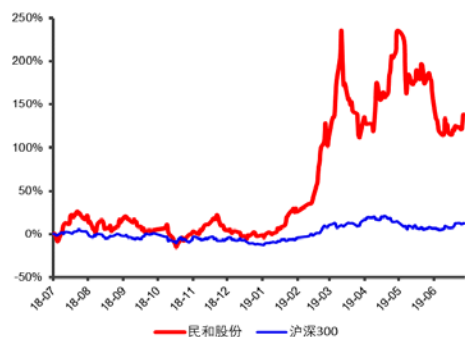


农林牧渔

民和股份：十元鸡苗将再现，产业链延伸空间大

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股): 302.05/191.15
总市值/流通(百万元): 9215.44/5832.12
12月最高/最低(元): 43.00/9.62

相关研究报告:

《农林牧渔：白羽肉鸡：沙滩上的金子，快快捡走！》——2019/4/13

《农林牧渔：白羽肉鸡，拿什么来拯救你？！》——2019/3/31

《白羽肉鸡，迟到的牛市，但并未缺席》——2019/3/5

《禽畜养殖，最好的时代，最坏的时代》——2019/2/26

《白羽肉鸡：景气由上向下传导，非瘟提振鸡肉需求》——2018/11/16

证券分析师：周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

报告摘要

1、鸡苗价格回升，全年仍将稳居高位。鸡苗价格在2019年3~5月稳居10元/羽的高位，6月初起价格暴跌，6月底已经止跌回升。预计7月开始鸡苗将震荡上涨并有望于8月重新站上10元/羽，预计最高有望突破12元/羽。届时，白羽鸡产业链景气度将触及年内高点。

2、笼养模式构成公司核心竞争力。公司是国内率先尝试笼养的肉鸡养殖企业，笼养模式在管理效率、养殖效率、成本节约等方面有较大优势，不仅有效提升种鸡成活率，还可节省约50%的公鸡数量，提高饲养密度约50%，在当前祖代鸡数量供给不足的情况下产能持续提高，同时鸡苗质量得到保障。

3、苗肉业务兼备，高弹性品种中的稳健派。公司预计2022年投产熟食项目6万吨，食品板块预计产能超过13万吨；2020年商品代鸡苗产能预计增加7000万~8000万羽，预计2020年商品代鸡苗销量超过3亿羽。在高景气周期下，公司可享受鸡苗业务带来的巨大业绩弹性，同时鸡肉业务的稳健发展减少了公司长期的业绩波动程度。

盈利预测

长期来看，非洲猪瘟带来的替代性需求将对白羽肉鸡板块带来巨大的市场空间，预计2019/2020/2021年公司归母净利润为15.26/12.48亿/9.70亿，对应EPS分别为5.05/4.13/3.21。给予2020年15倍PE，目标价61.95元，给予买入评级。

风险提示

1、饲料原料供给和价格风险，原料价格上涨可能会对公司成本控制产生不利影响；

2、非瘟疫苗上市：有效的非瘟疫苗上市将从根本上阻断非瘟疫情的传播，产能去化进度将受影响，替代性需求增长可能不及预期。

3、疫病风险：若公司养殖场出现禽流感等疫病，公司盈利有可能不及预期。

民和股份：十元鸡苗将再现，产业链延伸空间大

盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1817.71	3098.25	2856.32	2362.68
(+/-)	70.31%	70.45%	-7.81%	-17.28%
归母净利(百万元)	380.65	1526.37	1247.77	969.82
(+/-)	231.01%	300.99%	-18.25%	-22.28%
摊薄每股收益(元)	1.26	5.05	4.13	3.21
市盈率(PE)	9.09	6.04	7.39	9.50

资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

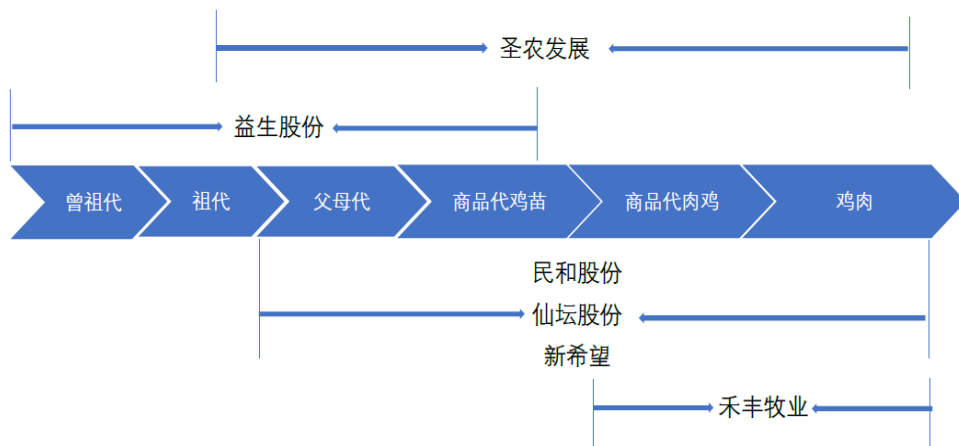
目录

一、鸡苗价格已触底反弹，全年将稳居高位	4
二、笼养模式构成核心竞争力	5
三、苗肉业务兼备，高弹性品种中的稳健派	7
四、盈利预测	9
五、风险提示	10

民和股份：十元鸡苗将再现，产业链延伸空间大

公司已形成了以父母代肉种鸡饲养、商品代肉鸡苗生产销售、肉鸡饲养、屠宰加工、饲料生产与禽畜养殖废弃物综合利用相结合的经营模式。

图表 1A 股白羽肉鸡相关上市公司产业链图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

一、鸡苗价格已触底反弹，全年将稳居高位

鸡苗价格在 2019 年 3~5 月稳居 10 元/羽的高位，6 月初起价格暴跌，6 月底已经止跌回升。预计 7 月开始鸡苗将震荡上涨并有望于 8 月重新站上 10 元/羽，预计最高有望突破 12 元/羽。届时，白羽鸡产业链景气度将触及年内高点。

图表 2 2019 年烟台商品代鸡苗价格波动（元/羽）



资料来源：wind，太平洋证券整理

前期高涨原因分析：

1) 供给端：连续4年祖代鸡引种量低于均衡值，产能持续紧平衡，商品代鸡苗供给不足。

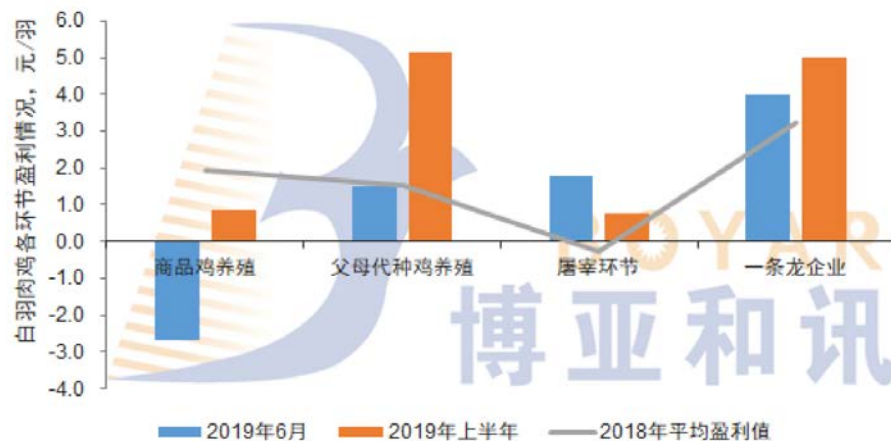
2) 下游育肥户的预期：对于苗鸡这个中间生产资料而言，其需求主要取决于专业育肥户对未来行情的预期，也就是信心。非洲猪瘟造成的巨大肉类供给缺口给下游育肥户以极高预期，2019年行业的扩产能对鸡苗有了更多需求。

进入6月后深跌原因分析：

1) 需求端：6月进入传统的农忙时节，养殖场工人无法兼顾农耕和饲养，因此6月的鸡苗需求量小；同时夏季高温，为减少疫病养殖场通常减小养殖密度，对鸡苗的需求量减少。

2) 下游养殖户预期：全国生猪均价在整个5月停滞不前，而鸡肉保持高位，5月鸡肉对猪肉的替代作用尚不明显，因此食品厂、经销批发市场渠道鸡肉走货一般，养殖户暂缓订购商品代鸡苗。

图表3 2019年6月/上半年我国白羽肉鸡产业盈利情况与去年均值对比图



资料来源：博亚和讯，太平洋证券整理

二、笼养模式构成核心竞争力

我国种鸡饲养的模式主要分为两种，平养与笼养，目前国内大部分养殖企业采用平养方式，公司则采用全程笼养方式。公司于1986年首家尝试全程笼养，采用的肉用种鸡全程

民和股份：十元鸡苗将再现，产业链延伸空间大

笼养及其配套技术为本公司自行研发，配套研发的“鸡鲜精液稀释及冻业技术”获得“山东省科学技术进步奖”，在国内种鸡饲养技术领域处于领先地位。

公司笼养技术在管理、生产效率等方面具有巨大优势，构成公司的核心竞争力：

1、减少疾病传染：根据种鸡不同的生产时期，设计不同的笼具，实行育雏期、育成期、产蛋期三阶段全程笼养；

2、成活率提高：改变传统垫料平养模式，采用多层饲养，使种鸡离开地面，不接触粪便和垫料，减少粪便污染的机会，种鸡不易发生肠道传染病，特别是避免发生球虫病，利于疾病的控制。笼养技术提高了肉种鸡的成活率，笼养方式育雏、育成期的成活率在97%以上，产蛋期死淘率在10%以下，各项目指标均优；

3、节省饲料：笼养采用食槽上料，配备乳头饮水器，保证每只鸡有足够的料位，不会出现抢食挤压现象，同时减少了饲料的污染和浪费；

4、降低投资成本：采用笼养方式，可使饲养密度提高，土地和房舍利用率提高，节约土建投资；

5、方便管理：笼养便于掌握鸡群的成长发育情况，并可根据种鸡的生长周期调整喂料量；利于人工限饲，根据种鸡的生产情况及时调笼，提高了鸡群的整齐度和生产性能，使饲养管理更加方便；

6、降低种鸡饲养成本：笼养公母配比1:20，而平养必须达到1:10，少用公鸡，经过选育，有利于选拔优秀公鸡，使其遗传潜力得到更大的发挥。笼养种鸡采用人工授精，受精率比平养高2%~3%。人工授精技术替代了种鸡的自然交配，提高了种鸡受精率，降低了死胚率，避免了因交配而造成的感染、提高了受精率、杜绝了因输精而带来的交叉感染、减少种公鸡饲养量、减少非生产性饲料开支。

图表 4 公司笼养示意图



资料来源：公众号，太平洋证券整理

图表 5 联栋纵向通风鸡舍

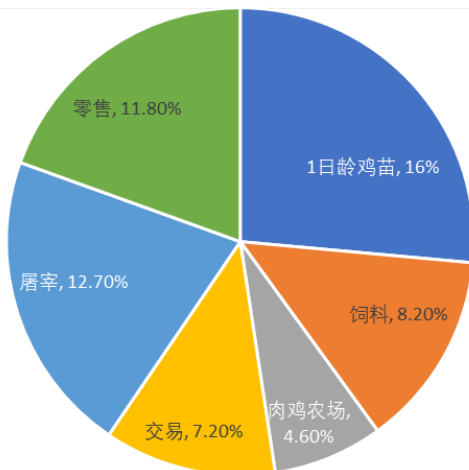


资料来源：公司公众号，太平洋证券整理

三、苗肉业务兼备，高弹性品种中的稳健派

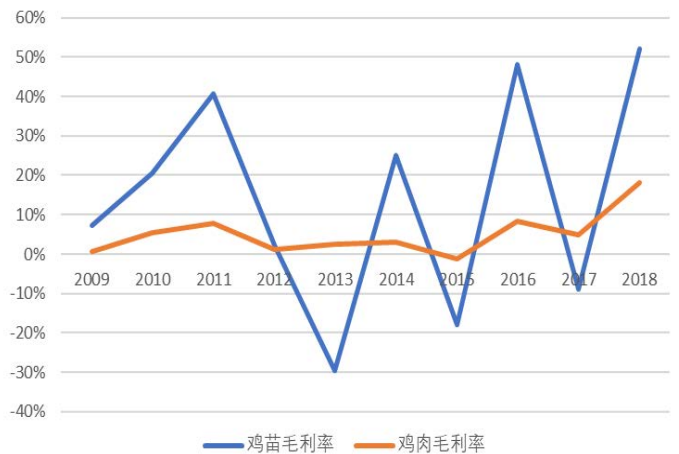
白羽肉鸡产业链中各环节毛利率有一定差别。在业绩景气年份，如 2016 年和 2018 年上游鸡苗的毛利率高于下游鸡肉毛利率，而在行业亏损时期，如 2013 和 2015 年，上游鸡苗深度亏损，鸡肉毛利率较为稳定。因此在行业整体向好时期，上游鸡苗企业的业绩弹性更大。目前 A 股上市公司中，出售商品代鸡苗的仅益生股份和民和股份，两公司率先受益于行业高景气度行情，业绩爆发性极强。

图表 6 中国肉鸡产业链中各环节销售毛利占比



资料来源：国际家禽，太平洋证券整理

图表 7 公司鸡苗和鸡肉业务毛利率变化



资料来源：wind，太平洋证券整理

鸡肉业务产能扩张为业绩带来巨大想象空间。公司在扩张上游商品代鸡苗产能之时，积极拓展下游产业链。目前公司的鸡肉产品分为生肉制品和熟食制品，其中熟食制品目前销售量较小，但由于产品附加值高、毛利率高，同时顺应消费需求，因此公司目前鸡肉业务板块专注于熟食制品，目前已经签署熟食制品的意向合作协议超过5万吨/年。

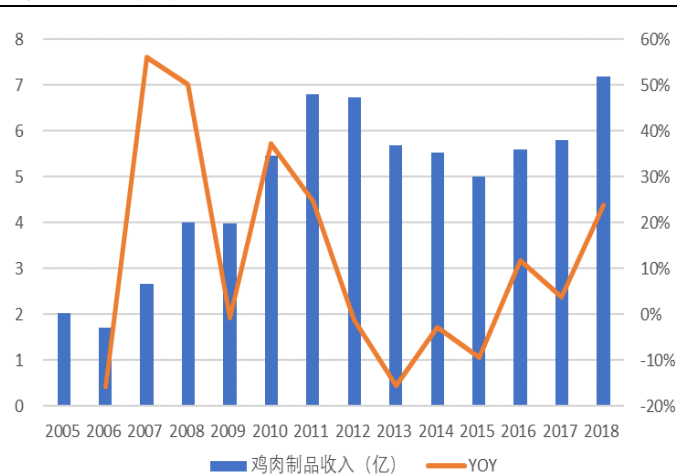
2019年5月公司撤回定增计划，拟以自有资金投资年产能6万吨的熟食项目，预计2022年投产，届时公司生肉制品+熟食项目产能预计超过13万吨，整个食品板块毛利率将进一步上涨。

图表8 公司鸡肉制品分类及相关客户

种类	2018年销售量	客户
生肉制品	7万吨	百胜(旗下包括肯德基、必胜客、东方既白、小肥羊等品牌)、中粮、铭基(旗下包括麦当劳等品牌)、龙大、双汇等知名企业
熟食制品	1255.85吨	为国内中小规模餐饮企业、团膳客户提供熟食制品，同时也在为喜旺、深圳誉兴、云味馆等大客户进行小批量的供货。

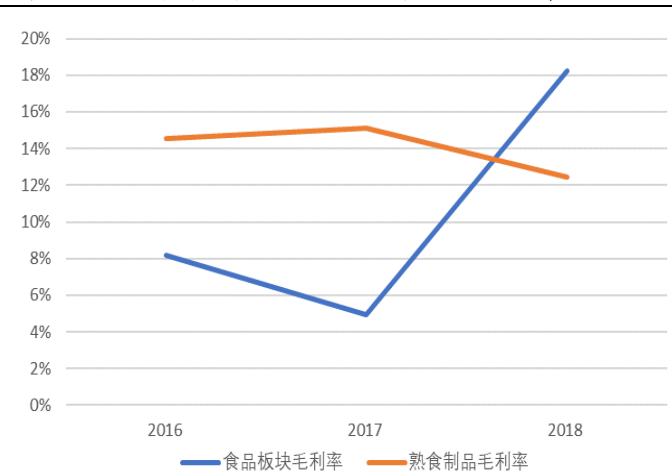
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表9 公司鸡肉制品收入及YOY



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表10 公司鸡肉食品板块和熟食制品毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

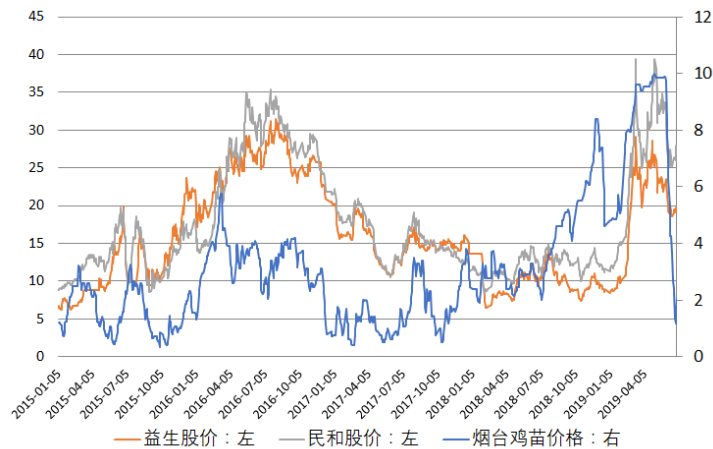
随着下游食品板块的产能增长，为保证食品质量安全，上游商品代产能也相应增长。2019年4月公司拟投资24920万元建设年存栏80万套父母代肉种鸡养殖园区建设项目，全部投产预计增加商品代鸡苗7000万~8000万羽，投产时间预计在2020年。

鸡苗和鸡肉业务齐头并进，高景气周期具备鸡苗业务高弹性，行业低迷时期依靠鸡肉业务平滑业绩浮动，是当前白羽肉鸡板块高弹性品种中的稳健派。

四、盈利预测

短期来看，鸡苗价格的回升是股价的首要推动力。鸡苗价格在6月初急速暴跌，但在6月底已经实现触底反弹，后续随着消费旺季来临以及猪肉长期高位后鸡肉的替代作用显现，鸡苗价格有望长期稳定高位。

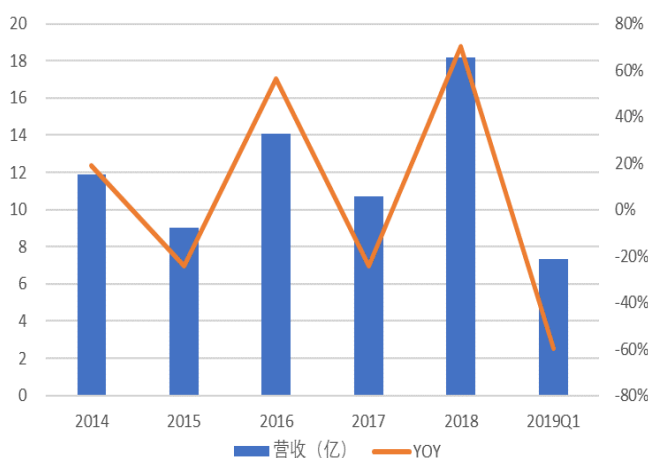
图表 11 公司股价与鸡苗价格伴行



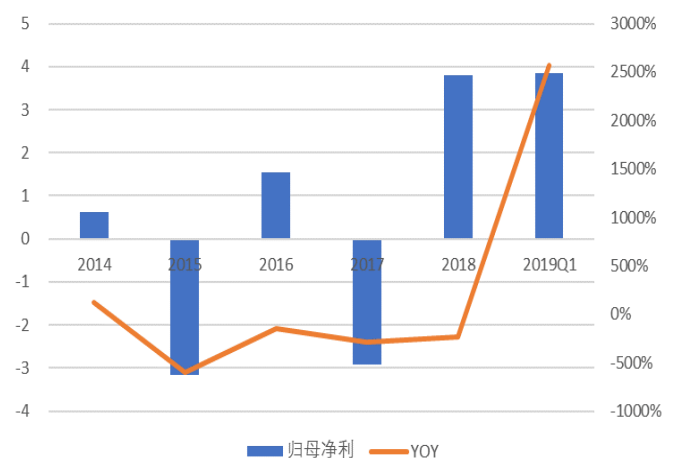
资料来源：wind, 太平洋证券整理

长期来看，非洲猪瘟带来的替代性需求将长期影响板块，而业绩的高位将为公司股价提供强有力的支撑。2019年一季报，公司预计上半年归母净利在8~9.6亿，同比增长4244.4%~5113.28%；从全年来看，即使利润中性预测也到达16.3亿，业绩仍然保持高速增长。

图表 12 公司营收（亿）及 YOY



图表 13 公司归母净利（亿）及 YOY



资料来源：wind，太平洋证券整理

资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 14 2019 年民和股份白羽肉鸡板块盈利弹性预测

商品代鸡苗	价格中性：7 元/羽	外售 3 亿羽	利润中性：13.5 亿	2019 年全年利润预测： 利润中性：16.30 亿 利润悲观：13.16 亿 利润乐观：19.44 亿
	价格悲观：6.3 元/羽		利润悲观：11.4 亿	
	价格乐观：7.7 元/羽		利润乐观：15.6 亿	
屠宰业务	鸡肉价格中性：13000 元/吨	屠宰 4000 万羽，共 8 万吨	利润中性：2.80 亿	
	鸡肉价格悲观：11700 元/吨		利润悲观：1.76 亿	
	鸡肉价格乐观：14300 元/吨		利润乐观：3.84 亿	

资料来源：太平洋证券

五、风险提示

- 1、饲料原料供给和价格风险，原料价格上涨可能会对公司成本控制产生不利影响。
- 2、非瘟疫苗上市：有效的非瘟疫苗上市将从根本上阻断非瘟疫情的传播，产能去化进度将受影响，替代性需求增长可能不及预期。
- 3、疫病风险：若公司养殖场出现禽流感等疫病，公司盈利有可能不及预期。

农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，四年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyng@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.co
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋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 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。