

农林牧渔

证券研究报告
2019年03月13日

禽链迎历史性强周期？！

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《农林牧渔-行业研究周报:2019年第十10周周报:猪价加速上涨,继续坚定推荐养殖板块!》 2019-03-10
- 2 《农林牧渔-行业深度研究:非洲猪瘟对生猪养殖产业有哪些影响?》 2019-03-09
- 3 《农林牧渔-行业研究周报:2019年第九周周报:本轮“养殖盛宴”中“剩者为王”!》 2019-03-03

1、当前鸡价上涨处在何阶段?

通过复盘白羽肉鸡产业链各个环节的价格走势和盈利情况,可以看出:1)本轮鸡周期是历史性强周期!鸡苗、毛鸡、鸡肉综合品售价均在2018中期以来的景气中突破历史高位,且高位维持一段时间。

2)当前阶段白羽肉鸡的强周期主要源自供给收缩!从2018中期开始,行业景气开始,父母代场盈利改善率先开始,快速提升,维持高位。但下游养殖场、屠宰场盈利改善相对滞后。无论从改善程度还是持续时间来看,上游改善都强于下游,可以判断此轮鸡价景气主要来自上游供给端收缩的改善。

3)猪鸡具有一定的消费替代性,但当前鸡价的景气中,低迷猪价反而起到负贡献。2019年传统春节假期后,毛鸡和鸡肉价格回调明显。毛鸡价格回调近30%到7-8元/公斤水平;鸡肉价格回调约6%到11500元/吨水平。但父母代鸡苗和商品代鸡苗在停苗期结束后,快速回升至高位。我们认为,下游毛鸡和鸡肉价格回调主要源自消费端低价猪肉的压制。猪价低迷,下游鸡肉和毛鸡价格受到明显压制。而猪价当前阶段低位的原因是,节前多地由于担心非洲猪瘟影响,养殖户抛售生猪较多,导致节前开始猪价保持低迷持续至今,从上周开始猪价已开始上涨通道。预计抛售生猪的影响即将消退。

2、供给有何新变化?

祖代引种及更新规模从2018年10月份开始增加。按理论生长周期推算,预计至少需到2019年四季度方能成为供给。叠加行业种公鸡配比不足、鸡病问题等带来的生产效率下降,可换羽比例受到明显限制,2019年白羽鸡供应紧张格局难以改变。2019年考虑到新西兰的产能及主产国美国等短期复关较难,预计全年更新量保持在80万套以下水平。巴西反倾销落地,预计将减少鸡肉进口量,进一步压缩国内供给。

3、猪鸡替代有多强?

1)通过分析国内动物蛋白消费结构发现,禽肉消费占比提升较快,占13.5%;猪肉消费占比有所下降,占30.6%。

2)通过复盘猪肉-鸡肉价格发现,白条鸡零售价除2013年6月这轮周期外,与猪价基本同涨,且猪价上涨幅度越大,该上涨周期中白条鸡零售价年均涨幅也越大。

3)通过定量测算生猪替代消费估算本轮鸡价高度,若生猪产能去化15%,鸡肉消费增加14%,若生猪产能去化45%,则鸡肉消费增加41%,其中禽肉中白羽肉鸡占33%、黄羽肉鸡占19%、鸭肉占30%均将出现明显缺口。若生猪产能去化15%,估计2019年鸡肉均价13500元/吨,高点可能达到15000元/吨甚至更高水平;鸡苗均价7元/羽,高点可能上涨至13元/羽;毛鸡均价6元/斤,高点可能上涨至8元/斤,历史景气高位。

4、禽板块还有多大空间?

假设2019年父母代鸡苗均价55元/套、商品代鸡苗均价7元/羽、鸡肉综合品售价13500元/吨(仙坛13000元/吨),则我们预计2019年净利润圣农发展43.5亿、益生股份16.2亿、民和股份13.4亿、仙坛股份11.3亿;3月12日收盘市值对应2019年的利润,估值来看圣农发展10x、益生股份10x、民和股份9x、仙坛股份8x。而复盘来看鸡股的估值,上轮股价上涨阶段,市场一致预期盈利高点对应的估值,圣农发展9-20x;益生股份8-22x;民和股份8-26x;仙坛股份10-26x。可见,禽板块仍有空间!且若生猪产能去化持续增加,鸡肉消费替代将进一步提升,叠加供给收缩的既定事实,鸡价有望进一步超预期,上市公司盈利将进一步上修。

5、投资建议:非洲猪瘟带来生猪产能去化,猪肉供需缺口将逐渐显现;作为猪肉消费的主要替代品,禽肉消费将快速增长,助推禽链景气向上,预计此轮禽链景气向上时间和程度都将超历史周期!预计上市公司盈利改善明显!1)首推白羽肉鸡板块,除猪肉替代带来的消费增长外,产业链自身供给收缩,产业链景气有望进一步提升和延续,重点推荐自繁自养一体化的圣农发展,其次仙坛股份、益生股份、民和股份、新希望、禾丰牧业等;2)黄羽肉鸡板块,重点推荐温氏股份、其次立华股份;3)肉鸭板块,重点推荐华英农业。

风险提示:疫病风险;价格上涨不达预期;原材料涨价;进口变化

内容目录

1. 当前鸡价上涨处在什么阶段?	4
2. 供给有何新变化?	6
2.1. 祖代更新量处于历史低位, 2019 年供给收缩有强支撑	6
2.2. 2018 换羽“双低”: 换羽基数低+换羽率低, 且将持续 2019 年	7
2.3. 生产效率下降明显, 短期趋势不可逆	8
2.4. 进口或成最大不确定性, 但边际影响有限!	9
3. 猪鸡替代有多强?	9
3.1. 国内动物蛋白消费结构如何?	9
3.2. 猪鸡之间替代性多强?	10
3.3. 猪肉缺口有多大?	11
4. 当前位置, 鸡股还有多大空间?	13
4.1. 复盘看鸡股估值	13
4.2. 鸡股空间还有多少?	14
5. 投资建议	16

图表目录

图 1: 白羽肉鸡产业链各节点价格走势	4
图 2: 上游父母代场自 2018W27 持续盈利改善	4
图 3: 养殖盈利未出现明显改善	4
图 4: 屠宰端盈利改善在节后受到明显压制回调	5
图 5: 祖代引种规模持续下降	6
图 6: 白羽鸡生长周期	7
图 7: 2013 年以来全国祖代鸡存栏(在产+后备)年度加权平均情况(万套)	8
图 8: 祖代产能利用效率	8
图 9: 城市人均禽肉消费增速高于动物蛋白消费总量增速(除 2017 年)	9
图 10: 城市动物蛋白消费: 猪肉占比约 27%、禽肉约 13%、水产约 20%、蛋类约 13%、奶类约 22%	9
图 11: 农村人均禽肉消费增速明显高于动物蛋白消费总量增速(除 2017 年)	10
图 12: 农村动物蛋白消费: 猪肉占比约 37%、禽肉约 15%、水产约 14%、蛋类约 17%、奶类约 13%	10
图 13: 农村人均禽肉消费快速增长, 特别是 2013 年以来	10
图 14: 当前国内肉类消费结构预估	10
图 15: 商品代鸡苗销售量(万只)	13
图 16: 圣农发展历史股价与估值	14
图 17: 益生股份历史股价与估值	14
图 18: 民和股份历史股价与估值	14
图 19: 仙坛股份历史股价与估值	14

表 1: 白羽肉鸡祖代引种情况	7
表 2: 猪肉周期	11
表 3: 白条鸡零售价波动周期	11
表 4: 本轮猪周期带来的消费缺口	12
表 5: 本轮猪肉消费缺口给禽肉替代品带来的供需缺口	12
表 6: 供给变动与鸡价涨跌	13
表 7: 上市公司盈利弹性测算	15

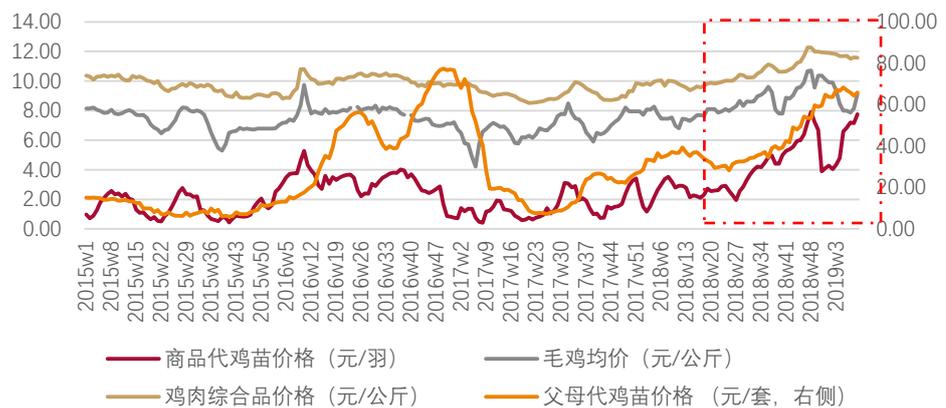
1. 当前鸡价上涨处在什么阶段?

根据博亚和讯，截止 2019 年第 10 周，毛鸡出栏量下降，屠宰场收购难度增加，毛鸡收购价格涨回 9 元/公斤；屠宰场鸡肉产品销售价格跟涨幅度较低，销售速度有所加快。毛鸡价格回升，进一步推高鸡苗报价，鸡苗报价高点突破 9 元/羽，再创历史新高。本周毛鸡均价 9.12 元/公斤，较上周上涨 12.04%；鸡肉产品综合售价 11.63 元/公斤，较上周上涨 2.02%；鸡苗均价 8.66 元/羽，较上周上涨 10.60%。

相应的，肉鸡养殖平均盈利水平提升至 2.55 元/羽；父母代种鸡场盈利额提升至 6.16 元/羽；市场屠宰盈利额回落至 0.94 元/羽。可以大致看出，当前产业链价格传导并不顺畅，产业链上游景气明显好于下游，当前景气来自供给端而非需求端！

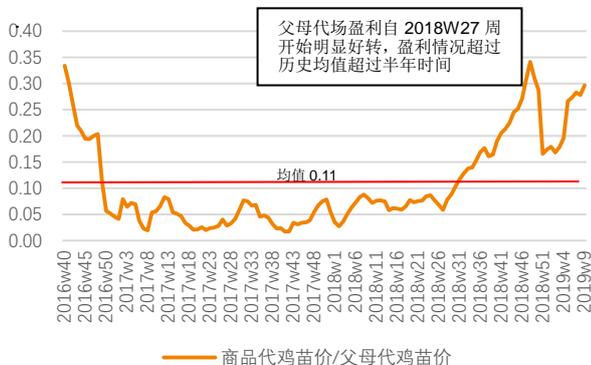
进一步求证本轮鸡价景气周期，我们复盘本轮景气周期各个产业链环节的盈利情况。假设到产业链各环节，包括父母代鸡苗场、商品代鸡苗场、商品鸡养殖场、屠宰场各环节效率（即 psy、出栏体重等）难以发生较大幅度改善，考虑到白羽肉鸡的生长周期，当期毛鸡价格对应 6 周前的商品代鸡苗价格，当期商品代鸡苗价格对应 27 周-91 周父母代鸡苗价格均价，通过父母代鸡苗-商品代鸡苗价格比、毛鸡-鸡苗价格比、毛鸡-鸡肉价格比来看商品代苗场、商品鸡养殖场、屠宰场的盈利水平（注：比值并不代表实际盈利水平，但可以衡量盈利水平）。

图 1：白羽肉鸡产业链各节点价格走势



资料来源：白羽肉鸡协会、博亚和讯，天风证券研究所

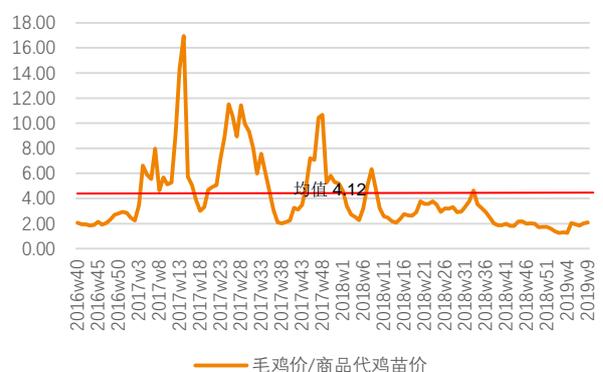
图 2：上游父母代场自 2018W27 持续盈利改善



资料来源：白羽肉鸡协会，天风证券研究所

注：考虑到白羽肉鸡生长周期，第 n 周的白羽肉鸡商品代鸡苗价格对应的是第 n-27 周至第 n-91 周的父母代鸡苗均价。用该指标粗略衡量父母代场的盈利情况。

图 3：养殖盈利未出现明显改善



资料来源：白羽肉鸡协会、博亚和讯，天风证券研究所

注：考虑到白羽肉鸡生长周期，第 n 周的白羽肉鸡毛鸡价格对应的是第 n-6 周的商品代鸡苗均价。用该指标粗略衡量养殖场的盈利情况。

图 4：屠宰端盈利改善在节后受到明显压制回调



资料来源：白羽肉鸡协会，博亚和讯，天风证券研究所

从白羽肉鸡产业链各个环节的价格走势可以看出：

- 1) **本轮白羽肉鸡是历史性强周期！**商品代鸡苗达到**历史新高**，破 9 元/羽！且除停苗期外，2018 年 8 月起一直维持在 4 元/羽水平，父母代鸡苗场**持续盈利**，**时间超过半年**！父母代鸡苗自 2018 年 6 月持续上涨，维持 50 元/套已超过 4 个月时间！毛鸡价格节前也一度突破 10 元/公斤，是自 2015 年以来的**最高位**，鸡肉综合品售价节前也突破**历史高点**，达到 12300 元/吨水平。
- 2) **当前阶段白羽肉鸡的强周期主要源自供给收缩！**从 2018 年中期开始，行业景气开始，父母代场盈利改善（商品代鸡苗价格/父母代鸡苗价格）率先开始，且快速提升，维持高位。但下游养殖场、屠宰场盈利改善相对滞后。无论从改善程度还是持续时间来看，上游改善都强于下游，可以判断此轮鸡价景气主要来自上游供给端收缩的改善。
- 3) **猪鸡具有一定的消费替代性，但当前鸡价的景气中，低迷猪价反而起到负贡献。**2019 年传统春节假期后，毛鸡和鸡肉价格回调明显。毛鸡价格回调近 30%到 7-8 元/公斤水平；鸡肉价格回调约 6%到 11500 元/吨水平。但父母代鸡苗和商品代鸡苗在停苗期结束后，快速回升至高位。我们认为，**下游毛鸡和鸡肉价格回调主要源自消费端低价猪肉的压制**。猪价低迷，下游鸡肉和毛鸡价格受到明显压制。而猪价当前阶段低位的原因是，节前多地由于担心非洲猪瘟影响，养殖户抛售生猪较多，导致节前开始猪价保持低迷持续至今，从上周开始猪价有所回暖。预计抛售生猪的影响将在 4 月之前逐渐消退。

未来，一方面，白羽肉鸡行业供给收缩的强周期逻辑仍将继续，最少持续至 2019 年底；另一方面，非洲猪瘟带来生猪产能大幅去化，远超历史周期，猪价上涨成必然，猪鸡之间的替代关系将为鸡价“锦上添花”。随着抛售猪影响逐渐消退，生猪产业的供给缺口预计在 4 月前真正体现，且有望提前，届时猪价上涨将进一步助推鸡价格全面上涨。

下文，我们重点探讨当前市场最为关注的 3 个问题：

- 1) 白羽肉鸡行业景气，供给有增加的可能性吗？换羽如何？
- 2) 猪鸡之间替代关系到底有多大？猪价和鸡价到底何种关系？
- 3) 当前养鸡股处于何种估值水平？目标估值给多少合理？

2. 白羽肉鸡供给有何新变化？

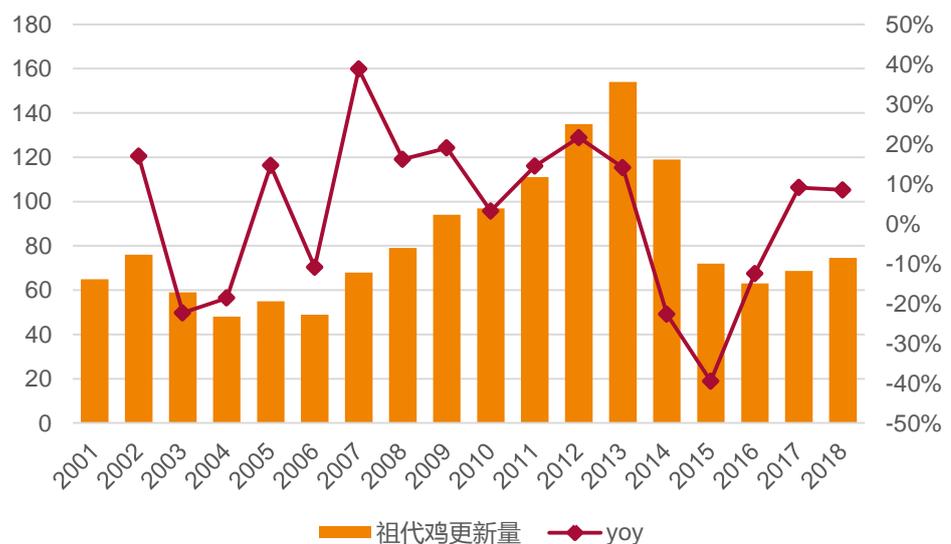
影响白羽肉鸡行业供给，主要包括祖代种鸡更新量（引种+国内自繁）、换羽、生产效率、鸡肉进口四大要素。考虑到白羽肉鸡的生长繁育周期，影响 2019 年行业供给主要取决于 1) 2016-2018Q3 的祖代更新量(2018Q4 的引种量至少需要 15-16 个月才能反应到毛鸡供给，即 2020Q1)、2) 换羽量、3) 生产效率、4) 鸡肉进口量。其中，祖代更新量为已知量，不存在预期差；换羽量和生产效率，包括 2018 年及之前发生的已知量，也包括 2019 年养殖户根据市场做出的行为变化，属未知量，存在预期差；鸡肉进口量，主要是中巴、中美之间的贸易变化预期，属未知量，存在预期差。

2.1. 祖代更新量处于历史低位，2019 年供给收缩有强支撑

祖代更新量（引种+国内自繁）是供给的源头。2010、2011 年白羽肉鸡行业景气，带来祖代鸡引种的快速上涨，2011 年-2013 年引种继续增长，产能严重过剩。为规范行业发展，2014 年，白羽肉鸡联盟成立，对祖代鸡引种的数量进行上限规定。随着 2015 年起，海外禽流感疫情的爆发，国内引种进一步受限，2015-2017 年，白羽鸡祖代鸡引种量大幅下滑。从 2013 年高峰期的 154 万套，下降到 2016 年低谷的 63 万套，降幅达到 59%。

目前，新西兰及波兰是国内唯二的祖代引种国。根据白羽肉鸡协会数据，2018 年全年，国内累积引种及更新祖代鸡约 74.54 万套，符合市场预期。

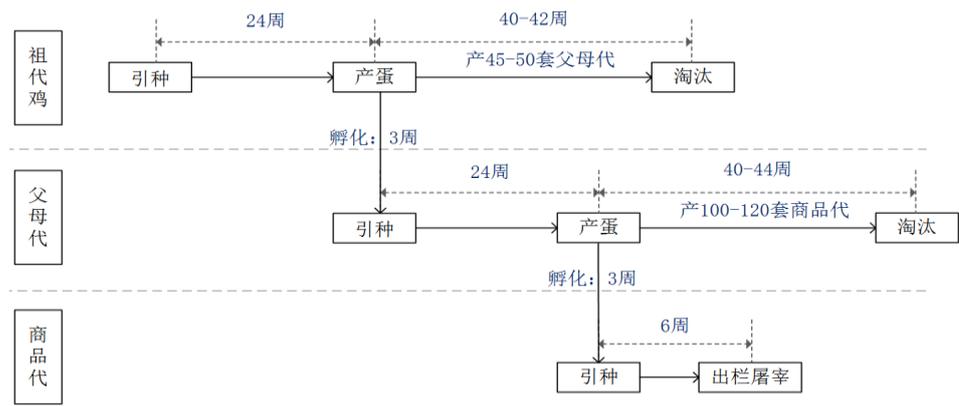
图 5：祖代引种规模持续下降（万套）



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

从白羽鸡生长周期看，祖代引种传导到商品代，最快需要 15-16 个月时间。加上在产产能消耗时间约 10 个月时间，则实际祖代更新量反映到毛鸡供应需要约 26-28 个月的时间才能显现。从祖代产能影响周期来看，2019 年的商品代供应，对应于 2016-2018Q3 的祖代引种产能，为近年来最低点。

图 6：白羽鸡生长周期



资料来源：根据圣农发展、益生股份招股说明书，天风证券研究所整理

从月度引种量来看，2018 年，国内祖代引种及更新量是从 10 月份才开始快速增加的。按照正常的生长周期推算，那么这部分新增的引种量最快也需要在 2019 年底才能开始形成商品代产能，2020Q1 才能形成实际鸡肉供给。这意味着，产业景气有望贯穿 2019 年全年。而由于引种国主要是新西兰和波兰的局面较难改变，2019 年引种量也将保持在 80 万套以下水平，其中根据白羽肉鸡协会，2019 年 1 月引种量数据为 2 万套。

表 1：白羽肉鸡祖代引种情况（万套）

引种时间	2017 年		2018 年	
	单月引种	累计引种	单月引种	累计引种
1 月	8.20	8.20	1.30	1.30
2 月	8.09	16.29	1.04	2.34
3 月	0.00	16.29	7.28	9.62
4 月	3.90	20.19	6.12	15.74
5 月	0.87	21.06	6.91	22.65
6 月	5.62	26.68	2.70	25.35
7 月	6.52	33.20	4.05	29.40
8 月	4.08	37.28	2.50	31.90
9 月	8.08	45.36	7.43	39.33
10 月	7.00	52.36	14.77 ↑	54.10
11 月	8.97	61.33	10.70 ↑	64.80
12 月	7.38	68.71	9.74 ↑	74.54

资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

2.2. 2018 换羽“双低”：换羽基数低+换羽率低，且将持续 2019 年

换羽能力是产能供给的补充，换羽量=换羽基数*换羽比率，其对产能的影响主要包括：1) 换羽基数，即能够用于换羽的产能，2) 换羽比率，即强制换羽量占总产能的比重。

根据中国畜牧业协会禽业分会粗略计算，发现 2018 年换羽出现“双低”：一是换羽基数低，2018 年的换羽鸡主要是基于 2016-2017 年的产能，而 2013 年以来，祖代白羽肉鸡存栏明显下降，2016-2017 年均处于较低水平，这使得 2018 年换羽鸡的基数为历年来最低；对应 2019 年，换羽基数取决于 2017-2018 年的产能，仍然处于历史最低水平。二是换羽率低，根据中国畜牧业协会禽业分会数据，2018 年累计强制换羽 14.31 万套，粗略估计换羽比率仅约 12%，换羽率低，主要是因为 2016/2017 年大规模换羽导致后代质量明显下降，养殖疫病发生概率提升、养殖难度加大，使得购买换羽鸡的下游养殖户养殖成本上升效益下降，这倒逼养殖户选择质量更优的未换羽鸡苗，使得换羽鸡无市场或者只能折价销售，种鸡场换羽意愿明显下降。而这一市场机制，大概率将在之后的行业中长期存在，除非引

种严重不足，导致下游养殖户不得不使用换羽鸡，否则换羽鸡仍将面临折价销售，低换羽率大概率存在。

总之，我们预计 2019 年换羽量整体有限，行业供给紧张格局难以改变。

图 7：2013 年以来全国祖代鸡存栏（在产+后备）年度加权平均情况（万套）



资料来源：根据中国畜牧业协会数据加权计算，天风证券研究所

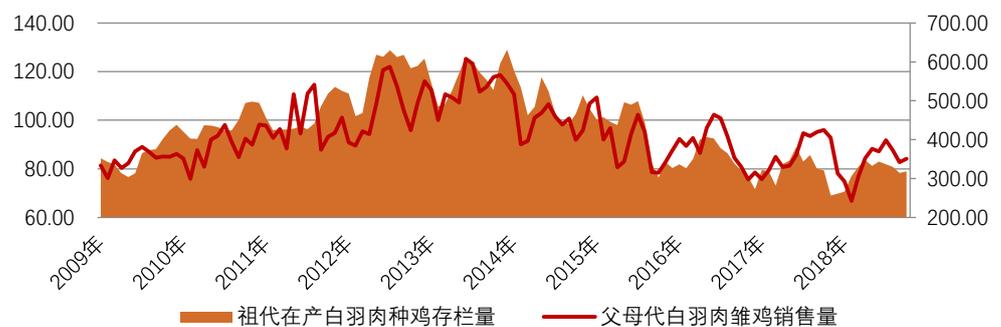
2.3. 生产效率下降明显，短期趋势不可逆

根据白羽肉鸡生长周期图，祖代鸡提供的实际供给，除了取决于换羽量这一“加数”，还取决于生产效率这一“乘数”，实际供给 = (祖代鸡更新量 + 换羽量) * 生产效率，因为是乘数影响，所以边际效用更大。

而生产效率主要包括：1) 一套祖代鸡能生产多少套父母代，2) 一套父母代能生产多少只商品代，3) 商品代的死淘率。具体来看：

- **祖代鸡生产效率下降超 6%。**根据中国畜牧业协会，2015-2017 年祖代生产效率分别为 48.96、54.87、55.27 万套，而 2018 年仅为 51.69 万套，较 2017 年下降超过 6%，效率明显下降，主要是有些种鸡受到肝病影响，而这一影响预计在 2019 年仍难完全消除。
- **换羽鸡使得鸡群易换肝破裂和支原体等，产蛋率和死淘率下降明显。**发病父母代场主要在东北地区，且主要集中在几个祖代鸡场供应的父母代鸡苗，而山东地区也存在购买这类父母代鸡苗的情况，未来其他地区的发病有可能会陆续显现。根据博亚和讯，换羽鸡育成期父母代种鸡死淘率增加 5-7%，肉鸡死淘率提升 3-5%；根据卓创资讯反馈情况，换羽鸡产蛋率下降明显。

图 8：祖代产能利用效率



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

备注：祖代在产存栏单位：万套，父母代肉鸡销量单位：万套，详见右轴

2.4. 进口或成最大不确定性，但边际影响有限！

截止目前，巴西仍然是我国最大的鸡肉进口国；根据博亚和讯，预计 2018 年全年白羽肉鸡（剔除黄羽肉鸡）进口 50 万吨，其中巴西占比约 82%。

2019 年 2 月 15 日商务部裁定原产于巴西的进口白羽肉鸡产品存在倾销，决定自 2019 年 2 月 17 日起，对上述产品征收反倾销税，税率为 17.8%-32.4%，征收期限为 5 年。我们认为：巴西反倾销落地，进口鸡肉价格预计提升，利好国内鸡肉价格！

截止目前，巴西仍然是我国最大的鸡肉进口国；根据博亚和讯，预计 2018 年全年白羽肉鸡（剔除黄羽肉鸡）进口 50 万吨，其中巴西占比约 82%。巴西反倾销落地，巴西鸡肉出口商预计成本抬升，利润空间缩减，出口中国数量预计下降，在其他政策不变情况下，将进一步收紧国内白羽肉鸡鸡肉供需结构，利好鸡肉价格！未来，仍需关注其他出口国的政策变化。但目前我国 2015 年颁布的对美国禽类进口禁令仍然有效，且新增泰国、俄罗斯、乌克兰等进口渠道，预计 2019 年中国自美国进口鸡肉可能性不大。

供给收缩在 2018 年终成现实，由此带动产品价格的上涨以及企业盈利的反转，而站在目前时点，**供给端的预期差仍然存在！预计当前产业景气有望延续 2019 年！**

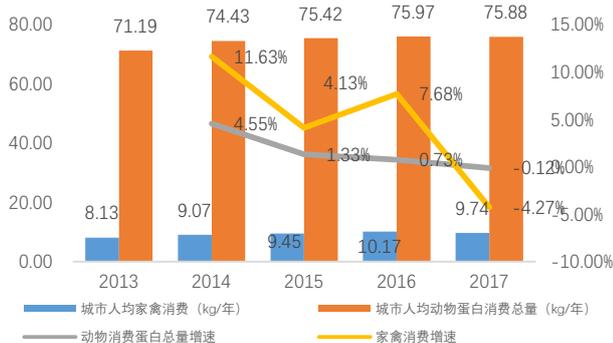
3. 猪鸡替代有多强？

3.1. 国内动物蛋白消费结构如何？

从我国城市居民和农村居民的动物蛋白消费结构来看（考虑到数据来源及其完整性，城市动物蛋白我们采用猪肉、禽肉、水产、牛肉、羊肉、蛋类、奶类；农村动物蛋白消费我们采用猪肉、禽肉、水产、牛肉、羊肉、蛋类、奶类），我们发现：

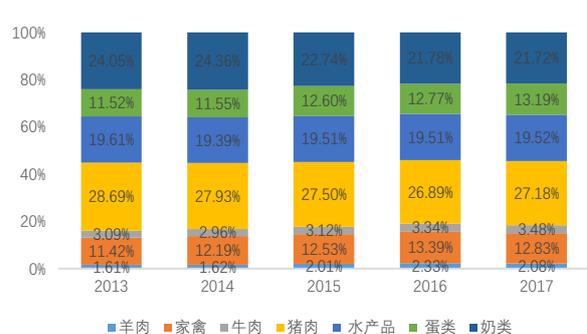
- 1) **动物蛋白消费总量增长明显，特别是农村。**截止 2017 年，城市人均动物蛋白消费量 75.88kg/年，近 5 年年均增长 1.3%；截止 2017 年，农村人均动物蛋白消费量 52.60kg/年，近 5 年年均增长 2.9%。
- 2) **动物蛋白消费结构性改善明显。**城市猪肉消费占比有所下降，除 2017 年外，自 2013 年以来禽肉消费快速增长，占比由 11.42%提升至 13.39%水平。除 2017 年外，农村禽肉消费占比增长较快，占比由 13.41%提升至 15.44%水平。
- 3) 根据天风证券研究所“春节返乡”问卷数据来看，当前鸡肉消费占比约 20%。

图 9：城市人均禽肉消费增速高于动物蛋白消费总量增速（除 2017 年）



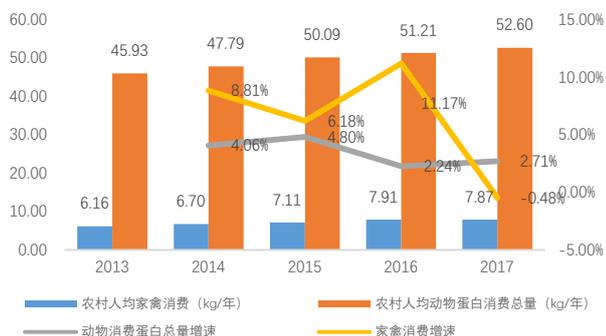
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 10：城市动物蛋白消费：猪肉占比约 27%、禽肉约 13%、水产约 20%、蛋类约 13%、奶类约 22%



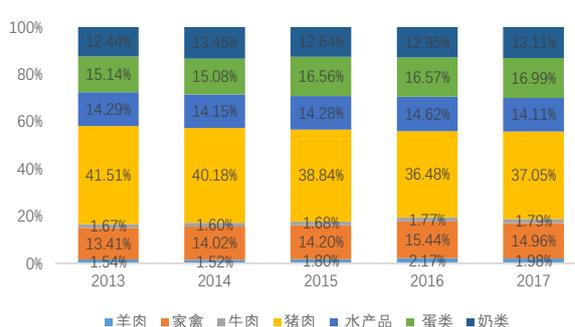
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 11: 农村人均禽肉消费增速明显高于动物蛋白消费总量增速(除 2017 年)



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 12: 农村动物蛋白消费: 猪肉占比约 37%、禽肉约 15%、水产约 14%、蛋类约 17%、奶类约 13%



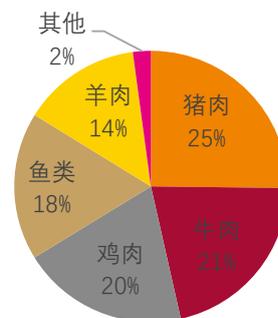
资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图 13: 农村人均禽肉消费快速增长, 特别是 2013 年以来



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 当前国内肉类消费结构预估



资料来源: 天风证券研究所 2019 返乡问卷, 天风证券研究所

备注: 该数据来自天风证券研究所 2019 返乡问卷, 其中牛肉、羊肉比例偏高可能与样本年龄结构和收入结构有关。

3.2. 猪鸡之间替代性多强?

猪肉和鸡肉同属于动物蛋白消费, 具有一定的替代性。这种替代关系是下游消费者做出的经济学选择, 其价格的替代关系强弱应该从鸡肉/白条鸡零售价出发, 而非毛鸡或鸡苗或更上游的父母代鸡苗。因为白羽肉鸡产业链链条较长, 且每一环节生产周期较短, 使得产业链上下游存在较强的短期博弈, 白羽肉鸡价格产业链传导往往并不顺畅, 上下游价格走势中短期可能出现偏差。但长期趋于基本一致。

根据商务部白条鸡零售价, 我们发现 2004 年来, 白条鸡零售价经历了:

- 1) 2006.06-2008.05 上涨周期, 白条鸡零售价年均涨幅 16%, 与 06/07 年蓝耳病带来的猪的景气周期基本完全重合, 此轮猪肉价格上涨 135%;
- 2) 2008.05-2010.07 下跌周期, 白条鸡零售价年均跌幅 2%;
- 3) 2010.07-2011.10 上涨周期, 白条鸡零售价年均涨幅 13%, 与猪价的景气周期也基本一致, 此轮猪肉价格上涨 105%;
- 4) 2011.10-2013.06 震荡期, 价格稳定在 18.3-19 元/公斤水平, 未受到猪价下跌的影响;

- 5) **2013.06-2018.12 缓慢上涨周期**，白条鸡零售价年均涨幅 3%，此轮白条鸡零售价持续缓慢上涨并未受到此间猪价波动影响，这是因为，根据 USDA 数据，国内鸡肉产量自 2012 年高点 1370 万吨后开始下降，年均下降 2%，而与此同时，农村动物蛋白消费结构改善，农村居民人均消费禽肉自 2013 年快速增长，年均 19%，而城市禽肉消费占比也由 11%提升到 13%，这使得供需错配，价格上涨。

从白条鸡零售价的周期来看，除 2013 年 6 月这轮周期外，**与猪肉价格基本【同涨】，且【猪肉价格上涨幅度越大，该上涨周期中白条鸡零售价年均涨幅也越大】。**

关于猪价，我们认为非洲猪瘟带来生猪产业产能去化，生猪产业景气程度将远超 2006-2007 年蓝耳病带来的景气周期，我们预计**此轮猪价上涨幅度和上涨持续时间都将超过此前周期**，持续时间有望达到 2-3 年；除猪价的强支撑外，再叠加 2013 年 6 月至今的蛋白需求结构改善带来的鸡肉消费增长，**预计此轮白条鸡上涨幅度、持续时间都有望超历史周期，产生历史性大行情！**

表 2：猪肉周期

	时间	猪肉价格（元/公斤）		涨跌幅	年均涨跌幅
		max	min		
上涨	2006.07-2008.05	26.21	11.14	135%	74%
下跌	2008.05-2010.06	26.21	14.86	-43%	-21%
上涨	2010.06-2011.09	30.41	14.86	105%	84%
下跌	2011.09-2014.04	30.41	17.17	-44%	-17%
上涨	2014.04-2016.06	30.32	17.17	77%	35%
下跌	2016.06-2018.05	30.32	15.86	-48%	-25%
上涨	2018.05-至今	?	15.86		

资料来源：中国畜牧业信息网，天风证券研究所

表 3：白条鸡零售价波动周期

	时间	白条鸡零售价（元/公斤）		涨跌幅	年均涨跌幅
		max	min		
上涨	2006.06-2008.5	16.64	12.63	32%	16%
下跌	2008.05-2010.07	16.64	15.73	-5%	-2%
上涨	2010.07-2011.10	18.53	15.73	18%	13%
震荡	2011.10-2013.06	18.3-19			
持续上涨	2013.06 至今	> 22.63	18.34	> 23%	
其中	2018.12-至今	22.63	21.5	5%	21%

资料来源：商务部，天风证券研究所

3.3. 猪肉缺口有多大？

根据国家统计局的肉类产量和人均动物蛋白消费情况，我们测算猪肉缺口将带来禽肉增加的比例。假设：

- 1) **生猪产能变动幅度=猪肉产量变动幅度**：根据农业农村部数据，预计当前生猪产能去化约 15%；考虑到当前有效的非洲猪瘟疫苗尚未出来，测算区间上限假设为未来产能去化达到 45%；

受非洲猪瘟影响，本轮猪价上涨周期，母猪 psy 可能下滑；且养殖场考虑到感染疾病风险，出栏体重也有可能下降。而猪肉产量=产能*psy*出栏体重*屠宰出肉率，即猪肉产量下降幅度可能超过生猪产能去化幅度。在此，保守预估猪肉产量去化比例近似等于生猪产能去化比例

- 2) 猪肉下降带来的缺口,由其他动物蛋白按比例弥补:猪肉产量下降,在不考虑进出口、收储的影响下,且全国人均动物蛋白消费水平保持不变,则猪肉产量下降缺口需要由其他动物蛋白按其占比进行弥补。考虑到国内居民消费特点,我们认为对猪肉具有替代性的主要是禽肉、牛羊肉及蛋类。
- 3) 禽肉中白羽肉鸡占 33%、黄羽肉鸡占 19%、鸭肉占 30%:根据新牧网,2018 年 5 月据畜牧业协会推算,2017 年,禽肉产量 2344.82 万吨,鸡肉占到 63%。其中,白羽鸡肉产量 781 万吨,占有鸡肉产量的 53%;黄羽肉鸡产量 443 万吨,817 系列 106 万吨,淘汰蛋鸡 139.01 万吨,鸭肉 700.79 万吨,鹅肉 150 万吨,鸽肉 25.02 万吨。(新牧网:<http://www.xinm123.com/html/ex-info/475770.html>)
- 4) 不考虑人口增长,即人均肉类消费变动幅度=肉类消费变动幅度。

通过计算本轮猪周期的猪肉缺口给替代性消费的禽肉带来的消费增量和供需缺口,可以发现,当生猪产能去化 15%时,白羽肉鸡、黄羽肉鸡消费增长 14%,即供需缺口 14%;当生猪产能去化 25%时,白羽肉鸡、黄羽肉鸡消费增长 23%,即供需缺口 23%;当生猪产能去化 45%时,白羽肉鸡、黄羽肉鸡消费增长 41-42%,即供需缺口 41-42%。

而从白羽肉鸡的历史周期可以看出,由于近年来白羽肉鸡消费保持一定增长,白羽肉鸡商品代鸡苗销量增速下降时,行业均出现景气周期。2011 年、2015 年、2018 年行业供给同比增速约 4.3%、0%、-13.18%,出现景气周期,毛鸡价格涨跌幅高达 120%、96%,鸡苗价格高达 562%、1285%。那么,本轮猪周期带来的猪肉带来的鸡肉替代消费增长,进而产生鸡肉供给消费缺口 14%-41%,给鸡价带来的弹性将远超历史周期!保守估计,若生猪产能去化 15%,那么,鸡肉消费由于非洲猪瘟影响扩大 14%,则估计 2019 年鸡肉均价 13500 元/吨,高点可能达到 15000 元/吨甚至更高水平,鸡苗均价 7 元/羽,高点可能上涨至 13 元/羽,毛鸡均价 6 元/斤,高点可能上涨至 8 元/斤。

表 4: 本轮猪周期带来的消费缺口

2018 年		本轮猪周期	
猪肉产量(万吨)	降幅	猪肉产量预估(万吨)	猪肉缺口(万吨)
5,404.00	15%	4593.4	810.6
	25%	4053	1,351.0
	35%	3512.6	1,891.4
	45%	2972.2	2,431.8

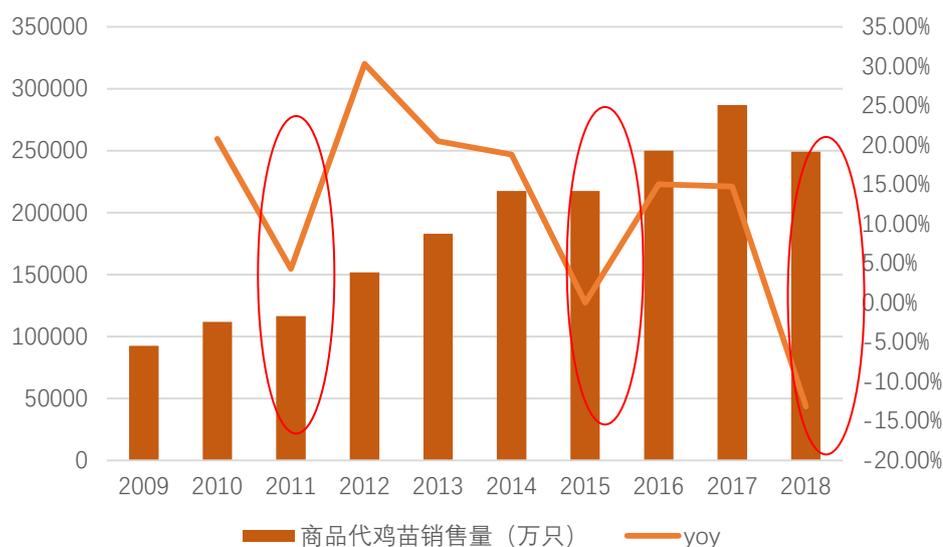
资料来源:国家统计局,天风证券研究所

表 5: 本轮猪肉消费缺口给禽肉替代品带来的供需缺口

猪肉下降比例假设	猪肉替代品蛋白消费增量(万吨)	禽肉产量						
		白羽肉鸡	黄羽肉鸡	肉鸭	其他禽肉	蛋类	牛肉	羊肉
猪肉替代品结构	100.00%	13.27%	7.64%	12.06%	7.24%	45.30%	8.44%	6.04%
猪肉替代品产量(万吨)		781	443	701	420	2642	644	475
若降幅 15% 供需缺口(万吨)	810.60	107.57	61.94	97.79	58.68	367.22	68.45	48.95
供需缺口		14%	14%	14%	14%	14%	11%	10%
若降幅 25% 供需缺口(万吨)	1351.00	179.29	103.23	162.99	97.79	612.04	114.09	81.58
供需缺口		23%	23%	23%	23%	23%	18%	17%
若降幅 35% 供需缺口(万吨)	1,891.4	251.00	144.52	228.18	136.91	856.85	159.72	114.22
供需缺口		32%	33%	33%	33%	32%	25%	24%
若降幅 45% 供需缺口(万吨)	2,431.8	322.72	185.81	293.38	176.03	1101.67	205.35	146.85
供需缺口		41%	42%	42%	42%	42%	32%	31%

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 15: 商品代鸡苗销售量 (万只)



资料来源：白羽肉鸡协会，天风证券研究所

表 6: 供给变动与鸡价涨跌

		活鸡批发价 涨跌幅	商品代鸡苗涨跌 幅	商品代鸡苗销售 量增速
上涨	2010.01-2012.04	120%	562%	4.3%
	2013.05-2014.03	74%	1207%	20.5%
	2015.04-2016.08	94%	1285%	0.0%
	2017.07-2018.02	96%	976%	14.7%
	2018.08-至今		> 331%	-13.2%
下跌	2012.04-2013.05	-36%	-95%	30.3%
	2014.03-2015.04	-44%	-89%	18.8%
	2016.08-2017.07	-41%	-94%	15.0%
	2018.02-2018.08	-34%	-45%	

资料来源：商务部，农业农村部，天风证券研究所

4. 当前位置，鸡股还有多大空间？

4.1. 复盘看鸡股估值

复盘来看鸡股的估值，应该是某只股票某日的收盘市值对应的下一年度的净利润预期，而非下一年度的实际净利润。如 2017 年 5 月 1 日的估值，应该是 2017 年 5 月 1 日的收盘市值除以 2018 年 wind 市场一致预期净利润。

复盘上轮周期可以发现，上涨阶段，圣农发展盈利高点对应的估值在 9-20x；益生股份盈利高点对应的估值在 8-22x；民和股份盈利高点对应的估值在 8-26x；仙坛股份盈利高点对应的估值在 10-26x。

图 16：圣农发展历史股价（元/股）与估值



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：估值为收盘市值/下一年度 wind 一致预测利润，截止 2019 年 3 月 8 日收盘市值

图 17：益生股份历史股价（元/股）与估值



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：估值为收盘市值/下一年度 wind 一致预测利润，截止 2019 年 3 月 8 日收盘市值

图 18：民和股份历史股价（元/股）与估值



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：估值为收盘市值/下一年度 wind 一致预测利润，截止 2019 年 3 月 8 日收盘市值

图 19：仙坛股份历史股价（元/股）与估值



资料来源：wind，天风证券研究所

备注：估值为收盘市值/下一年度 wind 一致预测利润，截止 2019 年 3 月 8 日收盘市值

4.2. 鸡股空间还有多少？

我们预计 2019 年益生股份父母代鸡苗销量 750 万套，商品代鸡苗销量 3 亿羽；民和股份商品代鸡苗销量 3 亿羽；圣农发展屠宰量 5 亿羽；仙坛股份屠宰量 1.25 亿羽。假设 2019 年父母代鸡苗均价 55 元/套、商品代鸡苗均价 7 元/羽、鸡肉综合品售价 13500 元/吨（仙坛 13000 元/吨），则我们预计 2019 年净利润**圣农发展 43.5 亿、益生股份 16.2 亿、民和股份 13.4 亿、仙坛股份 11.3 亿**；3 月 12 日收盘市值对应 2019 年的利润，估值来看**圣农发展 10x、益生股份 10x、民和股份 9x、仙坛股份 8x**。

而复盘来看鸡股的估值，上轮股价上涨阶段，市场一致预期盈利高点对应的估值，圣农发展 9-20x；益生股份 8-22x；民和股份 8-26x；仙坛股份 10-26x。可见，**禽板块仍有空间！**且若生猪产能去化持续增加，鸡肉消费替代将进一步提升，叠加供给收缩的既定事实，**鸡价有望进一步超预期，上市公司盈利将进一步上修。**

表 7: 上市公司盈利弹性测算

	2017A	2018A	2019E		
父母代:					
出栏量 (万套)	900	750	750	750	750
销售均价 (元/套)	23	35	48	55	60
成本 (元/套)	28	20	19	19	19
单套盈利 (元/套)	-5	15	29	36	41
净利润(亿元)	-0.45	1.13	2.18	2.70	3.08
商品代:					
出栏量 (亿羽)	2	2.8	3	3	3
销售均价 (元/羽)	1.5	3.5	6	7	8
成本 (元/羽)	2.8	2.6	2.5	2.5	2.5
单羽净利润 (元/羽)	-1.3	0.9	3.5	4.5	5.5
净利润 (亿元)	-2.60	2.52	10.50	13.50	16.50
合计:					
净利润 (亿元)	-3.1	3.6	12.7	16.2	19.6
yoy		220%	248%	344%	437%
市盈率		46	13	10	9
益生股份					
商品代: 出栏量 (亿羽)	2.65	2.85	3	3	3
销售均价 (元/羽)	1.6	3.8	6	7	8
成本 (元/羽)	2.7	2.5	2.5	2.55	2.6
净利润 (亿元)	-2.9	3.8	10.5	13.4	16.2
yoy		229%	179%	255%	331%
单羽净利润 (元/羽)	-1.1	1.32	3.5	4.45	5.4
市盈率		32	11	9	7
民和股份					
商品代: 屠宰量 (亿羽)	4.7	4.3	5	5	5
鸡肉销售均价 (元/公斤)	9.48	10.9	12.5	13.5	14.5
成本 (元/公斤)	9.39	9.42	9.4	9.4	9.4
本部净利润 (亿元)	0.8	12.7	31.0	41.0	51.0
单羽净利润 (元/羽)	0.18	2.96	6.2	8.2	10.2
圣农食品利润	2.23	2.5	2.5	2.5	2.5
总净利润 (亿元)	3.1	15.2	33.5	43.5	53.5
yoy		395%	120%	186%	251%
市盈率		27	12	10	8
圣农发展					
商品代: 屠宰量 (亿羽)	1.1	1.17	1.25	1.25	1.25
鸡肉销售均价 (元/公斤)	9	10.3	12	13	14
成本 (元/公斤)	8.6	8.7	8.75	8.77	8.8
净利润 (亿元)	1.0	4.0	8.7	11.3	13.8
yoy		316%	117%	182%	247%
单羽净利润 (元/羽)	0.87	3.41	6.92	9.01	11.08
市盈率		23	10	8	7
仙坛股份					

资料来源: 根据 2017/2018 年公司年报, 天风证券研究所预估

备注: 截止 2019 年 3 月 12 日收盘。

5. 投资建议

非洲猪瘟带来生猪产能去化，猪肉供需缺口将逐渐显现；作为猪肉消费的主要替代品，禽肉消费将快速增长，助推禽链景气向上，**预计此轮禽链景气向上时间和程度都将超历史周期！预计上市公司盈利改善明显！**

1) 首推白羽肉鸡板块，除猪肉替代带来的消费增长外，产业链自身供给收缩，产业链景气有望进一步提升和延续，重点推荐自繁自养一体化的**圣农发展**，其次**仙坛股份、益生股份、民和股份、新希望、禾丰牧业**等；

2) 黄羽肉鸡板块，重点推荐**温氏股份**、其次**立华股份**；

3) 肉鸭板块，重点推荐**华英农业**。

风险提示：疫病风险；价格上涨不达预期；原材料涨价；进口变化

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com