

2018-5-28

行业研究 | 点评报告

评级 **看好** 维持

农产品行业

强制换羽对产能还能有多大影响？

报告要点

我们认为，强制换羽已经是强弩之末，当前的技术手段已经无法扭转行业产能不断缩减的局面，随着种公鸡不足问题影响的进一步加深，未来父母代种鸡存栏量预计将加快下降。建议积极参与禽板块机会，重点推荐益生、民和、圣农、仙坛。

■ 事件评论

- **2018年1-5月在产父母代存栏量理论值上升、鸡价景气的情况下实际值却稳定。**通过复盘发现历史上在商品代鸡苗价格低于成本线时，实际在产父母代存栏量走势和理论在产父母代存栏量走势基本一致，但下降幅度更大；在商品代鸡苗盈利情况较好时，在理论值持续下降的情况下，由于强制换羽和延迟淘汰，实际在产父母代存栏量反而是增长或者稳定。但是在2018年1-5月理论在产父母代存栏量和实际在产父母代存栏量出现了一个罕见的背离，即在理论在产父母代存栏量上升及商品代持续盈利的情况下，实际在产父母代存栏量反而是稳定的，这是历史上从未出现过的情况。
- **换羽受限是2018年1-5月实际在产父母代存栏量走势意外稳定的根本原因。**为什么以前年份鸡价景气时换羽可以扭转产能减少的局面，而今年上半年反而会出现鸡价景气下理论在产父母代存栏量增加、实际存栏持平的背离呢？我们认为，主要原因在于种公鸡不足。为限制国内祖代鸡换羽能力，新西兰安伟捷从去年下半年开始下调了出售给中国祖代企业的祖代鸡中父系公鸡配比，这导致父母代中种公鸡不足，从而今年父母代种鸡可换羽的空间非常小，而2017年下半年强制换羽的父母代种鸡现在正被大量淘汰，使得2018年1-5月份出现了实际在产父母代存栏量整体基本稳定。
- **换羽受限导致祖代和父母代种鸡的存栏量及生产效率已经实质下滑，6-10月实际在产父母代存栏量大概率下降。**2018年1-19周在产祖代存栏和父母代鸡苗外销+自用量同比下滑，且父母代鸡苗销量降幅高于在产祖代存栏量降幅，在产父母代种鸡存栏量和鸡苗销量也在下降。此外在产祖代和在产父母代生产效率（在产祖代的生产效率指父母代鸡苗外销+自用量/4周前在产祖代种鸡平均存栏量，父母代同理）已经降至接近2015年的水平。我们认为，受种公鸡不足限制，换羽对产能的影响已经极小，今年6-10月理论在产父母代存栏下滑情况下，实际在产父母代存栏大概率下降。

分析师 陈佳

☎ (8621)61118733

✉ chenjia2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513080003

联系人 姚雪梅

☎ (8621) 61118733

✉ yaoxm@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近12个月）



资料来源：Wind

相关研究

《长江农业周观点（18W21）：如何看当前养殖板块投资空间？》2018-5-27

《当前白羽肉鸡行业产能去化情况如何？》2018-5-27

《长江农业周观点（18W20）：如何选择生猪养殖板块买点？》2018-5-20

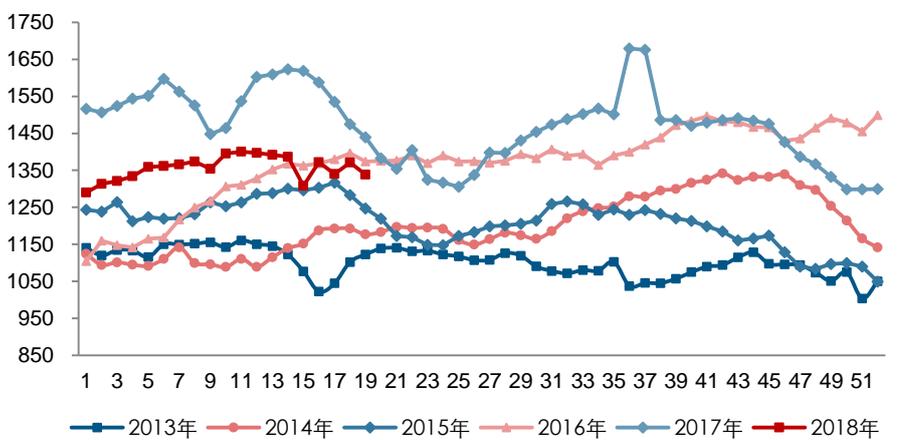
风险提示：

1. 美国复关超预期风险；
2. 鸡价不达预期风险。

强制换羽对产能还能有多大影响？

在经过一年的中游产能去化之后，2018 年监测企业在产父母代存栏量终于降至接近 2016 年的水平，如果商品代鸡苗价格持续理想并且市场对后市持续乐观的话，去年的情景会重现吗？即父母代场通过强制换羽和延迟淘汰使得在产父母代存栏量持续上行并最终导致产能过剩呢？我们对在产父母代存栏量变化进行复盘，并利用复盘结果结合当前行业情况对今年下半年在产父母代存栏情况进行分析，得到的结论为：由于种公鸡不足，当前行业换羽能力受到限制，导致今年上半年理论在产父母代存栏量上升的背景下实际在产父母代存栏量呈现稳定状态。强势换羽已经无法扭转产能的减少，6-10 月理论在产父母代存栏量下滑的情况下，实际在产父母代存栏量大概率将下滑。

图 1：2018 年监测企业在产父母代存栏量回到接近 2016 年的水平（单位：万套）



资料来源：中国畜牧业协会，长江证券研究所

历史 VS 现在：鸡价行情好时在产父母代存栏量增加 VS 存栏量持平

根据白羽肉鸡生长周期，父母代鸡苗孵化后第 24 周转为在产父母代种鸡，在正常情况下第 65 周左右淘汰，因此在不考虑强制换羽和延迟淘汰或提前淘汰的情况下，理论上第 n 周的在产父母代种鸡存栏量等于第 $n-65$ 周至 $n-24$ 周间的父母代鸡苗销量总和。根据这一方法，我们可以计算得到每周理论上的在产父母代存栏量，并将其与实际的在产父母代存栏量进行拟合，可以发现二者存在一定差异，具体来说：

2015 年 6 月-2015 年 12 月：理论在产父母代存栏量与实际在产父母代存栏量变动趋势基本吻合，但由于 7 月后商品代鸡苗价格持续下滑且在盈亏平衡线之下，父母代企业提前淘汰父母代种鸡动力较足，因而实际在产父母代存栏量下降幅度大于理论在产父母代存栏量下降幅度。

2016 年 1 月-2016 年 12 月：由于在产祖代存栏量的持续下滑，期间理论在产父母代存栏量是持续减少的，但由于市场普遍对看好后期鸡价上涨，因此父母代企业大量强制换羽和延迟淘汰，导致实际在产父母代存栏量持续上行。

2017年1月-6月：由于供给过剩，2016年9月起商品代鸡苗价格持续下滑，12月跌破成本线，2017年上半年持续亏损下父母代种鸡大量被淘汰，在产父母代存栏量快速下跌，下跌幅度和速度远超理论在产父母代存栏量。

2017年7月-12月：2017年7月起由于商品代鸡苗价格持续上涨且市场对后期鸡价重回乐观预计父母代强制换羽和延迟淘汰比例有所提升，导致实际在产父母代存栏量在理论在产父母代存栏量持续下滑的背景下基本持平。

通过复盘发现历史上在商品代鸡苗价格低于成本线时，实际在产父母代存栏量走势和理论在产父母代存栏量走势基本一致，但下降幅度更大；在商品代鸡苗盈利情况较好时，在理论值持续下降的情况下，由于强制换羽和延迟淘汰在实际在产父母代存栏量反而是增长或者保持稳定。

图 2：2016 年和 2017 年三季度鸡价行情好时，理论在产父母代存栏下降而实际存栏量增长



资料来源：中国畜牧业协会,长江证券研究所

但是在今年 1-5 月理论在产父母代存栏量和实际在产父母代存栏量出现了一个罕见的背离，即在理论在产父母代存栏量上升且鸡苗、毛鸡价格持续盈利的情况下，实际在产父母代存栏量反而是保持稳定的，这是 2015 年 6 月以来从来没有出现过的情况。

图 3：2018 年 1-5 月理论在产父母代存栏量增加的情况下实际存栏量却持



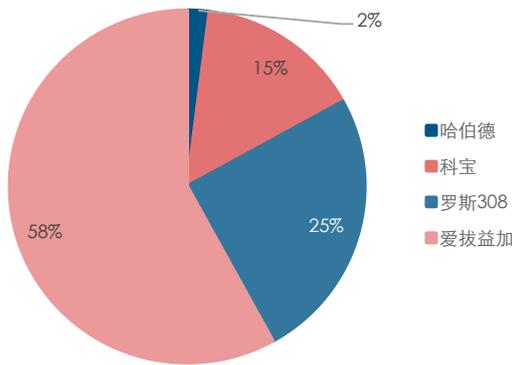
资料来源：中国畜牧业协会,长江证券研究所

为何现在换羽不再起作用？

为什么在以前年份鸡价景气时换羽可以扭转产能减少的局面，而在今年上半年反而会出现理论在产父母代存栏量增加、实际存栏持平的背离呢？我们认为，主要原因即在于由于种公鸡的不足，强制换羽的能力受到了限制，目前尚未换羽的父母代种鸡可换的比例非常小，而 2017 年下半年强制换羽的父母代种鸡现在正被大量淘汰，从而导致 2018 年 1-5 月份的实际在产父母代存栏量整体基本保持稳定。

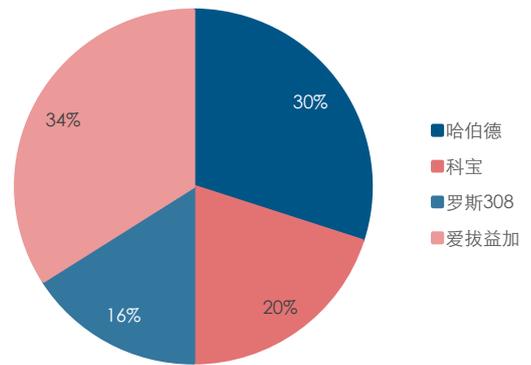
安伟捷下调父系祖代鸡配比使得国内企业换羽受到限制。为限制国内祖代鸡的换羽能力，新西兰安伟捷从去年下半年开始下调了出售给中国祖代企业的祖代鸡中父系公鸡的配比。并且从 2015 年开始，尽管每年总的祖代鸡引种更新量在 64-70 万套之间波动，变动不大，但实际上目前市场上占比最大的安伟捷系祖代鸡、即罗斯 308 和爱拔益加的祖代鸡这几年的引种量是在快速下降的，占比从 2014 年 83% 降至 2017 年的 50%，安伟捷系祖代鸡供给的连年大幅减少叠加下调父系配比阻碍了换羽能力。

图 4：我国祖代鸡引种品种情况（2014）



资料来源：博亚和讯，长江证券研究所

图 5：我国祖代鸡引种品种情况（2017）



资料来源：博亚和讯，长江证券研究所

换羽受限导致祖代和父母代种鸡的存栏量及生产效率下滑：

祖代方面：2017 年 48 周-2018 年 15 周在产祖代种鸡平均存栏量为 75.36 万套，同比下降了 2.23%，对应 2018 年 1-19 周父母代鸡苗销量同比下降了 7.9%，父母代鸡苗销量降幅高于在产祖代存栏量降幅，在产祖代的生产效率（父母代鸡苗外销+自用量/4 周前在产祖代种鸡平均存栏量）已经降至接近 2015 年的水平。

父母代方面：2017 年 48 周-2018 年 15 周父母代种鸡平均存栏量为 1346.34 万套，同比下降了 12.25%，对应 2018 年 1-19 周商品鸡苗销量同比下降了 9.62%，父母代鸡苗销量降幅高于在产祖代存栏量降幅，在产父母代的生产效率（商品代鸡苗外销量/4 周前在产父母代种鸡平均存栏量）同样降到接近 2015 年的水平。

我们认为，受种公鸡不足限制，强势换羽对产能的影响已经非常小，2018 年 6-10 月理论在产父母代存栏量下滑的情况下，实际在产父母代存栏量大概率将下滑。

表 1：在产祖代种鸡存栏量及其生产效率

	在产祖代种鸡平均存栏量 (万套)	父母代鸡苗外销+自用总量 (万套)	在产祖代生产效率
2014	109.63	5414.20	49.39
2015	97.47	4650.39	47.71
2016	84.62	4595.52	54.31
2017	79.61	4465.48	56.09
2018W1-19	75.36	1343.38	48.78

资料来源：中国畜牧业协会,长江证券研究所

表 2：在产父母代种鸡存栏量及其生产效率

	在产父母代种鸡平均存栏量 (万套)	商品代鸡苗外销量 (万只)	在产父母代生产效率
2014	1187.61	213376.16	179.67
2015	1219.51	220074.94	180.46
2016	1330.16	246600.38	185.39
2017	1483.67	291500.96	196.47
2018W1-19	1346.34	89494.25	181.92

资料来源：中国畜牧业协会,长江证券研究所

图 6：2018 年 1-19 周父母代鸡苗销量降幅高于在产祖代存栏量降幅



资料来源：中国畜牧业协会,长江证券研究所

图 7：2018 年 1-19 周商品代鸡苗销量和在产父母代存栏量开始下降



资料来源：中国畜牧业协会,长江证券研究所

投资建议

我们认为，强制换羽已经是强弩之末，当前的技术手段已经无法扭转行业产能不断缩减的局面，随着种公鸡不足问题影响的进一步加深，未来父母代种鸡存栏量预计将加快下降。建议积极参与禽板块机会，标的上，首选弹性品种益生股份、民和股份，其次肉鸡龙头圣农发展和仙坛股份。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。