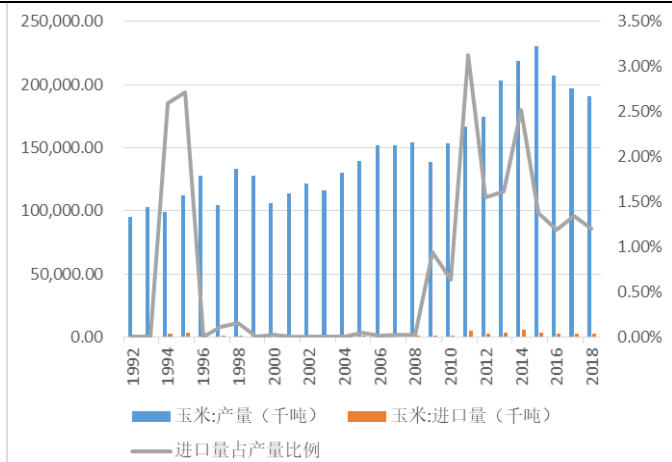
图表 25 2018 大豆库存及库存消费比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

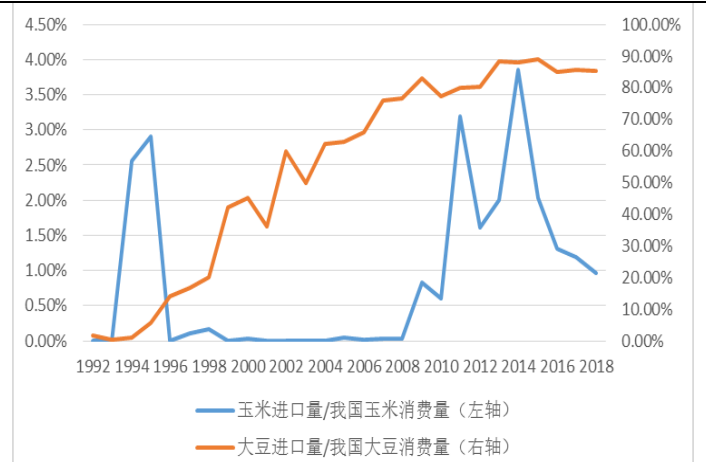
中美贸易战对玉米价格影响有限。目前中美贸易涉及的相关产品主要是中国的进口高粱以及 DDGS（干酒糟及其可溶物）以及少量的进口玉米。一方面，玉米进口市场并未完全放开，且国内主要是从乌克兰市场进口，故影响有限。

图表 26 我国玉米自给自足



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 27 我国玉米消费的进口依存度低



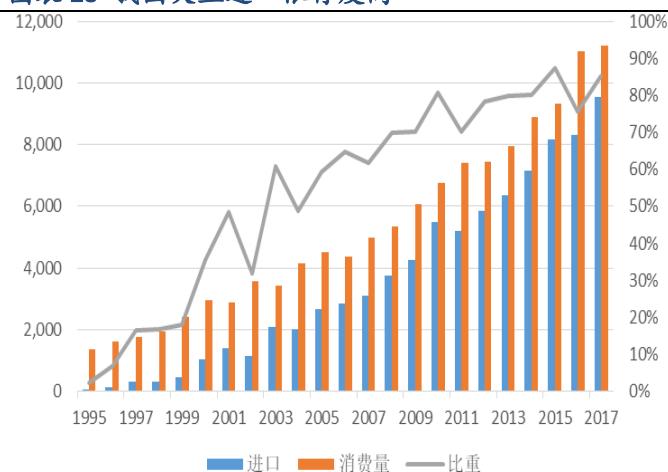
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

对美豆宣布增税，实施情况有待观察。财政部 4 月 4 日发布消息，根据《中华人民共

和《中华人民共和国进出口关税条例》相关规定，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等级 14 类 106 项商品加征 25% 的关税。其中加征关税后计算公式为：关税=关税完税价格×（现行适用关税税率+加征关税税率）。据海关总署统计，2017 年大豆进口数量，全国进口 9553 万吨，进口美豆 3285 万吨，进口巴西大豆 5092 万吨，进口阿根廷大豆 658 万吨；美豆占比 34.38%，巴西大豆进口占比 53.3%。

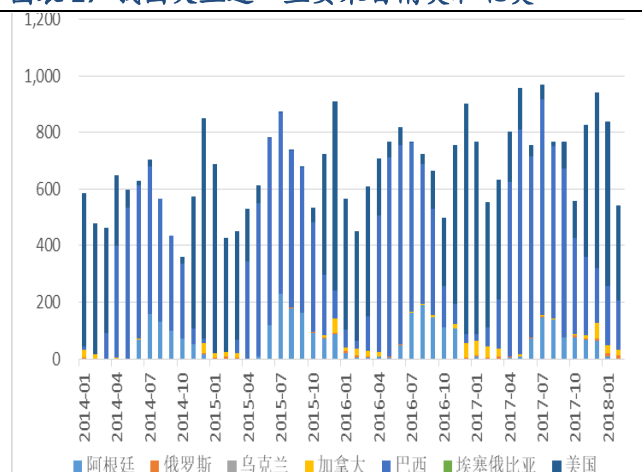
随着中美贸易战打响，国内普遍预计对饲料成本影响较大，而我们认为，影响有限。原因如下：一是玉米产能我国基本能够自给自足，对进口玉米需求不大（2017 年进口占我国产量的 1.35%），进口玉米价格对国内玉米价格产生的冲击十分有限。虽然过去我国大豆对美进口比重较大，但通过拓宽进口国来源，增加替代品种类，调整饲料配方，推行低蛋白日粮等一系列措施，逐渐降低对美豆的依赖。同时，考虑到我国饲料原材料中豆粕仅占不足 20%（玉米高达 70%多），冲击依然有限。

图表 28 我国大豆进口依存度高



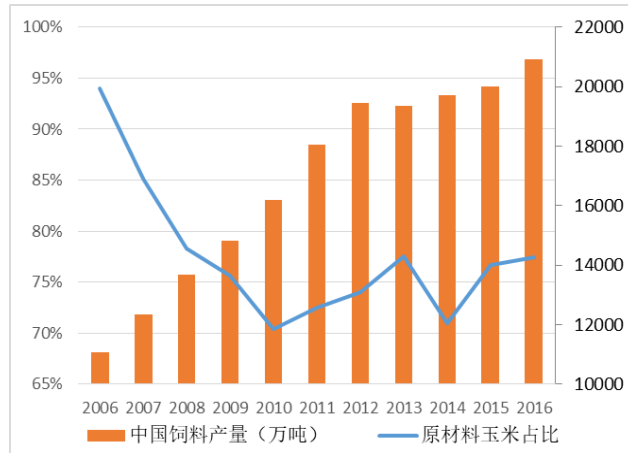
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 29 我国大豆进口主要来自南美和北美



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 30 玉米是中国饲料的主要原料



资料来源：中国饲料行业年鉴，太平洋证券整理

三、公司分析：稳扎稳打，羽翼渐丰

(一) 禽畜养殖是趋势，盈利稳健增长可期

2017 年，养殖业务实现销售收入 8.42 亿元，同比增长 18.87%，占主营业务收入的 6.16%，养殖业务毛利率为 5.87%，受禽流感影响，较上年下降了 3.06 个百分点。2018H1 公司投资收益 9274 万，同比增长 178.88%，主要来自于肉禽产业化参股公司。公司养殖业务主要包括：商品代肉鸡养殖、肉鸭养殖、生猪养殖，主要采取“自养”和“公司+农户”的经营模式。

1. 养鸡产业化完善，饲料-养殖-深加工一体化形成

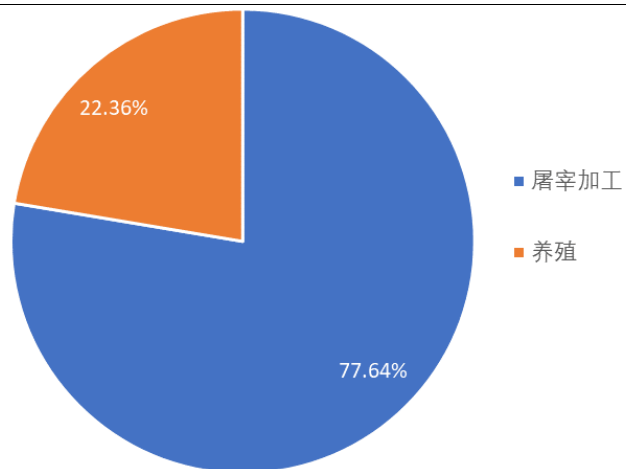
2017 年，公司控股及参股企业白羽肉鸡合计出栏量为 2.75 亿羽，合并报表口径内的白羽鸡产量达到 5924 万羽，同比增长 55.89%，销量达到 5395 万羽，同比增长 56.83%，销售毛利率达到 4.11%。

图表 31 2016~2017 公司白羽肉鸡板块销量和收益情况

	产量 (万羽)	销售量 (万羽)	销售收入 (万元)	销售成本 (万元)	毛利率 (%)
2016	3800	3440	75,293.28	69,410.50	7.81
2017	5924	5395	104,569.02	100,273.97	4.11

资料来源：公司公告 太平洋证券

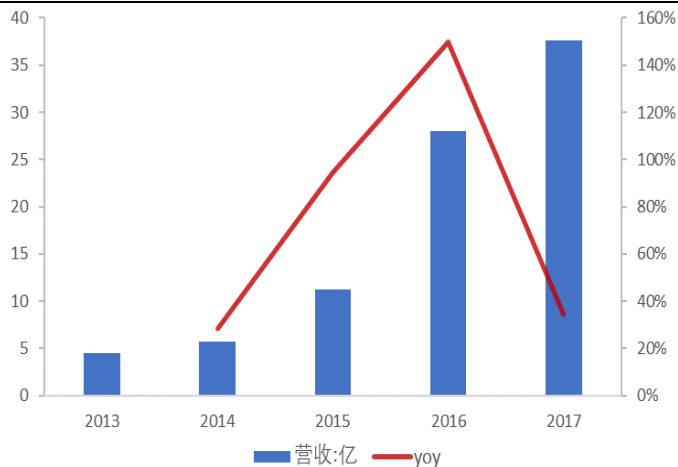
图表 32 2017 公司肉禽产业化环节营收占比



资料来源：wind，太平洋证券整理

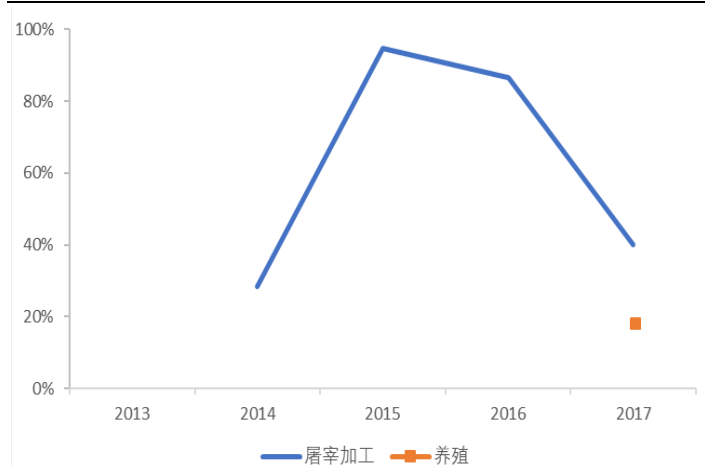
肉禽产业化营收高速增长，5 年 CAGR70.26%。其中屠宰加工业务增长速度较快，5 年复合增速 60%，是肉禽产业营收增长的主要推动力。2017 年养殖板块收入同比增速 20%。

图表 33 肉禽产业化营收及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

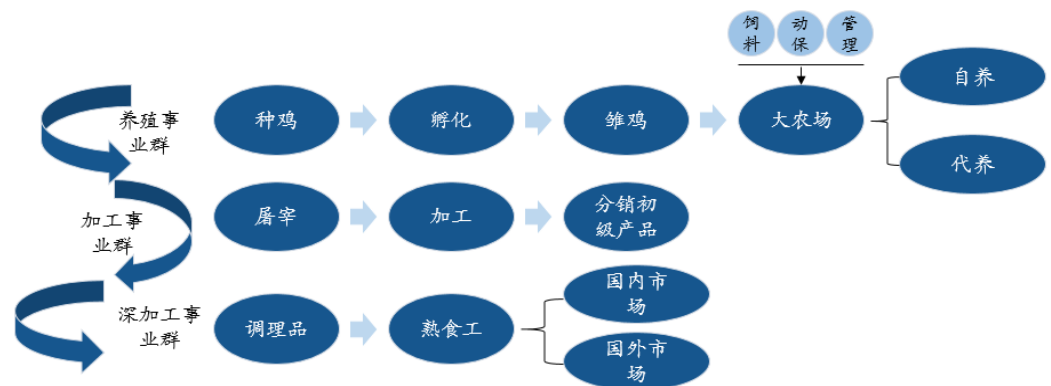
图表 34 公司肉禽产业链部分环节营收同比增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

产业链完善，肉鸡一体化规避周期风险。公司已形成涵盖肉种禽养殖、孵化、饲料生产、商品代肉禽养殖、肉禽屠宰与加工、调理品与熟食深加工的完整产业链模式，有效确保了各个环节的生产供应，提高了经营效率，从源头开始对饲料生产、肉禽养殖、屠宰、肉品及食品加工等全过程实施食品安全控制，通过标准化管理与流程化作业将生物安全、药残控制和加工过程的卫生控制有机整合，最终达到食品安全可追溯。

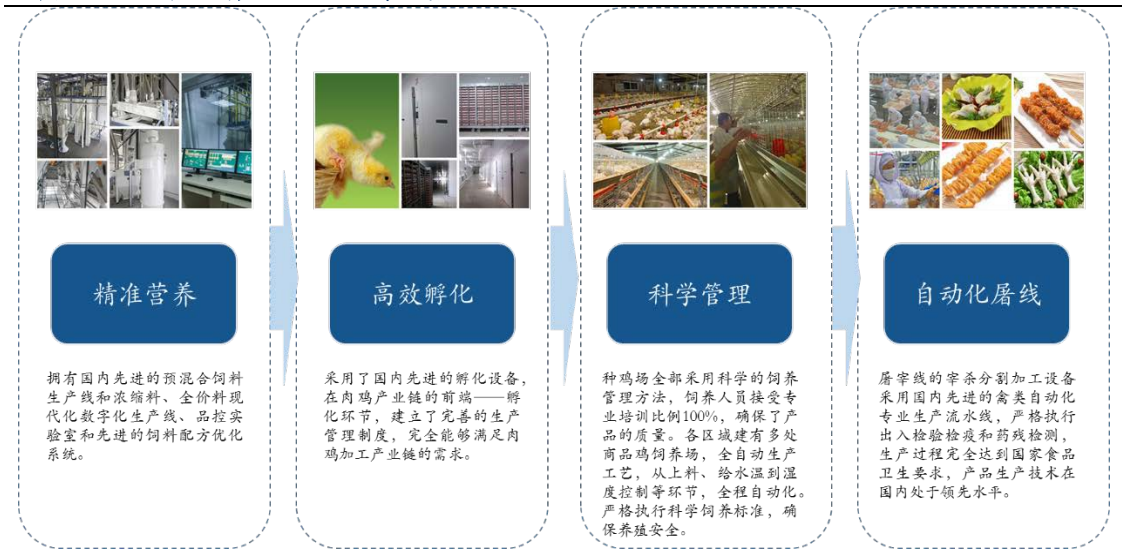
图表 35 公司肉鸡产业链示意图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司产业链覆盖种鸡养殖到鸡肉产品加工及与之配套的饲料生产环节，全产业链优势突出，一定程度上整合并消除了产业链内部的价格波动风险。在养殖方面，不断优化营养配方，降低饲料成本，坚定不移发展高效、绿色养殖。在深加工方面，把握源头（鸡苗）、拓展出口（生食、熟食），打造生食出口、熟食出口、调熟内销三大平台。

图表 36 公司肉鸡产业链已发展成熟



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司肉鸡养殖技术较高，肉鸡性能较好。公司肉鸡出栏体重 2850 克，在饲料无抗、养殖减抗和鸡只重量远大于同行条件下，肉鸡棚前料肉比达 1.5-1.55: 1。在出栏体重、成活率、棚前料肉比、产成率、骨架出成率、单吨鸡肉成本、单只鸡利润、人均效率，这些饲料、养殖、屠宰关键数据上，公司已达到国内一流水平，部分指标远超同行。

生产过程标准化，食品安全可追溯。公司在养殖环节已经实现饲料全程无抗，凭借标准化养殖场和高水平疾病诊断实现现场减抗。公司肉鸡品质已达到出口标准，每年出口肉

品近 2 万吨，其中大连中佳食品有限公司全年累计出口 16000 吨，是全国单厂出口量第一的企业。2017 年 12 月，禾丰首批肉鸡熟食品出口到日本，标志着禾丰肉鸡食品品质得到全球最严苛品质市场的认可。

图表 37 肉禽深加工车间



资料来源：公司公众号，太平洋证券整理

图表 38 肉禽养殖标准化鸡舍



资料来源：公司公众号，太平洋证券整理

2. 生猪养殖厚积薄发，未来放量可期

借助资本渠道，积极布局生猪养殖。随着“南猪北养”趋势的确立，公司开始进军生猪养殖领域。饲料企业进入养殖领域也是产业链一体化的必然发展趋势。公司从 2016 年开始涉足生猪养殖行业，目前尚在探索期，利润贡献较少。公司目前在河北、安徽、河南、东北等地布局养殖场，主要采取“公司+家庭农场（养殖小区）”的模式。

2018 年 9 月非公开发行股票审核通过，募集资金不超过人民币 10.02 亿元（含本数），扣除发行费用后将主要投资于种猪场项目。2017 年，公司控股子公司生猪出栏量为 5.85 万头，预计 2019 年之后生猪养殖将会放量，进一步增厚公司利润。

图表 39 公司募集资金布局生猪行业

项目	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1 熟食加工项目	兰考禾丰牧业有限公司禽肉熟食加工项目	17,600.00	17,600.00
	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	18,203.92
2 种猪场项目	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	9,660.00
	抚顺禾丰农牧有限公司上年种猪场项目	37,950.00	37,950.00
	抚顺禾丰农牧有限公司关门山种猪场项目	16,836.00	16,836.00
	合计	101,459.92	100,249.91

资料来源：公司公告 太平洋证券

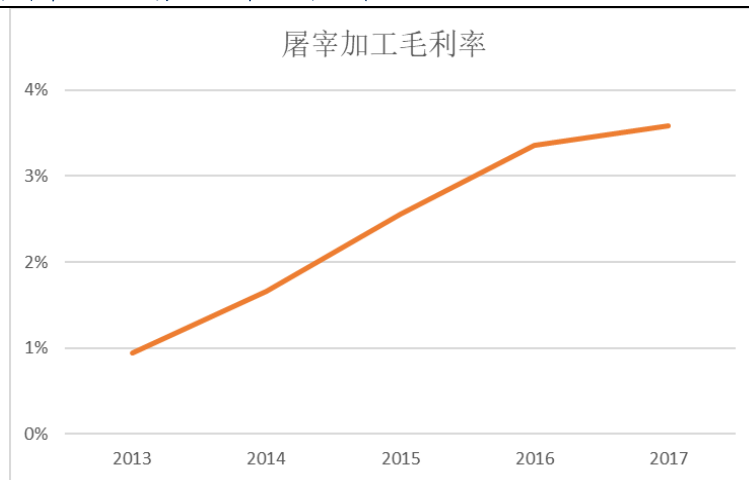
(二) 肉鸡屠宰业务稳中上升

屠宰业务实现跨越式发展。公司屠宰业务主要集中在东北，通过子公司分散经营来运

作。公司收购渠道包括合同鸡和外购，其中合同鸡采取“公司+农户”模式，公司提供鸡苗、饲料和疫苗给农户，以合同价从农户手中回收毛鸡；外购则是根据市场价格的变动，按照市场价格购进毛鸡进行屠宰。两种模式各有优点：合同鸡在鸡价行情好的时候能预先锁定成本，外购毛鸡如果遇到行情很差的时候其收购成本会大幅降低，增加屠宰端利润。

2017 年公司控股子公司白羽肉鸡屠宰量为 1.47 亿羽，肉鸭屠宰量为 1082 万只，屠宰业务实现销售收入 29.23 亿元，同比增长 39.98%，占主营业务收入的 21.39%，屠宰业务毛利率为 3.58%。2018 年公司肉禽产业化业务继续发展，2018H1 公司控股及参股公司合计肉鸡屠宰量 1.93 亿羽，同比增长 16%；肉鸡养殖量 1.51 亿羽，同比增长 49%；生产肉品 48 万吨，同比增长 18%；出口生食肉品 8485 吨，同比增长 72%。

图表 40 公司屠宰加工业务毛利率不断提升



资料来源：wind，太平洋证券整理

(三) 饲料：品类丰富，渠道开拓谋发展

1. 饲料业务品类齐全，各有建树

饲料是公司的核心业务，品类齐全。公司产品包括猪、禽、反刍、水产和皮毛动物五大动物用复合预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料，种类齐全。

图表 41 公司主要饲料产品及特点

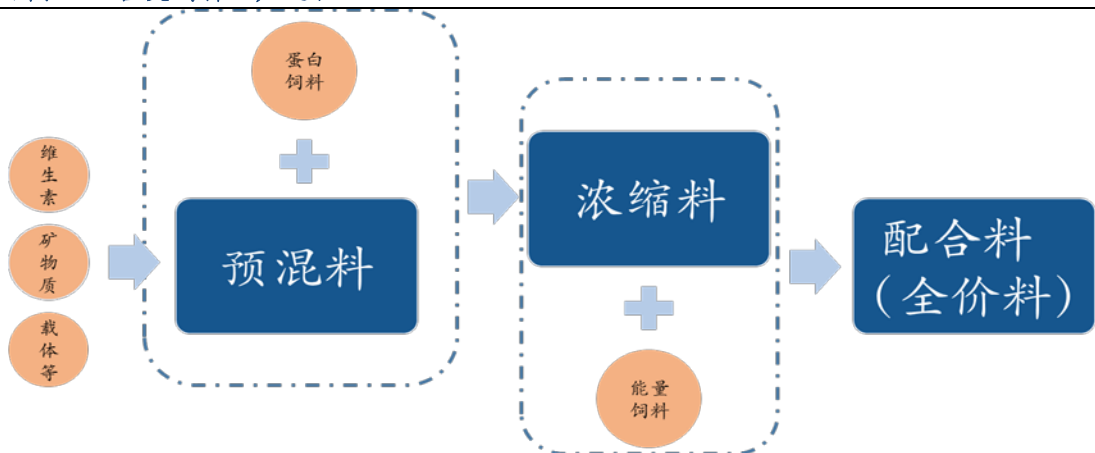
产品名	图片	特点
金粉佳粒		“粉+粒”融合粉料和颗粒料各自料型的优势，更易教槽，断奶更容易，断奶后营养性腹泻发生率更低，更易管理，长势好。

壳美丽		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。
禾丰牌鲤鱼配合饲料		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。符合出口鱼饲料标准。
肉牛育肥前期料		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：公司官网，太平洋证券整理

预混料为公司核心饲料品种。东北是全国最大的玉米生产基地，饲料原料的成本较低，因此自配料消费量比重高于其他地域，预混料是东北地区饲料品种的首选。沈阳禾丰成立两年后即发展成为东北地区最大的预混料生产销售企业。凭借预混料作为基础，陆续进入浓缩料和配合料领域。

图表 42 各类饲料生产过程



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

猪、禽、反刍、水产等饲料销量及增速相对均衡，各有建树。不会因某一产业遭受重大打击或者陷入低谷而使公司业绩大起大落，抗风险能力较强。

图表 43 公司饲料产品特色

类别	工作
生猪饲料产品	继续应用猪净能体系、低氮低磷环保节约型的饲料配方技术；开发了中大猪“爱丰”系列产品
	巩固乳猪断奶前后阶段“金粉佳粒”产品的市场地位

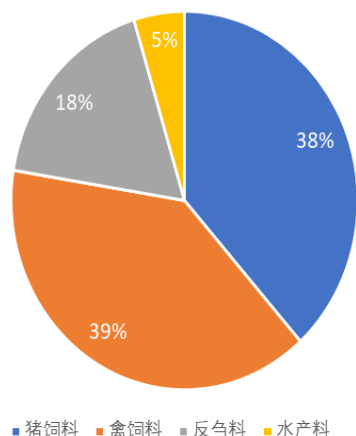
	在抗生素替代方面设计了四十余项多种组合的配方技术方案，取得了令人满意的进展，为未来在仔猪阶段生产减抗日粮方向进一步奠定了技术和经验基础
	在 30 千克体重前阶段的仔猪产品中原料的使用方面有了更清晰的应用效果和对比数据，对仔猪产品效果的稳定性和成本的降低起到了决定性作用
	成功开发了 30-32%母猪浓缩料产品、“母猪乐”等产品
蛋禽饲料产品	充分利用各种蛋白源和副产品资源，减少对玉米、豆粕等饲料原料的依赖，提高了产品竞争力
	进一步验证了产蛋后期蛋鸡营养需要，提高原料利用效率，节约饲料资源，减少氮磷排放
	通过功能型产品的应用，改善蛋鸡肠道健康和免疫功能，减少应激，提高了蛋鸡抗病力，降低了疾病发生率和饲养全程的死淘率
	研究了不同原料来源及组合对鸡蛋富集 DHA 和硒的影响，大幅降低了成本，鸡蛋风味更佳
反刍饲料产品	推出的犊牛精补料，有效地改善了犊牛的健康状况和存活率，减少了药品的使用量
	夏季热应激产品及管理方案，极大地缓解了奶牛场因高温所导致的经济损失和动物健康恶化的情况
	肉羊全混合日粮和肉牛大补料，保障了肉牛羊生长性能的改善和经济效益的提高
水产饲料产品	开展多项研发项目，包括：精准营养设计，配方结构优化，水产专用微生态制剂等功能性产品的筛选和开发等
	加大在宏量营养和微量营养有效结合方面的研发力度，使产品质量优势突出，且降低了配方成本
	通过北方配方技术优势的多年沉淀和功能性产品的开发等驱动，公司不断优化和提升了单吨产品的利润，鲤鱼料、泥鳅料、鲢鱼料、虾蟹料等多个品种优势突出

资料来源：公司公告 太平洋证券研究所

2. 饲料收入逆势上涨，降本增效效果显著

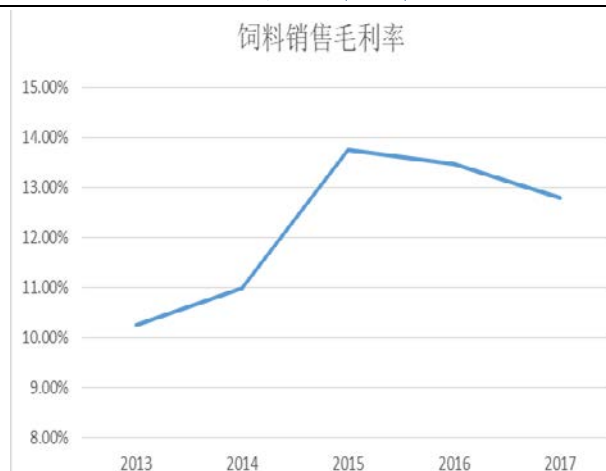
公司饲料销售收入逆势上涨。2018H1，公司饲料业务实现销售收入 32.64 亿元，同比增长 9.09%，占主营业务收入的 47.65%。公司上半年饲料销量为 105.90 万吨，同比增长 6.51%。其中，猪饲料销量 40.40 万吨，同比增长 4.27%；禽饲料销量 41.29 万吨，同比下降 0.99%；反刍饲料销量 18.66 万吨，同比上升 27.71%；水产饲料销量 4.97 万吨，同比增长 25.65%。禽饲料销量下滑的原因是蛋禽料销量下降。

图表 44 公司饲料品种多样化，均衡发展



资料来源：WIND，太平洋证券整理

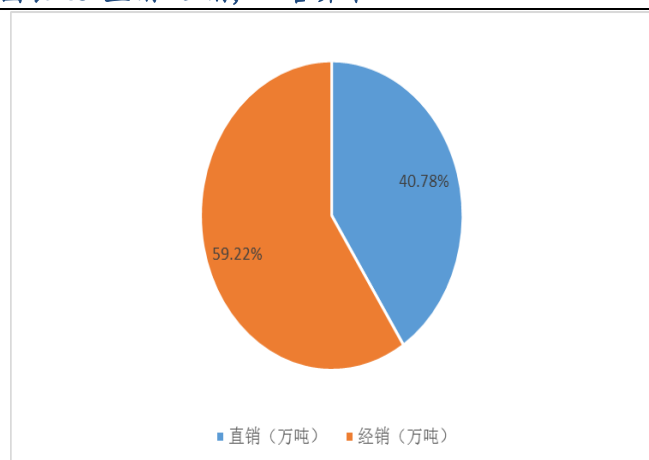
图表 45 2017 公司饲料毛利率微降



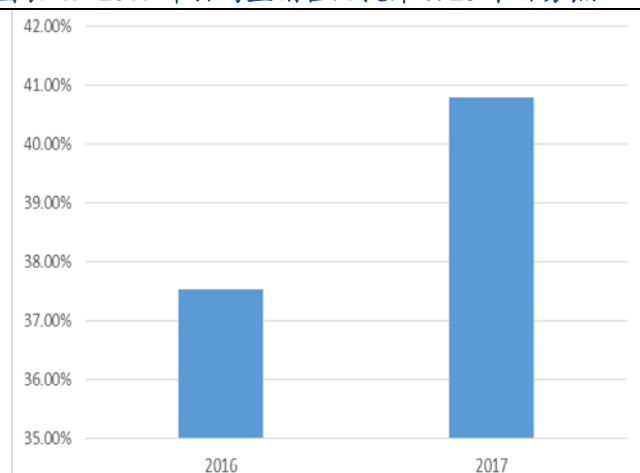
资料来源：WIND，太平洋证券整理

“经销+直销”双管齐下，为增长保驾护航。东北饲料加工基本属于小规模分散经营，下游养殖户也通常是以家庭为单位进行生产，因此公司主要通过经销商销售饲料产品，而对于大型养殖户和养殖场，公司于 2016 年开始采取直销方式对其进行供货，直销占比迅速提升，2017 年直销销量占比达到 40.73%，同比增加 3.20 个百分点。通过“经销+直销”的销售模式，使公司在不失去东北众多散户的情况下，又加大了对中大型养殖场的黏度，而中大型养殖场生存能力强，饲料外购能力强，是可持续优质客户。随着规模化养殖不断发展，预计未来公司直销营收占比将进一步提升。公司亦通过网络进行预混料及前端料产品的销售，2016 年，公司与阿里巴巴签署农村淘宝业务合作协议，使得禾丰饲料与农村淘宝平台正式衔接，更快速提供产品与服务，同时将运用其“旺农贷”为客户提供信用资金支持。

图表 46 直销+经销，双管齐下



图表 47 2017 年公司直销占比提升 3.25 个百分点



资料来源：WIND，太平洋证券整理

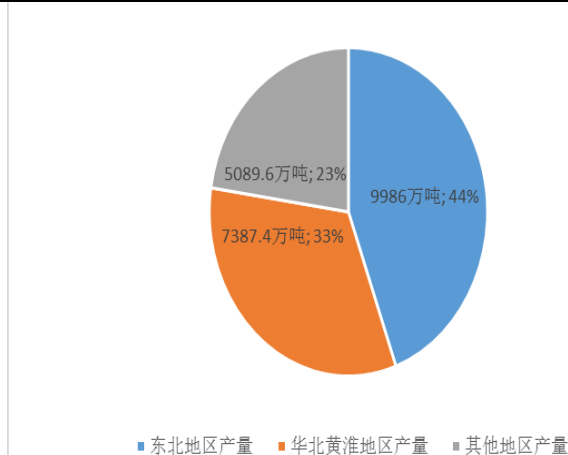
资料来源：WIND，太平洋证券整理

降本增效利于长期。2017年上半年受东北地区饲料行业价格战影响，公司净利润出现下滑，但是经过下半年的增效降本、精兵简政等策略，改革成效显著，2017年公司饲料业务毛利率仅微幅下降0.69个百分点至12.78%。考虑到公司在东北饲料行业的龙头地位以及销售情况，我们预期，未来公司的销量和盈利都有望实现稳定增长。

3. 区域优势显著，成本位于低位

东北为玉米最主要的生产基地，成本优势明显。东北作为我国最主要的生产基地，2015年贡献了全国玉米产量的44%，达到9986万吨。东北玉米供给充足，玉米平均价格较全国低0.3~0.5元/公斤，一定程度上增加公司盈利能力。

图表 48 东北是我国主要的玉米产地



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 49 东北玉米价格显著低于全国平均价格



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(四) 管理团队专业，研发硕果累累

管理团队专业，国际资源丰富。7位创始人学历水平较高，具有丰富的专业背景。此外，公司于2006年与荷兰大型饲料企业德赫斯集团（De Heus）合作，并在公司设一名董事。德赫斯集团创立于1911年，是国际饲料行业前二十强，在畜禽饲料领域有成熟经验。为此，公司国际化资源以及业务合作更进一步。此外，公司已在境外5个国家拥有6座工厂。

图表 50 公司管理人员及外资股东介绍

职务	介绍
董事长、核心创始人（金卫东）	曾任美国大陆谷物公司东北区销售经理、全国销售经理、亚洲区副总裁助理。现任辽宁省饲料工业协会会长、辽宁省政协常委、中国饲料工业协会副会长、中国畜牧业协会副会长、沈阳农业大学特聘教授、博士生导师，同时兼任中国人民大学、中国海洋大学、武汉工业大学、东北农业大学等多所高等院校客座教授。2003年至今任本公司董事长。

董事、总裁、创始人（丁云峰）	曾任辽河饲料集团副总经理、美国大陆谷物公司东北地区经理。创立禾丰后，先后担任公主岭禾丰、辽宁禾丰、上海禾丰等多家子公司总经理，禾丰牧业第三届、第四届监事会监事长。现任本公司董事、总裁。
董事、首席技术官、创始人（邵彩梅）	曾任中国牧工商华牧家禽育种中心技术员，美国大陆谷物公司技术主任、技术配方经理。现任本公司董事、首席技术官，兼任中国畜牧兽医协会动物营养学分会常务理事、中国饲料工业标准化技术委员会委员、国家生猪现代产业技术体系综合试验站站长、中国畜牧业协会猪业分会常务理事。
监事会监事长、创始人（王仲涛）	创立禾丰后，历任辽宁禾丰采购经理、财务经理，哈尔滨禾丰、大连禾丰总经理、禾丰牧业财务总监，禾丰牧业副总裁，先后全面负责禾丰牧业的采购、财务、分公司及贸易板块经营管理工作。现任本公司监事会监事长。
副总裁、创始人（王凤久）	1991-1992年在沈阳农业大学任职，1992-1995年就职于康地饲料添加剂(北京)公司，历任业务代表、业务主任、东北区销售经理。1995年参与创立禾丰，历任多家下属企业总经理。报告期内任公司副总裁，主要负责公司食品加工业务。王凤久先生是沈阳市青联常委、辽宁省青联常委、沈阳市工商联副主席、辽宁省饲料工业协会副会长、沈阳市政协委员、沈阳市沈北新区政协副主席。
董事、首席财务官（张文良）	质量成本管理硕士学位，高级审计师、注册会计师、律师，东北财经大学会计硕士（MPAcc）指导教师。曾任职于国家审计署驻沈阳办事处，主要从事财政、国税、海关及大型企业审计工作。现任本公司董事、首席财务官。
董事(Jacobus Johannes de Heus)	1992年至今任职于皇家德赫斯集团，现任皇家德赫斯集团首席执行官

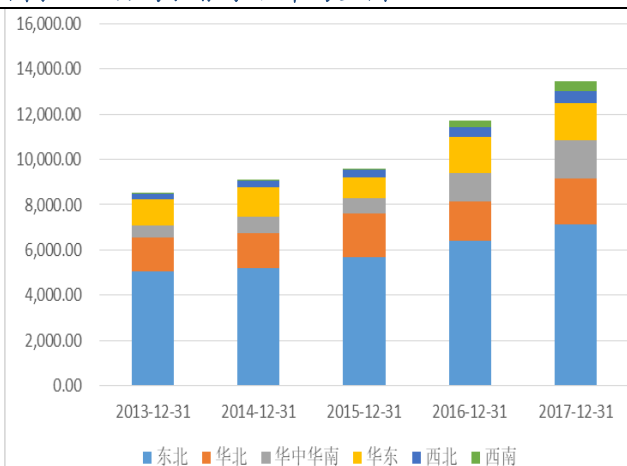
资料来源：wind 太平洋证券

研发团队一流，研发硕果累累。2017年，公司共有研发人员152人，其中博士和硕士人员115人，是“国家认定的企业技术中心”“国家农产品加工饲料加工专业分中心”“高新技术企业”“新型生物饲料研发与应用国家地方联合工程研究中心”。公司的研发检测中心是国内为数不多的通过CNAS认证的单位，其检测与校准结果被41个国家和55个权威机构所认可。研发检测中心拥有国内一流的化验检测设备，设有理化检测室、微生物检测室、精密仪器检测室三大类共15个实验室，是最早有能力检测三聚氰胺等违禁添加物的企业之一。2017年，公司研发投入合计6,195.31万元，同比增长0.53%，占营业收入的0.45%，科研投入在国内靠前。截止2017年底，公司完成70余项科研项目立项，平均每年开发新产品、新技术10余项，现有35项发明专利，并获得2项国家科技进步奖，近20项省部级科技奖励。

（五）扎根东北，布局中国及海外市场

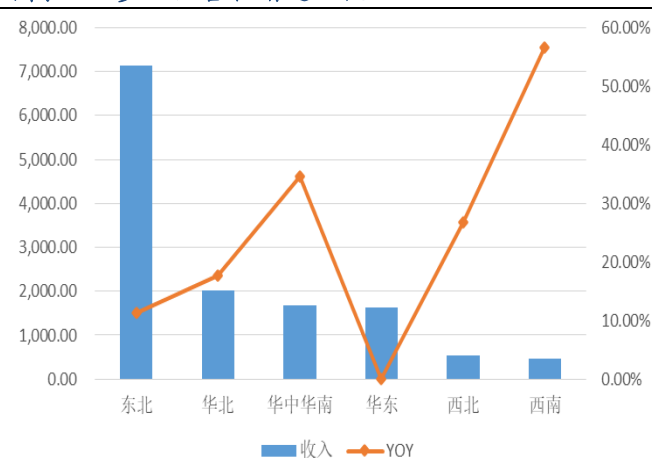
公司在东北的龙头地位日益稳固，在巩固东北大本营的基础上，其他区域快速增长。

图表 51 公司扎根东北布局全国



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 52 多地区营收增速加快

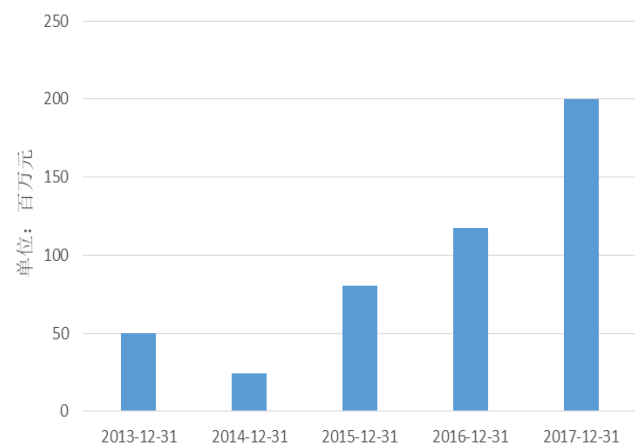


资料来源：WIND，太平洋证券整理

2017 年，公司利用信息技术和大数据分析，创新营销模式，加强客户体验，不断推出新产品，华中、华南地区的营业收入同比增长 34.67%，西南地区的营业收入同比增长 56.60%，西北地区的营业收入同比增长 26.83%。当前，公司已拥有一百多家下属公司，产品覆盖 25 个省市，并在山东、河北、天津、湖北等地设有生产基地，涉及猪配合料、反刍料、水产料等品种。除此之外，生猪产业化事业在河北、安徽等省已于 2016 年开始启动。2017 年，肉鸡产业化板块摘得全国白羽肉鸡屠宰重量桂冠，并发起成立辽宁省绿色肉鸡食品产业联盟。

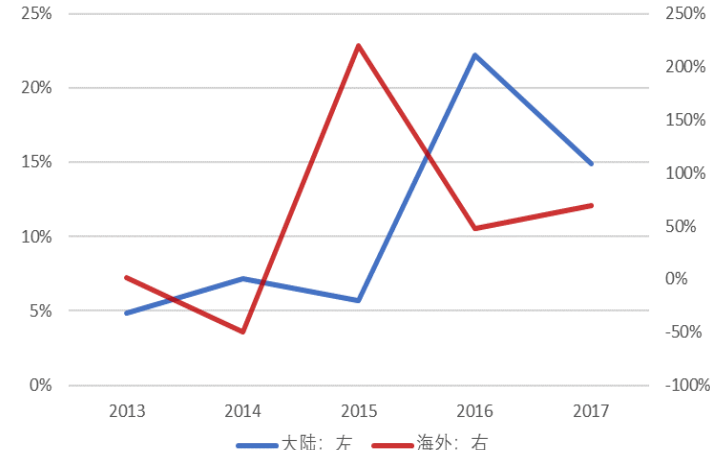
引入海外资源，发展海外市场。相比于其他饲料公司，禾丰牧业更具有海外发展的战略和眼光。2006 年，公司就引入外资股东德赫斯作为合作伙伴，极大丰富了公司的海外资源及业务。此外，2016 年，公司与菲律宾项目方签订合作框架协议，拓宽销售渠道。饲料添加剂、生物制剂、兽药和智能化养殖设备等产品销往埃塞俄比亚、印度尼西亚等十几个国家；6 家参股公司成立。2017 年，印尼实嘉金丰公司成立，菲律宾新厂破土动工。2017 年，公司出口业务营业收入 2 亿元，同比增长 70.17%。

图表 53 2015 年起出口业务销售收入快速增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 54 公司国内国外业务协同发展



资料来源：WIND，太平洋证券整理

长期来看，我们认为公司海外业务发展势头良好，能带来稳定的增量。一方面，公司进入的东南亚市场饲料工业水平较低，且处于快速发展期，潜力巨大，为未来海外业务销量带来足够大的成长空间。其次，公司的合资股东 De Heus 是一家具有百年历史的国际化饲料生产企业，在行业内具有领先地位，为公司的国际资源和国际业务奠定了可靠的基础。

四、盈利预测

给予“买入”评级。公司作为东北饲料龙头和肉鸡产业新贵，2018H1 归母净利实现超预期增长。2017 年非经营性收入对净利润贡献约 8142 万，2018 年预计不到 1000 万，因此 2018 年扣非后净利润大幅增长，叠加当前肉鸡产业景气度高企的大背景，我们预计公司 2018-2020 年归母净利分别为 5.69 亿元、6.81 亿元和 8.23 亿元，对应 EPS 0.68 元、0.82 元和 0.99 元，分别对应 PE11.23X、9.38X 和 7.76X。给予 2018 年 20 倍 PE，目标价 13.60 元，以 2018/10/09 收盘价 7.69 元为基准，上涨空间 76.85%，给予公司“买入”评级。

五、风险提示

1. 突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力。
2. 价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，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。
3. 原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行

业以及相关公司的盈利能力。

农林牧渔行业分析师介绍

周莎：

FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，三年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平—5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。