投资评级 优于大市 维持

猪料逆势小幅增长，禽链贡献核心利润增量

股票数据

10 月 25 日收盘价(元)	13.89
52 周股价波动（元）	7.21-15.39
总股本/流通 A 股（百万股）	922/831
总市值/流通市值（百万元）	12211/11005

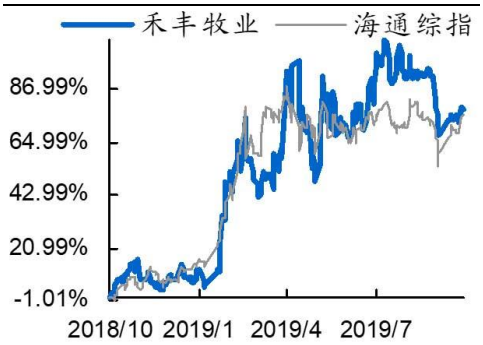
相关研究

《饲料销量稳健，肉禽一体化业务带动业绩高增》2019.08.17

《猪料销量承压，肉禽板块贡献核心利润增量》2019.07.02

《饲料销量稳健，肉禽板块业绩靓丽》2018.10.25

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	3.3	-3.0	-5.5
相对涨幅（%）	4.1	-4.3	-6.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:丁频
Tel:(021)23219405
Email:dingpin@htsec.com
证书:S0850511050001
分析师:陈雪丽
Tel:(021)23219164
Email:cxl9730@htsec.com
证书:S0850516080004
分析师:陈阳
Tel:(021)23212041
Email:cy10867@htsec.com
证书:S0850517020002
联系人:孟亚琦
Tel:(021)23154396
Email:myq12354@htsec.com

投资要点:

- **禾丰牧业发布 2019 年三季报：** 2019 年三季度公司实现营收 50.16 亿元，同增+8.36%；实现归母净利润 3.54 亿元，同增+46.97%。1-9 月份，公司实现营收 127.43 亿元，归母净利润 7.13 亿元，同比分别增长+11.01%、+75.95%。盈利能力方面，公司前三季度综合毛利率为 10.39%，同比上升 1.95 个百分点；综合净利率为 6.79%，同比上升 2.72 个百分点。费用方面，公司前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比变动 0.18 个百分比、0.11 个百分比、-0.05 个百分比。

- **饲料销量稳健，猪料逆势同比小幅增长。**2019 年上半年公司合并范围内饲料销量 115.6 万吨，同比增长 9.2%；我们预计三季度仍然保持稳健增速。尤其值得关注的是，在非洲猪瘟疫情扩散的大背景下，三季度公司猪料销量逆势实现同比小幅增长。我们认为一方面从侧面表明东北地区生猪存栏有企稳迹象，另一方面则是公司针对性地加强产品研发和服务力度的结果。展望全年，我们预计 2019 年公司饲料销量同比增速可达 7.5%，贡献利润约 2.2 亿元。

- **替代性需求下禽链行情持续向好，贡献核心利润增量。**受益于对猪肉替代性需求，三季度禽链行情持续向好；公司实现投资收益 1.58 亿元，同比高增 50%左右，绝大部分来自于肉禽产业化参股公司，我们估计三季度公司禽链业务贡献净利润约 3 亿元。我们预计禽链高景气行情将会贯穿全年，在屠宰量 4.7 亿羽、羽均利润 4.3 元、权益比例 45%的假设下，我们估计 2019 年公司禽链业务贡献净利润约 9.1 亿元，同比大增约 150%，贡献核心利润增量。

- **三季度生猪养殖业务已扭亏为盈，全年有望实现小幅盈利。**三季度猪价开启大幅上涨趋势，尽管非瘟背景下安全防控体系升级导致完全成本较高，我们估计公司生猪养殖业务已扭亏为盈。展望全年，我们预计 2019 年公司权益生猪出栏量有望达到 10.5 万头，在全年均价 20 元/公斤、完全成本 19.8 元/公斤以及权益比例 50%的假设下，2019 年公司生猪养殖业务有望贡献净利润约 200 万元。今年公司有多个生猪养殖项目竣工投产，产能逐步释放与新一轮猪周期形成共振，未来两年该项业务或将成为新的利润增长点。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2019 年归母净利润 10.96 亿元，对应 EPS 为 1.19 元。同时，禽链业务和生猪养殖业务给公司盈利带来向上弹性。参考可比公司，我们给予公司 2019 年 17~20 倍 PE 估值（3.3~3.8 倍 PB 估值），对应合理价值区间为 20.23~23.80 元，维持公司“优于大市”评级。

- **风险提示。**饲料盈利不达预期；鸡肉价格下跌；生猪出栏量不达预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13696	15751	19384	23881	27880
(+/-)YoY(%)	15.4%	15.0%	23.1%	23.2%	16.7%
净利润(百万元)	471	552	1096	1441	1249
(+/-)YoY(%)	10.3%	17.2%	98.6%	31.4%	-13.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.51	0.60	1.19	1.56	1.35
毛利率(%)	8.6%	8.4%	9.9%	10.4%	9.0%
净资产收益率(%)	13.9%	14.3%	19.1%	20.1%	14.8%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司 PE 估值

				EPS（元）			PE(X)		
证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002385.SZ	大北农	4.93	209	0.12	0.22	0.53	41.08	22.41	9.30
002311.SZ	海大集团	32.80	519	0.91	1.11	1.62	36.04	29.55	20.25
平均值								25.98	14.78

资料来源：Wind，海通证券研究所；注：收盘价为 10 月 25 日价格，大北农 EPS 来源于万得一致预期，海大集团 EPS 来源于海通农业，全部以最新股本摊薄

表 2 可比公司 PB 估值

				BPS（元）			PB(X)		
证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002385.SZ	大北农	4.93	209	2.30	2.33	2.77	2.14	2.12	1.78
002311.SZ	海大集团	32.80	519	4.90	5.80	7.68	6.69	5.66	4.27
平均值								3.89	3.03

资料来源：Wind，海通证券研究所；注：收盘价为 10 月 25 日价格，大北农 EPS 来源于万得一致预期，海大集团 EPS 来源于海通农业，全部以最新股本摊薄

表 3 禾丰牧业分项收入预测

	2018	2019E	2020E	2021E
饲料业务				
销售量（万吨）	235	253	271	288
YoY（%）	6.83	7.56	7.11	6.27
业务收入（万元）	729859	761396	818220	872395
业务成本（万元）	642171	664211	711235	756382
毛利率（%）	12.01	12.76	13.08	13.30
原料贸易				
业务收入（万元）	327465	311092	326647	359311
业务成本（万元）	315696	300204	313581	341346
毛利率（%）	3.59	3.50	4.00	5.00
屠宰加工				
业务收入（万元）	395976	633561	886986	1064383
业务成本（万元）	376348	589212	827558	1011164
毛利率（%）	4.96	7.00	6.70	5.00
相关业务（动物药品&养殖设备）				
业务收入（万元）	38568	50139	65180	84734
业务成本（万元）	33854	42618	54751	70329
毛利率（%）	12.22	15.00	16.00	17.00
养殖业务				
业务收入（万元）	82411	181304	290087	406122
业务成本（万元）	73465	148669	232069	357387
毛利率（%）	10.86	18.00	20.00	12.00
其他业务				
业务收入（万元）	801	900	1000	1100
业务成本（万元）	595.29	666	740	814
毛利率（%）	25.64	26.00	26.00	26.00
合计				
业务收入（万元）	1575080	1938393	2388120	2788045
YoY（%）	15.00	23.07	23.20	16.75
业务成本（万元）	1442130	1745580	2139934	2537422
毛利率（%）	8.44	9.95	10.39	8.99

资料来源：公司年报（2018），海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	0.60	1.19	1.56	1.35
每股净资产	4.18	6.21	7.77	9.13
每股经营现金流	0.54	0.67	1.10	0.98
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	12.95	11.69	8.89	10.26
P/B	1.86	2.24	1.79	1.52
P/S	0.75	0.66	0.54	0.46
EV/EBITDA	8.80	12.23	8.05	8.41
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	8.4%	9.9%	10.4%	9.0%
净利润率	3.5%	5.7%	6.0%	4.5%
净资产收益率	14.3%	19.1%	20.1%	14.8%
资产回报率	8.0%	13.0%	14.3%	10.6%
投资回报率	10.8%	14.8%	18.1%	14.7%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	15.0%	23.1%	23.2%	16.7%
EBIT 增长率	32.2%	61.2%	43.0%	-9.8%
净利润增长率	17.2%	98.6%	31.4%	-13.3%
偿债能力指标				
资产负债率	38.4%	25.7%	22.5%	22.1%
流动比率	1.3	2.0	2.2	2.3
速动比率	0.6	1.0	1.2	1.2
现金比率	0.4	0.7	0.8	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.9	8.9	8.9	8.9
存货周转天数	33.3	34.2	33.7	34.0
总资产周转率	2.4	2.5	2.6	2.6
固定资产周转率	10.3	11.5	12.2	13.0

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**15751**	**19384**	**23881**	**27880**
营业成本	14421	17456	21399	25374
毛利率%	8.4%	9.9%	10.4%	9.0%
营业税金及附加	25	29	36	42
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	421	582	669	753
营业费用率%	2.7%	3.0%	2.8%	2.7%
管理费用	228	291	334	390
管理费用率%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%
EBIT	595	959	1371	1238
财务费用	75	44	21	16
财务费用率%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	124	32	23	24
投资收益	286	510	450	300
营业利润	**691**	**1398**	**1782**	**1502**
营业外收支	1	-5	-10	-10
利润总额	**692**	**1393**	**1772**	**1492**
EBITDA	809	999	1442	1338
所得税	87	175	222	149
有效所得税率%	12.6%	12.6%	12.6%	10.0%
少数股东损益	53	122	108	94
归属母公司所有者净利润	**552**	**1096**	**1441**	**1249**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	929	1400	1800	2200
应收账款及应收票据	412	475	584	682
存货	1411	1637	1978	2363
其它流动资产	406	523	600	699
流动资产合计	3157	4034	4962	5943
长期股权投资	1355	1555	1755	1955
固定资产	1517	1847	2057	2237
在建工程	256	156	456	756
无形资产	206	216	226	235
非流动资产合计	3774	4393	5116	5809
资产总计	**6931**	**8427**	**10079**	**11752**
短期借款	1348	695	532	627
应付票据及应付账款	573	668	818	970
预收账款	161	218	260	307
其它流动负债	421	480	603	689
流动负债合计	2503	2061	2213	2593
长期借款	119	69	19	-32
其它长期负债	44	35	35	35
非流动负债合计	162	104	54	4
负债总计	**2665**	**2164**	**2266**	**2597**
实收资本	846	922	922	922
普通股股东权益	3852	5727	7168	8417
少数股东权益	414	536	644	738
负债和所有者权益合计	**6931**	**8427**	**10079**	**11752**

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	552	1096	1441	1249
少数股东损益	53	122	108	94
非现金支出	338	73	94	125
非经营收益	-193	-455	-411	-264
营运资金变动	-249	-213	-214	-298
经营活动现金流	**501**	**622**	**1018**	**906**
资产	-416	-287	-622	-622
投资	-112	-208	-206	-206
其他	18	307	452	302
投资活动现金流	**-510**	**-187**	**-376**	**-526**
债权募资	211	-653	-163	45
股权募资	96	778	0	0
其他	-140	-89	-79	-26
融资活动现金流	**167**	**35**	**-242**	**20**
现金净流量	**159**	**471**	**400**	**400**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日
资料来源：公司年报（2018），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频　　农林牧渔行业
陈雪丽　　农林牧渔行业
陈阳　　农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　新希望,生物股份,普莱柯,海大集团,益生股份,中牧股份,仙坛股份,登海种业,正邦科技,唐人神,申联生物,民和股份,禾丰牧业,通威股份,温氏股份,隆平高科,圣农发展,立华股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。