

# 农林牧渔行业

## 黄羽鸡专题：中餐替代需求第一选择，看好黄羽肉鸡行业量价齐升

分析师：王乾

分析师：钱浩



SAC 执证号：S0260517120002



SAC 执证号：S0260517080014



021-60750697



021-60750607



gfwangqian@gf.com.cn



shqianhao@gf.com.cn

请注意，王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 核心观点：

#### ● 黄羽鸡是主要禽肉来源，产业规模化持续推进

国内鸡肉的供给来源包括白羽鸡、黄羽鸡、817 系列、淘汰蛋鸡、其他鸡类等，其中白羽鸡、黄羽鸡为最主要来源，2017 年白羽鸡肉、黄羽鸡肉分别占鸡肉的比例约为 53%、30%。黄羽鸡主要指以中国地方鸡血统为主并以地方鸡特征为育种目标的品种和配套系，品种众多，合计超过 100 种，简单按商品代生长时间分类，可以分为快速型、中速型以及优质型。与白羽肉鸡相比较，黄羽鸡在繁育体系、养殖成本、生产区域、消费渠道等方面存在明显区别。黄羽鸡产业的标准化、规模化程度具备提升空间，养殖企业正逐步向“公司+合作社+农户”、“公司+基地+农户”等组织方式转变。2017 年，行业 CR10 达到 41.5%。

#### ● 禽肉替代需求或明显增加，黄羽鸡行业有望充分受益

非洲猪瘟疫情影响持续，生猪供需缺口将逐步体现。据农业农村部数据，截至 2019 年 4 月底，全国能繁母猪存栏同比下降 22.3%，生猪存栏量同比下降 20.8%。根据我们的测算，预计猪肉总供给量的下降约在 1300 万吨左右。而该下降量近似等于国内 1 年的禽肉消费量，禽肉替代的空间有望明显激发。另一方面，2015-18 年国内白羽祖代引种连续 4 年低于国内正常需求量的 80~100 万套，行业上游供给持续偏紧，白羽鸡产业链价格处于高景气。

#### ● 以史为鉴：黄鸡价格与猪价、白鸡价有较强的相关性

回顾上两轮“猪周期”情况，黄鸡价格与猪价均有一定的相关性，但上涨高度的弹性仍与自身供需相关。与白羽鸡比较，黄羽鸡价格与之相关性更高。2011-17 年，白羽鸡价格与广东活鸡价格的相关系数超过 0.7；但 2018 年以后，由于白羽鸡行业产能去化幅度更大，上涨走势强于黄羽鸡。

#### ● 投资建议

非洲猪瘟疫情背景下，2019-20 年生猪供给整体受限，替代类产品需求有望提振。2014-17 年黄羽鸡祖代存栏连续下滑，供给产能弹性或略低于上轮周期，建议关注黄羽肉鸡板块，关注温氏股份、立华股份。

#### ● 风险提示

鸡价波动风险、疫情风险、猪肉测算产量与实际产量出现偏差的风险、食品安全等

### 相关研究：

农林牧渔行业：南方疫情影响持续，母猪存栏环比降幅再扩大

2019-05-15

农林牧渔行业：饲料企业养殖出栏符合预期

2019-05-12

农林牧渔行业：节后猪价小幅上扬，龙头企业 4 月出栏符合预期

2019-05-12

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
温氏股份	300498	人民币	35.57	2019/5/06	买入	52.15	1.49	3.45	23.9	10.3	22.8	10.1	21.3	43.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

黄羽鸡是主要禽肉来源，产业规模化持续推进.....	6
人均禽肉消费存在提升空间，黄羽鸡是主要来源之一.....	6
黄羽鸡品种繁多，产销的区域性特征显著.....	7
CR10 超过 40%，产业规模化有望继续提升.....	9
禽肉替代需求或明显增加，黄羽鸡行业有望充分受益.....	10
疫情背景下生猪供需缺口将逐步显现，禽肉替代需求有望明显增加.....	10
白羽鸡肉供给将持续偏紧，或助推黄羽鸡价格上行.....	13
以史为鉴：黄鸡价格与猪价、白鸡价有较强的相关性.....	15
投资建议.....	16
风险提示.....	18

## 图表索引

图 1: 2006-18 年, 全球鸡肉产量变化情况.....	6
图 2: 2006-18 年, 中国鸡肉产量变化情况.....	6
图 3: 白羽鸡肉、黄羽鸡肉分别占国内鸡肉供应量的 53%、30% (2017 年) .....	6
图 4: 2017 年, 中国人均禽肉消费量约 15.1 公斤.....	7
图 5: 中国禽肉消费占肉类总消费的 23% (2017 年) .....	7
图 6: 2011-17 年, 国内黄羽鸡与白羽鸡产量变化情况.....	8
图 7: 黄羽鸡与白羽鸡的消费渠道有明显区别.....	8
图 8: 黄羽鸡养殖与消费的区域性特征显著, 主要集中在南方区域.....	9
图 9: 黄羽鸡的繁育体系流程.....	9
图 10: 2018 年 8 月, 非洲猪瘟疫情进入中国 .....	11
图 11: 4 月能繁母猪存栏量同比下滑 22.3%.....	11
图 12: 4 月生猪存栏量同比下滑 20.8%.....	11
图 13: 2019 年 4 月, 全国能繁母猪存栏量降至 2608 万头.....	11
图 14: 5 月中旬, 全国生猪均价达到约 15 元/公斤.....	12
图 15: 仔猪价格已突破 40 元/公斤 .....	12
图 16: 二元母猪价格快速上涨.....	12
图 17: 国内猪肉供给的拆分.....	12
图 18: 白羽鸡产业链.....	14
图 19: 2015-18 年, 白羽鸡祖代引种连续 4 年低于 80 万套 .....	14
图 20: 白羽鸡价格接近 11 元/公斤.....	15
图 21: 白羽鸡苗价格接近 10 元/羽 .....	15
图 22: 猪价与广东活鸡价走势比较.....	15
图 23: 白羽鸡价与广东活鸡价的相关性更明显.....	16
图 24: 2014-17 年, 祖代黄羽鸡存栏量持续下降 .....	16
图 25: 2013-18 年, 温氏股份肉鸡业务收入情况 .....	17
图 26: 2013-18 年, 温氏股份肉鸡出栏量情况.....	17
图 27: 温氏股份的肉鸡业务收入占比约 35% (2018 年) .....	17
图 28: 2018 年, 立华股份营收达到 72.14 亿元.....	18
图 29: 肉鸡业务收入占比达到 91.5% (2018 年) .....	18
图 30: 2018 年, 立华股份肉鸡出栏量约 2.61 亿只.....	18
图 31: 2012-18 年, 立华股份销售毛利率变化.....	18
表 1: 黄羽鸡分为快速型、中速型、优质型三类.....	7
表 2: 黄羽鸡与白羽鸡具有明显差异 .....	8
表 3: 2014-16 年国内肉鸡规模养殖场数量分布对比.....	9
表 4: 2017 年黄羽鸡行业 CR10 达到 41.5%.....	10
表 5: 2012-18 年, 国内猪肉产量及进口情况.....	13
表 6: 估算未来 1 年国内猪肉产量下滑约 27%.....	13

表 7: 假定母猪存栏量下滑 22.3%、出肉率不变情况下, 国内猪肉产量关于体重与母猪单位效率变化的敏感性测算.....	13
表 8: 白羽鸡祖代及父母代种鸡养殖周期.....	14
表 9: 立华股份 IPO 募投项目情况.....	18

## 黄羽鸡是主要禽肉来源，产业规模化持续推进

### 人均禽肉消费存在提升空间，黄羽鸡是主要来源之一

鸡肉是全球主要的肉类品种之一，增长平稳。据美国农业部数据，2018年全球鸡肉产量约9247万吨，其中中国产量约1200万吨。国内鸡肉的供给来源包括白羽鸡、黄羽鸡、817系列、淘汰蛋鸡、其他鸡类等，其中白羽鸡、黄羽鸡为最主要来源，2017年白羽鸡肉、黄羽鸡肉分别占鸡肉的比例约为53%、30%。

人均消费角度而言，中国人均消费量有继续提升空间。2017年，中国人均禽肉消费量约15.1公斤，占有肉类消费的比例为23%，而美国、日本、韩国的人均禽肉消费量约为46.9、17.2、18.5公斤。

图1：2006-18年，全球鸡肉产量变化情况



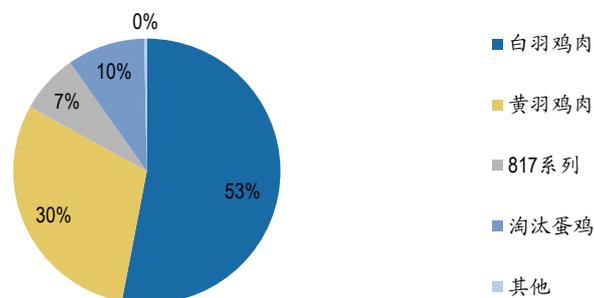
图2：2006-18年，中国鸡肉产量变化情况



数据来源：USDA、广发证券发展研究中心

数据来源：USDA、广发证券发展研究中心

图3：白羽鸡肉、黄羽鸡肉分别占国内鸡肉供应量的53%、30%（2017年）

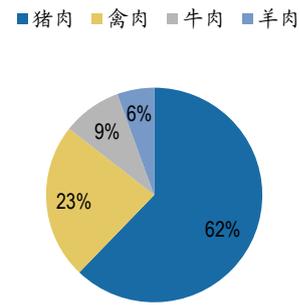


数据来源：禽业协会、广发证券发展研究中心

图4: 2017年, 中国人均禽肉消费量约15.1公斤



图5: 中国禽肉消费占肉类总消费的23% (2017年)



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

### 黄羽鸡品种繁多, 产销的区域性特征显著

黄羽鸡主要指以中国地方鸡血统为主并以地方鸡特征为育种目标的品种和配套系, 品种众多, 合计超过100种。简单按商品代生长时间分类, 可以分为快速型、中速型以及优质型。

表1: 黄羽鸡分为快速型、中速型、优质型三类

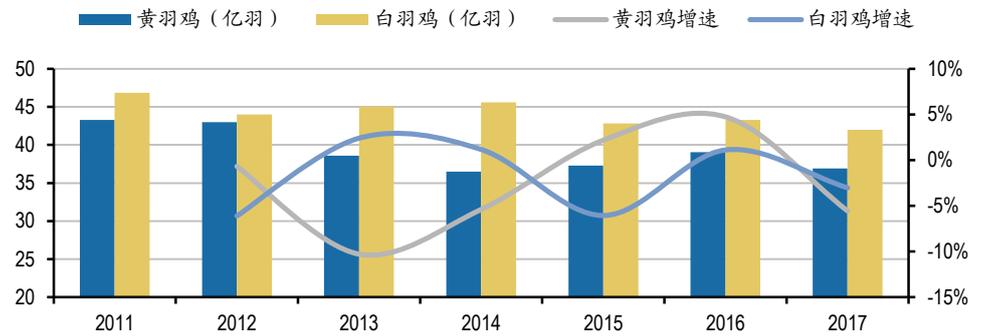
项目	生长时间	料肉比	品种
快速型	40~60 天	1.8-2.6: 1	皖南青脚鸡、五星黄鸡、皖江黄鸡、岭南黄鸡II号、粤禽皇II号、闽中黄麻鸡、凤翔青脚麻鸡、新广黄鸡等
中速型	60~100 天	2.6-3.2: 1	新兴黄鸡II号、岭南黄鸡I号、京海黄鸡、金陵麻鸡、墟岗黄鸡、科朗黄鸡等
优质型	100 天以上	2.6-3.2: 1	文昌鸡、清远麻鸡、固始鸡、大骨鸡、乌骨鸡、广西黄鸡、广西麻鸡、金陵黄鸡、参皇鸡等

数据来源: 中国畜牧网、广发证券发展研究中心

与白羽肉鸡相比较, 黄羽鸡在繁育体系、养殖成本、生产区域、消费渠道等方面存在明显区别。

- **繁育体系:** 黄羽鸡源自中国本土, 目前实现自主育种, 良种繁育体系已基本健全; 而白羽鸡引种依靠进口, 具有代次分明的良种繁育体系。
- **养殖成本:** 黄羽鸡的饲养天龄较长、饲料转化率较低、成本较高。
- **生产与消费区域:** 黄羽鸡生产、消费主要集中在南方地区, 特别是广东、广西是最大的生产与消费省份; 而白羽鸡的生产主要集中在北方地区, 包括山东、辽宁等, 消费端由于“洋快餐”的流行, 基本遍布全国, 北方消费占比相对更高。
- **消费渠道:** 黄羽鸡在农贸市场以活鸡交易为主; 白羽鸡通过屠宰分工后, 主要以深加工、团体消费、出口、农贸市场等方式进行流通和销售, 活鸡交易占比极低。

图6：2011-17年，国内黄羽鸡与白羽鸡产量变化情况



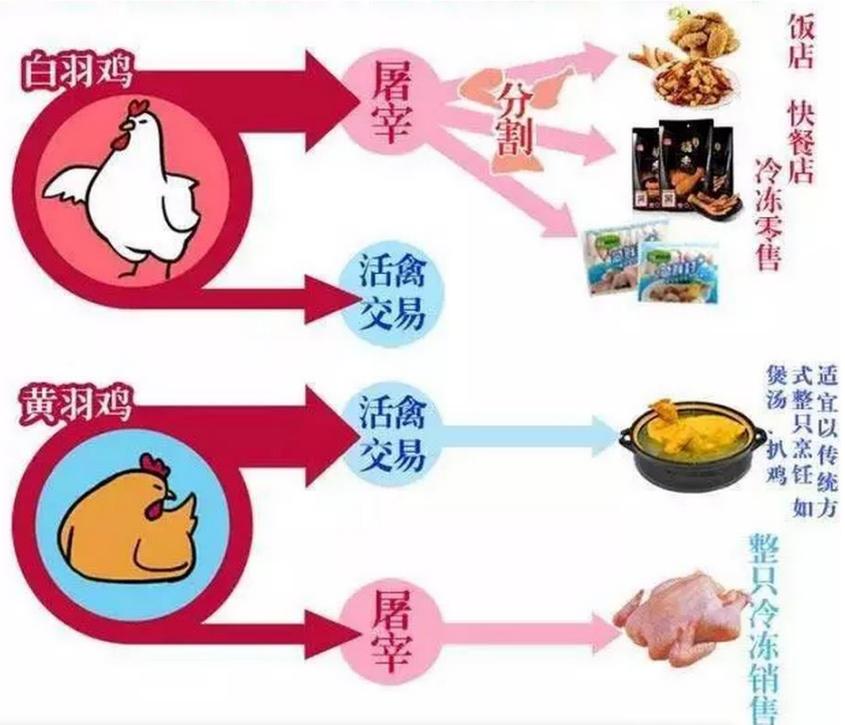
数据来源：禽业协会、广发证券发展研究中心

表2：黄羽鸡与白羽鸡具有明显差异

项目	黄羽肉鸡	白羽肉鸡
外观	毛色多为黄色、黄麻、青麻等有色羽	毛色多为白色
养殖成本	饲养天龄较长、饲料转化率较低、成本较高	饲养天龄较短、饲料转化率较高、成本较低
育种和品种	自主育种，良种繁育体系已基本健全	依靠进口，代次分明的良种繁育体系
市场及竞争范围	价格较高、主要面临区域性竞争	价格较低、面临国际市场的竞争

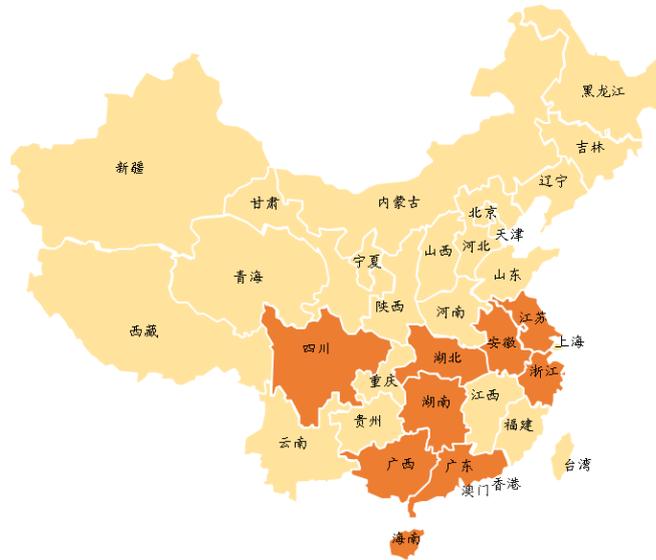
数据来源：畜牧业协会、广发证券发展研究中心

图7：黄羽鸡与白羽鸡的消费渠道有明显区别



数据来源：畜牧业协会、广发证券发展研究中心

图8: 黄羽鸡养殖与消费的区域性特征显著, 主要集中在南方区域



数据来源: 畜牧业协会、广发证券发展研究中心

图9: 黄羽鸡的繁育体系流程



数据来源: 畜牧业协会、广发证券发展研究中心

### CR10 超过 40%，产业规模化有望继续提升

黄羽鸡产业的标准化、规模化程度具备提升空间。在推进标准化发展的过程中仍面临：鸡舍内设备设施的标准化水平普遍不高、养殖环境有待改善等问题。从养殖户数角度而言，2016年存栏种鸡10万套以上的养殖户数占比仅约0.05%。

黄羽鸡养殖企业普遍采用传统的“公司+农户”养殖模式，考虑食品安全、疾病防控等因素，正逐步向“公司+合作社+农户”、“公司+基地+农户”等组织方式转变。2017年，行业CR10达到41.5%。

表3: 2014-16年国内肉鸡规模养殖场数量分布对比

养殖规模(套)	2014年		2015年		2016年	
	养殖场数量(个)	数量占比(%)	养殖场数量(个)	数量占比(%)	养殖场数量(个)	数量占比(%)
1-1,999	21,644,679	98.093	20,814,808	98.101	20,148,867	98.217

2,000-9,999	258,379	1.171	240,841	1.135	214,150	1.044
10,000-49,999	132,780	0.602	134,246	0.633	121,433	0.592
50,000-99,999	21,183	0.096	19,532	0.092	20,940	0.102
100,000-499,999	6,911	0.031	6,695	0.032	7,419	0.036
500,000-999,999	912	0.004	931	0.004	938	0.005
100 万以上	564	0.003	789	0.004	928	0.005
合计	22,065,408	100	21,217,842	100	20,514,675	100

数据来源：畜牧业年鉴、广发证券发展研究中心

表4：2017年黄羽鸡行业CR10达到41.5%

排名	2015 年度出栏量 (亿只)	2016 年度出栏量 (亿只)	2017 年度出栏量 (亿只)
1	7.44	8.19	7.76
2	1.93	2.32	2.55
3	1.02	1.22	0.97
4	0.95	0.94	0.84
5	0.86	0.85	0.75
6	0.55	0.65	0.7
7	0.53	0.59	0.67
8	0.45	0.54	0.43
9	0.44	0.44	0.36
10	0.42	0.4	0.3
合计	14.59	16.14	15.33
CR10	39.12%	41.31%	41.54%

数据来源：畜牧业协会、广发证券发展研究中心

## 禽肉替代需求或明显增加，黄羽鸡行业有望充分受益

### 疫情背景下生猪供需缺口将逐步显现，禽肉替代需求有望明显增加

非洲猪瘟疫情影响持续，生猪供需缺口将逐步体现。据农业农村部，自2018年8月首例非洲猪瘟疫情以来，国内累计发生疫情数量超过120例，疫情波及几乎所有省份，生猪行业存栏快速下滑。据农业农村部数据，截至2019年4月底，全国能繁母猪存栏同比下降22.3%，生猪存栏量同比下降20.8%。

考虑生猪的生长及繁育周期，未来猪肉供应量或出现明显下降，禽肉替代需求有望明显增加。根据计算公式：

- 生猪出栏量=母猪存栏量×单位生产效率（PSY/MSY等指标）
- 猪肉供应量=生猪出栏量×单位体重×出肉率

因此，我们首先假定出肉率不变，其次：1、由于疫情影响，假定母猪单位生产效率下滑约15%；2、由于猪价上行，出栏体重普遍增加，假定生猪出栏体重增加约

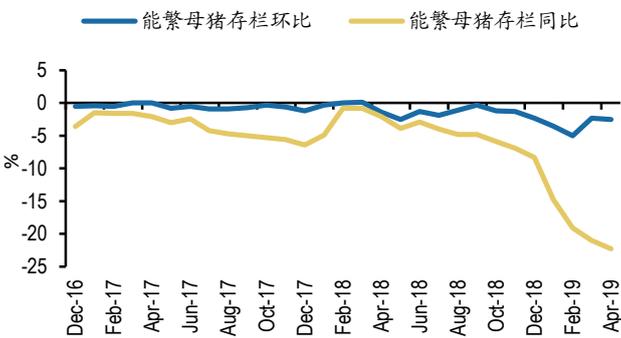
10%。最后结合母猪存栏下滑幅度，我们预计未来1年国内猪肉产量下滑约27%，对应约1400万吨。即使考虑进口增加因素，预计猪肉总供给量的下降约在1300万吨左右。而该下降量近似等于国内1年的禽肉消费量，禽肉替代的空间有望明显激发。

图10: 2018年8月，非洲猪瘟疫情进入中国



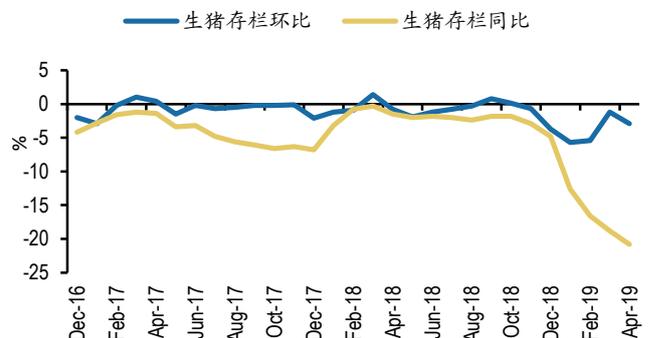
数据来源:《兽用疫苗学(中国农业出版社, 宁宜宝主编)》、广发证券发展研究中心

图11: 4月能繁母猪存栏量同比下滑22.3%



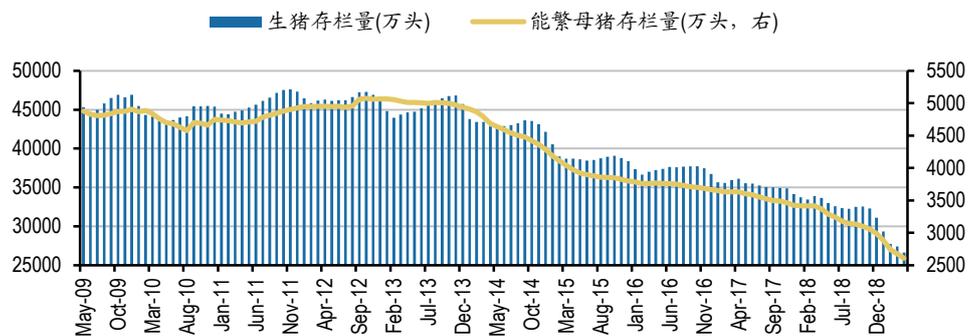
数据来源: 农业农村部、广发证券发展研究中心

图12: 4月生猪存栏量同比下滑20.8%



数据来源: 农业农村部、广发证券发展研究中心

图13: 2019年4月，全国能繁母猪存栏量降至2608万头



数据来源: 中国政府网、广发证券发展研究中心

图14: 5月中旬, 全国生猪均价达到约15元/公斤



数据来源: 畜牧业信息网、广发证券发展研究中心

图15: 仔猪价格已突破40元/公斤



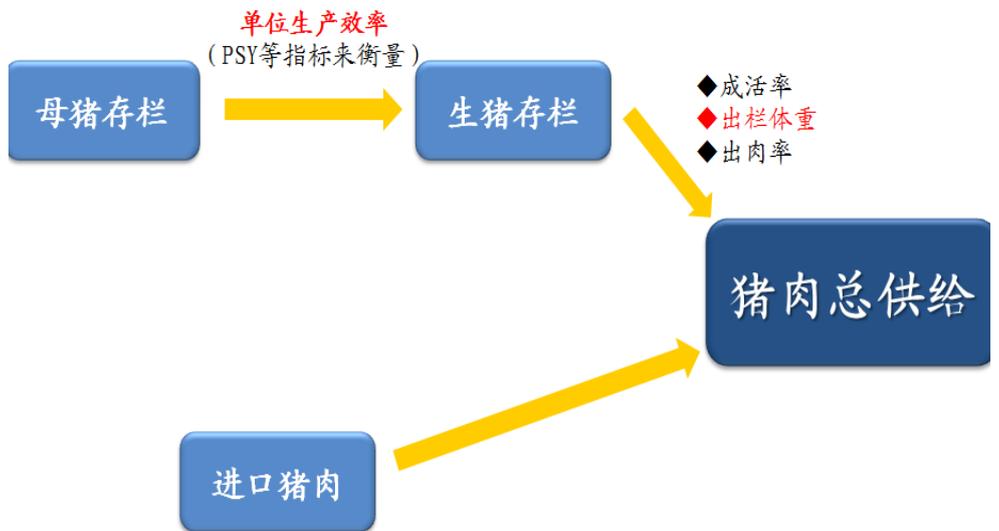
数据来源: 畜牧业信息网、广发证券发展研究中心

图16: 二元母猪价格快速上涨



数据来源: 博亚和讯、广发证券发展研究中心

图17: 国内猪肉供给的拆分



数据来源: 畜牧业协会、广发证券发展研究中心

表5: 2012-18年, 国内猪肉产量及进口情况

年份	国内猪肉总供给 (单位: 万吨)	猪肉产量:中国 (单位: 万吨)	净进口猪肉数量 (单位: 万吨)	进口猪肉 占比
2012年	5388.31	5342.70	45.61	0.97%
2013年	5543.99	5493.00	50.99	1.05%
2014年	5718.28	5671.00	47.28	0.99%
2015年	5557.60	5487.00	70.60	1.40%
2016年	5456.17	5299.00	157.17	2.97%
2017年	5456.55	5340.00	116.55	2.23%
2018年	5530.11	5415.00	115.11	2.16%

数据来源: 国家统计局、海关总署、广发证券发展研究中心

表6: 估算未来1年国内猪肉产量下滑约27%

项目	变化幅度
母猪存栏量	-22.30%
单位母猪生产效率	-15%
估算生猪出栏量	-37%
单位体重	+10%
出肉率	不变
估算国内猪肉产量	-27.30%

数据来源: 广发证券发展研究中心

表7: 假定母猪存栏量下滑22.3%、出肉率不变情况下, 国内猪肉产量关于体重与母猪单位效率变化的敏感性测算

国内猪肉产量的变化幅度		生猪单位体重变化幅度						
		-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
母猪单位生产效率变化幅度	10%	-23.1%	-18.8%	-14.5%	-10.3%	-6.0%	-1.7%	2.6%
	5%	-26.6%	-22.5%	-18.4%	-14.3%	-10.3%	-6.2%	-2.1%
	0%	-30.1%	-26.2%	-22.3%	-18.4%	-14.5%	-10.6%	-6.8%
	-5%	-33.6%	-29.9%	-26.2%	-22.5%	-18.8%	-15.1%	-11.4%
	-10%	-37.1%	-33.6%	-30.1%	-26.6%	-23.1%	-19.6%	-16.1%
	-15%	-40.6%	-37.3%	-34.0%	-30.7%	-27.4%	-24.0%	-20.7%
	-20%	-44.1%	-40.9%	-37.8%	-34.7%	-31.6%	-28.5%	-25.4%

数据来源: 广发证券发展研究中心

### 白羽鸡肉供给将持续偏紧, 或助推黄羽鸡价格上行

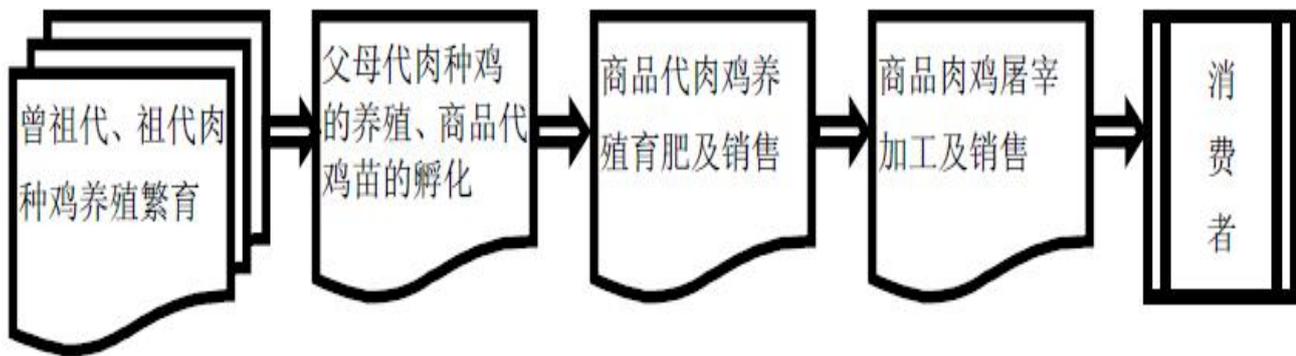
自全球禽流感疫情流行以来, 2015-18年国内祖代引种连续4年低于国内正常需求量的80~100万套, 行业上游供给持续偏紧。人感染“H7N9”流感疫情的阴霾散去, 消费需求恢复至正常水平。

尽管强制换羽、延迟淘汰等手段对实际产能有一定的调节作用, 但由于存栏基数下降以及公鸡比例、遗传病等因素, 调节作用的影响大幅减弱, 白羽鸡产业链价

格均处于高景气阶段。

- 父母代鸡苗价格：持续供不应求，19年以来销售报价持续在70元/套以上。
- 商品代鸡苗价格：震荡上行，创2011年以来的新高，据博亚和讯，目前约9.5元/羽。
- 商品代毛鸡价格：稳步上行，主产区价格接近11元/公斤。

图18：白羽鸡产业链



数据来源：《益生股份招股说明书》、广发证券发展研究中心

表8：白羽鸡祖代及父母代种鸡养殖周期

	育雏期	育成期	产蛋期
祖代鸡养殖周期	1-6周	7-24周	25-66周
父母代鸡养殖周期	1-6周	7-24周	25-66周

数据来源：《益生股份招股说明书》、广发证券发展研究中心

图19：2015-18年，白羽鸡祖代引种连续4年低于80万套



数据来源：白羽肉鸡联盟、广发证券发展研究中心

图20: 白羽鸡价格接近11元/公斤



图21: 白羽鸡苗价格接近10元/羽



数据来源: 博亚和讯、广发证券发展研究中心

数据来源: 博亚和讯、广发证券发展研究中心

### 以史为鉴: 黄鸡价格与猪价、白鸡价有较强的相关性

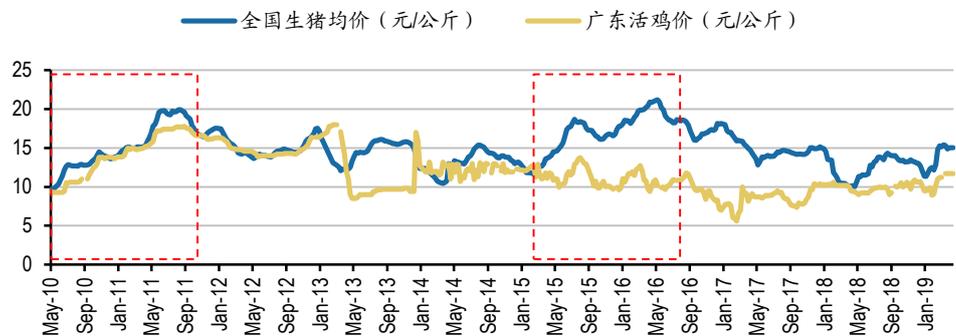
回顾上两轮“猪周期”情况, 黄鸡价格与猪价的趋势均有相关性, 但上涨高度的弹性仍与自身供需相关。

(注: 由于黄羽鸡品种繁多、价格并不统一, 我们采用广东活鸡价来做代表)

- **2011年:** 黄羽鸡价格跟随猪价上行, 上涨基本同步, 最高涨至约17元/公斤。
- **2016年:** 猪价快速上行过程中, 黄羽鸡价格亦有明显反弹, 但整体表现相对一般, 主要源于前期祖代存栏较高以及“H7N9”流感影响。

与白羽鸡比较而言, 黄羽鸡价格与之相关性更高。2011-17年, 白羽鸡价格与广东活鸡价格的相关系数超过0.7; 但2018年以后, 由于白羽鸡行业产能去化幅度更大, 导致上涨走势强于黄羽鸡。

图22: 猪价与广东活鸡价走势比较



数据来源: 畜牧业信息网、国家粮油信息中心、广发证券发展研究中心

图23: 白羽鸡价与广东活鸡价的相关性更明显

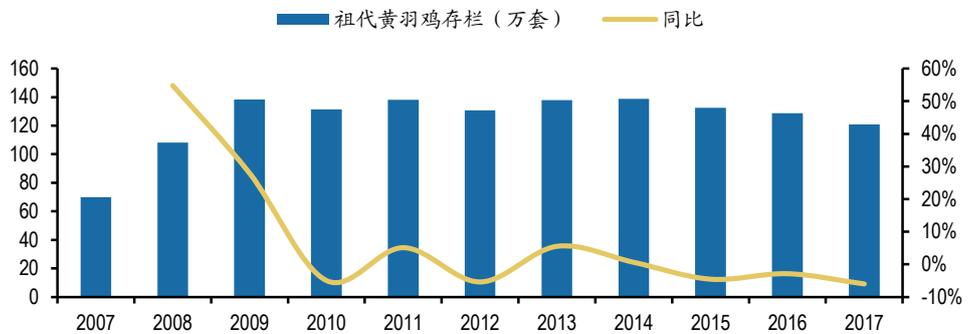


数据来源: 博亚和讯、国家粮油信息中心、广发证券发展研究中心

## 投资建议

非洲猪瘟疫情背景下,2019-20年生猪供给整体受限,替代类产品需求有望提振。2014-17年黄羽鸡祖代存栏连续下滑,供给产能弹性或略低于上轮周期,建议关注黄羽肉鸡板块,关注温氏股份、立华股份。

图24: 2014-17年,祖代黄羽鸡存栏量持续下降



数据来源: 畜牧业协会、广发证券发展研究中心

### ➤ 温氏股份: 全国黄羽鸡养殖龙头, 充分受益畜禽景气回升

公司目前已成为以肉猪、肉鸡养殖为主,以奶牛、肉鸭养殖为辅,以食品加工、农牧设备制造为产业链配套的大型畜禽养殖企业。公司坚持并不断完善以紧密型“公司+农户(或家庭农场)”为核心的“温氏模式”,并成功推广至全国。公司2016-18年商品肉鸡出栏量约8.19/7.76/7.48亿羽,肉猪出栏量分别为1713/1904/2230万头。

公司产能扩张步伐稳健,有望充分受益畜禽周期上行,预计2019-20年EPS分别为1.49/3.45元,维持“买入”评级。

图25: 2013-18年, 温氏股份肉鸡业务收入情况

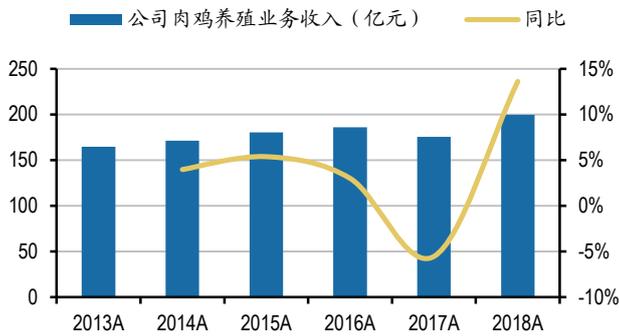
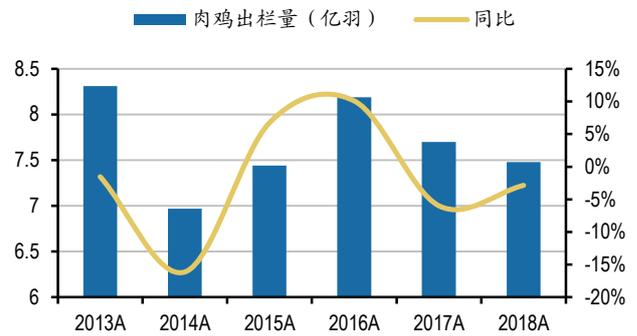


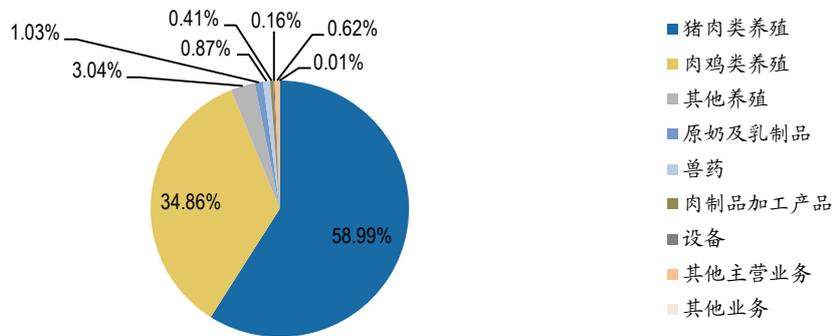
图26: 2013-18年, 温氏股份肉鸡出栏量情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图27: 温氏股份的肉鸡业务收入占比约35% (2018年)



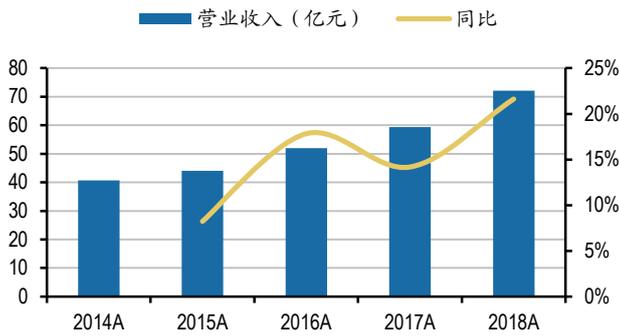
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

➤ 立华股份: 区域性黄羽鸡养殖龙头, 募投产能有望逐步释放

公司于2019年2月登陆创业板, 是一家以优质草鸡养殖为主导产业的一体化农业企业, 下设11家全资子公司, 其中一体化养鸡公司7家, 分别位于江苏、安徽、浙江、山东等地。2018年, 公司实现营收72.14亿元, 其中肉鸡业务收入占比达到91.5%。

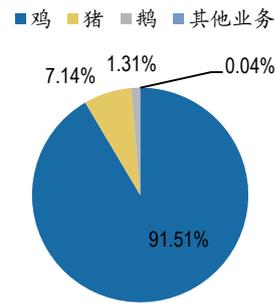
公司2016-18年肉鸡出栏量分别为2.32、2.55、2.61亿羽, 商品猪销售量分别为27.3、38.5、38万头。伴随后续募投项目逐步投产, 公司肉鸡产能有望逐步释放, 受益本轮景气上行。

图28: 2018年, 立华股份营收达到72.14亿元



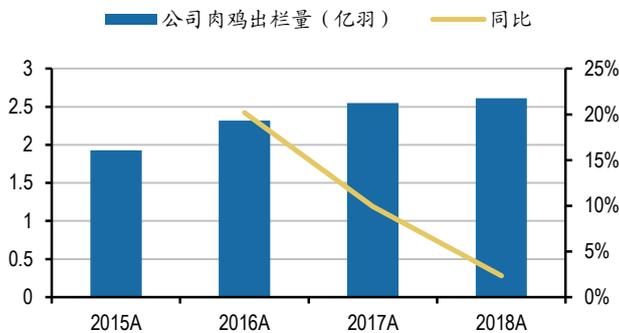
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图29: 肉鸡业务收入占比达到91.5% (2018年)



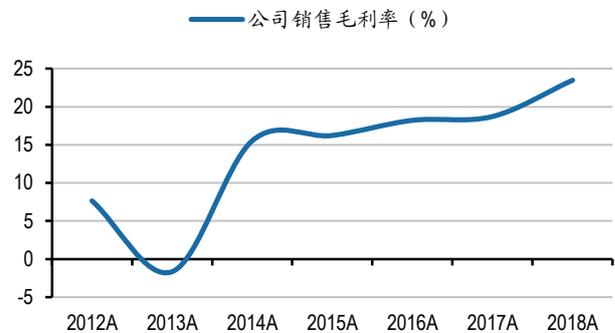
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图30: 2018年, 立华股份肉鸡出栏量约2.61亿只



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图31: 2012-18年, 立华股份销售毛利率变化



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表9: 立华股份IPO募投项目情况

募投项目名称	计划投资额(万元)
安庆立华年出栏 1,750 万羽一体化养鸡建设项目	14,214
扬州立华年出栏 1,750 万羽一体化养鸡建设项目	11,597
自贡立华年产 18 万吨鸡饲料加工项目	7,000
阜阳立华年产 36 万吨饲料加工项目	11,000
阜阳立华年出栏 100 万头优质肉猪养殖基地项目一期	30,000
连云港立华年存栏种猪 1 万头建设项目	5,000
补充营运资金	36,189

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 风险提示

**鸡价波动风险:** 鸡价超预期下跌对公司盈利将造成影响;

**疫情风险:** 养殖周期较长, 若防范不到位而发生疫情, 将产生损失;

猪肉测算产量与实际产量出现偏差的风险：统计数据失真等因素或导致测算出现偏差；

食品安全等

## 广发农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士。2017 年新财富农林牧渔行业入围；2016 年新财富农林牧渔行业第四名，新财富最具潜力分析师第一名，金牛奖农林牧渔行业第一名。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，主要覆盖畜禽养殖、农产品加工和宠物行业。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 张斌梅：资深分析师，复旦大学管理学硕士，主要覆盖饲料、种植业、大宗农产品和宠物行业。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣：联系人，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，主要覆盖动物保健、水产板块。2017 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。