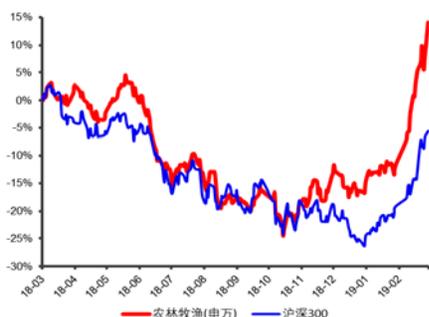


农林牧渔

白羽肉鸡：迟到的牛市，但并未缺席

走势对比



推荐公司及评级

相关研究报告：

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、白羽肉鸡：迟到的牛市，但并未缺席。供给端的剧烈收缩叠加需求端的温和复苏引起价格暴涨，2019年以来父母代鸡苗和商品代鸡苗价格维持在历史绝对高位。上游祖代引种不足传导至终端，行业供给紧平衡的状况短时间内无法改变；白羽肉鸡凭借自身优势不断扩充消费市场，作为第二大肉类率先享受猪肉巨大缺口下的市场扩容，供需矛盾突出将持续带动白羽肉鸡产业链景气上行，2019年的资本市场对白羽鸡热情高涨是对18年以来产业持续繁荣的价值回归，白羽肉鸡的牛市虽然迟到，却并未缺席。

2、业绩确定性强，需求空间广阔，估值距离高点仍有空间。2018年四家白羽肉鸡企业均实现归母净利润同比200%以上的增长，而当前估值与2016年高点仍有差距。非洲猪瘟疫情导致的猪肉缺口或许高达2000万吨，强劲拉动白羽肉鸡的需求上升，在供给短时间内无法快速扩容的背景下，产业链景气度有望持续超预期。

给予白羽肉鸡板块“买入”评级。根据业绩弹性，依次推荐：益生股份、民和股份、圣农发展、仙坛股份、禾丰牧业、华英农业。

风险提示

1、突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力。

2、价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。

3、原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。

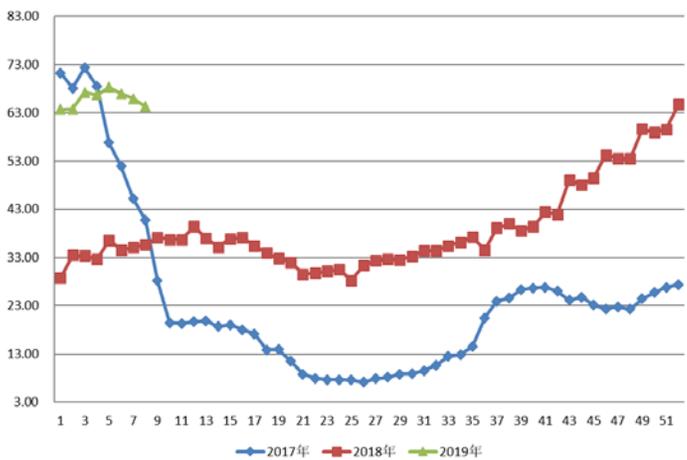
目录

一、白羽肉鸡：牛市，迟到但没有缺席	3
二、标的推荐	6
三、风险提示	7

一、白羽肉鸡：牛市，迟到但没有缺席

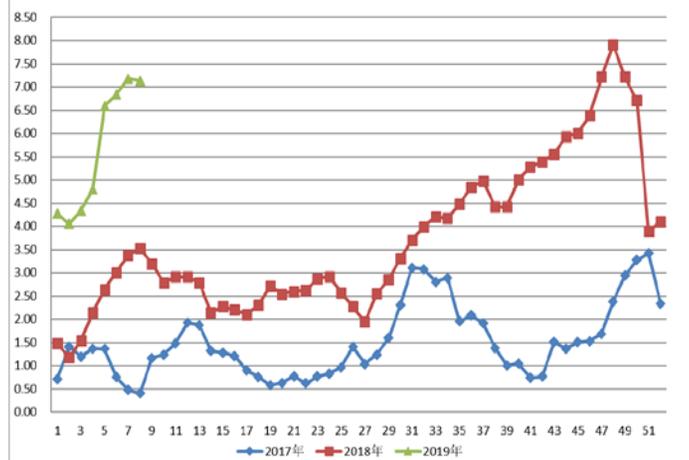
近日，热火朝天、景气爆棚的白羽鸡行业受到各路资本的高度关注，2016年的盛景恍如昨日，却昙花一现，时隔三年后的今天惊人的父母代和商品代鸡苗价格再次引爆产业和资本的做多热情。

图表 1 父母代鸡苗价格（元/套）



资料来源：中国畜牧业协会，太平洋证券整理

图表 2 商品代鸡苗价格（元/羽）

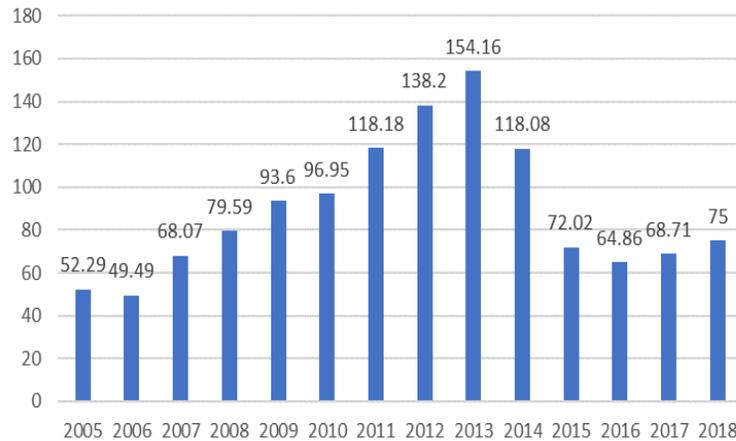


资料来源：中国畜牧业协会，太平洋证券整理

如果说 2016 年短暂景气源于产业和资本的盲目乐观，那么 2019 年的热情高涨就是对 18 年以来产业持续繁荣的价值回归，这是迟到的暴涨，资本终于还给白羽鸡一个名正言顺的牛市。

为何本轮景气周期来的如此猛烈而持续？因为 15~18 年连续四年的引种量低于均衡值，在被动去产能的同时，全行业在持续多年的深度亏损中主动去产能，在 18 年初，整个行业陷入了极度的绝望之中。此情此景，再也没有任何理由看空白羽肉鸡。供给端的剧烈收缩遇上需求端的温和复苏，一定会导致产品价格上涨，如果说 16 年市场一致预期的涨价不幸夭折，那么终有一天，涨价会如期而至，此前下跌的时间越长，产业的亏损越严重，最终的价格弹性越大，景气持续时间越长，这就是 18 年以来发生的一切。

图表 3 祖代鸡引种/更新量（万套）



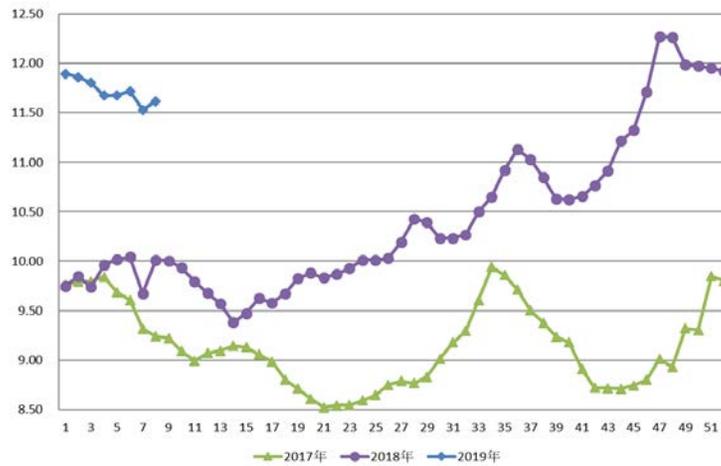
资料来源：畜牧业协会，太平洋证券整理

本轮白羽鸡的景气繁荣找不到任何怀疑的理由，尤其是在不久的未来，非洲猪瘟导致生猪产能快速去化，猪肉价格暴涨可期，白羽鸡的需求端扩容将成为本轮景气周期可持续的最大支撑。也许在未来的 3~5 年都很难找到看空白羽鸡的任何理由。

在势如破竹的上涨中，产业链各环节的盈利再次出现极度分化，烟台地区大肉食毛鸡价格温和上行，苗鸡价格却一飞冲天，育肥环节亏损持续扩大。今日，民和益生的商品代鸡苗价格继 18 年 11 月后再次报出 8.9 元/羽的历史最高价格，9 元触手可及。而仅仅在两年前的今天，同样的商品代苗鸡，5 毛钱一羽却无人问津。周期的轮回永远以不可知的形式到来，无论是上涨还是下跌都会过头，超出所有人预期，直到产业和资本出现泡沫，剑拔弩张到无以复加时，任何一点风吹草动都能吹破泡沫，曲终人散，黯然离场，在此之前可以尽情狂欢。这就是周期的本质，或者说人性的本质，千百年来，从未改变。

在高价鸡苗时代，产业链的盈利分布呈现出两头高、中间低的格局。目前，一羽商品代鸡苗盈利高达 5.5 元，屠宰一只毛鸡的盈利高达 3 元，均创下白羽鸡有史以来的历史最高纪录。几家欢喜几家愁，外购鸡苗育肥环节却处于亏损周期的状态，好在近期饲料价格下跌明显，缓解了专业育肥户的亏损。冰火两重天不仅发生在不同区域的生猪养殖业，也同样发生在白羽肉鸡产业链的不同环节。

图表 4 屠宰加工企业白羽肉鸡产品综合价格（元/公斤）



资料来源：畜牧业协会，太平洋证券整理

白羽肉鸡产业链中唯一有壁垒的两个环节是上游种鸡和下游屠宰。这也是造成产业链利润分配不均的根本原因。尤其是在过去四年白羽祖代鸡引种量持续低于均衡值的背景下，产能持续紧平衡，商品代鸡苗供给不足。从需求端而言，非洲猪瘟导致产能去化进而推高猪肉价格的影响还需要一段时间，鸡肉的价格优势尚未显现，终端消费上升有限，这是近期终端分割品和毛鸡价格上涨乏力的本质原因。

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。非洲猪瘟的疫情越严重，未来产能缺口越大，就越利好未来的肉鸡需求和价格，这个逻辑不仅被资本市场炒的火热，产业资本也早已深陷其中。这就解释了在育肥环节亏损的情况下，鸡苗价格仍然居高不下的反常现象。中间的肉鸡育肥门槛较低，高价鸡苗成为常态，散养的育肥户生存困难，他们被迫归入禾丰、新希望六和、仙坛等公司加农户的产业体系内，必将加速产业链一体化的进程。从这个意义上来说，高价苗鸡并非坏事。

展望未来，中国即将进入长时间的高价猪肉时代，在非洲猪瘟疫情得到有限控制之前，猪肉的供给缺口将长期存在，并未除猪肉以外的其他任何动物蛋白带来巨大的替代性需求扩容。白羽鸡凭借其成本和效率优势将获得产业资本史无前例的追捧。原有的白羽鸡养殖资产价值将得以重估，一方面是现有的种鸡存栏将直接产生丰厚的盈利，另一方面是多年深耕所形成的品牌和技术优势，人才团队和营销网络优势，都是助力龙头企业快速抢占增量市场的核心竞争力。当行业迎来千载难逢的爆发性增长机会时，先发优势得以显现，因为机会总是留给有准备的人。

还记得 2013~2017 年，白羽肉鸡曾经历过的腥风血雨，能够挺过来活到今天的企业总算迎来了一片大好的光明前景，这是对坚守者的鼓励，给实业家的赞礼！让我们尽情享受这长久的繁荣，迎接属于白羽鸡的黄金时代！

二、标的推荐

业绩确定性强，需求空间广阔，估值距离高点仍有空间。2018 年四家白羽肉鸡企业均实现归母净利润同比 200%以上的增长，而当前估值与 2016 年高点仍有差距。非洲猪瘟疫情导致的猪肉缺口或许高达 2000 万吨，强劲拉动白羽肉鸡的需求上升，在供给短时间内无法快速扩容的背景下，产业链景气度有望持续超预期。

图表 5 白羽肉鸡上市公司 2018 年业绩大幅增长

	2018 年归母净利润 (亿)	同比增长
益生股份	3.63	216.91%
民和股份	3.81	231.01%
圣农发展	15.11	379.62%
仙坛股份	4.02	294.19%

资料来源：公司公告 太平洋证券

图表 6 白羽肉鸡上市公司 PB、PE (3月1日) 与 2016 年高点比较

	圣农发展	仙坛股份	益生股份	民和股份
PE (TTM)	22.32	17.96	34.57	19.80
16 年高景气度时最高 PE	151.10	67.72	290	-
PB (TTM)	4.35	2.95	7.86	6.73
16 年高景气度时最高 PB	6.30	6.37	18	10

数据来源：wind, 太平洋证券

以高于或低于中性价格 10% 为乐观或悲观价格，对有肉禽业务的各公司进行 2019 年利润预测。根据业绩弹性，我们依次推荐：益生股份、民和股份、圣农发展、仙坛股份、禾丰牧业、华英农业。

图表 7 2019 年益生股份盈利弹性预测

	价格中性：60 元/套	外售 1000 万套	利润中性：4.2 亿	2019 年全年利润预测： 利润中性：15.08 亿 利润悲观：12.56 亿 利润乐观：17.60 亿
父母代鸡苗	价格悲观：54 元/套		利润悲观：3.6 亿	
	价格乐观：66 元/套		利润乐观：4.8 亿	
	价格中性：6 元/羽	外售 3.2 亿羽	利润中性：10.88 亿	
商品代鸡苗	价格悲观：5.4 元/羽		利润悲观：8.96 亿	
	价格乐观：6.6 元/羽		利润乐观：12.80 亿	

资料来源：太平洋证券

图表 8 2019 年民和股份盈利弹性预测

	价格中性：6 元/羽	外售 3 亿羽	利润中性：10.2 亿	2019 年全年利润预测： 利润中性：13 亿 利润悲观：10.72 亿 利润乐观：15.84 亿
商品代鸡苗	价格悲观：5.4 元/羽		利润悲观：8.96 亿	
	价格乐观：6.6 元/羽		利润乐观：12 亿	
	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	
屠宰业务	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

图表 9 2019 年圣农发展盈利弹性预测（圣农食品预计贡献利润 1.6 亿）

屠宰业务	鸡肉价格中性：13000 元/吨	屠宰 5 亿羽，共 100 万吨	利润中性：36.60 亿
	鸡肉价格悲观：11700 元/吨		利润悲观：23.60 亿
	鸡肉价格乐观：14300 元/吨		利润乐观：49.60 亿

资料来源：太平洋证券

图表 10 2019 年仙坛股份盈利弹性预测

屠宰业务	鸡肉价格中性：13000 元/吨	屠宰 1.3 亿羽，共 26 万吨	利润中性：9.10 亿
	鸡肉价格悲观：11700 元/吨		利润悲观：5.72 亿
	鸡肉价格乐观：14300 元/吨		利润乐观：12.48 亿

资料来源：太平洋证券

图表 11 2019 年禾丰牧业肉禽产业盈利弹性预测

肉毛鸡	价格中性：5 元/斤	权益养殖量 1.4 亿羽	利润中性：4.9 亿	2019 年全年利润预测： 利润中性：10.3 亿 利润悲观：0.48 亿 利润乐观：20.12 亿
	价格悲观：4.5 元/斤		利润悲观：2.1 亿	
	价格乐观：5.5 元/斤		利润乐观：7.7 亿	
屠宰业务	鸡肉价格中性：13000 元/吨	权益屠宰 2.7 亿羽，共 54 万吨	利润中性：5.4 亿	
	鸡肉价格悲观：11700 元/吨		利润悲观：-1.62 亿	
	鸡肉价格乐观：14300 元/吨		利润乐观：12.42 亿	

资料来源：太平洋证券

图表 12 2019 年华英农业肉禽产业盈利弹性预测

商品代鸡苗	价格中性：6 元/羽	外销 3000 万羽	利润中性：0.96 亿	2019 年全年利润预测： 利润中性：4.16 亿 利润悲观：0.98 亿 利润乐观：7.34 亿
	价格悲观：5.4 元/羽		利润悲观：0.78 亿	
	价格乐观：6.6 元/羽		利润乐观：1.14 亿	
商品代鸭苗	价格中性：5 元/羽	外销 1 亿羽	利润中性：2.2 亿	
	价格悲观：4.5 元/羽		利润悲观：1.7 亿	
	价格乐观：5.5 元/羽		利润乐观：2.7 亿	
鸭屠宰业务	价格中性：10000 元/吨	屠宰 1 亿羽，共计 25 万吨	利润中性：1 亿	
	价格悲观：9000 元/吨		利润悲观：-1.5 亿	
	价格乐观：11000 元/吨		利润乐观：3.5 亿	

资料来源：太平洋证券

三、风险提示

1. 突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力。

2. 价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。

3. 原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。

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，三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
上海销售副总监	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	shenyg@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@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。