

向南区域扩张，向下产业延伸

禾丰股份转债预案点评

事件

- 公司披露公开发行可转换公司债券预案,拟发行可转债总额不超过人民币 15 亿元(含 15 亿元),募集资金将用于扩张饲料、生猪养殖、屠宰和食品业务的产能。

核心观点

- **巩固东北饲料龙头地位,外拓华东区域饲料布局。**饲料业务方面,本次募集资金用于“沈阳农大禾丰 30 万吨全价料”、“黑龙江禾丰 10 万吨教保料”,进一步巩固公司在东北区域的龙头地位;同时将在安徽禾丰投入“30 万吨猪饲料和 15 万吨反刍料项目”,扩张在华东区域的饲料布局。
- **精益求精,稳步推进生猪养殖业务。**猪产业方面,本次募集资金分别投入“阜新禾丰农牧有限公司年产 15 万头仔猪繁育推一体化项目”和“凌源禾丰农牧有限公司 1 万头原种猪场项目”,同时在“安徽禾丰布局年屠宰 100 万头生猪及 12 万吨肉制品深加工与冷链物流产业化建设项目”,公司生猪产业链条完整,稳扎稳打,长期成长性可期。
- **产业纵深,完善白鸡食品业务布局。**肉禽产业方面,本次募集资金将用于“平原禾丰食品加工有限公司年产 3 万吨熟食和调理品项目”,进一步提升公司在肉禽食品方面的产能布局,坚定推进食品战略。

投资建议

- 受猪价、鸡价下跌影响,我们下调公司业绩预期,预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 9.65、12.00、15.90 亿元,同比分别-21.9%、+24.3%、+32.5%,(原预测:13.30、14.68、19.00 亿元)。
- 2021 年分板块看,饲料、贸易及相关业务贡献 6.63 亿、禽产业 2.54 亿、猪产业 0.48 亿,分别给予 14.40x、12.19x、4.95xPE,合计市值 128.8 亿,目标价 13.97 元,维持“买入”评级。

风险提示: 原材料风险、疫病风险、消费需求下滑超预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17,792	23,818	29,419	32,757	38,037
同比增长(%)	13.0%	33.9%	23.5%	11.3%	16.1%
营业利润(百万元)	1,595	1,525	1,193	1,441	1,854
同比增长(%)	130.9%	-4.3%	-21.8%	20.8%	28.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,199	1,235	965	1,200	1,590
同比增长(%)	117.3%	3.0%	-21.9%	24.3%	32.5%
每股收益(元)	1.30	1.34	1.05	1.30	1.72
毛利率(%)	11.2%	9.0%	7.6%	7.8%	8.0%
净利率(%)	6.7%	5.2%	3.3%	3.7%	4.2%
净资产收益率(%)	25.1%	19.8%	13.5%	14.8%	17.1%
市盈率	9.5	9.2	11.8	9.5	7.2
市净率	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测,每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月07日)	10.29 元
目标价格	13.97 元
52周最高价/最低价	18.76/10.18 元
总股本/流通A股(万股)	92,196/90,856
A股市值(百万元)	9,487
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2021年07月08日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.3	-3.52	-12.32	-32.14
相对表现	1.71	-0.67	-8.71	-39.15
沪深300	-3.01	-2.85	-3.61	7.01



资料来源:WIND、东方证券研究所

证券分析师

张斌梅

021-63325888*6090

zhangbinmei@orientsec.com.cn

执业证书编号:S0860520020002

香港证监会牌照:BND809

相关报告

- 禽链承压而业绩持稳,成本优势显著:禾丰股份 2021 年一季报点评 2021-04-22
- 饲料业务景气兑现,肉禽扩张持续:禾丰股份 2020 年年报点评 2021-04-01
- 北方饲料高景气兑现,禽全产业链模式稳定性凸显:禾丰牧业 2020 年三季报点评 2020-10-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格,据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

受猪价、鸡价下跌影响，我们下调公司业绩预期，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 9.65、12.00、15.90 亿元，同比分别-21.9%、+24.3%、+32.5%，（原预测：13.30、14.68、19.00 亿元）。

表 1：盈利预测变动分析表

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
分产品盈利预测						
饲料						
销售收入	14,891	16,922	19,823	16,637	18,885	22,123
变动幅度				11.7%	11.6%	11.6%
毛利率	10.06%	10.24%	10.07%	10.33%	10.49%	10.32%
变动幅度				0.3%	0.2%	0.2%
禽产业						
销售收入	8,020	9,688	9,889	7,731	8,660	9,997
变动幅度				-3.6%	-10.6%	1.1%
毛利率	5.86%	5.89%	6.11%	2.9%	3.0%	2.3%
变动幅度				-3.0%	-2.9%	-3.8%
猪产业						
销售收入	1,044	802	1,137	860	739	1,137
变动幅度				-17.6%	-7.9%	0.0%
毛利率	21.0%	15.4%	27.2%	4.1%	4.0%	22.0%
变动幅度				-16.9%	-11.5%	-5.2%
原料贸易						
销售收入	3,466	3,639	3,821	3,466	3,639	3,821
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
相关业务及其他						
销售收入	725	834	959	725	834	959
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	28,145	31,885	35,629	29,419	32,757	38,037
变动幅度				4.5%	2.7%	6.8%
综合毛利率	8.65%	8.46%	9.00%	7.56%	7.76%	8.04%
变动幅度				-1.1%	-0.7%	-1.0%

数据来源：Wind、东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	28,145	31,885	35,629	29,419	32,757	38,037
变动幅度				4.5%	2.7%	6.8%
营业利润	1,622	1,763	2,212	1,193	1,441	1,854
变动幅度				-26.5%	-18.3%	-16.1%
归属母公司净利润	1,330	1,468	1,900	965	1,200	1,590
变动幅度				-27.4%	-18.3%	-16.3%
每股收益（元）	1.44	1.59	2.06	1.05	1.30	1.72
变动幅度				-27.4%	-18.3%	-16.3%
毛利率(%)	8.65%	8.46%	9.00%	7.56%	7.76%	8.04%
变动幅度				-1.1%	-0.7%	-1.0%
净利率(%)	4.72%	4.60%	5.33%	3.28%	3.66%	4.18%
变动幅度				-1.4%	-0.9%	-1.2%

数据来源：Wind、东方证券研究所

2021 年分板块看，饲料、贸易及相关业务贡献 6.63 亿、禽产业 2.54 亿、猪产业 0.48 亿，分别给予 14.40x、12.19x、4.95xPE，合计市值 128.8 亿，目标价 13.97 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

行业	公司名称	公司代码	最新价格(元)					每股收益（元）				市盈率			
			2021/7/7	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
饲料	大北农	002385.SZ	7.39	0.47	0.54	0.53	0.51	15.65	13.77	13.83	14.62				
	天马科技	603668.SH	7.46	0.20	0.33	0.46	-	36.76	22.83	16.25					
	唐人神	002567.SZ	6.57	0.79	1.00	0.54	0.30	8.34	6.58	12.23	22.20				
饲料行业平均								20.25	14.40	14.10	18.41				
白羽鸡	圣农发展	002299.SZ	22.18	1.64	1.29	1.99	2.85	13.52	17.21	11.12	7.78				
	凤祥股份	9977.HK	2.16	0.15	0.31	0.49	0.49	14.39	6.98	4.44	4.38				
	立华股份	300761.SZ	32.11	0.63	2.59	3.26	4.16	51.04	12.39	9.84	7.72				
白羽鸡行业平均								13.96	12.19	7.78	6.08				
生猪养殖	傲农生物	603363.SH	9.83	0.84	2.23	2.23	1.54	11.76	4.41	4.40	6.36				
	新希望	000876.SZ	13.84	1.10	2.40	2.35	1.74	12.61	5.77	5.90	7.96				
	正邦科技	002157.SZ	11.47	1.82	2.46	1.75	1.33	6.29	4.67	6.55	8.62				
生猪养殖行业平均								10.22	4.95	5.62	7.65				

数据来源：Wind、公司数据、东方证券研究所、每股收益使用最新股本全面摊薄计算（凤祥股份数据为 HKD，其余为 RMB）

表 4：分部估值表（2021E）

分部估值	归母净利润(亿元)	PE	市值	总股本(亿股)	目标价格(元)
	2021E	2021E			
饲料、贸易及相关业务	6.63	14.40	95.5		
禽产业	2.54	12.19	31.0	9.22	13.97
猪产业	0.48	4.95	2.4		
合计	9.65	13.35	128.8		

数据来源：Wind、东方证券研究所预测

风险提示

原材料风险

由于贸易环境存在不确定性，饲料原料价格若大幅上升，公司成本大幅提高，公司利润下降，或原材料供应不足，公司存栏肉猪、肉鸡被迫出栏。

疫病风险

由于发生疫病，导致需求超预期下滑，活禽和活猪交易受阻对公司销售造成重大不利影响。

消费需求下滑超预期

经济超预期减速，蛋白需求超预期下降对公司销售造成重大不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,555	1,198	1,765	1,965	2,585	营业收入	17,792	23,818	29,419	32,757	38,037
应收票据及应收账款	366	464	721	803	932	营业成本	15,792	21,684	27,196	30,214	34,978
预付账款	222	364	353	393	456	营业税金及附加	27	31	43	49	55
存货	1,568	2,474	2,665	2,991	3,498	营业费用	487	465	612	655	761
其他	251	290	267	284	310	管理费用及研发费用	341	394	527	584	664
流动资产合计	3,962	4,790	5,771	6,436	7,781	财务费用	76	65	115	114	93
长期股权投资	2,070	2,425	2,425	2,425	2,425	资产、信用减值损失	125	41	79	31	46
固定资产	2,023	2,860	2,998	3,160	3,321	公允价值变动收益	1	(1)	0	0	0
在建工程	240	323	477	549	597	投资净收益	637	363	329	315	395
无形资产	246	292	284	277	269	其他	12	27	16	17	19
其他	609	957	972	1,027	1,104	营业利润	1,595	1,525	1,193	1,441	1,854
非流动资产合计	5,188	6,856	7,157	7,437	7,716	营业外收入	13	13	12	13	13
资产总计	9,150	11,647	12,928	13,873	15,497	营业外支出	26	29	21	25	25
短期借款	1,051	1,111	1,645	1,262	1,100	利润总额	1,582	1,509	1,184	1,428	1,842
应付票据及应付账款	659	1,073	1,088	1,209	1,399	所得税	85	152	96	111	120
其他	723	927	786	821	873	净利润	1,497	1,358	1,087	1,317	1,722
流动负债合计	2,433	3,110	3,519	3,291	3,373	少数股东损益	298	122	122	118	133
长期借款	174	575	575	575	575	归属于母公司净利润	1,199	1,235	965	1,200	1,590
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.30	1.34	1.05	1.30	1.72
其他	43	60	0	0	0						
非流动负债合计	218	635	575	575	575	主要财务比率					
负债合计	2,650	3,745	4,094	3,866	3,947		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	801	1,149	1,272	1,389	1,522	成长能力					
股本	922	922	922	922	922	营业收入	13.0%	33.9%	23.5%	11.3%	16.1%
资本公积	812	842	888	888	888	营业利润	130.9%	-4.3%	-21.8%	20.8%	28.7%
留存收益	3,958	4,990	5,752	6,807	8,217	归属于母公司净利润	117.3%	3.0%	-21.9%	24.3%	32.5%
其他	6	(2)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	6,499	7,902	8,834	10,007	11,550	毛利率	11.2%	9.0%	7.6%	7.8%	8.0%
负债和股东权益总计	9,150	11,647	12,928	13,873	15,497	净利率	6.7%	5.2%	3.3%	3.7%	4.2%
						ROE	25.1%	19.8%	13.5%	14.8%	17.1%
						ROIC	23.3%	16.3%	11.5%	12.5%	14.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	29.0%	32.2%	31.7%	27.9%	25.5%
净利润	1,497	1,358	1,087	1,317	1,722	净负债率	0.0%	7.7%	5.9%	0.0%	0.0%
折旧摊销	217	304	303	334	368	流动比率	1.63	1.54	1.64	1.96	2.31
财务费用	76	65	115	114	93	速动比率	0.97	0.74	0.88	1.04	1.26
投资损失	(637)	(363)	(329)	(315)	(395)	营运能力					
营运资金变动	39	(588)	(611)	(335)	(522)	应收账款周转率	36.6	45.4	39.7	34.2	34.9
其它	(81)	(10)	13	(22)	(18)	存货周转率	10.4	10.6	10.5	10.6	10.7
经营活动现金流	1,112	766	578	1,094	1,248	总资产周转率	2.2	2.3	2.4	2.4	2.6
资本支出	(694)	(1,197)	(585)	(567)	(589)	每股指标(元)					
长期投资	(712)	(355)	0	0	0	每股收益	1.30	1.34	1.05	1.30	1.72
其他	531	46	378	315	395	每股经营现金流	1.21	0.83	0.63	1.19	1.35
投资活动现金流	(874)	(1,506)	(207)	(252)	(194)	每股净资产	6.18	7.32	8.20	9.35	10.88
债权融资	82	455	(67)	1	(1)	估值比率					
股权融资	805	30	46	0	0	市盈率	9.5	9.2	11.8	9.5	7.2
其他	(508)	(66)	217	(643)	(434)	市净率	2.0	1.7	1.5	1.3	1.1
筹资活动现金流	379	419	196	(642)	(435)	EV/EBITDA	6.3	6.3	7.4	6.3	5.2
汇率变动影响	3	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	7.2	7.5	9.2	7.7	6.2
现金净增加额	619	(322)	567	200	620						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn