

2018年03月14日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

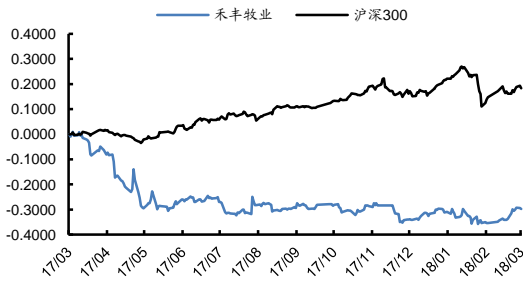
证券分析师：
021-68930026

王玮 S0350517090001
wangw06@ghzq.com.cn

饲料逆势扩张，白鸡羽翼渐丰

——禾丰牧业（603609）年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
禾丰牧业	7.9	6.3	-29.9
沪深300	4.0	1.0	18.3

市场数据

市场数据	2018-03-13
当前价格（元）	9.13
52周价格区间（元）	8.24 - 13.23
总市值（百万）	7588.64
流通市值（百万）	7588.64
总股本（万股）	83117.65
流通股（万股）	83117.65
日均成交额（百万）	34.59
近一月换手（%）	4.80

相关报告

《禾丰牧业（603609）事件点评：大举布局生猪，产业再添拼图》——2017-11-30

《禾丰牧业（603609）调研简报：饲料业务回稳向好，白鸡版图持续扩张》——2017-11-09

《禾丰牧业（603609）三季报点评：业绩大幅反弹，股价严重低估》——2017-10-30

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

禾丰牧业发布2017年年报：2017年全年，公司实现营业收入136.96亿元，同比增长15.38%；归母净利润4.71亿元，同比增长10.32%。其中，四季度单季实现营业收入37.01亿元，同比增长9.17%；归母净利润2.07亿元，同比增长58.10%。同时，公司公布2017年年度分红预案，10派1元（含税）。

投资要点：

- **业绩大超市场预期，亦略高于我们预期。**此前，由于受到东北饲料价格战影响，2017年上半年公司业绩出现大幅下滑，市场普遍看淡公司。但随着价格战结束，加之公司内部效率提升，最终2017年全年公司净利润实现10%以上增长，业绩远超市场预期。我们始终坚定看好公司实际经营能力，对于公司业绩颇为乐观。而公司最终2017年业绩依然略高于我们此前4.35亿元的盈利预测，差异主要来自公司出让公主岭禾丰玉米收储有限公司50.25%股权以及增持大连成三畜牧业有限公司15.10%股权带来的4800万投资收益。
- **饲料销量逆势增长，2018年有望盈收双升。**公司2017年饲料销量达到220.18万吨（YOY+2.18%），其中猪料92.57万吨（YOY+12.08%）、禽料81.2万吨（YOY-7.50%）、反刍料31.59万吨（YOY-7.22%）、水产料13.02万吨（YOY+33.95%）。考虑到上半年东北地区饲料行业出现价格战影响，竞争对手低价倾销，我们认为公司饲料业务仍取得稳定增长实属不易。并且，公司通过内部降本增效、精进销售等方式提升生产效率，有效降低了原材料成本上升带来的不利影响，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%。由于目前东北中小饲料厂已基本被清出市场，我们认为2018年再次爆发价格战的可能性较低。而随着生猪和蛋鸡存栏回升，我们预计公司饲料销量和毛利均有望实现明显增长。
- **白鸡一体化规模迅速扩张，北方白鸡龙头雏形已现。**公司从2008年就进入了白鸡一体化产业，具有丰富的行业经验。近年来，公司凭借优秀的管控能力，开始大力整合北方白羽肉鸡相关产业。2017年，公司控股及参股企业屠宰白鸡3.92亿羽（YOY+40%，权益比例超过50%）；养殖出栏量2.75亿羽（YOY+70%，权益比例约40%）。目前公司屠宰产能已达5.5亿羽，随着自养规模进一步扩大，我们预计2018年公司屠宰量将达到4.8亿羽，有望成为中国北方最具影响

力的白鸡行业龙头。

- **盈利预测和投资评级：**公司是东北饲料行业龙头，充分受益南猪北养趋势。随着行业回归理性，我们认为2018年公司饲料业务将重回高速增长。而近年来公司白鸡一体化规模增长异常迅猛，市场对此认识还不够充分。在白鸡引种持续收缩下，白鸡价格已触底反弹，2018年整体趋势向好。我们上调公司2018-19年盈利预测至6.52/8.03亿元，2020年首次盈利预测8.76亿元（基于审慎性原则，暂不考虑此前公布的增发预案对公司股本及业绩的影响）；对应2018-20年EPS分别为0.78/0.97/1.05元，对应当前股价P/E估值分别为11.6/9.5/8.7倍。当前股价明显低估，重申公司买入评级。
- **风险提示：**饲料行业恶性竞争，原材料价格波动风险，白鸡价格的不确定性，畜禽疫病风险，公司增发实施的不确定性。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	13696	16485	18682	21012
增长率(%)	15%	20%	13%	12%
净利润（百万元）	471	652	803	876
增长率(%)	10%	38%	23%	9%
摊薄每股收益（元）	0.57	0.78	0.97	1.05
ROE(%)	12.57%	14.70%	15.20%	14.08%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 禾丰牧业盈利预测表 (暂不考虑发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	603609.SH				股价:	9.13	投资评级:	买入		日期:	2018-03-13
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
盈利能力					每股指标						
ROE	13%	15%	15%	14%	EPS	0.57	0.78	0.97	1.05		
毛利率	9%	9%	9%	9%	BVPS	4.08	4.86	5.82	6.86		
期间费率	6%	5%	5%	5%	估值						
销售净利率	3%	4%	4%	4%	P/E	16.11	11.64	9.45	8.67		
成长能力					P/B	2.24	1.88	1.57	1.33		
收入增长率	15%	20%	13%	12%	P/S	0.55	0.46	0.41	0.36		
利润增长率	10%	38%	23%	9%							
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
总资产周转率	2.29	2.42	2.40	2.38	营业收入	13696	16485	18682	21012		
应收账款周转率	30.57	30.57	30.57	30.57	营业成本	12521	15008	17032	19184		
存货周转率	10.28	11.23	11.97	12.37	营业税金及附加	25	30	34	38		
偿债能力					销售费用	412	478	523	567		
资产负债率	37%	35%	32%	30%	管理费用	288	297	299	315		
流动比	1.27	1.28	1.45	1.67	财务费用	61	67	64	59		
速动比	0.72	0.71	0.86	1.06	其他费用 / (-收入)	139	172	232	204		
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	562	778	961	1052		
现金及现金等价物	749	655	994	1468	营业外净收支	19	17	17	17		
应收款项	448	539	611	687	利润总额	581	795	978	1069		
存货净额	1218	1339	1426	1554	所得税费用	81	103	122	128		
其他流动资产	381	459	520	584	净利润	500	692	856	941		
流动资产合计	2796	2991	3550	4293	少数股东损益	29	40	53	65		
固定资产	1538	1734	1841	1956	归属于母公司净利润	471	652	803	876		
在建工程	123	153	143	133	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
无形资产及其他	210	219	228	236	经营活动现金流	611	759	998	1066		
长期股权投资	1022	1422	1722	1922	净利润	500	692	856	941		
资产总计	5986	6816	7781	8837	少数股东权益	29	40	53	65		
短期借款	1191	1191	1191	1191	折旧摊销	167	175	195	207		
应付款项	524	630	715	805	公允价值变动	(0)	0	0	0		
预收帐款	181	218	247	278	营运资金变动	(85)	(432)	(334)	(389)		
其他流动负债	303	303	303	303	投资活动现金流	(626)	(626)	(397)	(306)		
流动负债合计	2200	2342	2456	2577	资本支出	(79)	(226)	(97)	(106)		
长期借款及应付债券	20	20	20	20	长期投资	(530)	(400)	(300)	(200)		
其他长期负债	19	19	19	19	其他	(18)	0	0	0		
长期负债合计	40	40	40	40	筹资活动现金流	(79)	(4)	(5)	(6)		
负债合计	2240	2382	2496	2617	债务融资	180	0	0	0		
股本	831	831	831	831	权益融资	24	0	0	0		
股东权益	3746	4434	5285	6220	其它	(283)	(4)	(5)	(6)		
负债和股东权益总计	5986	6816	7781	8837	现金净增加额	(94)	129	596	754		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【农林牧渔组介绍】

王玮，高级分析师、农林牧渔组组长，上海交通大学工学学士、管理学硕士。

3年行业研究经验，2017年加入国海证券负责农林牧渔行业研究。

新财富分析师农林牧渔行业2016年第五名、2015年第三名团队成员。

【分析师承诺】

王玮，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。