



2019-09-04

公司点评报告

买入

禾丰牧业(603609)

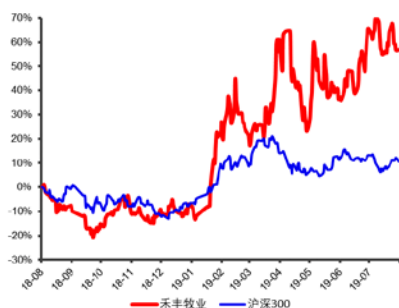
目标价: 21.00

前收盘: 13.85

农林牧渔

禾丰牧业：肉鸡产业化十年奇迹，有望在生猪成功复制

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股): 922.30/831.18
 总市值/流通(百万元): 12773.92/11511.79
 12个月最高/最低(元): 15.39/6.61

相关研究报告:

《禾丰牧业：产业化效率行业领跑，快速增长的肉鸡新贵》——2018/10/10

《禾丰牧业三季报点评：肉鸡高景气，业绩高增长》——2018/11/02

证券分析师：周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

核心逻辑：

生猪养殖：预计2019年生猪出栏30~40万头，2020年生猪出栏80万头，2021年实现200万头以上。猪鸡共振，业绩爆发。

白羽肉鸡：白羽肉鸡行业高景气持续，投资收益大幅增长带动业绩向上。

1、肉禽产业化十年耕耘，几十倍盈利能力。公司自2008年进行肉禽产业化业务，目前已建立较为完整的饲料-养殖-深加工一体化肉鸡产业链。经过10年发展，肉禽产业化业务营收从2009年的1.58亿增长至2018年的46.66亿，利润从0.29亿增长至3.52亿，实现了10年耕耘，几十倍的盈利能力增长。非瘟背景下，鸡肉作为第二大消费肉类率先享受猪肉巨大缺口下的市场扩容，2019年投资收益有望超4亿元，白羽肉鸡高景气度将持续带动公司盈利能力大幅增加。

2、种猪产能充足，2019~2020年生猪出栏量高增长，肉禽产业化十年奇迹将在生猪养殖板块重现。预计2019年生猪出栏量30~40万头、2020年生猪出栏80万头。2020年生猪出栏量预计同比增长150%，周期高点叠加出栏高弹性，生猪养殖板块前景可期，公司在肉禽产业化的十年奇迹有望在生猪养殖板块重现。

给予买入评级。基于公司生猪养殖板块出栏弹性较大、头均市值被严重低估，同时肉鸡行业持续高景气度带动业绩向上，我们预计公司2019~2021年归母净利润分别为7.48亿元、9.70亿元和12.19亿元，对应EPS分别为0.81/1.05/1.32元。给予2020年20倍PE，目标价21元，以2019/9/3收盘价13.85元为基准，上涨空间51.62%，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如非洲猪瘟或禽流感等，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。

4、非瘟疫苗上市：有效的非瘟疫苗上市将从根本上阻断非瘟疫情的传播，产能去化进度将受影响，猪价上涨可能不达预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15750.8	19242.45	22372.34	26227.09
(+/-)	15.00%	22.17%	16.27%	17.23%
归母净利(百万元)	551.93	748.39	970.12	1218.92
(+/-)	17.18%	35.60%	29.63%	25.65%
摊薄每股收益(元)	0.65	0.81	1.05	1.32
市盈率(PE)	11.67	17.10	13.19	10.49

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

一、肉禽产业化：十年耕耘，几十倍盈利

公司肉禽产业化业务从 2008 年开始，10 年内公司的肉禽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等环节，全产业链优势突出。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 1 公司肉禽产业链已发展成熟



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

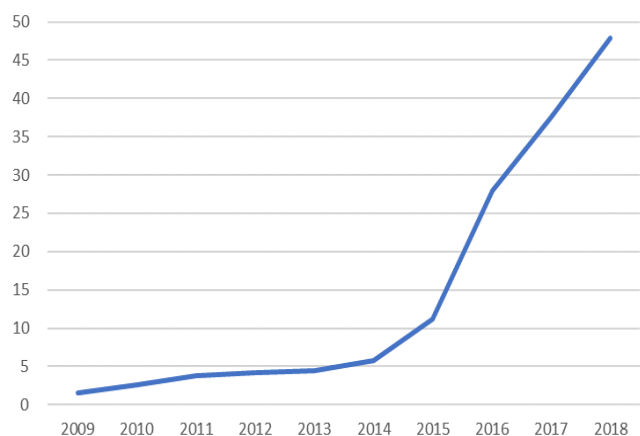
肉禽产业化高速发展 10 年，盈利能力快速增长。2009~2018 肉禽产业化业务营收 CAGR45.67%，近 5 年进入快速增长期，CAGR 达 68.78%。肉禽屠宰加工量的快速增长为板块增长提供主要驱动力，养殖屠宰的配套增长使产业链毛利率快速提升。2019H1 控股及参股子公司肉鸡养殖量 1.91 亿羽，屠宰量 2.24 亿羽，出栏量/屠宰量达到 85%。

图表 2 2017~2019H1 公司控股及参股公司肉鸡出栏量及屠宰量

	肉鸡出栏量（亿羽）	肉鸡屠宰量（亿羽）	出栏/屠宰
2017	2.75	3.92	70.15%
2018	3.1	4.55	68.13%
2019H1	1.91	2.24	85.28%

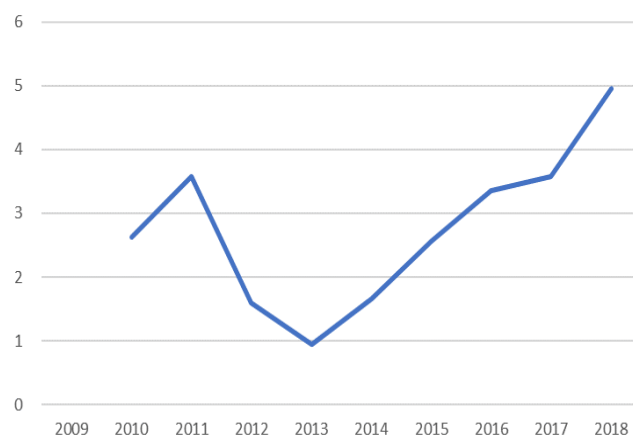
资料来源：公司公告 太平洋证券

图表 3 2009~2018 公司肉禽产业化业务营收（亿）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

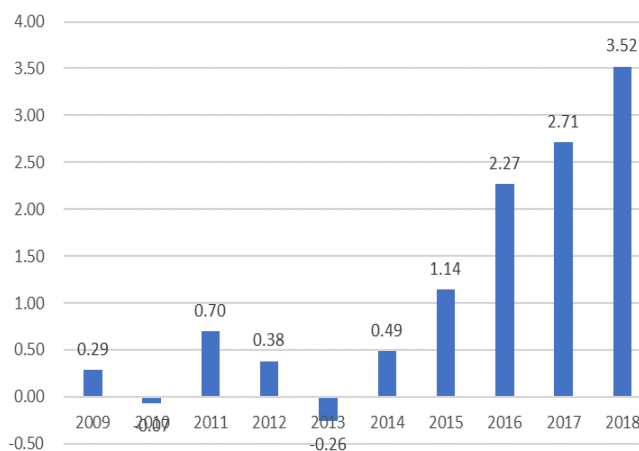
图表 4 2009~2018 公司屠宰加工业务毛利率（%）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司饲料销量较为稳定，以每年贡献 2 亿净利润计；同时公司主要利润来源为饲料和肉禽产业化业务，由此可计算肉禽产业化公司贡献净利润。肉禽产业化净利润由 2009 年的 0.29 亿增长至 2018 年的 3.52 亿，CAGR31.97%。

图表 5 2009~2018 肉禽板块贡献净利润（亿）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、生猪养殖：厚积薄发，放量可期，奇迹再现

种猪产能充足，2019~2020 出栏弹性较大。公司于 2016 年开始涉足生猪养殖行业，通过自建、合资的方式已在辽宁、河南、河北、黑龙江、安徽布局了生猪养殖业务，主要采用种猪自养、育肥猪放养（公司+家庭农场）的运营模式；2018 年 9 月公司非公开发行股票获得审核通过，募集资金主要投资于生猪养殖项目；目前公司辽宁抚顺 50 万头生猪养殖项目一期已于 2019 年 4 月正式运营，关门山猪场建设工作计划于 2019 年 9 月底竣工，吉林省荷风种猪繁育场主体建设工程基本结束，预计 2019 年 10 月底工程全部竣工并投入使用。随着新建项目的推进，公司生猪养殖产能将逐步释放。

生猪出栏量快速增长。2019 年末预计出栏 30~40 万头，2019~2020 年公司生猪出栏量快速增长。

图表 6 公司生猪养殖合作项目

时间	项目
2016 年 8 月 16 日	与佳和农牧合作，拟以张家口佳和农牧有限公司为主体，进行生猪的饲养、祖代父母代种猪场建设。
2016 年 9 月 13 日	与利辛县人民政府签署《战略合作框架协议书》，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等为一体的 40-60 万头生猪产业化项目
2017 年 1 月 24 日	在抚顺市合作发展 50 万头生猪产业化项目

资料来源：公司公告 太平洋证券

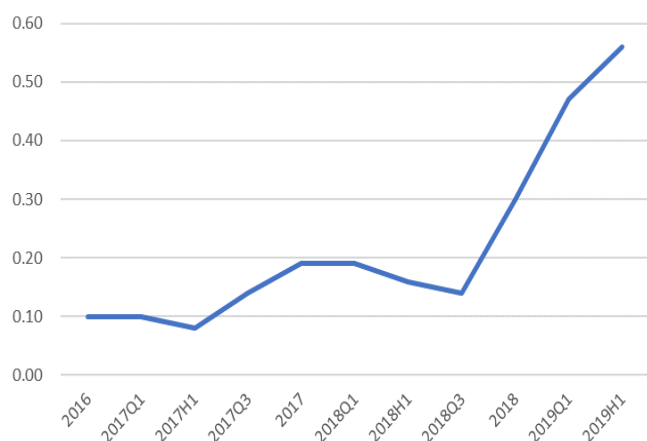
图表 7 公司募集资金布局生猪行业

项目	项目名称	项目投资总额（万）	拟使用募集资金额（万）
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	5600.00
种猪场项目	吉林省荷风种猪繁育有限公司种猪繁育基地建设项目（建成达产后预计每年出栏猪总数 155,925 头）	19,413.92	10,200.00
	凌源禾丰牧业有限责任公司李家营子村种猪场项目（建成达产后预计每年出栏 7 万头仔猪）	9,660.00	8,660.00
	抚顺禾丰农牧有限公司上年种猪场项目（达产后预计年出栏 326250 头仔猪、11250 头种猪）	37,950.00	35,596.62
	抚顺禾丰农牧有限公司关门山种猪场项目（建成达产后可年出栏 15 万头仔猪）	16,836.00	16,836.00
合计		101,459.92	76,892.62

资料来源：公司公告 太平洋证券

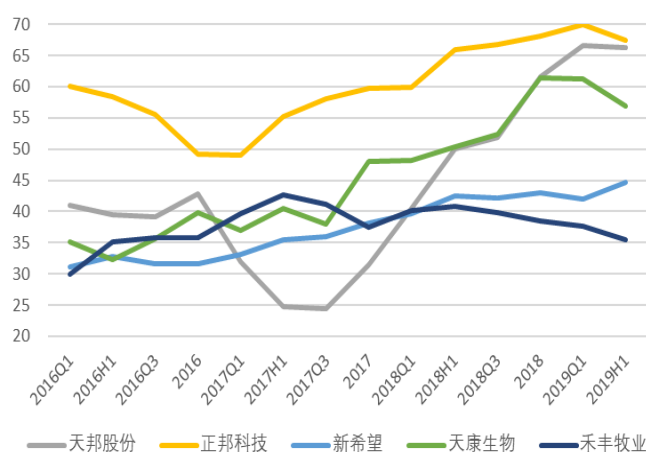
公司生猪养殖板块持续稳健发展，生产性生物资产 2014 年起稳步增长。同时，资产负债率较低，截止 2019 年中报，公司资产负债率为 35.50%，在所有饲料-养殖双业务上市公司中资产负债率最低，财务状况稳健，融资空间很大。

图表 8 公司生产性生物资产（亿元）



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 9 养殖上市公司资产负债率（%）



资料来源：wind，太平洋证券整理

公司的肉禽产业化业务自 2008 年起步，营收从 2009 年的 1.58 亿增长至 2018 年的 46.66 亿，利润从 0.29 亿增长至 3.52 亿，实现了 10 年耕耘，几十倍的盈利能力增长。因此我们认为，公司在肉禽产业化的经营经验足以使生猪养殖板块重现肉禽板块的十年奇迹，同时公司在饲料-养殖-屠宰和加工方面的产业链一体化布局使公司在非洲猪瘟背景下也有较强优势，看好公司的长期发展潜力。

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，四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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjina@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。