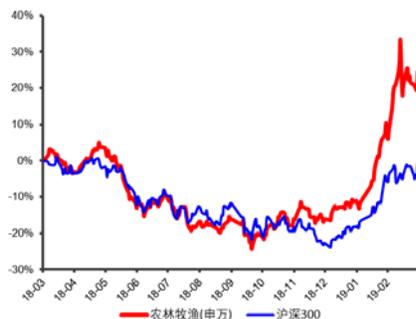


农林牧渔

## 白羽肉鸡：拿什么来拯救你？！

### 走势对比



### 核心观点

2015~2018 连续四年引种短缺的累积效应足以引爆一轮超级鸡周期，高景气周期至少会持续到 2020 年。事实上，没有人知道本轮繁荣周期会持续多久，因为历史上从未发生过祖代鸡引种不足的情形，2015~2018 年是我国乃至世界历史上首次出现白羽鸡引种短缺。

白羽肉鸡凭借自身优势不断扩充消费市场，同时作为第二大消费肉类率先享受猪肉巨大缺口下的市场扩容。这一预期会随着非瘟疫情的蔓延扩散而被不断强化，本轮超级鸡周期注定是前无古人、后无来者的超级盛宴！消费扩容带来的是成长性机会，肉鸡养殖企业由周期股变为成长股，享受业绩和估值双升的“戴维斯双击”。

**重点推荐：按照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。
- 4、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，生猪养殖产能去化进度将受影响，鸡肉替代性需求增长不及预期。

### 相关研究报告：

《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

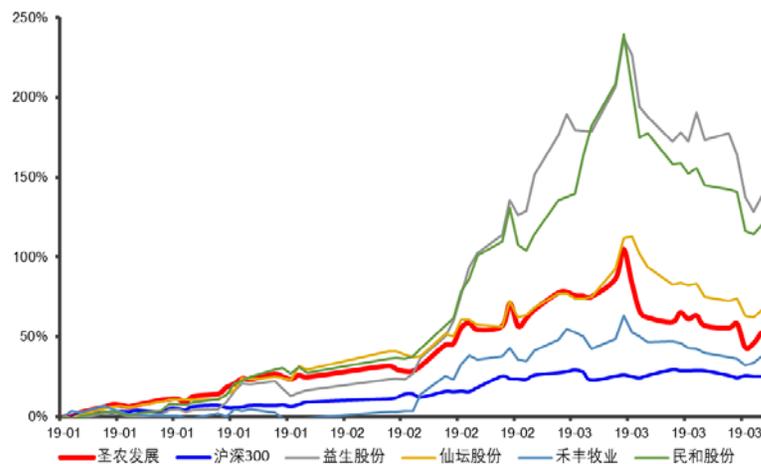
执业资格证书编码：S1190518040002

## 图表目录

图表 1 白羽肉鸡股 2019 年股价涨幅 .....	3
图表 2 牧原市值增长图 (亿) .....	4
图表 3 养鸡股 2019 年 PE (3 月 29 日) .....	4
图表 4 2017 年中国禽畜肉类消费结构 .....	5
图表 5 2013~2017 年中国人均禽畜肉类消费量 (KG) .....	5
图表 6 祖代鸡引种/更新量 (万套) .....	6
图表 7 祖代到商品肉鸡传导时间 .....	6
图表 8 父母代鸡苗价格 (元/套) .....	6
图表 9 商品代鸡苗价格 (元/只) .....	6
图表 10 养鸡股 2019 年一季报业绩靓丽 .....	7
图表 11 2019 年益生股份盈利弹性预测 .....	8
图表 12 2019 年民和股份盈利弹性预测 .....	8
图表 13 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) .....	8
图表 14 2019 年仙坛股份盈利弹性预测 .....	8
图表 15 2019 年禾丰牧业肉禽产业盈利弹性预测 .....	8
图表 16 2019 年华英农业肉禽产业盈利弹性预测 .....	8

今年以来，白羽鸡的股票从底部起来最高四倍的涨幅，最后的翻倍在一个月內完成。这迟到的牛市，是市场对过去一年白羽鸡单边上涨行情的亏欠，是股票走势严重滞后于基本面的理性回归，自然暴力而决绝，可谓一气呵成。但近期的回落同样干净利落，似有盛极而衰之势。区区一则对法国放开禽流感禁令的通知就能引发如此巨大的资本海啸，不禁令人惊叹周期股行情之波澜壮阔。然而白羽鸡真的永远摆脱不了周期股的宿命吗？白羽鸡的周期到底有几年？是否会止步于2019？

图表 1 白羽肉鸡股 2019 年股价涨幅



资料来源: wind, 太平洋证券整理

曾几何时，养猪股也被蛛网模型禁锢在周期股的牢笼中不可自拔，直到公元2017年一鸣惊人的牧原股份，愣是在周期下行期走出了独立行情，并坐稳养猪第一成长股的宝座。如今的牧原已经突破1300亿市值，富可敌国，但是否还有人记得在2016年全市场都疯狂追捧白羽鸡时，我们却在苦苦坚守生猪和牧原呢？如今，相似的一幕仿佛又在重演，当所有人都用有色眼镜看待白羽鸡，认为引种恢复就宣判行业死刑时，是否又在孕育着另一个周期变成长的大机会呢？这可以直接把估值从10倍拉到20倍，更何况包括禾丰牧业在内的所有白羽鸡股票2019年PE都不到10倍！

**图表 2 牧原市值增长图 (亿)**


资料来源: wind, 太平洋证券整理

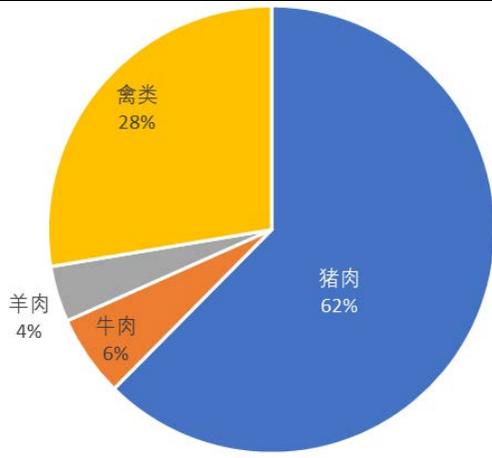
**图表 3 养鸡股 2019 年 PE (3 月 29 日)**

公司	2019PE
益生股份	7.87
民和股份	5.95
仙坛股份	7.87
圣农发展	8.43
华英农业	6.61
禾丰牧业	6.81

资料来源: wind, 太平洋证券整理 注: 根据 3 月 29 日市值和文末中性利润测算得出

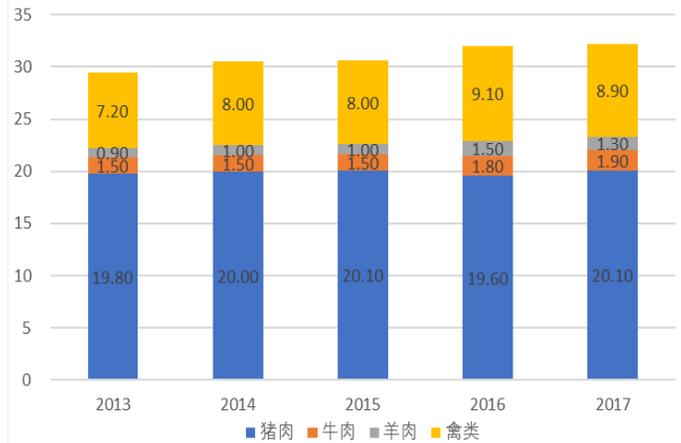
事实上, 这个逻辑再简单不过。非洲猪瘟以来, 我们一再强调需求才是拉动未来白羽鸡行情的最大推手。这一预期会随着非瘟疫情的蔓延扩散而被不断强化, 这注定是一场前无古人、后无来者的超级盛宴, 过往的任何周期经验都会失效, 因为消费的扩容带来的是成长性机会。当中国的生猪产能下滑幅度高达 30%~40%, 猪肉供给缺口高达 2000 万吨时, 猪肉会成为奢侈品, 生猪价格将长期维持在 20 元甚至 30 元/公斤以上。我国居民的动物蛋白需求结构将发生重大变化, 鸡鸭鱼牛羊肉、牛奶、鸡蛋等其他动物蛋白将快速吞噬猪肉所丢失的市场。

图表 4 2017 年中国禽畜肉类消费结构



资料来源：2017 年中国统计年鉴，太平洋证券整理

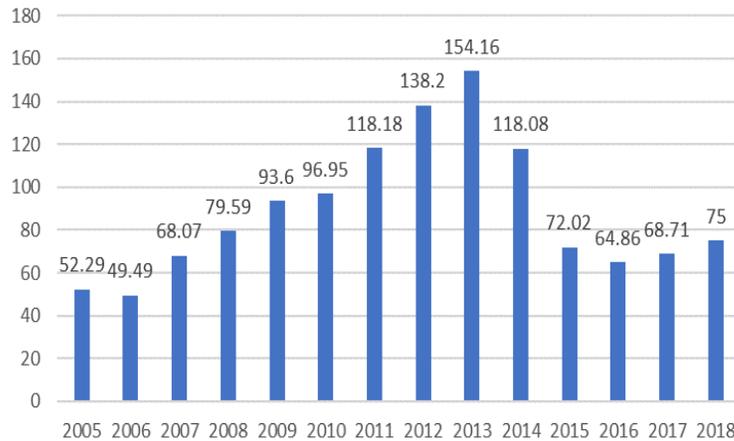
图表 5 2013~2017 年中国年人均禽畜肉类消费量 (kg)



资料来源：2017 年中国统计年鉴，太平洋证券整理

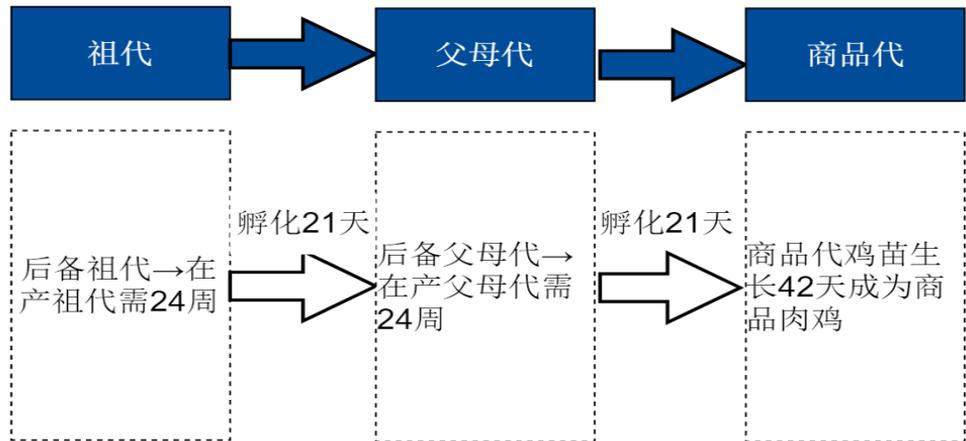
我们正在经历历史上唯一一次供给短缺带来的鸡周期——10 元/羽的商品代鸡苗持续一个月之久，也许将成为常态，这毫无疑问是过去从未有过、未来也很难再有的超长景气繁荣。美法等国相继爆发禽流感导致的祖代鸡引种短缺从 2015 年至今，持续了整整四年。四年的引种短缺产生的累积效应足以引爆一轮超级鸡周期，这就是从 2018 年至今所发生的一切，并将至少持续到 2020 年。事实上，引种的增加从 2018 年 10 月就开始了，但为何在数月后的 2019 年 3 月，鸡苗价格还创出了 10 元/羽的历史最高纪录？甚至于在不久的将来我们还会看到更高的鸡苗价格。因为祖代引种向下游传导的过程异常漫长，漫长到让你怀疑白羽鸡真的有周期吗？！当你完全无法把白羽鸡的价格周期和祖代引种量对应起来的时候，市场选择了放弃，也就是简单粗暴的认为白羽鸡没有周期，或者认为它的周期只有短短 42 天。只有那些真正沉下心来深入研究过白羽鸡的人才会明白白羽鸡的周期比猪更长，因为要经历祖代和父母代两个代次，每个代次的育肥期长达 7 个月，首个产蛋期延续 8~10 个月，强制换羽后还可以继续第二、第三甚至第四个产蛋期，这使得白羽鸡的产能出清异常缓慢，但是一旦出清则带来长久的繁荣。事实上，没有人知道本轮繁荣周期会持续多久，因为历史上从未发生过祖代鸡引种不足的情形，2015~2018 年是我国乃至世界历史上首次出现白羽鸡引种短缺。

图表 6 祖代鸡引种/更新量 (万套)



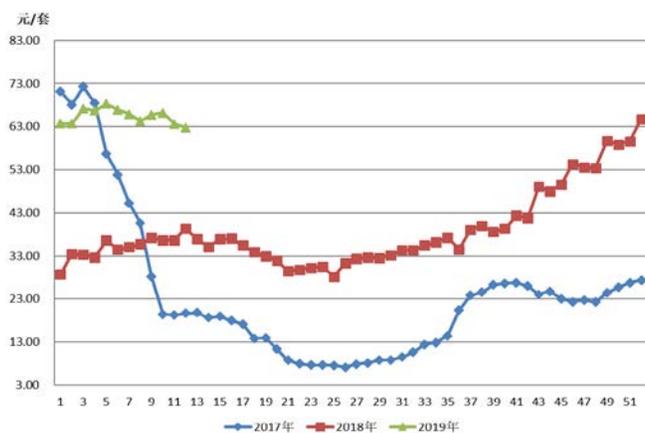
资料来源：畜牧业协会，太平洋证券整理

图表 7 祖代到商品肉鸡传导时间



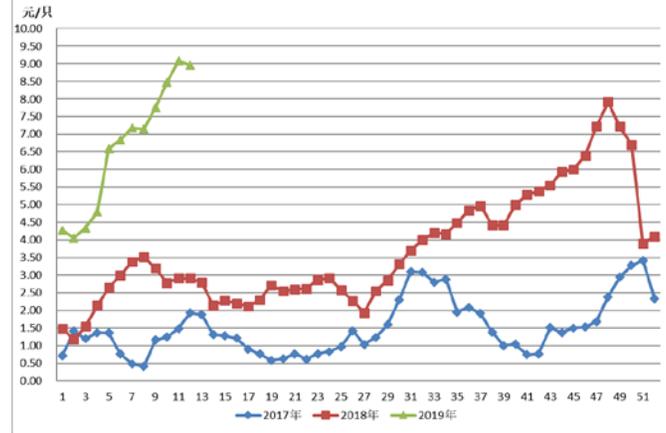
数据来源：太平洋证券

图表 8 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 9 商品代鸡苗价格 (元/只)



资料来源：中国畜牧业协会，太平洋证券整理

由于股票市场在 2016 年过早的透支了这波姗姗来迟的牛市，导致白羽鸡的股票在本该疯狂上涨的 2018 年被痛苦地震荡以待。市场曾经受过的伤被加倍返还，直到 2019 年一季报的业绩爆棚，极度低估的股价遇上泛滥的流动性便催生了白羽鸡票史上最波澜壮阔的上涨行情。但是，过快的上涨积累了厚重的获利盘，人性的贪婪和恐惧在刀尖起舞，当基本面的变化赶不上股票上涨时，博弈成为主导行情的主旋律，任何的利空都可能引发踩踏式歇斯底里的下跌。如果说 2 月引种超预期只是一根导火索，那么法国引种开关则引爆了蠢蠢欲动的暴跌。盈亏同源，上涨有多暴力，下跌就有多猛烈。

**图表 10 养鸡股 2019 年一季报业绩靓丽**

公司	一季度业绩预告
益生股份	归母净利 3.2~3.4 亿，同比增长 2919.27%~3107.97%
民和股份	归母净利 2.3~2.8 亿，扭亏为盈
仙坛股份	归母净利 1.42~1.57 亿，同比增长 360.69%~409.36%
圣农发展	归母净利 6.4~7 亿，同比增长 404.06%~451.31%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

按理说，对未来基本面的分析应综合考虑供给和需求，无论是 2 月引种超预期，还是法国引种开关，都只影响了未来的供给端，更何况一个月 10 万套的引种并非天量，法国祖代鸡何时复关、进口量几何都是未知数，从引种传导到终端商品肉鸡需要一年半的时间等，供给端的利空真的非常有限。而需求端在非洲猪瘟带来巨大肉类缺口的带动下，引种量翻倍也未必能满足上千万吨的肉类缺口。白羽鸡投资的主逻辑并未被破坏，股票的疯狂下跌应该是机会而不是风险！在这个时候，没有卖出白羽鸡股票的任何理由，唯一的理由是短期内的获利太过丰厚！但抓住第一波行情的毕竟是少数幸运儿，因为它来的太快了，稍微一犹豫就结束了。好股票永远都不缺上车的机会，但舒服的上车机会不会很多，毫无疑问现在就是。

**在标的推荐上，按照弹性依次推荐：益生股份、民和股份、圣农发展、仙坛股份、禾丰牧业、华英农业。**

**图表 11 2019 年益生股份盈利弹性预测**

父母代鸡苗	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:
	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	
商品代鸡苗	价格中性: 6 元/羽	外售 3.2 亿羽	利润中性: 10.88 亿	利润中性: 15.08 亿
	价格悲观: 5.4 元/羽		利润悲观: 8.96 亿	利润悲观: 12.56 亿
	价格乐观: 6.6 元/羽		利润乐观: 12.80 亿	利润乐观: 17.60 亿

资料来源: 太平洋证券

**图表 12 2019 年民和股份盈利弹性预测**

商品代鸡苗	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:
	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	
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	利润中性: 13 亿
	鸡肉价格悲观: 11700 元/吨		利润悲观: 1.76 亿	利润悲观: 10.72 亿
	鸡肉价格乐观: 14300 元/吨		利润乐观: 3.84 亿	利润乐观: 15.84 亿

资料来源: 太平洋证券

**图表 13 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 14 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 15 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:
	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	利润中性: 10.3 亿
	鸡肉价格悲观: 11700 元/吨		利润悲观: -1.62 亿	利润悲观: 0.48 亿
	鸡肉价格乐观: 14300 元/吨		利润乐观: 12.42 亿	利润乐观: 20.12 亿

资料来源: 太平洋证券

**图表 16 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:
	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	利润中性: 4.16 亿
	价格悲观: 4.5 元/羽		利润悲观: 1.7 亿	利润悲观: 0.98 亿
	价格乐观: 5.5 元/羽		利润乐观: 2.7 亿	利润乐观: 7.34 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

**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。

4、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，生猪养殖产能去化进度将受影响，鸡肉替代性需求增长不及预期

## 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	shenyng@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。