

周期验证

——农林牧渔行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆农业涨幅居前，持续看好养殖

2019年初至6月6日，农林牧渔（申万）指数上涨42.88%，位于各行业第一位，尤其是禽畜养殖板块涨幅显著，验证我们年初观点。当前养殖板块PE依然处于低位，随着猪价上涨，预计将带来新的机会。

◆猪：周期反转确立，把握上行机会

非洲猪瘟持续发酵，且短期难以消除，猪周期或提前见底：1) 价格：上行可期。预计2019年二季度末猪价开始大幅上涨，2020年维持高景气度。2) 成本：普遍上涨。非洲猪瘟提升防疫、消毒药物等投入，同时存活率下降，死猪摊销增多，生猪养殖成本快速提升，我们预计行业平均成本提升20%-25%。3) 出栏量：关注重点。出栏量将是决定公司能否实现预期业绩的关键因素。月度出栏量超预期的公司有望领涨。

我们认为目前处于生猪板块投资的第二个阶段：验证阶段，猪价上涨的确认将驱动行业新一轮整体性机会。在经过调整后建议当前积极加仓，迎接猪价上涨，找寻预期差大的公司，如金新农；同时推荐弹性品种：新希望、唐人神、天康生物等一篮子组合；一线龙头温氏股份也值得关注。

◆禽：高景气延续

禽链价格不断创新高，迎来历史上最好盈利区间。虽然短期月度引种偏高以及法国复关预期等因素压制相关公司的估值，但18年引种依旧低于均衡量，禽业已经锁定2019年利润，2020年供给增多，但受猪肉短缺影响，替代性需求旺盛。我们预计禽链将继续维持高景气。

短期的波动更多源自情绪上的担心。当前苗种公司19年PE在5~6倍；产业链公司2019年PE在8~9倍，估值有足够吸引力。重点推荐上半年价格同环比大增的苗种公司：民和股份、益生股份。看好业绩稳增长及后续发力的圣农发展及仙坛股份。

◆风险分析：自然灾害风险、原材料价格波动风险、政策波动风险。

| 证券代码 | 公司名称 | 股价(元) | EPS (元) | | | PE (X) | | | 投资评级 |
|--------|------|-------|---------|------|------|--------|-----|-----|------|
| | | | 18A | 19E | 20E | 18A | 19E | 20E | |
| 300498 | 温氏股份 | 37.09 | 0.74 | 1.57 | 3.31 | 50 | 24 | 11 | 买入 |
| 002567 | 唐人神 | 12.57 | 0.16 | 0.53 | 1.43 | 79 | 24 | 9 | 买入 |
| 002548 | 金新农 | 12.98 | -0.68 | 0.39 | 1.80 | -- | 33 | 7 | 买入 |
| 002100 | 天康生物 | 8.13 | 0.33 | 0.54 | 1.10 | 25 | 15 | 7 | 买入 |
| 000876 | 新希望 | 18.67 | 0.40 | 0.87 | 1.42 | 47 | 21 | 13 | 买入 |
| 002299 | 圣农发展 | 24.82 | 1.21 | 2.38 | 2.53 | 21 | 10 | 10 | 买入 |
| 002746 | 仙坛股份 | 15.00 | 1.30 | 1.69 | 1.80 | 12 | 9 | 8 | 买入 |
| 002234 | 民和股份 | 25.70 | 1.26 | 2.64 | 2.32 | 20 | 10 | 11 | 增持 |
| 002458 | 益生股份 | 19.21 | 0.63 | 2.90 | 2.08 | 30 | 7 | 9 | 增持 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年6月6日

买入（维持）

分析师

刘 晓波（执业证书编号：S0930512080003）

021-52523800

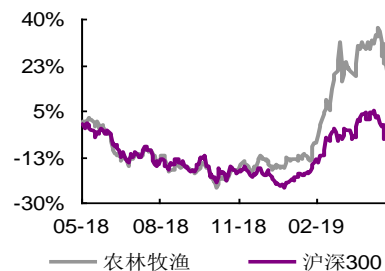
liuxb@ebsec.com

王 琦（执业证书编号：S0930517120001）

021-52523836

wangqi16@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

周期上行——农林牧渔行业2019年投资策略

..... 2019-1-03

疫情蔓延，周期或提前见底——非洲猪瘟对市场的影响及后市预判

..... 2018-11-15

引种持续偏紧，强制换羽弱化，看好新一轮周期——白羽肉鸡行业动态跟踪报告

..... 2018-05-03

投资聚焦

研究背景

2019 年初以来农业板块表现抢眼，涨幅居前。尤其是养殖板块，由于供需关系改善，业绩大幅改善。1) 猪：非洲猪瘟导致行业供需格局逆转，行业进入上行周期；2) 禽：延续 18 年以来的高景气度，同时供给紧张趋势不变，生猪供给减少导致替代性需求旺盛，预计高景气度将延续。

我们创新之处

非洲猪瘟对产能的影响已在生猪、能繁母猪存栏上得到反映，市场对猪价已形成较为一致的预期：非洲猪瘟导致生猪产能大幅去化，预计猪价将从 19 年二季度末开始大幅上涨。故本篇报告对生猪价格整体走势的讨论较为精简，而重点放在：1) 当前需要关注重点核心指标，如何判断周期所处的位置和区分各上市公司的特征；2) 将板块投资分为三个阶段：预期阶段、验证阶段和兑现阶段，我们认为当前生猪板块投资处于验证阶段。

投资观点

猪：非洲猪瘟持续发酵，且短期难以消除，猪周期或提前见底。我们预计 19 年二季度末猪价开始大幅上涨，19 年维持高景气度。我们预计非洲猪瘟将导致行业平均成本提升 20%-25%。而出栏量将是决定公司能否实现预期业绩的关键因素。月度出栏量超预期的公司有望领涨。我们认为目前处于生猪板块投资的第二个阶段：验证阶段，猪价上涨的确认将驱动行业新一轮整体性机会。

禽：禽链价格不断创新高，迎来历史上最好盈利区间。虽然短期月度引种偏高以及法国复关预期影响压制相关公司的估值，但 18 年引种依旧低于均衡量，禽业已经锁定 19 年利润，20 年供给增多，但受猪肉短缺影响，替代性需求旺盛。我们预计禽链将继续维持高景气。

目 录

| | |
|------------------------------|----|
| 1、 行情回顾：农业领涨 | 5 |
| 2、 猪：周期反转确立，把握上行机会 | 6 |
| 2.1、 中长期趋势集中，规模化企业受益 | 6 |
| 2.2、 中短期：猪瘟疫情蔓延，加速周期见底 | 7 |
| 2.3、 投资建议 | 13 |
| 3、 禽：景气延续 | 18 |
| 3.1、 价格：创新高后调整 | 18 |
| 3.2、 供给：持续偏紧 | 19 |
| 3.3、 需求：猪鸡联动，替代性需求旺盛 | 20 |
| 3.4、 投资建议 | 21 |
| 4、 风险分析 | 25 |
| 4.1、 生猪板块风险 | 25 |
| 4.2、 白羽肉鸡行业风险 | 25 |

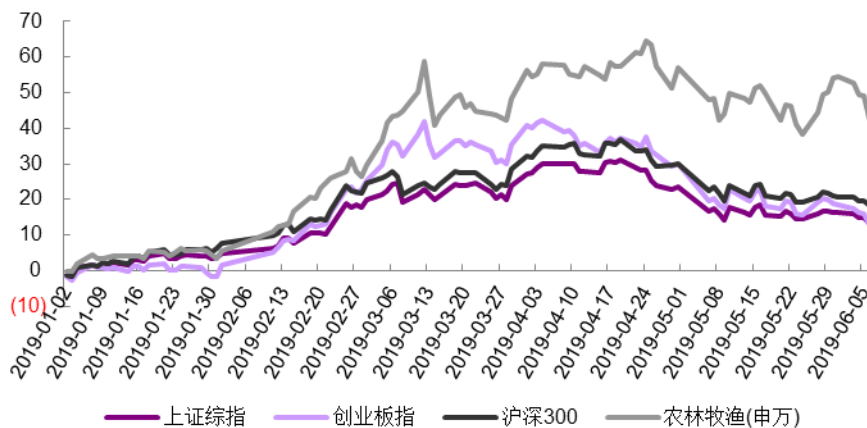
图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：农业板块大幅上涨（截止 2019 年至 6 月 6 日）（单位：%） | 5 |
| 图 2：2019 年以来申万 28 个子行业累计涨跌幅（截止至 2019 年 6 月 6 日） | 5 |
| 图 3：年初至今，农业各子板块（申万）涨跌幅（截止 2019 年至 6 月 6 日） | 6 |
| 图 4：规模以上养殖户数量占比增加，但比例依然很低 | 6 |
| 图 5：生猪存栏大幅下行 | 9 |
| 图 6：能繁母猪存栏大幅下行 | 9 |
| 图 7：生猪价格开启新一轮上行周期（截止至 2019 年 5 月 31 日） | 9 |
| 图 8：生猪繁育示意图 | 10 |
| 图 9：生猪价格趋势（截止至 2019 年 6 月 7 日） | 10 |
| 图 10：生猪养殖成本核算 | 11 |
| 图 11：鸡苗价格高位调整（截止至 6 月 9 日） | 18 |
| 图 12：毛鸡价格下降（截止至 6 月 9 日） | 18 |
| 图 13：2008 年-2018 年祖代鸡更新量 | 19 |
| 图 14：猪肉和鸡肉价格高度相关（截止至 2019 年 5 月 31 日） | 20 |
| 图 15：2018 年下半年股价和产品价格背离（截止至 2019 年 6 月 1 日） | 21 |
| 图 16：白羽肉鸡行业主要上市公司核心优势环节 | 21 |
| | |
| 表 1：部分国家非洲猪瘟情况 | 8 |
| 表 2：温氏股份、牧原股份 2018 年生猪养殖营业成本拆分（单位：元/头） | 12 |
| 表 3：主要猪企出栏量及规划 | 12 |
| 表 4：生猪价格大幅波动 | 13 |
| 表 5：生猪养殖产业链上市公司盈利及估值情况 | 14 |
| 表 6：温氏股份业绩预测和估值指标 | 15 |
| 表 7：新希望业绩预测和估值指标 | 16 |
| 表 8：金新农业绩预测和估值指标 | 16 |
| 表 9：唐人神业绩预测和估值指标 | 17 |
| 表 10：天康生物业绩预测和估值指标 | 18 |
| 表 11：不同猪肉缺口下，鸡肉替代需求量 | 20 |
| 表 12：禽链相关上市公司盈利预测及估值 | 22 |
| 表 13：益生股份业绩预测和估值指标 | 22 |
| 表 14：民和股份业绩预测和估值指标 | 23 |
| 表 15：圣农发展业绩预测和估值指标 | 24 |
| 表 16：仙坛股份业绩预测和估值指标 | 24 |

1、行情回顾：农业领涨

2019年初至6月6日，农林牧渔（申万）指数上涨42.88%，沪深300指数上涨18.40%，创业板指数上涨13.24%。

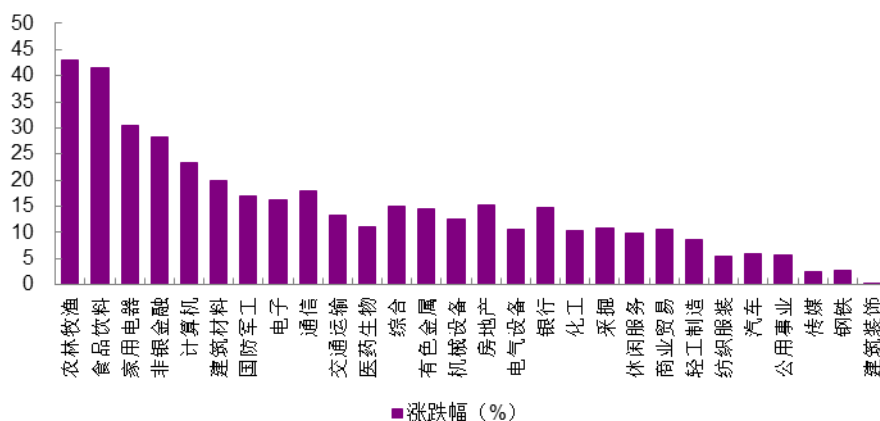
图1：农业板块大幅上涨（截止2019年至6月6日）（单位：%）



资料来源：wind，光大证券研究所

从行业维度来看，2019年初至今，农林牧渔在申万28个子行业中涨幅排名第一位。

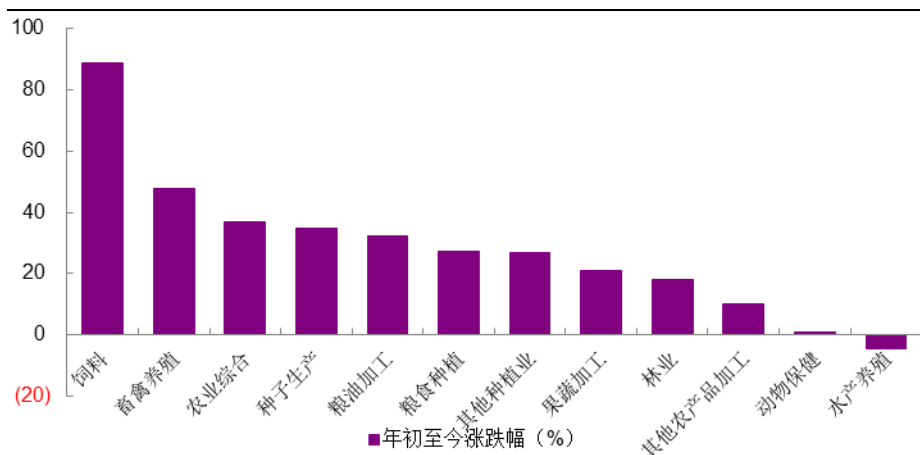
图2：2019年以来申万28个子行业累计涨跌幅（截止至2019年6月6日）



资料来源：wind，光大证券研究所

从细分子行业来看，饲料板块涨幅最大，其次依次为禽畜养殖、农业综合。养殖供需结构改善，板块业绩有望大幅改善，是驱动年初至今农林牧渔行业大幅上涨的核心因素。而饲料板块涨幅居前主要因为，当前主要饲料企业均已向生猪养殖行业发展，其出栏量同比增长相对传统养殖企业更快，估值优势更明显，其弹性更高。

图 3：年初至今，农业各子板块（申万）涨跌幅（截止 2019 年至 6 月 6 日）



资料来源：wind，光大证券研究所

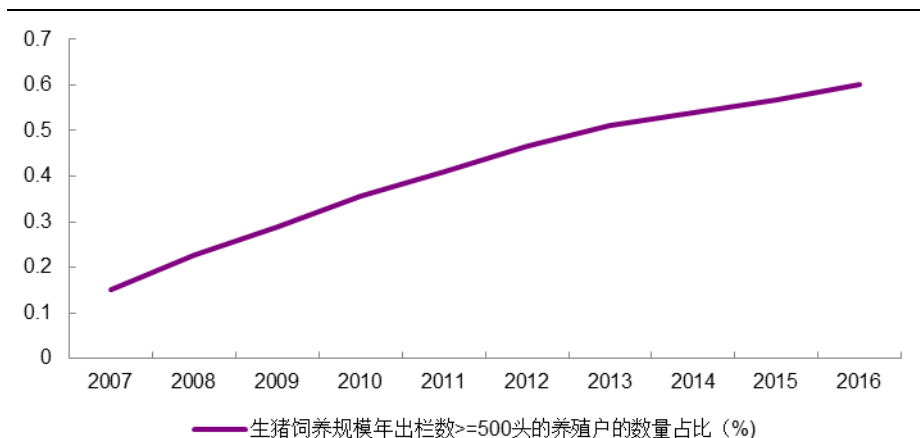
2、猪：周期反转确立，把握上行机会

2.1、中长期趋势集中，规模化企业受益

长期以来，我国生猪养殖行业以散养为主，规模化程度较低。2017 年我国前五大养猪企业市占率仅为 5%左右，温氏股份出栏 1900 万头，市占率仅为 2.8%。近年来受政策引导、环保压力、外出务工等因素的影响下，规模化养殖程度已有所提高。

2014 年我国规模化养殖场(年出栏 500 头以上)生猪出栏占比 42%，到 2015 年我国规模化养殖场生猪出栏占比 44%，到 2016 年占比已接近一半。从养殖户数量来看，规模化养殖场占比也呈不断上升趋势。

图 4：规模以上养殖户数量占比增加，但比例依然很低



资料来源：wind，光大证券研究所

同时上市公司凭借着资金和资本实力，出栏量实现了较快增长。16 年-18 年主要上市猪企（温氏、牧原、正邦、雏鹰、天邦、天康、罗牛山、龙大肉食、金新农、大北农、新五丰、海大等 15 家企业）出栏量合计分别为 2860.21 万头、3902.97 万头和 5142.8 万头，在全国生猪出栏的占比分别为 4.18%、5.67%和 7.41%，市占率逐步提升。

中长期来看，规模化养殖将是生猪养殖行业的必然趋势，中小散养户退出的市场空间，将由大型的规模化企业来填补。

1) 政策扶持: 据《全国生猪生产发展规划(2016—2020年)》, 农业部对标准化养殖项目, 在生猪主产区采取“以奖代补”方式, 支持适度规模生猪养殖场进行标准化改扩建, 包括节水设施、节料设备、清粪设施、漏缝地板等改造, 实施自动化环境控制等。同时, 选择部分省份开展财政促进金融支农创新试点, 采用信贷担保、贴息等方式引导和带动金融资本, 放大财政资金使用效应, 政策的引导支持有助于规模化生猪养殖场的科学化, 标准化建设, 也有助于引导行业向集中化发展。根据规划, 2020年我国出栏500头以上规模养殖比重重要达到52%, 规模企业屠宰量占比重要达到75%。

2) 环保压力促使中小散户退出。2015年起, 国内养殖环保政策全面收紧, 2015-2017年国内大量中小型猪场关停。

3) 非洲猪瘟加速产能集中度提升: 一方面养殖风险提升, 同时防疫难度大幅增加, 成本快速提升; 另一方面政策限制更严格, 例如全面禁止泔水喂养, 按照我们推算, 至少有占据5%产能的中小散户将受此影响。(测算过程详见我们于2018年12月发布的报告《疫情蔓延, 周期或提前见底——非洲猪瘟对市场的影响及后市预判》)

2.2、中短期: 猪瘟疫情蔓延, 加速周期见底

中国于2018年8月发生首例疫情, 随后疫情快速蔓延, 截至2019年5月25日, 中国内地31个省(市区)皆已发生过非洲猪瘟疫情。

非洲猪瘟发病率和死亡率最高可达100%, 目前全世界没有有效的疫苗防治, 且极难根除。非洲猪瘟于1921年在肯尼亚首次发现, 目前已有60个国家先后发生非洲猪瘟疫情。在已发生过非洲猪瘟疫情的国家中, 只有13个国家根除了疫情, 根除时间为5至36年。虽然当前, 我国防疫猪瘟已取得了一定的阶段性成果, 但是疫情情况依然严重。

从全球经验来看, 非洲猪瘟很难在短时间内扑灭, 攻克ASF是一场持久战。巴西和海地各历经6年时间(1978-1985), 葡萄牙(1960-1993)用了33年, 西班牙(1960-1995)35年才彻底根除ASF。

尽管非洲猪瘟不是人畜共患病、不感染人, 但该病的病死率可达100%, 而目前国际上还没有安全可靠的疫苗和预防用药。所以, 世界动物卫生组织倡议“一旦发现疫情, 扑杀并无害化处理以防止病原扩散是最有效的控制手段。”虽然已有13个国家根除了ASF, 但大部分付出了较大经济代价。

表 1：部分国家非洲猪瘟情况

| | 疫情开始时间 | 是否已根除 | 情况简介 |
|------|--------|------------|---|
| 巴西 | 1978 年 | 是 (1984 年) | 1978 年至 1979 年一共发生 224 起 ASF 疫情, 屠宰 6.7 万只, 所有 ASF 疫情都通过扑杀和焚烧消除。 1980 年, 总统令发布了非洲猪瘟根除计划, 首先开始的是南方区域, 该区域面积 57.8 万平方米, 生猪养殖户数量占巴西全国的 44.65%, 大约存栏 1526 万只猪, 占据了全国猪肉产量的 73%。其次是东南区域, 最后是其他养殖区域。1984 年 12 月, 巴西重新获得 OIE 无疫认证。 |
| 西班牙 | 1960 年 | 是 (1995 年) | 1985 年之前, 西班牙仅采取扑杀阳性猪群和进行消毒处理等措施控制该病。之后, 西班牙颁布了非洲猪瘟根除计划, 通过及时准确的监测和严格有效的封锁、扑杀等措施, 在根除计划颁布 10 年后成功根除了该病。 |
| 葡萄牙 | 1957 年 | 是 (1993 年) | 1957 年首次出现, 并迅速得到控制。1960 年再次出现, 并迅速传播, 直至与西班牙共同实施根除计划, 于 1993 年左右根除。 |
| 马耳他 | 1978 年 | 是 (1980 年) | 到 1979 年全国所有猪均被扑杀。1980 年才开始重新饲养。 |
| 海地 | 1979 年 | 是 (1984 年) | 1981 年开始实施非洲猪瘟(ASF)根除及补栏计划, 当时全国喂养了约 120 万头猪, 其中 80 万头猪由于感染病毒而死, 剩余的 40 万头猪被扑杀。 |
| 俄罗斯 | 2007 年 | 否 | 俄罗斯联邦相关部门报告称, 2007 年~2017 年, 全国爆发过 1000 多次非洲猪瘟疫情, 导致大约 80 万头猪死亡。庭院式家猪养殖的规模减少了一半, 从 2007 年的 1119 吨猪肉下降到 2017 年的 608 吨。 |
| 罗马尼亚 | 2017 年 | 否 | 截止至 18 年 9 月初, 境内 11 个县(省)的 190 个地方爆发非洲猪瘟 826 起, 约有 16 万只猪感染被屠杀或被烧毁。 |
| 越南 | 2019 年 | 否 | 截止至 5 月中旬, 已蔓延至 34 个省, 扑杀约 150 万头猪只, 占全国猪只总数的 5%。 |

资料来源:《非洲猪瘟的流行历史与现状》(作者:张永强、吴晓东等)、《非洲猪瘟全球流行情况及传入我国的风险分析》(作者:李勇生、贺奋义等)、《全球非洲猪瘟流行情况及对我国的威胁》(作者:孙洪涛、彭程等)

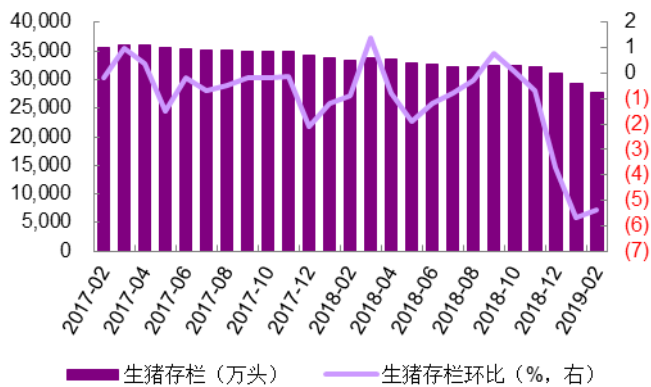
非洲猪瘟导致我国生猪产能大幅去化:

- 1) 生猪供给减少。主要体现在两个方面:一是扑杀直接减少供给。根据政策,我国对疫点内的生猪实行全部无害化处理。目前累计捕杀生猪达到 102 万头。二是禁止泔水喂养,预计有 5%以上的产能受影响(测算过程详见我们于 2018 年 12 月发布的报告《疫情蔓延,周期或提前见底——非洲猪瘟对市场的影响及后市预判》)。
- 2) 生产效率受影响。一方面受疾病影响,另一方面虽然政策不断优化,但由于非洲猪瘟蔓延,生猪地区调运依然在很大程度上受限,淘汰母猪被迫育肥,而同时能繁母猪无法补栏,产能无法更新。
- 3) 补栏意愿下行,产能扩张步伐或将放缓。发生疫情的北方主产区生猪无法外运,猪价快速下跌,一方面中小养殖户深度亏损,补栏意愿受到极大打击,同时规模养殖厂在北方的扩厂计划也将或放缓。

存栏加速下行,验证产能去化。根据农村部数据,2018 年 12 月以来我国生猪存栏、能繁母猪存栏环比持续下滑,同比跌幅不断扩大。4 月生猪存栏环比下降 2.9%,同比下降 20.8%;能繁母猪存栏环比下降 2.5%、同比下降 22.3%。

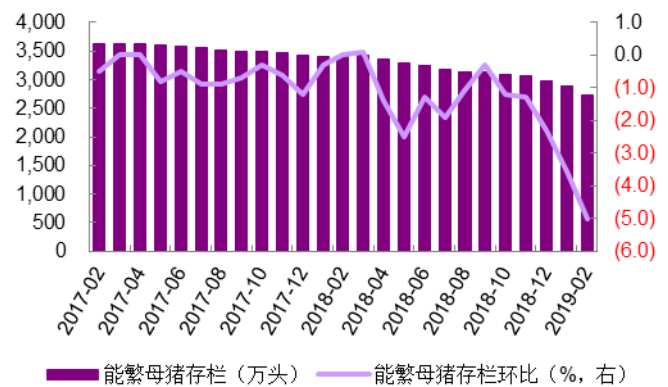
从省份来看:据农业农村部 7 省调研,能繁母猪和生猪存栏量出现大幅下滑。截止至 2019 年 1 月,河南能繁母猪存栏同比减少 26%;广东能繁母猪存栏同比下降 26%;吉林能繁母猪存栏同比下降 23%,生猪存栏同比下降 28%;江苏能繁母猪存栏同比下降 28%,生猪存栏同比下降 18.3%;重庆能繁母猪存栏同比下降 16.29%,生猪存栏同比下降 13.41%;江西能繁母猪存栏同比下降 5.2%,生猪存栏同比下降 2.1%。

图 5：生猪存栏大幅下行



资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2019 年 4 月

图 6：能繁母猪存栏大幅下行



资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2019 年 4 月

产能去化支撑猪价上行，行业周期见底验证，价格大幅上涨确定性高。同时在非洲猪瘟蔓延、产业集中度提升背景下，保证出栏量是享受上行周期红利的关键。下文我们将从价格、成本、出栏量等三个核心要素讨论本轮周期的影响和趋势。

2.2.1、价格：开启上行周期

我国生猪养殖行业周期性明显。从历史上看，每轮周期的时间大约为 4-5 年，2000 年以来，我国共经历了四轮“猪周期”：2003-2006 年，2006-2010 年，2010-2014 年，2014-2018 年。我们判断，本轮周期于 2019 年初开始，目前处于上行周期初始阶段。

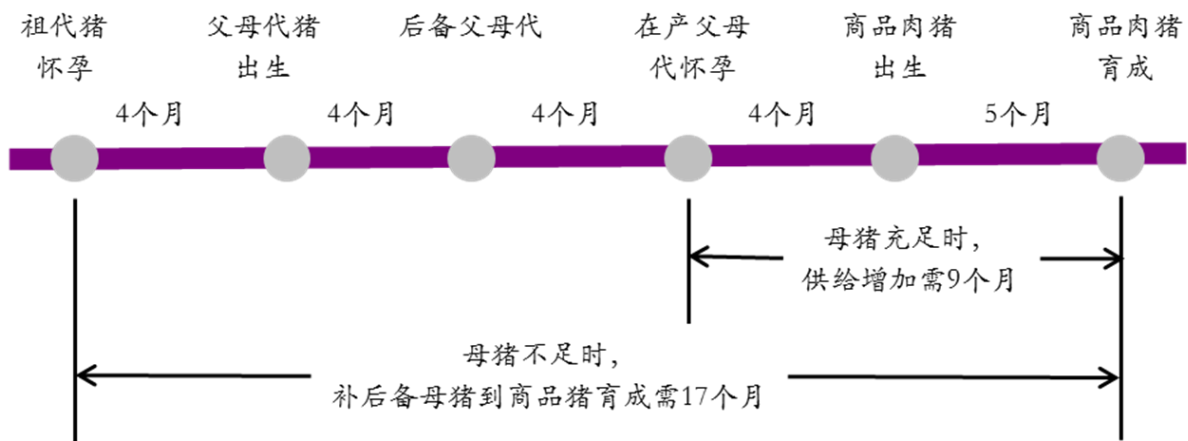
图 7：生猪价格开启新一轮上行周期（截止至 2019 年 5 月 31 日）



资料来源：wind，光大证券研究所

供需格局趋势性逆转，猪价进入上升通道。非洲猪瘟发生以来，我国生猪产能大幅去化，尤其是 18 年四季度母猪产能快速下降，带仔淘汰情况严重。按照生长周期来看，18 年下半年生猪存栏将影响 19 年上半年猪肉的供给，母猪产能去化的影响则将在 19 年下半年开始体现。近期猪价回暖推动行业进入盈利区间，尤其是基于对下半年行情的判断，部分养殖户补栏信心可能有所恢复，但考虑到 18 年养殖户亏损幅度，预计补栏能力有限。从 18 年下半年来看，猪瘟及禁运推动行业仔猪和能繁母猪去产能大局已定，19 年二季度末猪价大幅上涨的确定性高。

图 8：生猪繁育示意图



资料来源：光大证券研究所

猪价有所回升，快速上涨即将开启。2016 年以来，生猪价格进入下行周期，而非洲猪瘟加速了价格下滑速度。19 年春节前，生猪价格快速下滑。根据国家生猪市场数据，1 月 29 日全国外三元均价仅为 11.37 元/公斤，为 2018 年 6 月后最低点。3 月-5 月由于消费淡季叠加前期库存尚需时间消化影响，生猪价格在 14-15 元/公斤区间震荡。至 5 月末，随着端午节临近及产能大幅下降影响开始显现，猪价上涨趋势展现，截至 6 月 7 日，全国生猪价格均价为 16.02 元/公斤。

结合存栏情况及养殖周期来看，我们预计猪价将在二季度末开始快速上涨，2020 年春节左右达周期高点，有望突破 25 元/公斤，2020 年上半年继续维持高位。

图 9：生猪价格趋势（截止至 2019 年 6 月 7 日）

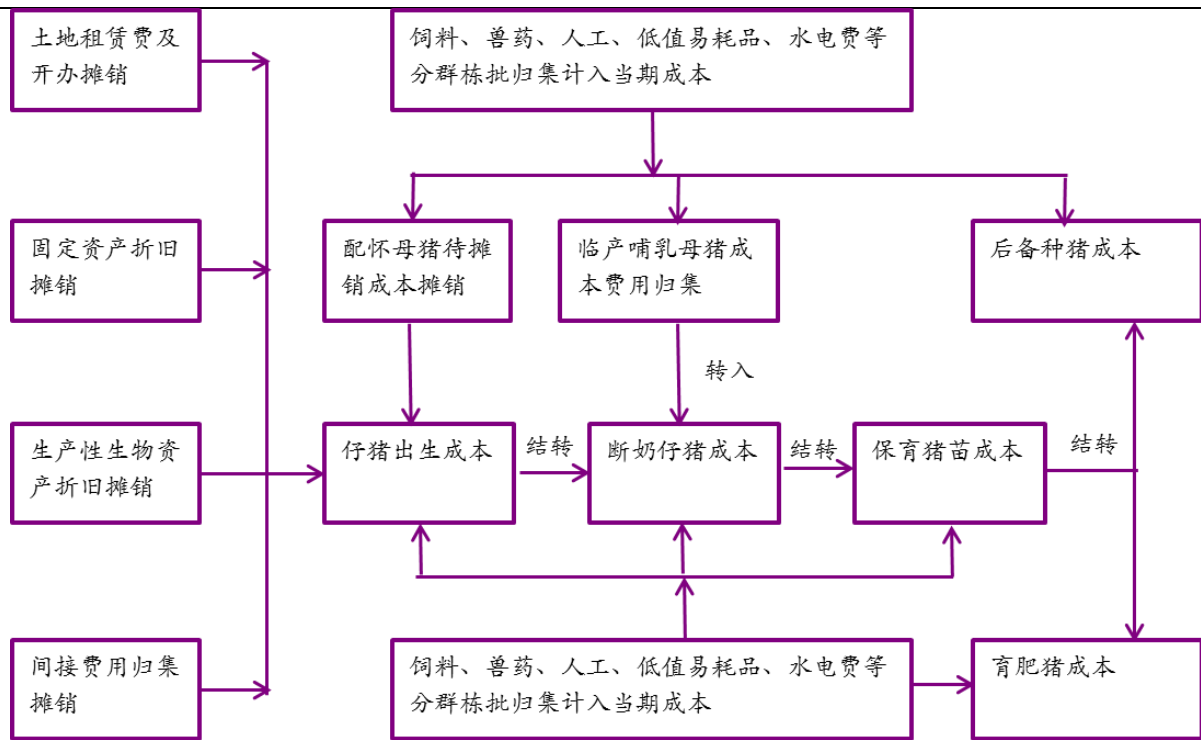


资料来源：wind，光大证券研究所，截至 2019 年 6 月 7 日

2.2.2、成本：普遍上涨

生猪养殖需要耗费大量的人力、土地、饲料、疫苗等资源。从建猪场—买设备—引进猪苗—饲料供应—医疗保健—出栏，各环节都有各自的投入成本和利润。发展规模化养殖的核心优势之一是减少成本。同时成本控制也是影响企业竞争的关键因素之一。尤其在下行周期，成本的高低直接影响公司能否承受住行业波动。

图 10：生猪养殖成本核算



资料来源：畜牧人才网，光大证券研究所绘制

疫情前：随着国内生猪养殖集中度的提高，低成本的大规模企业的市占率持续提高，而高成本的散养户被挤出市场，行业整体成本呈下降趋势。同时由于猪肉为国人首选肉制品，其消费市场相对统一、透明，故而成本竞争成为企业间盈利能力差异化的关键。

而非洲猪瘟蔓延后，随着提升防疫需求的提升、消毒药物的投入、生猪存活率的下降，死猪摊销的增多，企业的生猪养殖成本快速提升。以正邦科技为例，非洲猪瘟蔓延后，公司建立了严格的防疫系统：

1、建立了重大疫病疫情日报机制，加强猪只健康状况的每日监控，并配合国家有关检验检疫及疫病防疫主管机关做好疫病监测和报告工作；

2、场内实行封场制度，具体措施如下：公司建立了三级洗消制度：距离猪场5公里外，建设三级消毒点，进行泡沫浸泡；在距离猪场3公里处建设二级消毒点；猪场500-1000米处建设一级消毒点。此外，二级消毒点外建设淘汰中转房，猪苗中转房，中转料塔，物品二级消毒房。门卫设置洗澡间、消毒房。具体防疫措施如下：（1）车辆消毒：无关车辆禁止进入三级消毒点范围。所有运输淘汰猪、猪苗、饲料的车辆进出均需经过三级消毒和专用中转程序。（2）物品消毒：放置在二级消毒房，包装拆开，通过臭氧+紫外线消毒24小时后，由专用物品车转入门卫消毒间，再经过24小时的消毒后，方可进入场内。（3）人员进出：实行封场制度，减少人员休假。减少外部人员进场，巡检人员隔离36小时方可进场。（4）生猪进出：出猪时，生猪经过分场出猪台、总场出猪台、中转房再转到外部车辆运出；引种时，种源场猪群经过检测合格后，经过三级消毒点、中转房、总场出猪台、进入隔离舍，由专人进行饲养，2周内进行猪瘟检测，无异常情况后方可引入。

根据温氏股份披露，由于防疫费用增加，目前公司完全成本较疫情发生前增加约 0.5 元/斤。我们预计当前行业平均成本较疫情发生前提升 20%-25%，尤其是中小养殖户面临着较大的成本上涨压力。

表 2：温氏股份、牧原股份 2018 年生猪养殖营业成本拆分（单位：元/头）

| | 温氏股份 | 牧原股份 |
|-----------|-----------------|-----------------|
| 饲料原料 | 771.27 | 659.80 |
| 委托养殖费用 | 220.85 | -- |
| 药物及疫苗 | 66.11 | 106.42 |
| 职工薪酬 | 86.20 | 68.04 |
| 固定资产折旧及摊销 | 36.05 | 92.87 |
| 其他 | 147.26 | 158.84 |
| 合计 | 1,327.74 | 1,085.97 |

资料来源：公司 2018 年年报，光大证券研究所测算

2.2.3、出栏量：核心变量

非洲猪瘟影响下，出栏量将是决定公司能否实现预期业绩的关键因素。目前许多企业均在布局扩大产能的规划。但受疫情、成本、产能建设进度等影响，能否达到预期存在较多不确定性。而只有实现有效出栏，才能享受猪价上行带来的红利，是衡量上市公司能否实现预期业绩的关键。

表 3：主要猪企出栏量及规划

| 公司 | 18 年出栏量 (万头) | 19 年出栏规划 (万头) | 20 年出栏规划 (万头) |
|------|-----------------|------------------|------------------|
| 温氏股份 | 2229.7 | 2400 | |
| 牧原股份 | 1101.1 | 1300-1500 | |
| 正邦科技 | 553.99 | 650-800 | |
| 天邦股份 | 217.97 | 300-350 | 500 |
| 唐人神 | 80 | 160 | 300 |
| 金新农 | 24.13 | 45 | 100 |
| 天康生物 | 64.63 | 100 | 200 |
| 傲农生物 | 41.7 | 80-100 | 150-200 |
| 新五丰 | 74.53 | 100 | 200 |
| 新希望 | 255.37 | 350-360 | 800-1000 |
| 大北农 | 168 | 300 | 500-600 |

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

月度出栏量将是关注的重点。出栏量的实现实际上是公司产能布局，猪瘟防疫情况等综合反映的结果。目前大部分生猪养殖企业均有公布月度出栏数据，需密切关注各公司的出栏情况，这是跟踪公司动态的关键指标。

出栏量超预期的公司有望领涨。从月度出栏量可以窥视公司经营状况，而月度出栏量超预期的公司则有可能获得超过市场预期的业绩。例如傲农生物和金新农 3、4 月出栏量连续超过市场预期，其股价表现也相对突出。我们预计出栏量超预期品种仍将是市场关注重点。

2.3、投资建议

2.3.1、目前处于周期投资的第二阶段

生猪行业具有明显的周期性。猪价上涨提升养殖户积极性，从而推动供给增加，供给增加则造成肉价下跌，肉价下跌打击了养殖户积极性造成供给短缺，供给短缺又使得肉价上涨，周而复始，就形成了“猪周期”。同时由于我国散户养殖占比高，市场的盲从性较高，因而价格波动亦较大。2000年以来，我国生猪价格已形成四个完整周期，价格从低点到高点的上涨幅度分别达 68.8%、196.8%和 110.1%和 102.9%。

表 4：生猪价格大幅波动

| 完整周期 | 上升阶段 | 生猪价格（元/公斤） | | |
|-----------------|-----------------|------------|-------|--------|
| | | 最高点 | 最低点 | 最大涨幅 |
| 2003.05-2006.05 | 2003.05-2004.09 | 9.42 | 5.58 | 68.8% |
| 2006.05-2010.04 | 2006.05-2008.04 | 17.45 | 5.88 | 196.8% |
| 2010.04-2014.04 | 2010.04-2011.09 | 19.92 | 9.48 | 110.1% |
| 2014.04-2018.12 | 2014.04-2016.05 | 21.20 | 10.45 | 102.9% |

资料来源：wind，光大证券研究所整理

我们认为和其他周期性行业一样，生猪板块投资亦具有明显的周期性特征，其投资可分为三个阶段：预期阶段、验证阶段及兑现阶段。我们认为当前正处于猪周期投资的第二阶段：猪价上行等待验证，且本轮猪价高点将大概率超过以往。

1、2018 年底-2019 年二季度末：预期阶段。猪周期即将进入上行阶段的逻辑得到市场肯定，猪肉股大幅上涨。1) 从 2018 年末至 2019 年一季度末，主要生猪养殖企业股价均已大幅上涨。2) 2019 年四月-至今：猪肉价格尚未明显上涨，猪肉股震荡，市场对股价观点分化，部分资金获利了结，主要原因：1) 猪肉股一季度业绩普遍较差，引发担忧；2) 猪价虽有上涨但幅度不大。但随着猪肉价格的上涨，周期上行周期得到验证，预计将迎来一波新的行情。

2、我们预计猪周期投资即将进入验证阶段。我们此前一直强调猪价将于二季度末开始大幅上涨。而目前来看，我们的判断已得到初步验证。5 月底全国主要地区生猪价格已突破前期瓶颈，从 15 元/公斤开始向上突破。我们预计在猪价从 15 元/公斤涨至 25 元/公斤的过程中，市场预期不断强化，板块迎来新的机会。

3、猪周期投资中的最后阶段是兑现阶段。猪价高企，企业盈利水平极好，平均估值低。我们预计在本轮周期中，在猪价到达 25 元/公斤后，价格能否进一步趋势性上涨较难把握，市场会有一定分歧，此时股价将随市场情绪波动。

2.3.2、投资标的

猪价上涨的确认将驱动行业新一轮整体性机会。在经过调整后，当前建议积极加仓，迎接猪价上涨最强逻辑，找寻预期差大的公司，如金新农；同时看好弹性品种：新希望、唐人神、天康生物等一篮子组合；一线龙头温氏股份亦持续看好。

表 5：生猪养殖产业链上市公司盈利及估值情况

| 代码 | 公司 | 市值 (亿元) | 收盘价 | EPS (元/股) | | | PE (X) | | |
|-----------|------|---------|-------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| 300498.SZ | 温氏股份 | 1,971 | 37.09 | 0.74 | 1.90 | 3.96 | 50 | 20 | 9 |
| 002714.SZ | 牧原股份 | 1,210 | 58.01 | 0.25 | 2.11 | 5.71 | 233 | 28 | 10 |
| 002157.SZ | 正邦科技 | 397 | 16.75 | 0.08 | 0.82 | 2.58 | 205 | 20 | 6 |
| 002124.SZ | 天邦股份 | 165 | 14.27 | -0.49 | 0.72 | 2.43 | -- | 20 | 6 |
| 002567.SZ | 唐人神 | 105 | 13.14 | 0.16 | 0.59 | 1.59 | 82 | 22 | 8 |
| 002548.SZ | 金新农 | 55 | 12.98 | -0.68 | 0.22 | 1.08 | -- | 59 | 12 |
| 002100.SZ | 天康生物 | 82 | 8.13 | 0.31 | 0.55 | 1.09 | 26 | 15 | 7 |
| 603363.SH | 傲农生物 | 82 | 18.88 | 0.07 | 0.77 | 2.70 | 273 | 25 | 7 |
| 600975.SH | 新五丰 | 69 | 10.60 | -0.05 | 0.35 | 1.57 | -- | 30 | 7 |
| 000876.SZ | 新希望 | 787 | 18.67 | 0.40 | 0.76 | 1.24 | 46 | 24 | 15 |
| 002385.SZ | 大北农 | 237 | 5.58 | 0.12 | 0.24 | 0.56 | 47 | 23 | 10 |
| 平均 | | | | | | | 120 | 26 | 9 |

资料来源：wind，光大证券研究所整理，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

注：以上公司 19、20 年 EPS 为 wind 一致预期

温氏股份 (300498.SZ) 推荐逻辑：

1、公司产能稳步提升、区域布局分散，抢占行业红利。出栏量确定性以及防疫疫情将是公司能否抓住行业上行周期的关键。温氏股份为行业龙头，将更具竞争优势：1) 产能扩张稳健。15 年到 18 年公司生猪出栏量年均复合增速为 13.3%。公司稳步推进产能建设，在建工程维持高增长，我们预计公司 19-21 年出栏量分别为 2400\2700\3000 万头。2) 资本优势明显。“公司+农户”模式下产能扩张的资本需求相对较小，公司现金流充裕、资产负债率低。3) 产能布局分散，以销区为主。公司育种已覆盖了华南、华东、华中、华北、东北及西南等地，辐射全国。生猪产能两广约占 50%，华东占 20%，华中占 10%左右。产能分散有利于减缓疫情集中爆发风险，且公司以两广、华东等地为主销区，价格更具优势。

2、黄羽鸡：周期上行，稳中求胜。黄羽肉鸡行业自 18 年起进入上行周期，在非洲猪瘟导致的替代需求，以及白羽肉鸡紧缺的背景下，预计黄羽鸡行业将持续维持高景气度。公司是全国规模最大的黄羽鸡养殖上市公司，约占全国肉鸡出栏量的 20%。2018 年公司黄羽鸡出栏量 7.48 亿只，我们预计 19-21 年出栏量分别为 7.8 亿只、8 亿只和 8 亿只。

3、公司生猪产能稳步增长，抢占行业红利。同时肉鸡养殖业务有望维持高盈利。维持公司 19-21 年的 EPS 预测分别为：1.57/3.31/3.54 元。猪周期进入上升通道推动公司盈利提升，持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：价格不及预期风险，发生疫情风险。

表 6：温氏股份业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入（百万元） | 55657 | 57236 | 65280 | 79291 | 84908 |
| 营业收入增长率 | -6.23% | 2.84% | 14.05% | 21.46% | 7.08% |
| 净利润（百万元） | 6751 | 3957 | 8316 | 17569 | 18795 |
| 净利润增长率 | -42.74% | -41.38% | 110.13% | 111.28% | 6.98% |
| EPS（元） | 1.27 | 0.74 | 1.57 | 3.31 | 3.54 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 20.70% | 11.45% | 20.67% | 31.57% | 26.52% |
| P/E | 32 | 54 | 26 | 12 | 11 |
| P/B | 7 | 6 | 5 | 4 | 3 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

新希望（000876.SZ）推荐逻辑：

1、综合性农牧龙头，四大业务携手，共建新发展。公司为目前国内产业链最完整、产品覆盖面最广的农牧类上市公司，已初步形成“饲料生产--畜禽养殖--屠宰--肉制品加工”的产业协同一体化经营格局。1) 饲料：多年国内市场份额第一。17 年共销售饲料 1572 万吨，公司战略目标是 2021 年全球销售 2500 万吨。2) 禽养殖：国内第一大父母代鸭苗、第二大商品代鸡苗、鸭苗供应商，“公司+农户”模式使商品代鸡鸭出栏快速提升。3) 猪养殖：当前成长主动力，未来三年出栏量将跨越式增长。4) 屠宰及肉制品：每年肉禽屠宰量近 8 亿只，排名全国第一，肉猪屠宰处于国内领先梯队。持续投资，向食品领域延伸。

2、蓄势待发，生猪出栏跨越式增长。2016 年公司确立了发展生猪业的战略目标。经过 2-3 年的布局，公司即将进入收获期，生猪业务将是公司未来三到五年业绩增长的核心推动力。

公司优势：1) 生产高效、成本优势显著。公司平均 PSY 多年连续在 24 以上，显著高于行业平均水平。且目前公司出栏肥猪完全成本仅为 12.4 元/公斤。2) 储备丰富，出栏量将跨越式增长。2017-2018 年公司生猪出栏分别为 190 万头和 253 万头（不含内销）。根据公司规划，2019 年-2021 年公司生猪出栏将分别为 350 万头、800-1000 万头、1500-1800 万头，至 2022 年则有望冲击 2500 万头。当前公司的产能布局、人才储备、资金来源均已达到实现以上出栏目标的要求。

3、维持公司 2019-2021 年的 EPS 预测分别为 0.87 元、1.42 元和 1.74 元。公司为综合性农牧龙头，禽、猪两大高景气行业同发展，公司业绩将快速增长：一方面禽链景气度持续高涨，另一方面生猪行业迎来向上周期，公司生猪养殖业务量利同增。持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：感染疫情风险、产品价格下降风险、产能释放不及预期风险。

表 7：新希望业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 62,567 | 69,063 | 79,579 | 91,326 | 103,692 |
| 营业收入增长率 | 2.77% | 10.38% | 15.23% | 14.76% | 13.54% |
| 净利润（百万元） | 2,280 | 1,705 | 3,654 | 5,981 | 7,344 |
| 净利润增长率 | -7.66% | -25.23% | 114.36% | 63.69% | 22.78% |
| EPS（元） | 0.54 | 0.40 | 0.87 | 1.42 | 1.74 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 10.94% | 7.90% | 14.48% | 19.99% | 20.63% |
| P/E | 37 | 50 | 23 | 14 | 12 |
| P/B | 4.1 | 3.9 | 3.4 | 2.8 | 2.4 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

金新农（002548.SZ）推荐逻辑：

1、打造生猪产业综合服务商。公司致力于打造生猪产业综合服务商，目前主营业务已涵盖饲料、生猪繁育、动保兽药、互联网通信技术业务，2018 年四项业务收入占比分别为：80.64%、12.42%、3.90%和 2.59%。其中饲料为传统优势业务；养殖为业绩增长主推力；动保和互联网业务则可增加产品附加值。

2、生猪产能快速释放，公司乘势而起。2016 年以来公司通过内外结合大力拓展生猪产能。1) 外延：并购武汉天种、福建一春等，并参股新大牧业、佳和牧业；为公司后续发展储备了种猪、仔猪产能；2) 内生：先后筹建南平生猪生态养殖项目（一期产能 36 万头）、铁力生猪生态养殖产业项目（一期产能 40 万头）等项目。我们预计公司 2019-2020 年有效出栏量（并表）分别为 45 万头和 96 万头（按股权折算权益出栏量分别为：40 万头和 89 万头）；通过参股获得的权益出栏量分别为 26 万头和 32 万头；合计权益出栏量分别为 66 万头、121 万头。叠加生猪行业进入上行周期影响，预计从 2019 年起公司养殖业务利润将快速增长。

3、维持公司 19-21 年的 EPS 预测分别为 0.39 元、1.80 元和 1.98 元。出栏量快速增加，叠加周期上行，持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期，产品价格不及预期、感染疫情风险。

表 8：金新农业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|----------|--------|---------|--------|
| 营业收入（百万元） | 3,061 | 2,801 | 3,585 | 5,349 | 5,818 |
| 营业收入增长率 | 10.80% | -8.52% | 28.01% | 49.20% | 8.77% |
| 净利润（百万元） | 68 | -287 | 150 | 685 | 754 |
| 净利润增长率 | -57.40% | -524.46% | -- | 358.15% | 10.03% |
| EPS（元） | 0.18 | -0.75 | 0.39 | 1.80 | 1.98 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 4.14% | -22.22% | 9.67% | 31.57% | 28.17% |
| P/E | 76 | -- | 35 | 8 | 7 |
| P/B | 3.2 | 4.0 | 3.3 | 2.4 | 1.9 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

唐人神（002567.SZ）推荐逻辑：

1、全产业链经营的养猪“新星”。公司以饲料起家，并逐步向产业链下游延伸，致力于生猪产业链一体化经营。目前公司构建了“饲料、养猪、肉品”

三大产业：饲料--稳定增长，提供稳定现金流；生猪--快速发展，为业绩增长主动力；肉品制造--布局终端消费，平滑猪价波动对业绩的影响。

2、公司优势突出，出栏量连续翻倍。公司自 2015 年确立了发展生猪产业的战略目标，2016-2018 年公司生猪出栏量分别为：14 万头、54 万头、70 万头。经过 3-4 年的积累，公司当前产能布局已初步完成，根据规划，2019 年、2020 年出栏将分别为 160 万头、300 万头，出栏量连续翻倍。

公司发展生猪优势明显：1) 全产业链经营，实现业务协同；2) “1+5”自繁自养模式养殖效率高，PSY 可达 27；3) 成本控制力强且还有进一步下降空间，目前公司育肥完全成本为 12.8 元/公斤，而“1+5”模式下可下降至 12.2 元/公斤；4) 在手资金充足，资产负债率低，资本扩张空间大。

3、维持公司 19-21 年的 EPS 分别为 0.53 元、1.43 元和 1.74 元。公司业绩快速增长，持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：产能建设缓慢风险、感染疫情风险、产品价格不及预期风险

表 9：唐人神业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入（百万元） | 13,723 | 15,406 | 17,090 | 19,812 | 21,665 |
| 营业收入增长率 | 26.12% | 12.26% | 10.93% | 15.93% | 9.36% |
| 净利润（百万元） | 310 | 137 | 446 | 1,200 | 1,457 |
| 净利润增长率 | 54.37% | -55.87% | 225.94% | 168.81% | 21.44% |
| EPS（元） | 0.37 | 0.16 | 0.53 | 1.43 | 1.74 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 9.04% | 4.02% | 11.72% | 24.75% | 24.61% |
| P/E | 36 | 81 | 25 | 9 | 8 |
| P/B | 3.2 | 3.3 | 2.9 | 2.3 | 1.9 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

天康生物（002100.SZ）推荐逻辑：

1、养殖全产业链布局。公司已实现了现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售 4 个关键环节的完整闭环。其中生猪业务为业绩增长主动力，动物疫苗及饲料则可提供稳定现金流。2018 年公司饲料、农产品加工、疫苗和养殖（包括屠宰加工）的业务收入占比分别为：48.6%、16.2%、14.2%和 15.1%。

2、出栏量快速增长，叠加行业高景气度。目前新疆区域 100 万头养殖产能已基本建成，河南区域 100 万头的养殖计划落地建设中。15 年-18 年公司生猪销量分别为 24.26 万头、30.92 万头、48.94 万头、64.63 万头，年均复合增速为 37%。根据公司规划 19-20 年出栏量将分别达 100 万头、200 万头。

2、新品带动疫苗销量快速增长，饲料稳健发展。1) 疫苗：2018 年公司推出上市的猪瘟 E2 苗是我国最先推出的基因工程猪瘟疫苗，在免疫效果和净化效果上领先，取得较好的市场反应，预计将从 2019 年开始上量；同时公司的猪口蹄疫 OA 二价疫苗已获批文，有望在 2019 年量产上市。公司疫苗业务销量有望提速。2) 饲料：公司为新疆地区饲料生产规模最大的企业，2018 年饲料销量达 110 万吨。公司近年来不断开拓中东部地区市场、积极调整产品结构。预计饲料业务后续维持稳定发展。

3、全产业链布局的农牧优质企业，生猪产能快速增长，叠加行业周期上行，公司业绩将快速增长。维持公司 2019-2021 年的 EPS 预测分别为 0.54 元、1.10 元和 1.26 元。持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：价格不及预期风险、感染疫情风险。

表 10：天康生物业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入（百万元） | 4630 | 5273 | 6137 | 7804 | 8717 |
| 营业收入增长率 | 4.18% | 13.89% | 16.38% | 27.17% | 11.69% |
| 净利润（百万元） | 407 | 314 | 519 | 1056 | 1213 |
| 净利润增长率 | 3.72% | -22.95% | 65.29% | 103.68% | 14.84% |
| EPS（元） | 0.42 | 0.33 | 0.54 | 1.10 | 1.26 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 13.64% | 9.77% | 14.26% | 23.15% | 22.01% |
| P/E | 21 | 27 | 16 | 8 | 7 |
| P/B | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 1.9 | 1.5 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

3、禽：景气延续

3.1、价格：创新高后调整

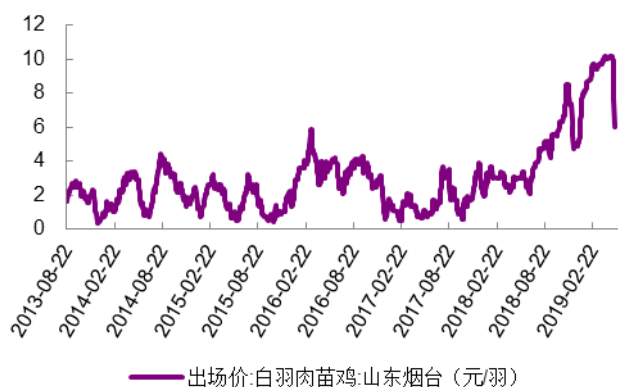
2018 年二季度以来，白羽肉鸡行业景气度持续攀升，产品价格强势上涨，截止至 5 月末，商品鸡苗、毛鸡和鸡肉均已创历史新高。而自 6 月初，禽链价格从高位下行，一方面是由于季节性因素，每年 6 月左右，禽链价格均有所下行；另一方面屠宰场鸡肉库存高企叠加出栏量增加，价格受挤压。

鸡苗：截止 2019 年至 5 月，山东烟台鸡苗价格持续在 10 元/羽，单羽盈利 8-9 元。鸡苗价格位于高位，为历史上盈利最好时期。而至 6 月初，苗价从高位有所下滑，烟台 6 月 9 日苗种价格 5.30~6.20 元/羽（环比下跌 3 元，部分地区甚至跌到 3 元），苗种企业单羽盈利 2.6~3.5 元/羽。

毛鸡价格：受鸡苗价格带动，价格亦持续走高。截止至 5 月 26 日，山东烟台毛鸡价格持续在 5 元/斤以上。6 月初开始毛鸡价格下调，截止至 6 月 9 日，烟台地区毛鸡收购报价为 4.48~4.58 元/斤。

当前看，行业基本已经锁定 19 年利润，且 19 年鸡肉供给依然偏紧。同时非洲猪瘟导致替代需求旺盛，我们预计禽链将继续维持高景气度。

图 11：鸡苗价格高位调整（截止至 6 月 9 日）



资料来源：wind

图 12：毛鸡价格冲高后有所回落（截止至 6 月 9 日）



资料来源：wind

3.2、供给：持续偏紧

3.2.1、引种持续低位

目前我国仅对新西兰、波兰开放祖代鸡引种渠道，美国、法国等短期内复关无望。新西兰安伟捷品种可供种 3 万套/月，科宝可供种 2 万套/月。波兰可提供哈伯德曾祖代和祖代种鸡给益生股份，益生股份引种的哈伯德曾祖代在 18 年下半年逐渐提供祖代鸡。

17 年我国引种量仅 68.7 万套。18 年祖代种鸡更新量（含益生股份自产哈伯德祖代）为 75 万套，虽然较 17 年同比略增，但仍低于均衡水平。2019 年一季度引种 25 万套，相对较高，引发市场担忧。随着鸡苗价格创新高，以及禽链一季度业绩超预期，其影响已有所消化。

目前我国仅对新西兰、波兰开放引种渠道，市场担忧法国复关。但即便复关，真正产生毛鸡供给也需在 20 年下半年体现，禽养殖公司 19 年盈利已基本锁定。

图 13：2008 年-2018 年祖代鸡更新量



资料来源：wind

从存栏角度看，依然处于低位。根据中国畜牧业协会禽业分会数据，截止至 2019 年第 19 周(5 月 5 日-5 月 12 日)，全国白羽肉鸡祖代种鸡存栏量为 138.95 万套，其中在产 75.37 万套，后备 63.58 万套；协会监测父母代种鸡企业总存量 2492.33 万套，其中在产 1548.77 万套，后备 943.56 万套。

3.2.2、强制换羽依然受限

强制换羽可以延长产蛋周期，平滑行业供给周期，因而对行业供给形成较大扰动。以 2017 年为例，虽然我国引种量已连续低于行业均衡水平，但大量的换羽造成供给充足，产业陷入亏损。但我们认为，在本轮周期中，强制换羽的影响将大幅弱化，行业内换羽面积将大幅减少，主要原因如下：

(1) 引种量维持低位，可供换羽的祖代种鸡数量基数较低。2013 年的引种高峰，已经过 4-5 年的产能消化，2015 年后引种量持续低于均衡需求。尤其是在 2016、2017 年行业大面积换羽后，目前可换羽种鸡数量大幅减少。

(2) 种公鸡配比不足。2018 年以来，种鸡疾病严重，或与频繁强制换羽有关。同时国外育种企业限制种公鸡的引种量，希望以此来限制国内换羽。种公鸡配比下调，导致配套不及时，可换羽种鸡数量萎缩。

3.3、需求：猪鸡联动，替代性需求旺盛

猪肉供给下行，带动鸡肉需求。从我国肉类消费结构看，2018 年猪肉、鸡肉、牛肉、羊肉产量分别为 5404 万吨、1170 万吨、644 万吨和 475 万吨。猪肉产量占 63.4%、牛肉产量占 7.6%、羊肉产量占 5.6%，禽肉占比 23.4%。非洲猪瘟导致猪肉供给大幅减少，若所产生的缺口由其他肉类补充，我们按照当前消费比例测算，则鸡肉、牛肉、羊肉的替代量占比分别为：51%、28%和 21%。我们按照猪肉产量下降 5%、10%、15%、20%、25%和 30%六种情况测算，则鸡肉需求的提升量分别为：12%、24%、35%、47%、59%和 71%。而从非洲猪瘟蔓延情况来看，我国猪肉供给极有可能下降 20%甚至以上，故而鸡肉存在着较大的替代性需求。

表 11：不同猪肉缺口下，鸡肉替代需求量

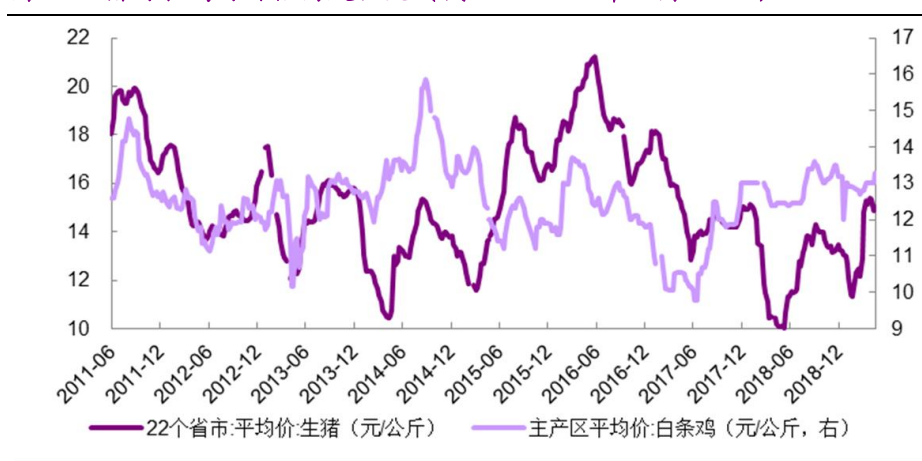
| 猪肉产量 (万吨) | 猪肉产量降幅 (%) | 猪肉下降数量 (万吨) | 鸡肉替代比例 (%) | 鸡肉需求增量 (万吨) | 鸡肉需求提升比 (%) |
|-----------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| 5404 | 5% | 270.2 | 51% | 137.802 | 12% |
| 5404 | 10% | 540.4 | 51% | 275.604 | 24% |
| 5404 | 15% | 810.6 | 51% | 413.406 | 35% |
| 5404 | 20% | 1080.8 | 51% | 551.208 | 47% |
| 5404 | 25% | 1351 | 51% | 689.01 | 59% |
| 5404 | 30% | 1621.2 | 51% | 826.812 | 71% |

资料来源：wind，光大证券研究所测算

非洲猪瘟使生猪产能大幅减少，将形成较大的蛋白质缺口，从而带动鸡肉消费增加。同时我们观察历史经验来看，猪肉价格和鸡肉价格高度相关。而 2018 年的价格分化主要是因为受非洲猪瘟影响，导致猪价低迷，而在连续四年封关影响下，鸡供给紧张，故鸡肉价格上涨走出独立行情。

向前看：我们预计猪肉价格有望在 2019 年下半年开始上涨，其将带动鸡肉价格上涨。一方面：供给减少，直接增加替代需求，另一方面猪价高企，将促使部分消费转向禽肉，从而对禽价形成支撑。

图 14：猪肉和鸡肉价格高度相关（截止至 2019 年 5 月 31 日）



资料来源：wind，光大证券研究所

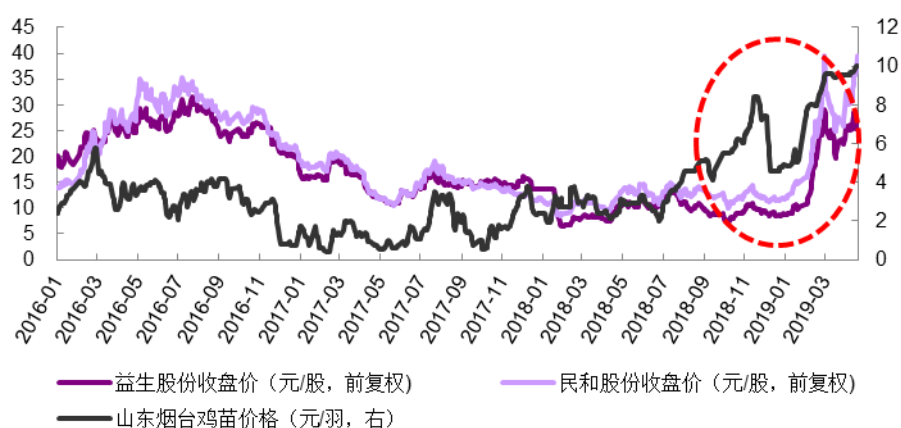
3.4、投资建议

3.4.1、从关注价格趋势到关注业绩兑现

按照以往经验：禽具有典型的周期类行业特征。产品价格是驱动股价的最主要因素。尤其是鸡苗价格，产业链上的上市公司弹性很高，产品价格与股价高度相关。

单纯的依靠产品价格炒作股价的时代已经过去，业绩和估值才是核心。从供给受限程度、周期来看，19年行业将大概率维持高景气，上市公司的业绩将进一步兑现。

图 15：2018 年下半年股价和产品价格背离（截止至 2019 年 6 月 1 日）

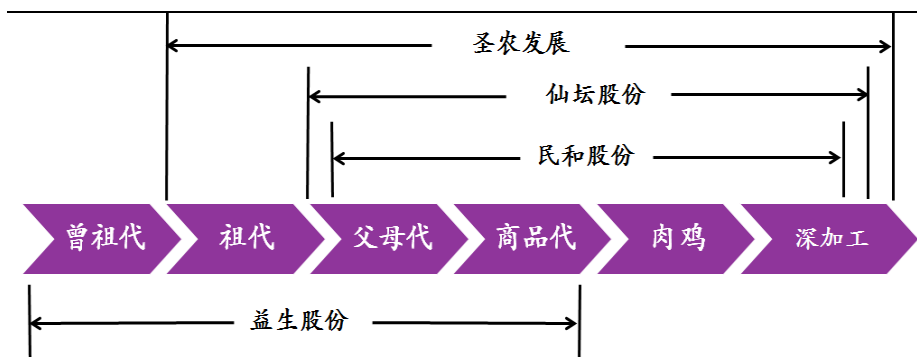


资料来源：wind，光大证券研究所整理

3.4.2、投资标的

当前 A 股禽养殖行业主要有四家上市公司：益生股份、圣农发展、民和股份和仙坛股份。四家公司的产业布局重点及优势环节有所区别。其中益生股份主要发展祖代、父母代，民和股份在商品代优势明显，圣农发展则在产业链上下游均有所布局，但主要侧重肉鸡环节。仙坛股份则在商品代和肉鸡环节有所布局。从趋势上来看，为了提高规模效益及生产效率，四家公司均积极向产业链上下游发展，努力实现全产业链覆盖。

图 16：白羽肉鸡行业主要上市公司核心优势环节



资料来源：各上市公司公告、光大证券研究所绘制

根据我们测算民和股份、益生股份等苗种公司当前单月净利润 2 亿左右；产业链公司：仙坛股份当前单月利润 0.8 亿左右，圣农发展当前单月利润 3

亿元以上利润水平。整体来看：苗种公司 19 年 PE 在 5~6 倍；产业链公司 19 年 PE 在 8~9 倍，估值足够有吸引力。

重点推荐弹性品种尤其是上半年价格同比、环比大幅增长的苗种公司：民和股份及益生股份。看好业绩稳健增长及后续发力的圣农发展及仙坛股份。

表 12：禽链相关上市公司盈利预测及估值

| 代码 | 公司 | 市值 (亿元) | 收盘价 (元/股) | EPS (元/股) | | | PE | | |
|-----------|------|---------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| 002299.SZ | 圣农发展 | 308 | 24.82 | 1.21 | 2.22 | 2.18 | 20 | 11 | 11 |
| 002746.SZ | 仙坛股份 | 70 | 15.00 | 0.87 | 1.76 | 1.80 | 17 | 9 | 8 |
| 002234.SZ | 民和股份 | 78 | 25.70 | 1.26 | 2.76 | 2.35 | 20 | 9 | 11 |
| 002458.SZ | 益生股份 | 110 | 19.21 | 0.63 | 1.88 | 1.56 | 30 | 10 | 12 |
| 平均 | | | | | | | 22 | 10 | 11 |

资料来源：wind，光大证券研究所整理，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

注：19-20 年 EPS 为 wind 一致预期。19 年初以来禽链价格不断创新高，高景气度持续时间连续超出市场预期。从民和股份、益生股份等中报业绩预告来看，其 19 年业绩亦将大幅超过 wind 一致预期，故预计禽链当前股价对应的 19 年 PE 明显低于上表中的估值水平。

益生股份 (002458.SZ) 推荐逻辑：

1、公司是中国最大的祖代白羽肉种鸡养殖企业，公司是国内唯一拥有曾祖代白羽肉种鸡的企业，2016 年 11 月起，公司从法国哈伯德公司开始进口哈伯德曾祖代白羽肉种鸡，所产出的祖代白羽肉种鸡，现在已经实现达产。在市场祖代白羽肉种鸡紧缺的情况下，公司可以用自产祖代鸡的供应，并严格执行自养祖代肉种鸡和父母代肉种鸡不换羽程序，确保种源的净化和健康，使得产品供应量及质量得到双保障，对公司的主营产品父母代肉种鸡雏鸡和商品代肉雏鸡供应出现较大利好。

2、行业景气度延续，维持公司 2019-2021 年的 EPS 预测为 2.90 元、2.08、1.95 元。持续看好公司，维持“增持”评级。

风险提示：禽链价格不及预期风险，发生疫情风险。

表 13：益生股份业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|----------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 656 | 1,473 | 2,004 | 1,763 | 1,725 |
| 营业收入增长率 | -59.26% | 124.42% | 36.05% | -12.03% | -2.16% |
| 净利润 (百万元) | -310 | 363 | 977 | 701 | 657 |
| 净利润增长率 | -155.21% | NA | 169.25% | -28.25% | -6.24% |
| EPS (元) | -0.92 | 1.08 | 2.90 | 2.08 | 1.95 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | -25.60% | 22.75% | 39.00% | 21.87% | 17.01% |
| P/E | -- | 22 | 8 | 11 | 12 |
| P/B | 6.6 | 5.0 | 3.2 | 2.5 | 2.1 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

民和股份 (002234.SZ) 推荐逻辑:

1、公司是中国最大的父母代笼养种鸡养殖企业。形成了父母代种鸡可存栏量 230 万套、鸡苗年产能 2 亿多只、商品代肉鸡年出栏 2000 多万只、年屠宰加工肉鸡 6 万多吨、年产饲料 40 万吨的生产能力。

2、积极延长产业链，向下游深加工领域发展。2018 年 6 月，公司发布了非公开发行预案，拟募集 5.3 亿元，用于拓展食品加工能力。项目建设期为 2 年左右，建成后，将形成年生产熟食制品 3 万吨、年生产肉制品 3 万吨的生产能力。目前证监会已受理该项目。若募投项目完成，公司业务将进一步完善升级，一体化经营优势更加完善。

3、禽链高景气度有望延续，鸡苗价格不断超预期，行业景气度延续，我们维持公司 2019-2021 年的 EPS 为 2.64 元、2.32 元和 2.00 元。持续看好公司，维持“增持”评级。

风险提示：鸡苗价格不及预期风险，定增进展不及预期风险。

表 14：民和股份业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1068 | 1818 | 2336 | 2286 | 2258 |
| 营业收入增长率 | -24.22% | 70.28% | 28.49% | -2.11% | -1.24% |
| 净利润（百万元） | -291 | 381 | 798 | 701 | 604 |
| 净利润增长率 | -288.93% | -231.01% | 109.57% | -12.15% | -13.86% |
| EPS（元） | -0.96 | 1.26 | 2.64 | 2.32 | 2.00 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | -39.27% | 33.97% | 41.59% | 26.76% | 18.73% |
| P/E | -28 | 21 | 10 | 12 | 13 |
| P/B | 11 | 7 | 4 | 3 | 3 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

圣农发展 (002299.SZ) 推荐逻辑:

1、公司拥有自繁自养自宰一体化的产业链，公司的产业链从下游的熟食加工、肉鸡屠宰加工纵向延伸至上游祖代种鸡养殖，现代化程度高、产业链完整。公司年屠宰肉鸡约 5 亿羽。

2、整合了“圣农鲜美味”及“圣农食品”，公司产业链延伸至下游消费终端。圣农食品原有 5 个生产基地，年设计产能约为 16 万吨。2017 年底熟食加工六厂竣工投产，圣农食品产能进一步提升至 22 万吨，该部分产能将从 2018 年开始陆续释放。

3、维持公司 19-21 年 EPS 预测分别 2.38 元、2.53 元和 2.61 元。持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格上涨不及预期风险

表 15: 圣农发展业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 10,159 | 11,547 | 15,591 | 16,324 | 17,299 |
| 营业收入增长率 | 21.80% | 13.67% | 35.02% | 4.71% | 5.97% |
| 净利润 (百万元) | 315 | 1,505 | 2,950 | 3,142 | 3,235 |
| 净利润增长率 | -53.58% | 377.79% | 95.98% | 6.49% | 2.97% |
| EPS (元) | 0.25 | 1.21 | 2.38 | 2.53 | 2.61 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 5.04% | 19.42% | 31.17% | 26.80% | 23.08% |
| P/E | 102 | 21 | 11 | 10 | 10 |
| P/B | 5.1 | 4.1 | 3.4 | 2.7 | 2.3 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

仙坛股份 (002746.SZ) 推荐逻辑:

1、公司已形成涵盖父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰与加工的完整产业链模式。公司主要产品是商品代肉鸡及鸡肉产品, 其中鸡肉产品主要以分割冻鸡肉产品的形式销售。2014-2018 年产能自用率一直持续在 95% 左右。2018 年公司商品代肉鸡生产量为 1.17 亿羽。

2、向熟食市场发展, 构建一体化。公司于 2015 年通过非公开发行项目向下游熟食市场发展。投产后将为公司新增年加工鸡类熟食制品 4.2 万吨。此次熟食品加工项目将提高市场应对能力和风险抵御能力, 稳固和提升公司优质肉鸡和高品质绿色鸡肉产品供应商的市场地位, 增强公司盈利能力。熟食品加工项目的建设周期分了两期工程, 第一期工程已经完工并投入使用, 第二期预计 2020 年底建设完成。

3、维持公司 19-21 年净利润为 7.83 亿、8.34 亿和 8.90 亿, 因公司分红转股导致股本变动, 下调 19-21 年 EPS 至 1.69 元、1.80 元、1.92 元。持续看好公司, 维持“买入”评级。

风险提示: 产品价格上涨不及预期风险。

表 16: 仙坛股份业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 2164 | 2578 | 3287 | 3483 | 3672 |
| 营业收入增长率 | 3.29% | 19.12% | 27.50% | 5.99% | 5.40% |
| 净利润 (百万元) | 102 | 402 | 783 | 834 | 890 |
| 净利润增长率 | -58.47% | 294.20% | 94.79% | 6.51% | 6.66% |
| EPS (元) | 0.22 | 0.87 | 1.69 | 1.80 | 1.92 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 4.81% | 16.42% | 24.83% | 23.01% | 20.90% |
| P/E | 71 | 18 | 9 | 9 | 8 |
| P/B | 3.4 | 3.0 | 2.3 | 2.0 | 1.7 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

注: 公司于 5 月 21 日实施 2018 年度权益分派方案 (每 10 股派发现金红利 5 元并转增 5 股), 公司股本发生变动, 故 EPS 发生变化, 原有公司 19-21 年 EPS 预测为 2.53 元、2.70 元和 2.88 元。

4、风险分析

4.1、生猪板块风险

疫情发展超预期影响：疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致市场需求萎缩，产品价格下降，对生猪销售产生不利影响。

原材价格波动风险：小麦、玉米、次粉和豆粕等为饲料的主要原材料，上述大宗农产品价格波动将对行业的盈利状况产生重大影响。

4.2、白羽肉鸡行业风险

原材料供应及价格波动风险：饲料成本主要为玉米、豆粕等原材料的采购成本。如果玉米、大豆等农产品因国内外粮食播种面积减少或产地气候反常导致减产，或受国家农产品政策、市场供求状况、运输条件等多种因素的影响，市价大幅上升，将增加行业内公司生产成本的控制和管理难度，对未来经营业绩产生不利影响。

疫病防治与控制风险：禽流感是影响肉鸡行业最为严重的禽病疫情，会对国内肉鸡产业造成严重冲击。若爆发疫情，一方面会影响下游需求，另一方面若行业内公司不能进行很好的预防、控制，将对公司造成损失。

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|--|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上； |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%； |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%； |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%； |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上； |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |