



益生股份 (002458)

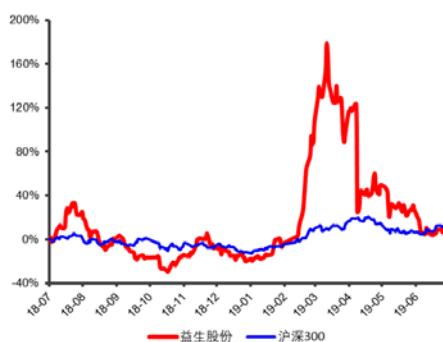
目标价: 37.35

前一收盘: 20.86

农林牧渔

益生股份: 十元鸡苗即将再现, 种鸡龙头弹性十足

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股): 573.54/354.38
总市值/流通(百万元): 11964.12/7392.42
12月最高/最低(元): 54.78/12.11

相关研究报告:

- 《农林牧渔: 白羽肉鸡: 沙滩上的金子, 快快捡走!》——2019/4/13
 《农林牧渔: 白羽肉鸡, 拿什么来拯救你? !》——2019/3/31
 《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

报告摘要

- 短期, 鸡苗价格回升, 全年仍将稳居高位。**鸡苗价格在 2019 年 3~5 月稳居 10 元/羽的高位, 6 月初起价格暴跌, 6 月底已经止跌回升。预计 7 月开始鸡苗将震荡上涨并有望于 8 月重新站上 10 元/羽, 预计最高有望突破 12 元/羽。届时, 白羽鸡产业链景气度将触及年内高点。
- 长期, 需求扩张, 龙头受益。**若非洲猪瘟造成的生猪产能去化幅度在 30%~40%, 则肉类供给缺口有 1200 万吨~2000 万吨, 若一半给白羽肉鸡, 为白羽肉鸡增加 600 万吨~1000 万吨的市场需求, 对应祖代鸡增量需求高达 48.48~80.81 万套。公司作为掌握国内祖代鸡引种渠道和配额资源最多的行业龙头, 下游需求的扩大为公司带来巨大的市场空间; 若国内引种量持续低于均衡值, 公司的业绩也具备更大弹性。

盈利预测

2019 年公司预计外售 750 万套父母代鸡苗和 3 亿羽商品代鸡苗, 经历 6 月深跌后鸡苗价格反弹, 从全年来看鸡苗后续价格仍将稳在相对高位, 8 月可能到达全年高点 12 元/羽, 2019 年业绩同比仍有大幅增长。预计 2019/2020/2021 年归母净利分别为 16.45/14.27/11.95 亿, 对应 EPS 分别为 2.87/2.49/2.08, 给予 2020 年 15 倍 PE, 目标价 37.35 元, 给予买入评级。

风险提示

- 饲料原料供给和价格风险, 原料价格上涨可能会对成本控制产生不利影响;
- 养殖业中出现的非洲猪瘟、蓝耳病等疫情, 对公司的生猪养殖业务影响较大, 业务盈利能力可能不达预期。
- 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, 产能去化进度将受影响, 替代性需求增长可能不及预期。
- 疫病风险: 若公司养殖场出现禽流感等疫病, 公司盈利有可能不及预期。

盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1473.12	2785.68	2695.7	2272.55
(+/-)	124.42%	89.10%	-3.23%	-15.70%
归母净利(百万元)	362.84	1645.44	1426.69	1194.71
(+/-)	216.91%	353.49%	-13.29%	-16.26%
摊薄每股收益(元)	1.08	2.87	2.49	2.08
市盈率(PE)	13.34	7.27	8.39	10.01

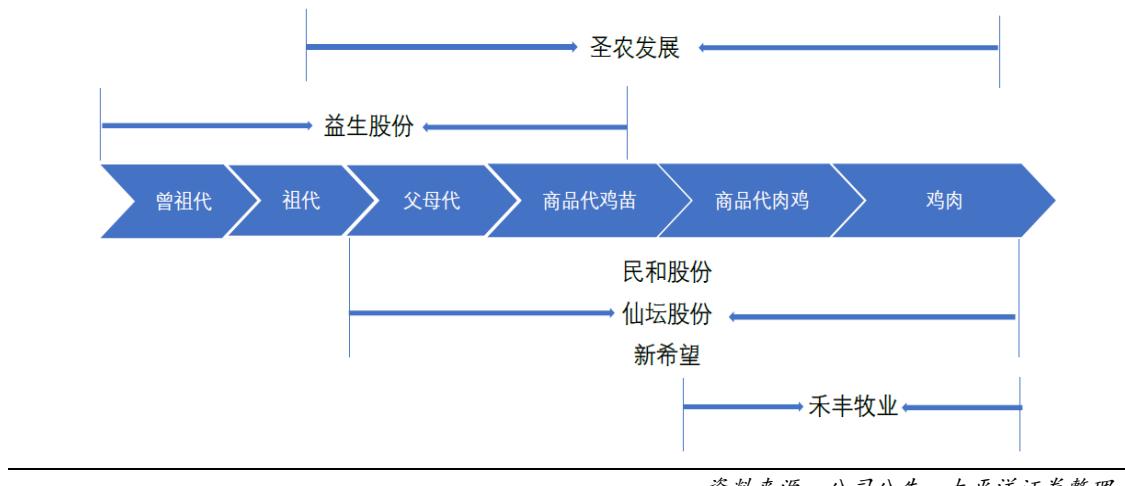
资料来源: Wind, 太平洋证券 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、短期看，鸡苗价格已触底反弹，全年将稳居高位	3
二、长期看，需求扩张，龙头受益	4
三、盈利预测	8
四、风险提示	9

公司专注于上游种禽畜养殖。主营业务包括白羽肉鸡曾祖代到商品代鸡苗的养殖，种猪饲养和销售、祖代蛋鸡的养殖和销售等。公司拥有 53 个直属场，其中，祖代肉种鸡场 21 个、祖代蛋种鸡场 7 个、父母代肉种鸡场 16 个、原种猪场 1 个、孵化场 4 个、饲料厂 3 个、有机肥厂 1 个。

图表 1A 股白羽肉鸡相关上市公司产业链图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

一、短期看，鸡苗价格已触底反弹，全年将稳居高位

鸡苗价格在 2019 年 3~5 月稳居 10 元/羽的高位，6 月初起价格暴跌，6 月底已经止跌回升。预计 7 月开始鸡苗将震荡上涨并有望于 8 月重新站上 10 元/羽，预计最高有望突破 12 元/羽。届时，白羽鸡产业链景气度将触及年内高点。

图表 2 2019 年烟台商品代鸡苗价格波动（元/羽）



资料来源：wind，太平洋证券整理

前期高涨原因分析：

- 1) 供给端：连续4年祖代鸡引种量低于均衡值，产能持续紧平衡，商品代鸡苗供给不足。
- 2) 下游育肥户的预期：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。非洲猪瘟造成的大肉供给缺口给下游育肥户以极高预期，2019年行业的扩产能对鸡苗有了更多需求。

进入6月后深跌原因分析：

- 1) 需求端：6月进入传统的农忙时节，养殖场工人无法兼顾农耕和饲养，因此6月的鸡苗需求量小；同时夏季高温，为减少疫病养殖场通常减小养殖密度，对鸡苗的需求量减少。
- 2) 下游养殖户预期：全国生猪均价在整个5月停滞不前，而鸡肉保持高位，5月鸡肉对猪肉的替代作用尚不明显，因此食品厂、经销批发市场渠道鸡肉走货一般，养殖户暂缓订购商品代鸡苗。

图表3 2019年6月/上半年我国白羽肉鸡产业盈利情况与去年均值对比图



二、长期看，需求扩张，龙头受益

白羽肉鸡自身的优势和当下对猪肉的替代性需求使消费市场不断扩容，白羽肉鸡企业将面临量价齐升的历史机遇。

1、肉中精英，性价比高

高蛋白、低脂肪、低胆固醇、低碳排放，全程料肉比 1.6，资源友好的白羽鸡赢得了世界的青睐，扮演着全球第一大肉类蛋白供应者的重要角色。白羽肉鸡凭借其优良的品质赢得世界的青睐，发达国家的白羽肉鸡消费占比均在 30%~50% 之间。中国人均鸡肉消费量约在 13kg/年，与西方发达国家比，有较大差距，与相邻的日韩和台湾比同样相距甚远。

2、健康快捷，适应现代社会的生活节奏

随着居民健康意识的觉醒和生活节奏的加快，低脂健康且适合快餐烹饪的鸡肉将会逐步取代高脂肪、高胆固醇的猪肉。白羽肉鸡是工业化、标准化程度最高的肉类，这突出表现为养殖和屠宰的深度融合，食品安全高度可控。随着产业对美食研发、产品创新的持续投入，假以时日，必将引领消费者改变肉类消费的习惯。

3、洋快餐复兴

经历了数年的阵痛期后，麦当劳和肯德基的开店速度及同店增长重回向上通道。2016 年麦当劳单店销售额大幅回升。麦当劳提出，从 2018 年起，未来五年销售额年均增长率的目标为保持在两位数。到 2022 年底，大陆麦当劳餐厅将增加至 4500 家，开设新餐厅的速度将从 2017 年每年约 250 家逐步提升至 2022 年每年约 500 家。无独有偶，肯德基在大陆的门店增速同样在 2016 年触底回升，其单店销售额则在 2017 年重回上升通道，并于 2018 年上半年保持强劲的增长态势。肯德基规划在未来 10 年内大陆门店将开到 20000 家。

4、本土快餐和外卖业崛起

麦当劳、肯德基的成功教会了中国快餐业经营者依靠标准化和严格食品安全管控实现快速扩张，一时间吉野家、真功夫、振兴鸡排、华莱士、德克士等一系列中式快餐如雨后春笋般崛起，并乘着移动互联网的春风快速向三四线城市渗透，抢抓大众消费的风口，极大激发中小城市的鸡肉需求。

5、非洲猪瘟背景下肉禽养殖迅速发展

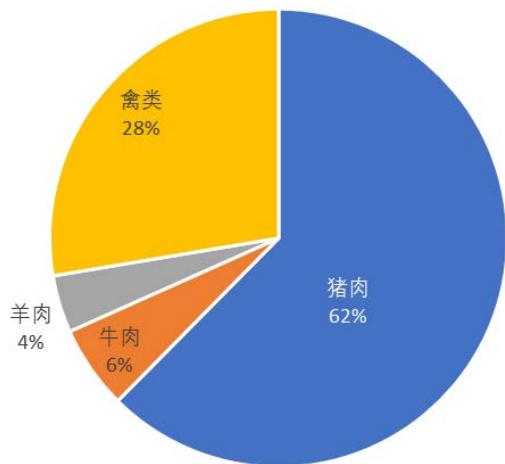
非洲猪瘟从 2018 年 8 月肆虐至今，中国的生猪养殖业遭受重创，据农业部数据，2019 年 5 月我国生猪存栏量同比减少 22.90%，能繁母猪存栏量同比减少 23.90%。非

洲猪瘟的高致病率和生物防控难度超乎行业想象，而非瘟疫苗的研制难度使生猪养殖业长期处于疫病阴影下，因此部分养殖户从生猪养殖业转向肉禽养殖业，而这部分新增育肥户也增加了对鸡苗的需求量。

6、非瘟背景下鸡肉的替代性需求

高价猪肉会对消费有抑制作用，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，这是消费扩容为白羽肉鸡带来的巨大成长性机会。我国年消费猪肉量在 5000 万吨以上，若非洲猪瘟造成的生猪供给端产能去化幅度在 30%~40%，则肉类供给缺口有 1200 万吨~2000 万吨，若一半给白羽肉鸡，为白羽肉鸡也增加了 600 万吨~1000 万吨的市场需求。

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

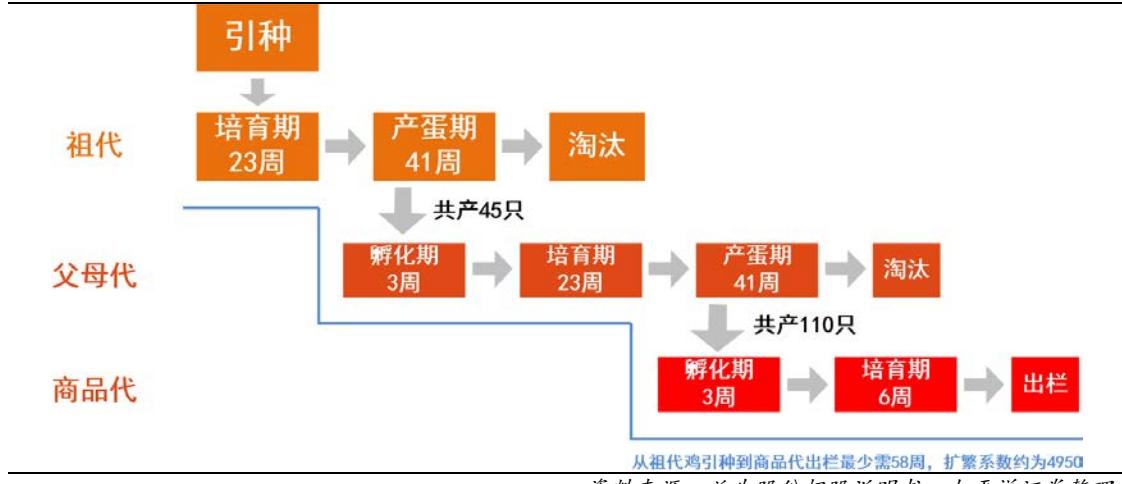
图表 5 2013~2017 年中国年人均禽畜肉类消费量 (kg)



资料来源：2017 年中国统计年鉴，太平洋证券整理

以一套祖代鸡一生可产 4950 只商品代鸡苗，每只商品代可产出 5 斤鸡肉计，非洲猪瘟带来的替代性需求约 600 万吨~1000 万吨鸡肉，则需商品代 24~40 亿只，对应祖代鸡 48.48~80.81 万套。

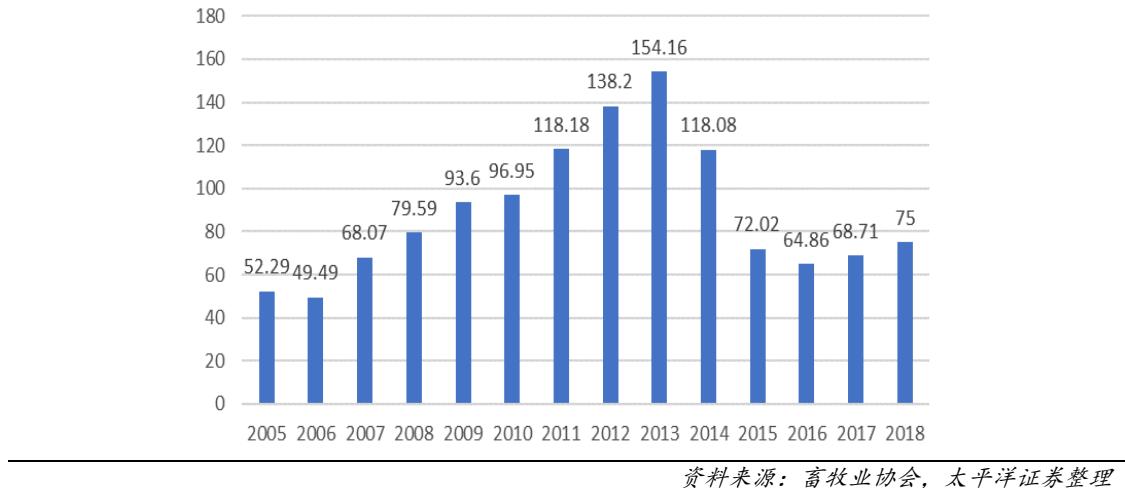
图表6 白羽肉鸡扩繁示意图



资料来源：益生股份招股说明书，太平洋证券整理

2015~2018年我国祖代鸡引种/更新量持续低于均衡值，2018年仅75万套，2019年一季度引种量增加便引发市场暴跌，而经我们测算，仅非洲猪瘟就为白羽肉鸡带来了巨大需求，年引种/更新量达到100万套才能刚刚满足市场需求；而从产业长远发展和居民消费结构变化来看，白羽肉鸡的消费市场将远高于当前鸡肉年1200万吨的消费量。因此，祖代鸡引种/更新量的增加，利于行业长远增长。

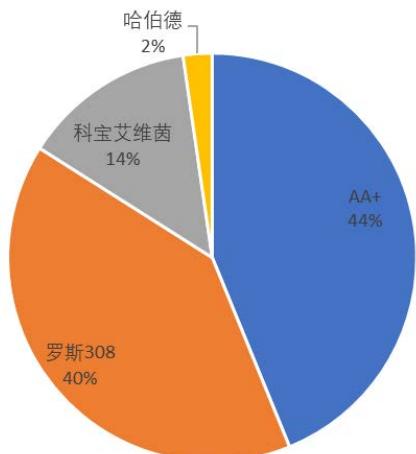
图表7 祖代鸡引种/更新量（万套）



资料来源：畜牧业协会，太平洋证券整理

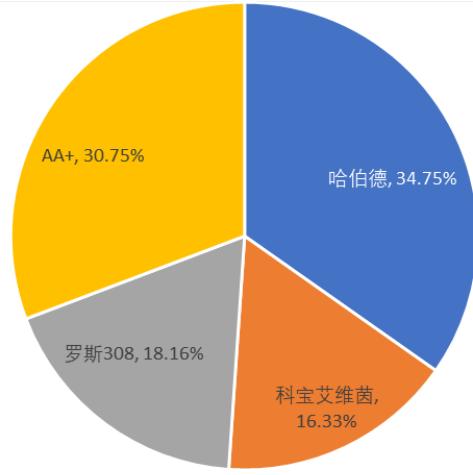
公司是哈伯德曾祖代国内唯一引种渠道，祖代引种配额占国内1/3。作为掌握国内祖代鸡引种渠道和配额资源最多的行业龙头，下游需求的扩大为公司带来巨大的市场空间；若国内引种量持续低于均衡值，公司的业绩也具备更大弹性。

图表 8 2014 年租代鸡引种品种占比



资料来源：中国家禽，太平洋证券整理

图表 9 2017 年租代鸡引种品种占比

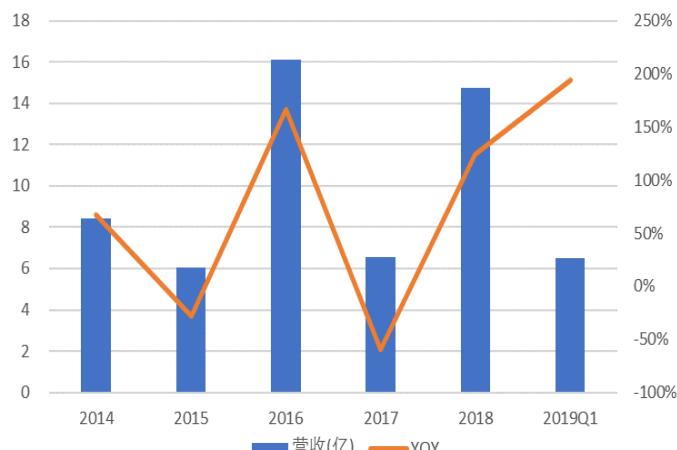


资料来源：中国家禽，太平洋证券整理

三、盈利预测

2019Q1 公司实现营收 6.51 亿，YOY+193.55%，实现归母净利 3.82 亿，YOY+3503.70%。预计公司 2019 年外售 750 万套父母代鸡苗和 3 亿羽商品代鸡苗，经历 6 月深跌后鸡苗价格反弹，从全年来看鸡苗价格仍将稳在相对高位，全年业绩同比仍有大幅增长。

图表 10 公司营收（亿）及 YOY



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 11 公司归母净利（亿）及 YOY



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 12 2019 年益生股份盈利弹性预测

	价格中性: 50 元/套	外售 750 万套	利润中性: 2.40 亿	2019 年全年利润预测:
父母代鸡苗	价格悲观: 45 元/套		利润悲观: 2.03 亿	利润中性: 15.90 亿
	价格乐观: 55 元/套		利润乐观: 2.78 亿	利润悲观: 13.43 亿
	价格中性: 7 元/羽		利润中性: 13.50 亿	利润乐观: 18.38 亿
商品代鸡苗	价格悲观: 6.3 元/羽	外售 3 亿羽	利润悲观: 11.40 亿	
	价格乐观: 7.7 元/羽		利润乐观: 15.60 亿	

资料来源：太平洋证券

四、风险提示

- 1、饲料原料供给和价格风险，原料价格上涨可能会对公司成本控制产生不利影响；
- 2、养殖业中出现的非洲猪瘟、蓝耳病等疫情，对公司的生猪养殖业务影响较大，业务盈利能力可能不达预期。
- 3、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，产能去化进度将受影响，替代性需求增长可能不及预期。
- 4、疫病风险：若公司养殖场出现禽流感等疫病，公司盈利有可能不及预期。

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	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.co
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	shenying@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.co
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



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。