

非瘟时代后周期饲料高弹性， 生猪与肉禽打开新空间

核心观点：

- **迈向肉禽与生猪产业链双轮驱动的区域饲料龙头。**公司饲料业务立足东北，2019年收入中东北地区贡献48.44%；计划利用5-8年时间，在稳健发展饲料业务的同时，大力发展肉禽产业化和生猪养殖业务。20H1公司持续快速增长状态，收入与归母净利润分别为98.48亿元（同比+27%）、6.06亿元（同比+69%）；综合毛利率为10.58%，同比+0.98pct。
- **饲料：行业增长逻辑确定，公司显著受益。**在非瘟常态化背景下，饲料行业集中度持续提升。饲料具备后周期属性，我国猪料产量增速与生猪出栏增速走势基本一致。饲料销量随着存栏量的回升而回升。另外，肉类替代逻辑直接影响饲料销量及结构。公司饲料品种多元发力，其中猪料、禽料合计占比约75%。19年公司饲料毛利率12.52%，高于行业均值。20H1公司猪料、禽料、反刍料同比+61%、+39%、+25%。考虑到东北地区生猪存栏恢复领先，公司饲料业务高增长只是开始，持续看好后周期发力。
- **肉禽：行业第一梯队，潜力不可小觑。**公司肉禽产业化板块拥有40余家控股及参股公司，业务划分为养殖、加工、深加工三大事业群。禽产业在规模上已经跻身行业第一梯队。在产能布局与扩张方面，公司与多地签署合作协议，逐步由参股模式发展到控股与自建为主。20年公司争取实现白羽肉鸡养殖4.6亿羽以上，屠宰5.6亿羽以上目标；并计划利用5-8年时间，达到年加工10亿只白羽肉鸡规模。
- **生猪：紧抓行业变革机遇，积极推进产能扩张。**关于生猪行业，我们认为：2020年猪肉依旧短缺，甚至缺口大于2019年；2020年猪价维持高位，利润贡献显著。在公司机遇方面，集中度提升是未来行业成长的关键点。公司于2018年确立了生猪业务的核心战略地位，20H1公司生产性生物资产1.81亿元，环比+91%，辽宁、吉林有部分猪场已开始销售仔猪；公司母猪存栏5.4万头，同比增长超5倍，预计年底实现母猪存栏6万头；20年预计实现出栏60万头。
- **投资建议：**公司逐步由区域饲料龙头向畜禽全产业链发展，农牧业务多点开花。我们预计20-21年公司营收23.5/27.1亿元，同比+32.1%/+15.4%；毛利率11.4%/10.9%，归母净利润为14.7/15.5亿元，同比+22.2%/+5.8%。采用分部分估值法，对饲料、肉禽、生猪业务分别予以估值，估算内在市值约209亿元，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**新冠疫情带来的风险，原材料价格波动的风险，畜禽价格波动的风险，潜在重大疫情的风险，汇率波动的风险等。

禾丰牧业 (603609.SH)

推荐 首次评级

分析师

谢芝优

☎: 010-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

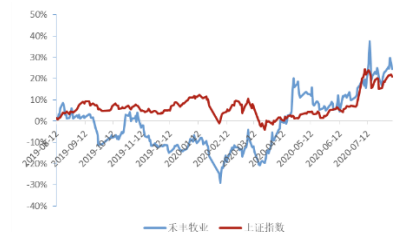
分析师登记编号: S0130519020001

市场数据

2020.8.7

A股收盘价(元)	16.52
A股一年内最高价(元)	18.54
A股一年内最低价(元)	9.13
市净率	2.49
总股本(亿股)	9.22
实际流通A股(亿股)	9.04
限售的流通A股(亿股)	0.18
流通A股市值(亿元)	149

相对上证指数表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

公司逐步由区域饲料龙头向畜禽全产业链发展,农牧业务多点开花。受益于养殖产业链景气度高位,公司各项业务实现快速增长;其中,饲料业务为目前核心业绩增量,受益于后周期属性,销量增长显著;猪产业处于起步阶段,随着产能的积累,出栏量的提升,公司将显著受益于行业变革带来的优势;禽产业受益猪肉供给不足,继续延续景气行情。我们预计 20-21 年公司营收为 23.5 亿元、27.1 亿元,同比+32.1%、+15.4%;毛利率为 11.4%、10.9%,归母净利润为 14.7 亿元、15.5 亿元,同比+22.2%、+5.8%;EPS 为 1.59 元、1.68 元。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司是一家东北饲料企业,而不了解其在肉禽、生猪产业方面的布局,尤其是肉禽规模行业前列的地位。在当前背景下,饲料企业显著受益于后周期行情,而东北地区更是此轮产能恢复的领先者,因此,相应的饲料销量恢复亦是领先于全国。我们不可忽视非瘟时代后周期带来的饲料弹性,以及公司在肉禽规模方面布局带来的业绩贡献、进军生猪行业的经验可复制性。整体来看,公司处于被低估状态,未来增长确定性高。

估值与投资建议:

我们采用分部分估值法,对饲料、肉禽、生猪业务分别予以估值。

1) 饲料行业中的上市企业均呈现一体化趋势,已无纯饲料企业。我们认为公司饲料业务增速达 40%以上,按照 PEG=1 来估算,我们保守给予公司饲料业务至少 25 倍估值,在预估 2020 年公司饲料业务贡献利润 5.65 亿元的基础上,对应市值约 141 亿元。

2) 通过计算肉禽行业平均估值,我们发现其 2020 年 PE 为 9.75 倍,考虑到公司肉禽业务规模行业领先,给予其 10 倍 PE。在预估 2020 年公司肉禽业务贡献利润 5.35 亿元的基础上,对应市值约 53 亿元。

3) 我们在之前的报告中分析过生猪估值,观察上轮周期中的类似时点,牧原股份的 PE 高点是 13 倍,PE 均值是 11 倍。我们考虑公司生猪业务处于初期,给予其 PE7 倍。在预估 2020 年公司肉禽业务贡献利润 2.12 亿元的基础上,对应市值约 15 亿元。

综合来看,我们估算内在市值约 209 亿元,给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂

生猪存栏持续提升,公司饲料规模扩张加速,饲料行业集中度持续提升,饲料毛利率水平提高等。

主要风险因素:

新冠疫情带来的风险，原材料价格波动的风险，畜禽价格波动的风险，潜在重大疫情的风险，汇率波动的风险等。

目录

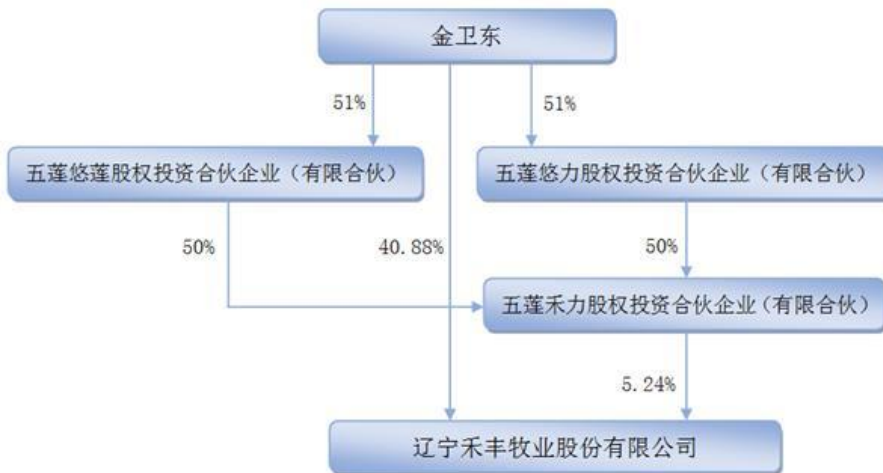
一、 迈向肉禽与生猪产业链双轮驱动的区域饲料龙头.....	3
二、 饲料：行业增长逻辑确定，公司显著受益.....	5
（一）三元优势利好，销量提升+结构优化.....	5
1、集中度提升+后周期属性，饲料销量高增长.....	5
2、非瘟背景下的猪肉替代逻辑带动饲料结构优化.....	6
（二）饲料品种多元发力，毛利率水平行业前列.....	8
三、 肉禽：行业第一梯队，潜力不可小觑.....	9
（一）替代效应加剧供需博弈，产业链利润重分配.....	10
（二）肉禽养殖与屠宰快速发展，以 10 亿羽为远期目标.....	11
四、 生猪：紧抓行业变革机遇，积极推进产能扩张.....	13
（一）缺口依旧，猪价高位，集中度持续提升中.....	13
（二）生猪产能扩张持续，全产业链建设布局.....	14
五、 投资建议.....	15
六、 风险提示.....	17

一、迈向肉禽与生猪产业链双轮驱动的区域饲料龙头

公司创立于1995年4月，2014年8月上市，其业务包括饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化、生猪养殖等；公司设立之初以预混料为主业，打破了外资企业该项业务在华的垄断，随后迅速进入浓缩料、配合料领域，饲料业务不断发展壮大。公司计划利用5-8年时间，在稳健发展饲料业务的同时，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。

公司实际控制人为创始股东金卫东先生，合计控制公司46.12%的股份表决权。其中，其直接持有公司股本的16.21%，并通过控股五莲禾力控制公司5.24%的表决权，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5.33%）、绍彩梅（持股5.4%）、王仲涛（持股5.06%）四名股东控制本公司24.67%的表决权。

图 1：禾丰牧业股权结构



资料来源：公司2019年年报，中国银河证券研究院

图 2：禾丰牧业发展历程

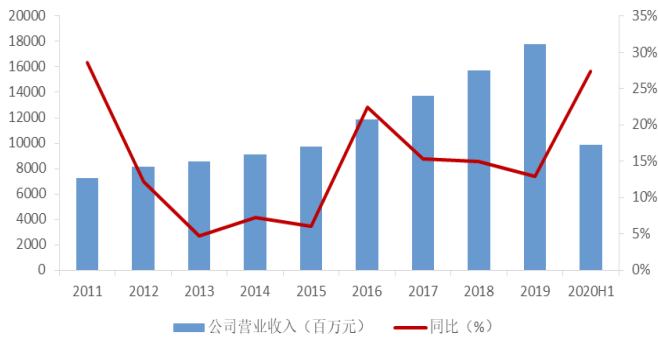


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2019 年公司营业收入 177.92 亿元，同比+12.96%，归母净利润 11.99 亿元，同比+117.3%。公司业务结构包括饲料 43.76%、禽产业 37.09%、原料贸易 15.46%、猪产业 1.14%。公司综合毛利率 11.24%，同比+2.8pct。20H1 公司持续快速增长状态，收入与归母净利润分别为 98.48 亿元（同比+27%）、6.06 亿元（同比+69%）；综合毛利率为 10.58%，同比+0.98pct。

公司饲料业务立足东北，为东北最大的饲料企业。2019 年公司收入中东北地区贡献 48.44%。基于东北地区的成功经验，公司稳扎稳打、充分论证，向华北、河南、山东地区逐步拓展，追求轻资产运作。此外，东北地区为我国粮食主产区（玉米、大豆），公司具备原材料优势（成本低、质量高）。

图 3：20H1 公司营收 98.48 亿元，同比+27.45%



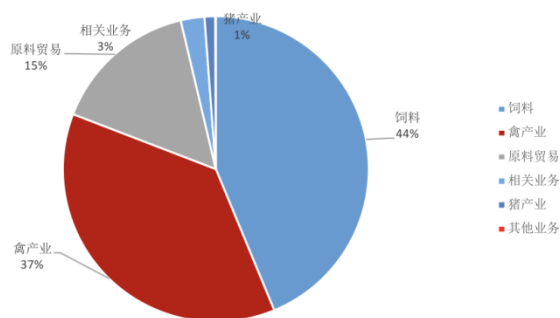
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：20H1 公司归母净利润 6.06 亿元，同比+68.8%



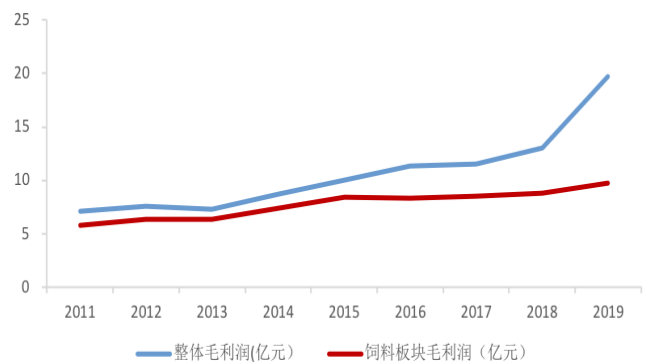
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 5：公司 2019 年业务结构



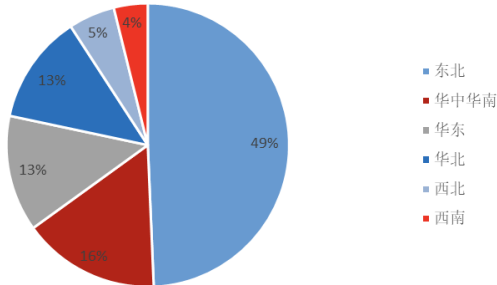
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：19 年公司整体毛利润 20 亿元，饲料板块毛利 9.75 亿元



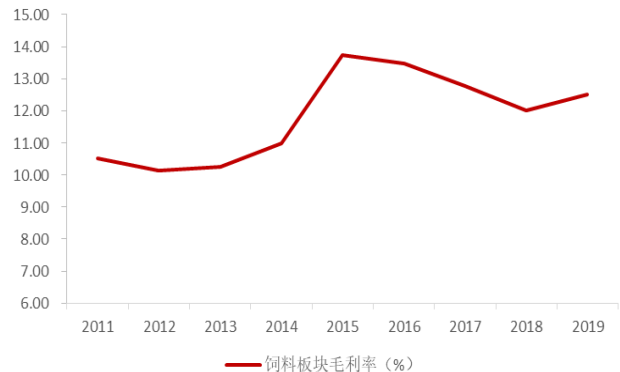
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7: 2019 年公司收入中 49%来自于东北



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 2011-19 年公司饲料业务毛利率变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、饲料: 行业增长逻辑确定, 公司显著受益

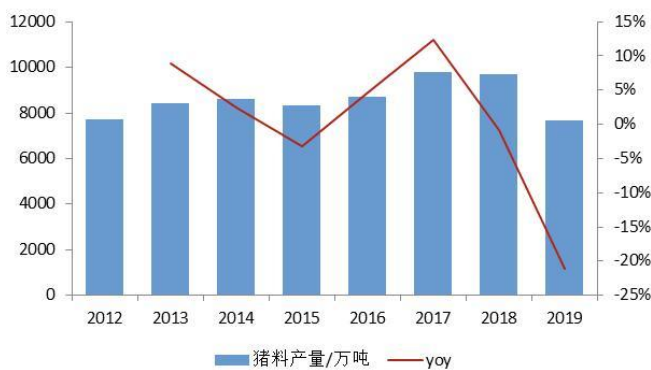
(一) 三元优势利好, 销量提升+结构优化

1、集中度提升+后周期属性, 饲料销量高增长

非瘟背景下, 饲料行业集中度提升。在非洲猪瘟成为阶段性常态、产能持续转型升级的大背景下, 饲料行业优胜劣汰加速, 梯队逐步形成, 行业集中度不断提高。中国饲料工业协会的统计数据显示, 2019 年度, 全国 10 万吨以上规模饲料生产厂 621 家, 比上年减少 35 家, 饲料产量 10659.7 万吨, 同比增长 3.7%, 在全国饲料总产量中的占比为 46.6%, 较上年增长 3.3 个百分点; 年产百万吨以上规模饲料企业集团 31 家, 在全国饲料总产量中的占比为 50.5%。

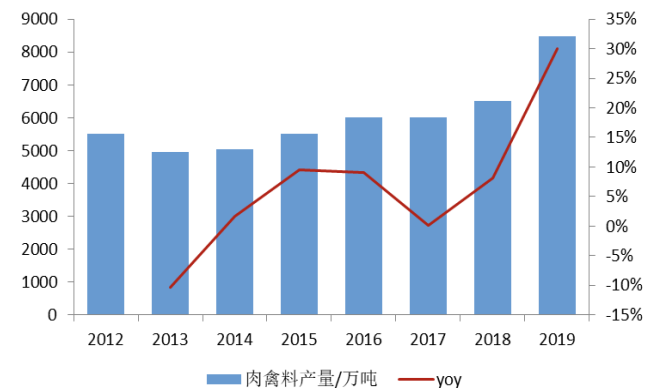
2019 年, 在非洲猪瘟席卷全国的背景下, 生猪产能及存栏量下滑显著, 我国猪料产量随之下降至 7663 万吨, 同比降幅达 21.16%, 为历史上最大降幅。同年, 肉禽养殖高景气, 叠加猪肉替代逻辑, 肉禽养殖量持续提升, 带动饲料销量提升。2019 年我国肉禽料产量 8465 万吨, 同比+30.05%。综合考虑猪料、肉禽料的增减, 2019 年我国饲料总产量约为 2.29 亿吨, 同比+0.43%。

图 9: 2019 年我国猪料产量为 7663 万吨, 同比-21.16%



资料来源: 中国饲料工业协会, 中国银河证券研究院

图 10: 2019 年我国肉禽料产量为 8465 万吨, 同比+30.05%



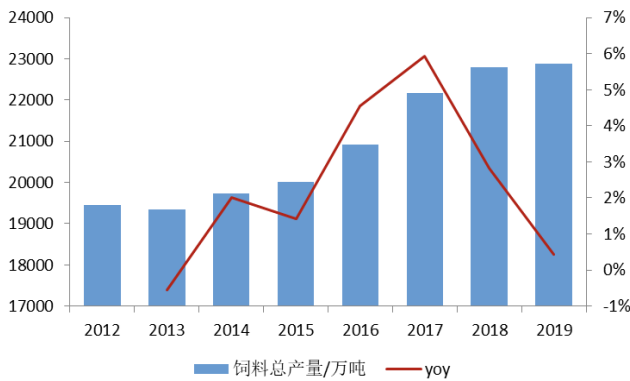
资料来源: 中国饲料工业协会, 中国银河证券研究院

我国猪料产量增速与生猪出栏增速走势基本一致。观察 2012-19 年我国饲料与生猪出栏增速走势，我们发现两者方向基本一致。上轮猪周期为 14-18 年，其中 16 年 6 月达到价格高点，增速先降后升。我们可以确定，在猪周期下行阶段，饲料销量随着存栏量的回升而回升。

根据农业部、国家统计局等数据推测，2020 年 6 月我国能繁母猪存栏量约为 2462 万头，连续 9 个月环比为正，首次出现同比为正（+3.6%），意味着产能在逐步恢复，反应到饲料层面，首先利好母猪料、前端料等高端料销量向好。2020 年 6 月，我国生猪出栏量为 2.51 亿头，同比-19.92%。我们认为生猪出栏同比转正最早出现于 2021 年，猪料销量将呈现全面上涨态势。

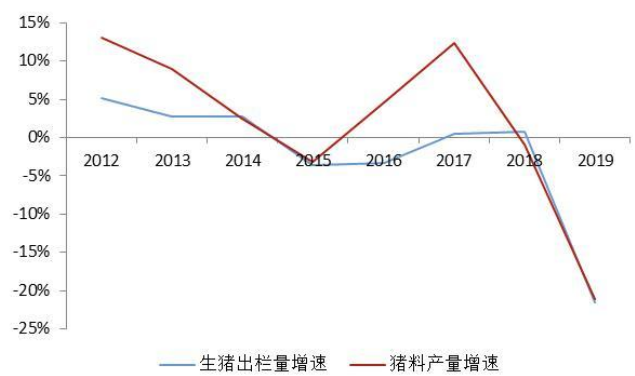
目前来说，由于非瘟疫情的地区差异，复养的程度有所差异，东北地区复养积极性高，饲料销量的恢复也更为提前、显著，从多家饲料企业了解到，东北地区的饲料销量增速领先于其他区域。

图 11: 2019 年我国饲料总产量为 2.29 亿吨，同比+0.43%



资料来源：中国饲料工业协会，中国银河证券研究院

图 12: 我国猪料产量增速与生猪出栏增速走势基本一致



资料来源：国家统计局，中国饲料工业协会，中国银河证券研究院

图 13: 2020 年 6 月我国能繁母猪环比+6.29%，同比+3.6%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

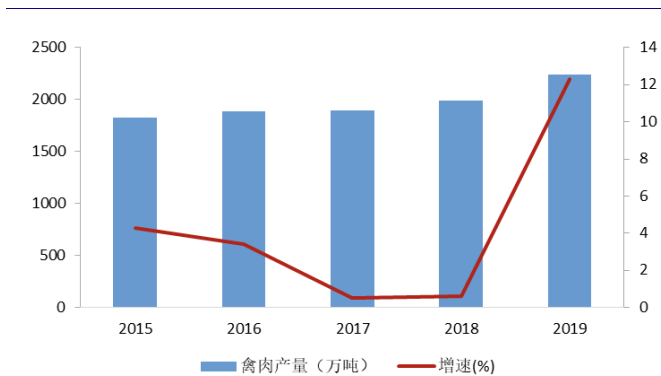
2、非瘟背景下的猪肉替代逻辑带动饲料结构优化

在非洲猪瘟爆发后，在生猪存栏量持续减少的 2019 年，其他肉类替代成为一个主流逻辑。

我们观察 2015-19 年不同肉类相关产量的增速发现，2019 年的增长都显著高于以往数据，其中禽肉产量 2239 万吨，同比+12.3%，牛羊肉产量 1155 万吨，同比+3.18%，鸡蛋产量 3309 万吨，同比+5.8%。

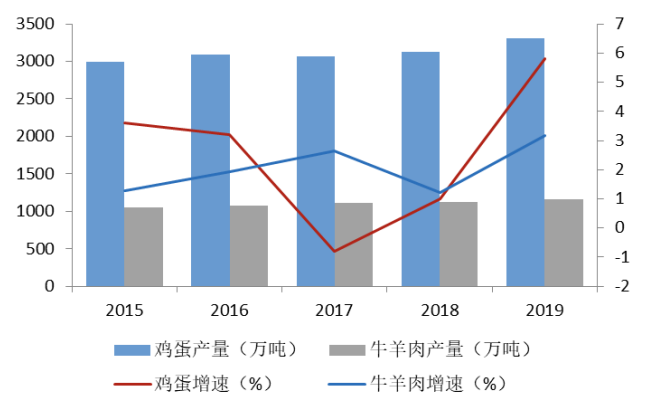
肉类替代逻辑直接影响饲料销量及结构。相比于 15 年，19 年我国饲料总产量中猪料、肉禽料占比-8.4pct、+9.1pct。得益于牛羊肉、鸡蛋产量的提升，反刍料、蛋禽料销量增幅显著，同比+10.45%、4.44%。我们认为猪价高位的背景下，其他蛋白质类产品存在替代效应，利好禽料、反刍料销量提升。

图 14: 2019 年我国禽肉产量 2239 万吨，同比+12.3%



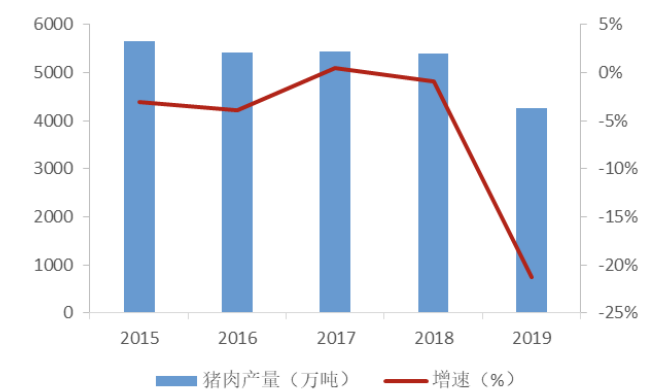
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 15: 2019 年我国牛羊肉、鸡蛋产量 1155 万吨、3309 万吨，同比+3.18%、+5.8%



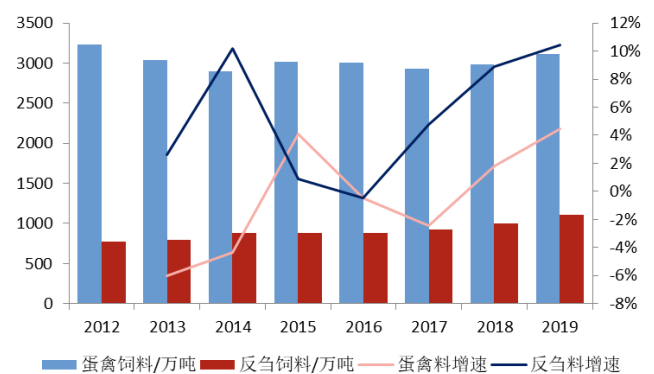
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 16: 2019 年我国猪肉产量 4255 万吨，同比-21.25%



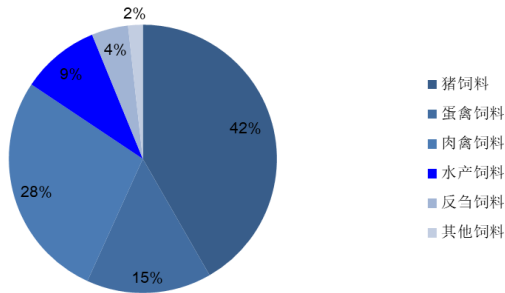
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 17: 2019 年我国蛋禽料、反刍料同比+4.44%、+10.45%



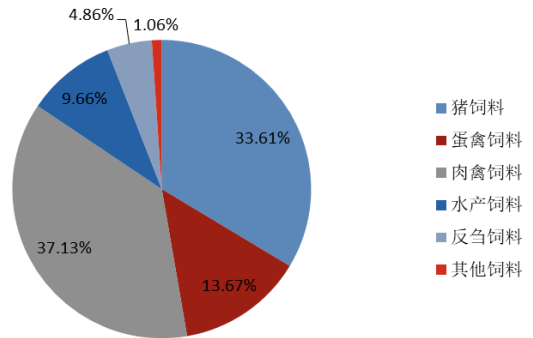
资料来源: 中国饲料工业协会, 中国银河证券研究院

图 18: 2015 年我国猪料、肉禽料占比 42%、28%



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 19: 2019 年我国猪料、肉禽料占比 33.6%、37.1%



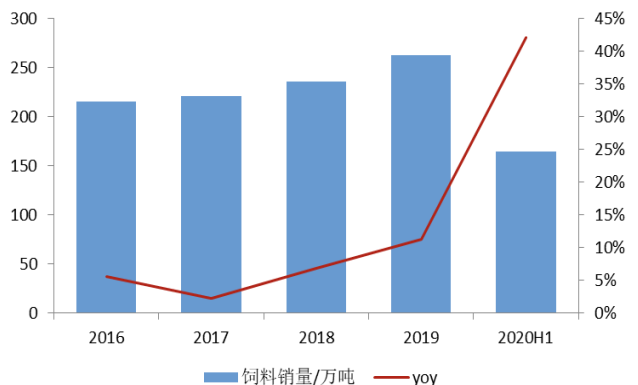
资料来源: 中国饲料工业协会, 中国银河证券研究院

(二) 饲料品种多元发力, 毛利率水平行业前列

公司饲料产品包括猪、禽、反刍、水产和毛皮动物五大动物饲料, 产品覆盖全国 29 个省级行政区, 并在尼泊尔、印尼、菲律宾等国家建有饲料工厂。2019 年公司控股及参股企业合计生产饲料 496 万吨, 同比+17%; 合并范围内饲料销量 261.76 万吨, 同比+11.29%。2020H1, 公司饲料总销量 164.09 万吨, 同比+41.96%; 从区域看, 东北区饲料销量同比+51%, 其中猪料销量同比+102%。

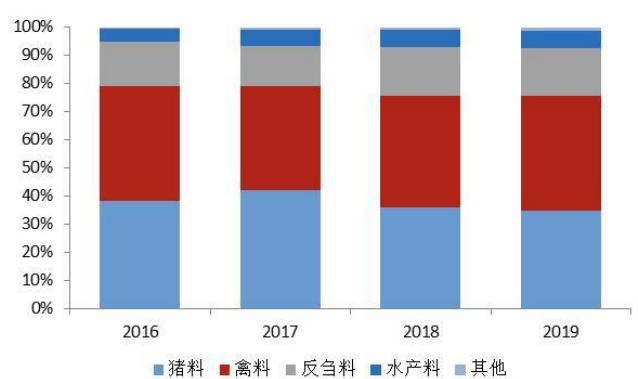
饲料品种多元发力。公司饲料结构中, 猪料、禽料合计占比约 75%, 依旧为销量贡献主力。从 16 年至今的饲料结构变化看, 反刍料、水产料占比均有逐步扩大的趋势。我们认为饲料多元化发展, 可在一定程度上平滑某种饲料受行业影响较大而产生较大的销量波动。2020H1

图 20: 2020H1 公司饲料销量同比+42%



资料来源: 公司年报、业绩预告, 中国银河证券研究院

图 21: 2020H1 公司猪料销量同比+61%



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

毛利率水平行业前列。2019 年公司饲料业务毛利率为 12.52%, 同比+0.51pct。从行业横向对比来看, 公司毛利率水平位于前列, 高于行业均值。我们认为:

- 1) 得益于公司产品类协同带来的毛利率平滑;

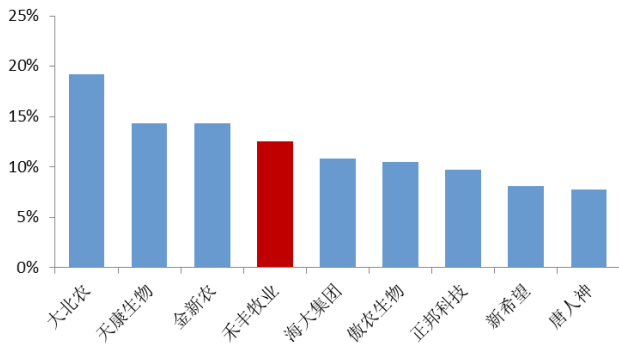
2) 得益于公司的区位优势, 公司位于我国玉米主产区, 当地养殖户更倾向于购买预混料, 一定程度上提升了公司利润水平;

3) 公司背靠玉米主产区, 在全国布局饲料销售时, 具备显著成本优势(全价料中含有玉米 60-70%), 东北三省玉米均价至少低于全国均价的 10%;

4) 猪料中高毛利产品占比高, 20H1 前端料与仔猪料占猪料比重分别达 26%、50%。

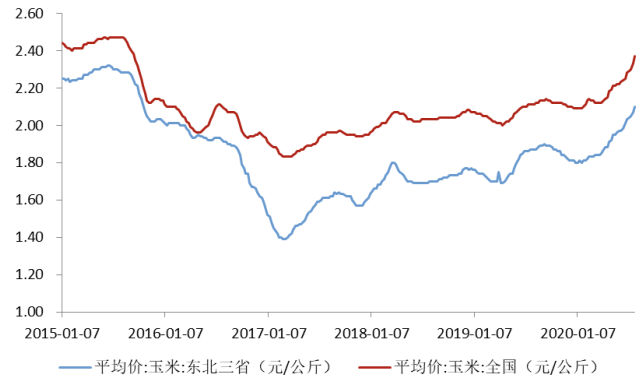
受益于产品结构、区位优势、养殖后周期行情、原料成本优势等, 2020 年上半年, 公司饲料销量实现高速增长, 其中猪料、禽料、反刍料同比+61%、+39%、+25%。另外, 值得注意的是, 当前玉米价格处于持续上行态势, 以全价料为主的饲料企业或受部分影响, 但公司以预混料为主, 将有部分规避原材料上涨压力。我们认为, 公司饲料业务高增长只是开始, 持续看好后周期发力。

图 22: 禾丰牧业饲料业务毛利率优于行业均值



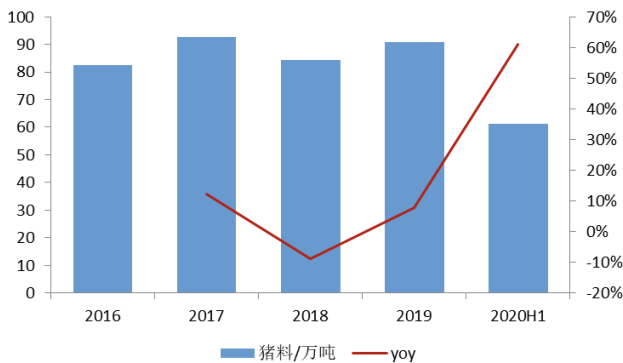
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 23: 东北三省玉米均价显著低于全国均价



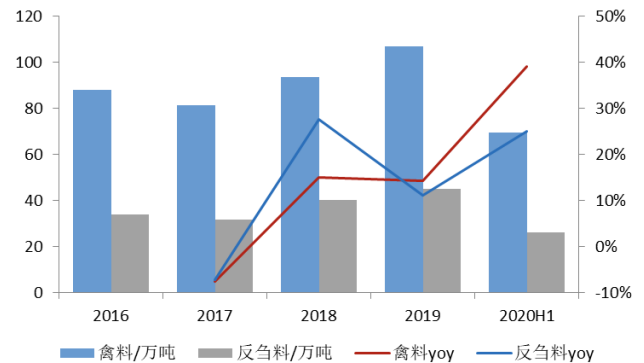
资料来源: 农业部, 中国银河证券研究院

图 24: 2020H1 公司猪料销量同比+61%



资料来源: 公司年报、业绩预告, 中国银河证券研究院

图 25: 2020H1 公司禽料、反刍料销量同比+39%、+25%



资料来源: 公司年报、业绩预告, 中国银河证券研究院

三、肉禽: 行业第一梯队, 潜力不可小觑

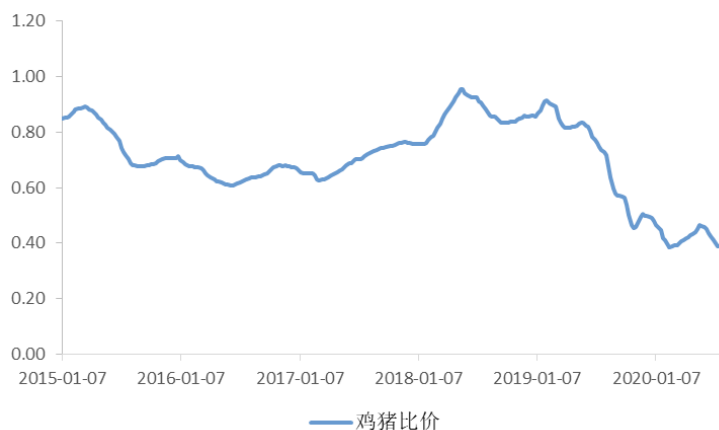
（一）替代效应加剧供需博弈，产业链利润重分配

受猪肉供应量显著下降以及价格持续高位影响，国内居民一部分肉类需求转由禽肉代替，禽肉需求大幅上升。2019年我国禽肉产量2239万吨，同比+12.3%，增速显著高于历史水平，替代效应显著。从鸡猪比价来看，上轮猪周期，两者比值呈现圆弧底状态，本轮周期处于底部确认中。2020年7月29日，鸡猪比价为0.39，历史最低位。我们认为在猪肉短缺、价高的背景下，禽肉替代将持续存在。

受新冠疫情影响，2月我国关闭活禽交易市场，供需出现断档，肉禽相关价格快速下滑。3月份开始随着复工复产带来的需求回暖，肉禽价格呈现恢复正常态势，2020年8月4日，烟台毛鸡价格为3.55元/斤；2020年8月7日，主产区肉鸡苗均价为2.46元/羽。

整体来说，2020H2我国白羽肉鸡行业或呈现产销同增、供需两旺的局面。另外，由于产能的扩增，商品代鸡雏价格与2019年相比将有所下降，产业链条中的利润将重新分配，屠宰环节在产业链中的利润占比将显著提升。

图 26: 白条鸡、猪肉价格比值处于历史低位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 2020 年 8 月 4 日，烟台毛鸡价格为 3.55 元/斤



资料来源: 博雅和讯, 中国银河证券研究院

图 28: 2020 年 8 月 7 日，主产区肉鸡苗均价为 2.46 元/羽



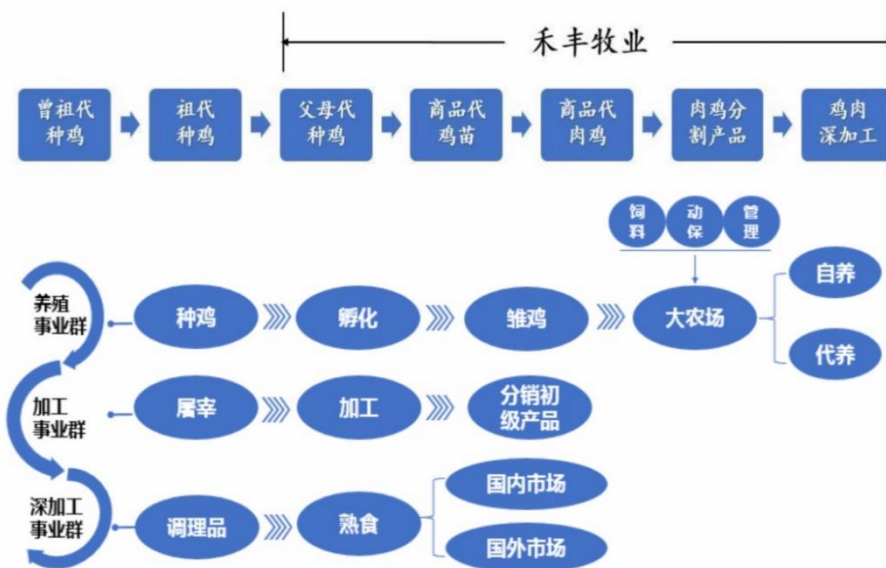
资料来源: 博雅和讯, 中国银河证券研究院

（二）肉禽养殖与屠宰快速发展，以 10 亿羽为远期目标

公司肉禽产业化板块拥有 40 余家控股及参股公司，主要分布于辽宁、河北、河南、吉林、山东等地，业务划分为养殖、加工、深加工三大事业群。目前禾丰牧业的白羽肉鸡业务在规模上已经跻身行业第一梯队，成为国内白羽肉鸡产品的主要供应商之一。

2020H1，公司控股及参股企业合计养殖白羽肉鸡 2.57 亿羽，同比+35%；合计屠宰白羽肉鸡 2.65 亿羽，同比+18%；合计生产肉鸡分割品 70.6 万吨，同比+26%；合计生产调理品及熟食 7659 吨，同比+28%。在报表中显示为禽产业收入，由于目前产业链结构的实际情况，收入主要为禽屠宰收入。

图 29：公司肉禽产业链情况



资料来源：公司2019年年报，中国银河证券研究院

图 30：公司控股及参与白羽肉鸡养殖总量（亿羽）



资料来源：公司2019年年报，中国银河证券研究院

图 31：公司控股及参股企业白羽肉鸡屠宰总量（亿羽）



资料来源：公司2019年年报，中国银河证券研究院

在产能布局与扩张方面，公司逐步由参股模式发展到控股与自建为主，提升整体控制比例。2019年，公司肉禽产业化业务控股与参股公司养殖与屠宰的产能配套程度超过80%，相比18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。2019年禾丰牧业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，两个项目建成后，每年将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，进一步完善禾丰牧业白羽肉鸡业务的产业链布局，增强综合竞争力。2020年3月，公司与瓦房店市人民政府签署战略合作协议，进一步完善公司肉禽产业化布局。

公司持续加强肉禽产业化内部精益管理、降本提效，不断提高产品竞争力。在发展目标方面，2020年，公司争取实现白羽肉鸡养殖4.6亿羽以上，屠宰5.6亿羽以上目标（控股与参股企业合计）。此外，公司计划利用5-8年时间，达到年加工10亿只白羽肉鸡规模。

表1: 公司与瓦房店市人民政府签署战略合作协议的具体内容

项目	内容
大连禾源下属食品厂扩建项目	投资概算约2亿元人民币，预计年产3万吨肉制品。
大连禾源新建孵化场项目	投资概算约1亿元人民币，预计年可孵化鸡雏6000万羽。
畜禽粪污处理与资源化利用项目	丙方计划建设3个畜禽粪污处理中心，项目由丙方负责寻找有资金、有实力的专业公司共同投资建设，项目投资概算约1.4亿元人民币，预计年可处理畜禽粪污60万吨、生产有机肥20万吨。
肉鸡养殖扶贫合作项目	计划建设标准化肉鸡养殖场6个，投资概算约1亿元人民币，由合作的各低收入村扶贫资金和丙方共同投资建设，预计年可饲养肉鸡850万只。以上项目建成后可带动当地就业约1230人。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2: 公司与台前县人民政府签署战略合作协议的具体内容

项目	内容
白羽肉鸡养殖项目	<p>总体设计规模为年出栏1亿只，预计固定资产投资12.2亿元人民币（不计粪污处理）。项目建设分为三期实施，第一、二期投资由甲方出资建设，资产永久归甲方所有，乙方租赁运营，合作期限为20年。第三期由乙方出资建设。</p> <p>第一期：计划建设150栋白羽肉鸡标准化鸡舍，单批饲养450万只，年出栏2700万只。2019年6月份开始实施，争取2019年12月份开始投产运营。项目预计固定资产投资3.15亿元人民币。</p> <p>第二期：计划建设150栋白羽肉鸡标准化鸡舍，单批饲养450万只，年出栏2700万只。2019年10月份开始实施，争取2020年5月份开始投产运营。项目预计固定资产投资3.15亿元人民币。</p> <p>第三期：计划建设280栋白羽肉鸡标准化鸡舍，单批饲养840万只，年出栏5040万只，预计固定资产投资5.9亿元人民币，由乙方出资建设。</p>
屠宰加工厂项目	<p>占地200—300亩，预计总投资3.5亿元人民币。项目建成后，两条生产线，单线每小时链速1.35万只，全部投产后将形成年屠宰1亿只白羽肉鸡的产能。</p> <p>一期投资2亿元人民币，包括屠宰加工车间、屠宰加工生产线一条、配套污水处理场一座、羽毛粉加工厂一座、肉粉加工厂一座。计划2019年10月份开始筹建。固定资产投资由甲方出资建设，乙方负责运营并按约定回购，合作期限为8年。</p>

二期投资 1.5 亿元人民币，将再增加一条屠宰加工生产线。二期项目由乙方投资建设。

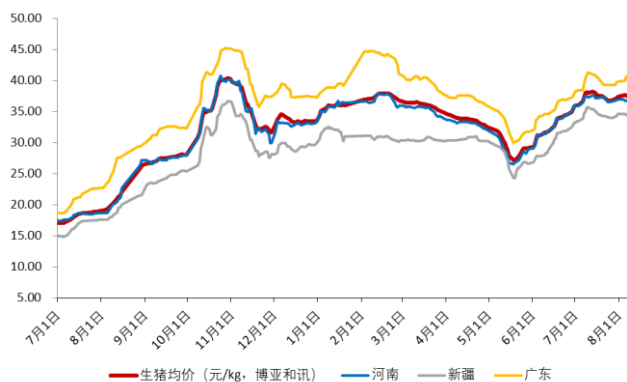
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、生猪：紧抓行业变革机遇，积极推进产能扩张

（一）缺口依旧，猪价高位，集中度持续提升中

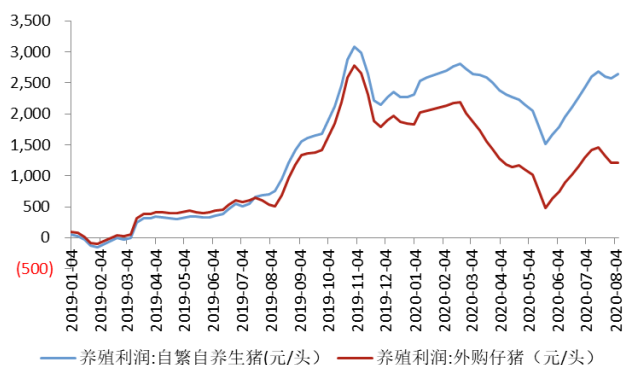
生猪行业运行趋势基本符合我们此前的预期。在 6 月初的中期策略报告中，我们提到供需博弈下两者恢复的相对速度决定猪价 2020 年的走势，预测 20H2 会出现年内高点或次高点。我们可以看到，自 5 月下旬猪价开始逐步上行后，至 7 月 13 日出现短期高点 38.2 元/kg，之后处于震荡态势中。从当前时点来看，我们可以确定两点：一是 2020 年猪价维持高位，利润贡献显著；二是 2020 年猪肉依旧短缺，甚至缺口大于 2019 年。

图 32：2020 年 8 月 7 日，我国生猪均价为 37.44 元/kg



资料来源：博雅和讯，中国银河证券研究院

图 33：2020 年 8 月 7 日，自繁自养与外购仔猪养殖利润分别为 2635 元/头、1211 元/头



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我国生猪养殖业集中度极低，集中度提升是未来行业成长的关键点。2019 年我国生猪出栏量为 5.44 亿头，前 20 家生猪养殖企业合计出栏生猪 6208 万头，CR20 约 11.41%；前 10 家合计出栏 5116 万头，CR10 约 9.4%；前 5 家合计出栏 4160 万头，CR5 约 7.64%。集中度提升是行业趋势，大型养殖企业在资金、技术、人才方面的加持下，将实现快速扩张。

表 3：部分养殖企业生产性生物资产变动情况

代码	企业名称	生产性生物资产（单位：亿元）				
		19Q1 末	19 年末	20Q1 末	20Q1 末环比	20Q1 末同比
002100	天康生物	0.50	1.98	2.12	7.07%	319.75%
300498	温氏股份	32.58	42.96	41.87	-2.55%	28.51%
002714	牧原股份	13.40	38.35	47.99	25.15%	258.18%
002157	正邦科技	10.09	50.95	51.95	1.96%	415.03%
002124	天邦股份	4.02	9.54	14.38	50.69%	257.21%

000876	新希望	4.65	25.11	39.03	55.47%	739.90%
603363	傲农生物	1.07	2.53	3.29	29.88%	206.76%
002567	唐人神	1.19	1.29	1.85	42.75%	55.58%
002548	金新农	0.34	0.82	0.83	1.96%	143.23%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）生猪产能扩张持续，全产业链建设布局

公司于 2018 年确立了生猪业务的核心战略地位，通过自建、合资的方式在东北三省、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；其中，河北、黑龙江项目与湖南佳和农牧合作建设，安徽项目与安徽浩翔农牧合作，其余项目为公司自有自建。目前公司生猪养殖业务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。

图 34：公司生猪产业链情况



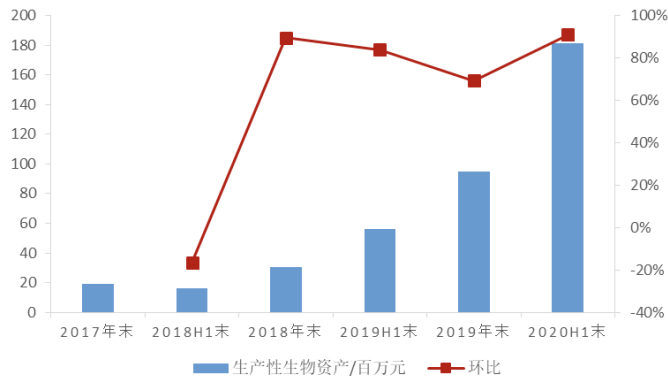
资料来源：公司2019年年报，中国银河证券研究院

产能建设加速，布局生猪全产业链。2018 年开始，公司加速畜禽产能建设。18H1 公司生产性生物资产为 0.16 亿元，至 20H1 该项指标已上升至 1.81 亿元，环比+90.92%。从具体项目来看，辽宁、吉林有部分猪场已开始销售仔猪。截至 2020 年 6 月底，公司母猪存栏 5.4 万头，同比增长超 5 倍，预计年底实现母猪存栏 6 万头（控股与参股公司合计）。

2019 年，公司与合作伙伴注册成立赤峰禾丰阜信源食品有限公司，设有两条现代化生猪屠宰与分割生产线，具备年屠宰生猪 100 万头的产能，配套建有 2 万吨低温储藏冷库。从而进一步完善公司生猪产业链条，提升市场竞争力。

生猪实现出栏，受益猪价高位。20H1，公司控股及参股公司合计出栏生猪 21.25 万头，其中肥猪 6.32 万头、仔猪 11.49 万头（内销 6.83 万头、外销 4.66 万头）、种猪 3.44 万头，生猪出栏量同比增长超过 30%。随着项目推进，生猪养殖产能将逐步释放，公司控股及参股企业争取在 2020 年实现出栏 60 万头的目标。

图 35: 20H1 末公司生产性生物资产 1.81 亿元, 环比+91%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 4: 公司生猪养殖项目建设进展情况

地区	项目情况	进度
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, 预计 2020 年 8 月后将陆续建成投产
安徽	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。
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; 正计划筹建父母代二期场等后续项目
	抚顺关门山种猪场项目	于 2019 年 12 月投产, 将于 20 年 8 月开始销售仔猪
	凌源李家营子村种猪场项目	于 20 年 4 月开始建设, 整体项目预计 2020 年年末竣工
吉林	荷风种猪繁育基地项目	于 2019 年 12 月投产, 已于 20 年 7 月开始销售仔猪。
内蒙古	敖汉旗 50 万头生猪产业化项目	预计 20 年 8 月进入施工阶段

资料来源: 公司 2019 年年报、2020 年半年报, 中国银河证券研究院

五、投资建议

公司逐步由区域饲料龙头向畜禽全产业链发展, 农牧业务多点开花。受益于养殖产业链景气度高位, 公司各项业务实现快速增长; 其中, 饲料业务为目前核心业绩增量, 受益于后周期属性, 销量增长显著; 猪产业处于起步阶段, 随着产能的积累, 出栏量的提升, 公司将显著受益于行业变革带来的优势; 禽产业受益猪肉供给不足, 继续延续景气行情。我们预计 20-21 年公司营收为 23.5 亿元、27.1 亿元, 同比+32.1%、+15.4%; 毛利率为 11.4%、10.9%, 归母净利润为 14.7 亿元、15.5 亿元, 同比+22.2%、+5.8%; EPS 为 1.59 元、1.68 元, 对应

2020年8月7日收盘价的PE为10倍、10倍。

表 5: 盈利预测

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入(百万元)	17,792.09	23,498.80	27,110.15	31,257.97
Yoy	12.96%	32.07%	15.37%	15.30%
营业成本(百万元)	15,792.02	20,769.78	24,149.79	28,003.69
毛利率	11.24%	11.61%	10.92%	10.41%
饲料				
收入(百万元)	7,785.87	11,289.51	12,982.94	14,930.38
Yoy	6.68%	45.00%	15.00%	15.00%
成本(百万元)	6,810.91	9,821.88	11,269.19	12,914.78
毛利率	12.52%	13.00%	13.20%	13.50%
禽产业				
收入(百万元)	6,599.21	7,127.15	7,982.40	9,179.77
Yoy	37.95%	8.00%	12.00%	15.00%
成本(百万元)	5,810.80	6,343.16	7,184.16	8,353.59
毛利率	11.95%	11.00%	10.00%	9.00%
原料贸易				
收入(百万元)	2,749.95	3,929.58	4,519.02	5,196.87
Yoy	-16.02%	20.00%	15.00%	15.00%
成本(百万元)	2,646.04	3,776.33	4,338.26	4,988.99
毛利率	3.78%	3.90%	4.00%	4.00%
猪产业				
收入(百万元)	202.27	606.81	970.90	1,165.08
Yoy		200.00%	60.00%	20.00%
成本(百万元)	156.21	364.09	728.17	990.31
毛利率	22.77%	50.00%	25.00%	15.00%
其他				
收入(百万元)	454.79	545.75	654.90	785.88
Yoy	15.52%	20.00%	20.00%	20.00%
成本(百万元)	368.06	525.01	630.01	756.01
毛利率	3.78%	3.80%	3.80%	3.80%

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

表 6: 主要财务指标

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17792.09	23498.80	27110.16	31257.97
增长率%	12.96%	32.07%	15.37%	15.30%
净利润(百万元)	1199.35	1465.17	1550.38	1664.17

增长率%	117.30%	22.16%	5.28%	7.34%
每股收益 EPS(元)	1.30	1.59	1.68	1.80
净资产收益率 ROE	23.04%	21.38%	19.33%	17.73%
PE	13	10	10	9

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

我们采用分部分估值法,对饲料、肉禽、生猪业务分别予以估值。

1) 饲料行业中的上市企业均呈现一体化趋势,已无纯饲料企业。我们认为公司饲料业务增速达 40%以上,按照 PEG=1 来估算,我们保守给予公司饲料业务至少 25 倍估值,在预估 2020 年公司饲料业务贡献利润 5.65 亿元的基础上,对应市值约 141 亿元。

2) 通过计算肉禽行业平均估值,我们发现其 2020 年 PE 为 9.75 倍,考虑到公司肉禽业务规模行业领先,给予其 10 倍 PE。在预估 2020 年公司肉禽业务贡献利润 5.35 亿元的基础上,对应市值约 53 亿元。

3) 我们在之前的报告中分析过生猪估值,观察上轮周期中的类似时点,牧原股份的 PE 高点是 13 倍,PE 均值是 11 倍。我们考虑公司生猪业务处于初期,给予其 PE7 倍。在预估 2020 年公司肉禽业务贡献利润 2.12 亿元的基础上,对应市值约 15 亿元。

综合上述三个部分,我们估算内在市值约 209 亿元,给予“推荐”评级。

表 7: 肉禽行业可比公司估值情况(收盘价为 2020 年 08 月 07 日, EPS 取自 Wind 一致预期)

公司名称	代码	收盘价	EPS		PE	
			2020E	2021E	2020E	2021E
002458.SZ	益生股份	15.55	1.68	1.32	9.28	11.74
002299.SZ	圣农发展	27.95	2.74	2.41	10.18	11.62
002746.SZ	仙坛股份	14.49	1.68	1.48	8.64	9.82
002234.SZ	民和股份	22.86	2.10	1.68	10.90	13.62
均值					9.75	11.7

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

新冠疫情带来的风险: 2020 年初新冠疫情爆发,目前依旧处于全球扩散中。新冠疫情对生产生活有显著影响。若局部地区出现疫情,将在一定程度上抑制当地生产生活的相关方面,包括各类终端消费、物资运输、生产活动等等,对企业的产品供给、销售都将产生一定影响。在当前新冠依旧存在的背景下,我们需要注意其可能引发的一系列风险。

原材料价格波动的风险: 饲料业务的成本绝大部分来源于原料,原料主产区的产量变化、进口政策、收储及补贴情况、汇率波动、物流成本等因素都有可能引发原料行情的波动,进而影响公司饲料业务的成本及毛利率。随着近年来农产品贸易国际化程度的深化,原料的供需关

系及交易价格受到国内外现货、期货等多个维度市场行情的影响，价格走势日趋复杂、波动幅度日益剧烈，这进一步增加了公司成本管理的难度。此外，新冠疫情、中美贸易关系、国际政治经济环境等因素的复杂变化也使原料采购价格平添变数。

畜禽价格波动的风险：养殖业是典型的周期性行业，供给规模调整的滞后性致使畜禽价格总是呈周期性波动。我国畜禽养殖行业目前仍以散户和小型养殖场为主，其行为决策具有一定的非理性，“羊群效应”尤为明显，这也进一步加剧了畜禽养殖业市场价格的周期性波动。。

潜在重大疫情的风险：饲料和养殖是公司的两大主要业务。畜禽疫病是养殖行业经营过程中面临的主要风险之一，一旦发生疫病，必将引起市场消费心理的恐慌，进而需求下降、产量下降、收入缩减、成本上升；而饲料行业主要服务于下游养殖业，下游养殖业的景气与否将直接影响饲料业务的业绩情况。作为不可预测的突发事件，暴发式的疫情无疑将会给公司的经营带来重大影响。

环保政策引起的产业格局调整的风险：近年来，国家推出了一系列环保法规，如《环境保护法》的修订、《环境保护税法》的出台、《畜禽规模养殖污染防治条例》与《农业农村污染治理攻坚战行动计划》的发布等等。相关环保政策的相继推出彰显了国家加大畜牧行业环保监管的决心，全国各地都有对养殖场拆迁、禁养、限养的新规落地；由此可见，环保力度持续加大乃是行业大势所趋，是整个畜牧行业都无法规避的现实，这引发了产能优胜劣汰、行业重新洗牌的新局面。

汇率波动的风险。公司国际化业务起步较早且发展迅速，在原材料采购、产品出口及海外投资等方面受到汇率波动影响较大，具体表现在以下几个方面：首先，国际化发展使得饲料行业原材料全球化采购成为常态，因此，汇率波动风险在以国外供应为主的原材料上体现的尤为明显；其次，公司肉禽产品出口业务快速增长，客户遍布全球多个国家和地区，涉及多种货币的结算，汇率波动在所难免；最后，公司海外投资和海外经营业务规模较大，跨境资金往来和结算也会受到汇率波动的影响。

食品安全的风险。国家不断对食品安全及食品来源的立法进行完善，加大对食品违法行为的处理力度。一旦因为质量监管不力而引发食品安全事件，将直接损害消费者利益、引发消费者恐慌心理，进而致使下游需求受到巨大冲击，企业品牌与业绩都会遭受极大的不利影响。

插图目录

图 1: 禾丰牧业股权结构	3
图 2: 禾丰牧业发展历程	3
图 3: 20H1 公司营收 98.48 亿元, 同比+27.45%	4
图 4: 20H1 公司归母净利润 6.06 亿元, 同比+68.8%	4
图 5: 公司 2019 年业务结构	4
图 6: 19 年公司整体毛利润 20 亿元, 饲料板块毛利 9.75 亿元	4
图 7: 2019 年公司收入中 49%来自于东北	5
图 8: 2011-19 年公司饲料业务毛利率变化情况	5
图 9: 2019 年我国猪料产量为 7663 万吨, 同比-21.16%	5
图 10: 2019 年我国肉禽料产量为 8465 万吨, 同比+30.05%	5
图 11: 2019 年我国饲料总产量为 2.29 亿吨, 同比+0.43%	6
图 12: 我国猪料产量增速与生猪出栏增速走势基本一致	6
图 13: 2020 年 6 月我国能繁母猪环比+6.29%, 同比+3.6%	6
图 14: 2019 年我国禽肉产量 2239 万吨, 同比+12.3%	7
图 15: 2019 年我国牛羊肉、鸡蛋产量 1155 万吨、3309 万吨, 同比+3.18%、+5.8%	7
图 16: 2019 年我国猪肉产量 4255 万吨, 同比-21.25%	7
图 17: 2019 年我国蛋禽料、反刍料同比+4.44%、+10.45%	7
图 18: 2015 年我国猪料、肉禽料占比 42%、28%	8
图 19: 2019 年我国猪料、肉禽料占比 33.6%、37.1%	8
图 20: 2020H1 公司饲料销量同比+42%	8
图 21: 2020H1 公司猪料销量同比+61%	8
图 22: 禾丰牧业饲料业务毛利率优于行业均值	9
图 23: 东北三省玉米均价显著低于全国均价	9
图 24: 2020H1 公司猪料销量同比+61%	9
图 25: 2020H1 公司禽料、反刍料销量同比+39%、+25%	9
图 26: 白条鸡、猪肉价格比值处于历史低位	10
图 27: 2020 年 8 月 4 日, 烟台毛鸡价格为 3.55 元/斤	10
图 28: 2020 年 8 月 7 日, 主产区肉鸡苗均价为 2.46 元/羽	10
图 29: 公司肉禽产业链情况	11
图 30: 公司控股及参与白羽肉鸡养殖总量 (亿羽)	11
图 31: 公司控股及参股企业白羽肉鸡屠宰总量 (亿羽)	11
图 32: 2020 年 8 月 7 日, 我国生猪均价为 37.44 元/kg	13
图 33: 2020 年 8 月 7 日, 自繁自养与外购仔猪养殖利润分别为 2635 元/头、1211 元/头	13
图 34: 公司生猪产业链情况	14
图 35: 20H1 末公司生产性生物资产 1.81 亿元, 环比+91%	15

表格目录

表 1: 公司与瓦房店市人民政府签署战略合作协议的具体内容	12
表 2: 公司与台前县人民政府签署战略合作协议的具体内容	12
表 3: 部分养殖企业生产性生物资产变动情况	13
表 4: 公司生猪养殖项目建设进展情况	15
表 5: 盈利预测	16
表 6: 主要财务指标	16
表 7: 肉禽行业可比公司估值情况（收盘价为 2020 年 08 月 07 日，EPS 取自 Wind 一致预期）	17

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

谢芝优，农林牧渔行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、

特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn