

投资评级 优于大市 维持

饲料量利高增，禽链有望开启新征程

股票数据

04月01日收盘价(元)	11.85
52周股价波动(元)	11.39-19.14
总股本/流通A股(百万股)	922/904
总市值/流通市值(百万元)	10926/10716

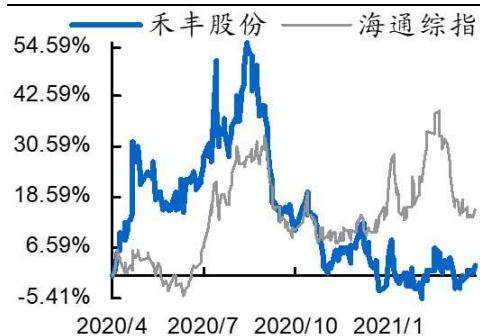
相关研究

《饲料销量延续高增，禽一体化业务仍贡献良好业绩》2020.10.29

《饲料业务延续量利齐升，生猪养殖业务贡献重要利润增量》2020.08.07

《禽链量利齐升，猪料企稳复苏》2020.04.08

市场表现



	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.3	3.1	3.8
相对涨幅(%)	5.1	9.2	4.1

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:

- 禾丰股份发布 2020 年报:** 报告期内, 公司实现营业收入 238.18 亿元, 同比增长 33.87%, 归母净利润 12.35 亿元, 同比增长 2.99%。实现基本每股收益 1.34 元。盈利能力方面, 销售毛利率为 8.96%, 同比下降 2.28 个百分点; 加权 ROE 为 19.93%, 同比下降 4.64 个百分点。利润分配预案: 公司以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金股利 2.20 元 (含税)。
- 饲料业务量利齐升, 全新管理举措释放增长潜力。** 2020 年公司合并范围内饲料销量约为 385 万吨 (+47%)。其中, 猪料、禽料、反刍料销量分别为 156/145/63 万吨, 分别同比增长 72%/36%/41%。猪料方面, 生猪养殖产能持续恢复叠加公司加强产品研发和技术服务等多项能力, 销量实现大幅增长, 其中前端料和仔猪料销量占比达到 75%。禽料方面, 尽管禽链行情低迷, 但肉禽和蛋禽养殖存栏仍在高位, 公司禽料仍保持高速增长态势。尽管 20 年下半年原料价格上行, 随着内部结构向好以及费用率下降, 公司饲料业务仍实现近 140 元的单吨净利水平, 贡献净利润约 5.3 亿元。向后展望, 公司通过自建、并购和租赁等方式在全国多地布局饲料项目, 实施各环节联动机制与对标管理等新举措, 并着力打造竞争侵略型前台、成本效率型中台、赋能分享型后台, 有望充分释放增长潜力。我们预计 2021 年公司饲料销量有望实现 25% 左右的较高增速, 在关内区和关外区均取得良好突破。
- 禽链业务盈利下降, 有望开启新征程。** 2020 年公司控股及参股企业合计白羽肉鸡养殖量和屠宰量分别达到 5.61 亿羽 (+33%)、6.39 亿羽 (+22%), 上下游环节匹配度进一步上升至 88% (+8%); 公司合计生产肉鸡分割冻品 168.3 万吨 (+26%), 调理品及熟食 2.61 万吨 (+20%)。在权益比例 45% 和羽均利润 1.4 元的假设下, 我们测算 2020 年公司禽链业务实现利润约 4 亿元, 受行情因素影响同比明显下降。展望 2021 年, 公司预计控股及参股企业合计白羽肉鸡养殖量和屠宰量分别将达到 6.1/7.2 亿羽, 我们测算贡献净利润约 3.6 亿元。从长期来看, 公司坚定推进食品战略, 资源也将会更多地向食品业务倾斜, 公司禽链业务有望开启新征程。
- 生猪养殖业务贡献重要利润增长点。** 2020 年公司控股及参股企业生猪出栏量共计 68.2 万头, 其中外销 48 万头, 育肥猪出栏量约为 21.6 万头; 截至 2020 年底公司母猪存栏 6.5 万头, 其中三元母猪占比仅为 6.5%。在权益比例 65% 和头均利润约 700 元的假设下, 我们测算 2020 年公司生猪养殖业务贡献净利润约 2.2 亿元, 同比扭亏为盈。我们预计 2021 年公司控股及参股企业生猪出栏量达到 120 万头, 贡献净利润逾 3 亿元, 继续贡献利润增量。

主要财务数据及预测

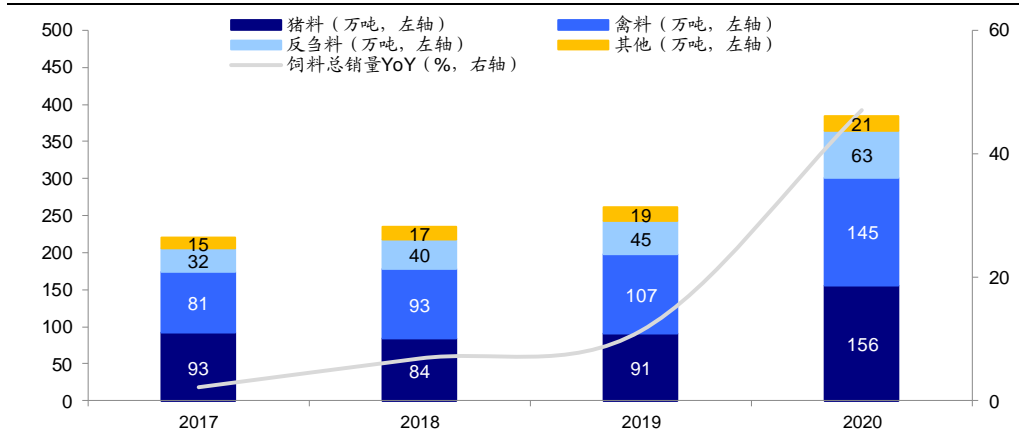
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17792	23818	29704	32781	40483
(+/-)YoY(%)	13.0%	33.9%	24.7%	10.4%	23.5%
净利润(百万元)	1199	1235	1428	1575	2257
(+/-)YoY(%)	117.3%	3.0%	15.6%	10.3%	43.3%
全面摊薄 EPS(元)	1.30	1.34	1.55	1.71	2.45
毛利率(%)	11.2%	9.0%	9.2%	9.1%	9.8%
净资产收益率(%)	21.0%	18.3%	18.0%	17.0%	20.1%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 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

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2021-23 年归母净利润分别为 14.3/15.8/22.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.55/1.71/2.45 元。参考可比公司，我们给予公司 2021 年 10~12 倍 PE 估值，对应合理价值区间为 15.50~18.60 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。

图1 2017-2020 年禾丰股份饲料销量与结构



资料来源：公司年报（2017-2020），海通证券研究所

表 1 可比公司 PE 估值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)			PB (X)
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E
002385.SZ	大北农	8.34	350	0.50	0.57	0.57	16.7	14.6	14.6	3.0
002311.SZ	海大集团	77.78	1292	1.50	1.94	2.27	51.9	40.1	34.3	9.2
平均值							34.3	27.4	24.5	6.1

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收盘价为 2021 年 4 月 1 日数据，公司盈利预测均来源于万得一致预期，EPS 全部以最新总股本摊薄。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	23818	29704	32781	40483
每股收益	1.34	1.55	1.71	2.45	营业成本	21684	26970	29795	36530
每股净资产	7.32	8.62	10.04	12.20	毛利率%	9.0%	9.2%	9.1%	9.8%
每股经营现金流	0.83	1.66	1.66	2.09	营业税金及附加	31	39	43	61
每股股利	0.00	0.25	0.29	0.29	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	465	594	656	810
P/E	8.85	7.65	6.94	4.84	营业费用率%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
P/B	1.62	1.37	1.18	0.97	管理费用	310	386	426	526
P/S	0.46	0.37	0.33	0.27	管理费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
EV/EBITDA	7.16	6.59	5.77	3.74	EBIT	1244	1611	1730	2395
股息率%	0.0%	2.1%	2.5%	2.5%	财务费用	65	63	57	45
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
毛利率	9.0%	9.2%	9.1%	9.8%	资产减值损失	35	33	23	26
净利润率	5.2%	4.8%	4.8%	5.6%	投资收益	363	250	270	460
净资产收益率	18.3%	18.0%	17.0%	20.1%	营业利润	1525	1794	1949	2814
资产回报率	10.6%	10.8%	10.6%	13.2%	营业外收支	-16	-25	-20	-20
投资回报率	13.2%	15.7%	15.3%	18.8%	利润总额	1509	1769	1929	2794
盈利增长 (%)					EBITDA	1607	1671	1842	2547
营业收入增长率	33.9%	24.7%	10.4%	23.5%	所得税	152	165	159	257
EBIT 增长率	8.6%	29.5%	7.4%	38.4%	有效所得税率%	10.0%	9.3%	8.2%	9.2%
净利润增长率	3.0%	15.6%	10.3%	43.3%	少数股东损益	122	176	195	279
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1235	1428	1575	2257
资产负债率	32.2%	29.5%	27.4%	24.0%					
流动比率	1.5	1.9	2.1	2.4	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.6	0.8	1.0	1.1	货币资金	1198	1600	2000	2600
现金比率	0.4	0.5	0.7	0.8	应收账款及应收票据	464	583	607	773
经营效率指标					存货	2474	2529	2786	3420
应收帐款周转天数	6.4	7.2	6.8	7.0	其它流动资产	654	755	832	985
存货周转天数	34.0	34.2	34.1	34.2	流动资产合计	4790	5467	6225	7778
总资产周转率	2.3	2.4	2.3	2.5	长期股权投资	2425	2725	2925	3125
固定资产周转率	9.8	9.5	9.2	10.5	固定资产	2860	3370	3740	3970
					在建工程	323	523	823	1123
					无形资产	292	321	359	397
					非流动资产合计	6856	7702	8612	9382
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	11647	13169	14837	17160
净利润	1235	1428	1575	2257	短期借款	1111	690	526	324
少数股东损益	122	176	195	279	应付票据及应付账款	1073	1069	1184	1450
非现金支出	405	94	135	178	预收账款	16	130	102	143
非经营收益	-274	-171	-198	-398	其它流动负债	911	1066	1136	1386
营运资金变动	-722	0	-172	-390	流动负债合计	3110	2954	2948	3304
经营活动现金流	766	1527	1535	1927	长期借款	575	875	1075	775
资产	-1343	-630	-857	-757	其它长期负债	60	62	37	37
投资	-280	-313	-213	-213	非流动负债合计	635	937	1112	812
其他	117	236	281	471	负债总计	3745	3891	4059	4115
投资活动现金流	-1506	-707	-789	-499	实收资本	922	922	922	922
债权募资	514	-421	-164	-502	归属于母公司所有者权益	6752	7952	9257	11245
股权募资	208	0	0	0	少数股东权益	1149	1326	1520	1799
其他	-303	3	-181	-326	负债和所有者权益合计	11647	13169	14837	17160
融资活动现金流	419	-418	-346	-828					
现金净流量	-321	402	400	600					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 01 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2020), 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,傲农生物,湘佳股份,海大集团,中牧股份,仙坛股份,民和股份,天邦股份,大北农,通威股份,隆平高科,温氏股份,圣农发展,禾丰股份,立华股份

投资评级说明

	类别	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;	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。
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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。