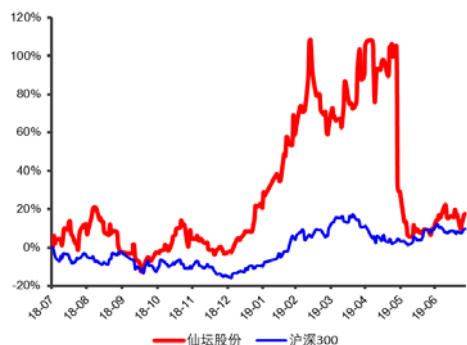


农林牧渔

仙坛股份：需求增长延长板块行情，量价齐升带来业绩提振

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股): 463.69/363.48
总市值/流通(百万元): 8068.25/6324.58
12月最高/最低(元): 32.31/12.11

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

1、产能增长带来业绩腾飞。“九统一”下的“公司+基地”的发展模式为公司把控风险奠定基础，产能扩张为业绩插上腾飞双翼。养殖量方面，公司通过笼养项目改造和签订协议能够在2年内将养殖量提高至2亿羽以上，产能增幅50%以上。公司近年来逐步增加下游深加工领域投资，随着熟食加工募投项目的陆续达产，有望显著提高公司产品毛利率和业绩稳定性。

2、短期，预计毛鸡和冻品价格将在8月加速上涨，公司业绩有望超预期。6月鸡苗和毛鸡价格急速下跌，下游鸡肉受益于需求的稳定性，价格跌幅较小。我们预计鸡苗价格将在8月再次到达甚至突破10元/羽，毛鸡价格有望逼近6元/斤，冻品价格有望突破14000元/吨，公司业绩有望超预期。

3、长期受益于需求增长。白羽肉鸡凭借自身优势不断扩充消费市场，此外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，公司将率先受益于需求的扩张。

盈利预测

公司产能增长为业绩注入强劲动力，非洲猪瘟带来的替代性需求将长期影响板块，翻倍的市场空间和业绩高位为公司股价提供强有力的支撑。预计2019/2020/2021年归母净利润分别为8.02/10.11/11.09亿，对应EPS分别为1.73/2.18/2.39，给予2020年15倍PE，目标价32.70元，以7月29日股价17.40元为基准，上涨空间87.93%，给予买入评级。

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、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。

3、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)	2577.8	3288.12	3651.59	4048.68
(+/-)	19.12%	27.56%	11.05%	10.87%
归母净利(百万元)	401.96	801.9	1011.26	1109.05
(+/-)	294.20%	99.50%	26.11%	9.67%
摊薄每股收益(元)	1.3	1.73	2.18	2.39
市盈率(PE)	10.52	10.06	7.98	7.27

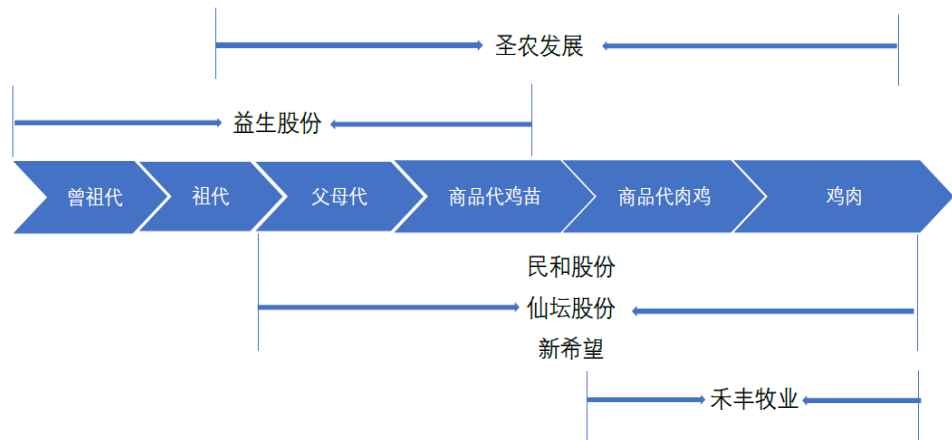
资料来源: Wind, 太平洋证券 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、产能扩张带来业绩快速增长	4
二、毛鸡和冻品价格将在 8 月加速上涨，公司业绩有望超预期	5
三、长期受益于需求增长	7
四、盈利预测	9
五、风险提示	9

公司目前已经构建起从饲料生产、肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工等多个环节的产业链，纵向一体化与“九统一”下的“公司+基地”模式构成公司的核心竞争优势。

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、产能扩张带来业绩快速增长

“九统一”下的“公司+基地”的发展模式为公司把控风险和食品质量安全奠定基础，不断扩张的产能为公司业绩插上腾飞双翼。未来公司产能扩张分为两大方向：提高养殖量，实现养殖量与屠宰量同步增长；发展熟食，提高食品板块的毛利率水平。

1、提高养殖量

1) 提高养殖密度：通过将平养改为立体笼养，立体养殖饲养数量往往是网养的 2~2.5 倍，改造成笼养后可以增加产能。

2016 年公司定增项目中，立体笼养项目可使 2519 万羽的养殖场增加到改造后的 5068 万羽，随着立体笼养模式在公司全面铺开，公司养殖量将进一步增长。

2) 新增产能：2019 年 6 月 13 日，公司与诸城市人民政府、江苏益客食品集团股份有限公司、山东信得科技股份有限公司共同签署《诸城市“亿只肉鸡产业生态”项目投资意向协议》，建设周期预计 2 年，将在 2~3 年内为公司增加 1 亿羽肉鸡出栏量。

2、熟食制品产能扩张

熟食制品附加值高、毛利率高（一般在15%及以上），同时顺应消费需求，近年来，公司逐步加大在鸡肉熟食制品领域的投资。公司募投项目中的年加工鸡肉熟食制品4.2万吨项目，目前一期已经建造完毕，全部建设完成需待2020年末，届时公司的熟食产能将进一步增长。

图表 2 2015 年至今白羽肉鸡上市公司熟食领域扩张

万吨/年	原有熟食产能	新增熟食加工产能	资金来源
民和股份	0	6	自有资金
仙坛股份	0	4.2	定增募资
圣农发展	0	16-22	发行股份收购
禾丰牧业	0	6	定增募资

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

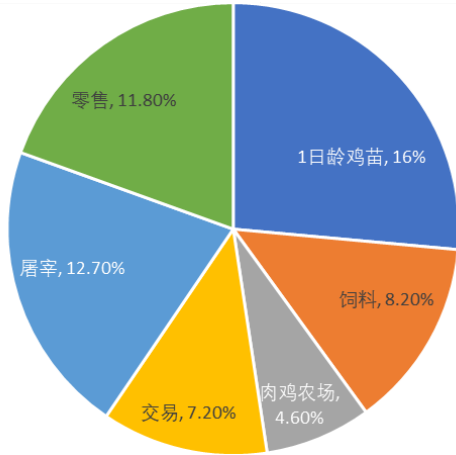
我们预计，养殖量方面，公司通过笼养项目改造和签订协议能够在2年内将养殖量提高至2亿羽以上，新增养殖量约7000~8000万羽，产能增幅50%以上；公司屠宰量与养殖量匹配，则7000万羽~8000万羽预计为公司带来鸡肉产品17.5万吨；同时，熟食项目达产将显著提高公司产品毛利率。

二、毛鸡和冻品价格将在8月加速上涨，公司业绩有望超预期

6月鸡苗和毛鸡价格急速下跌，下游鸡肉受益于需求的稳定性，价格跌幅较小。我们预计鸡苗价格将在8月再次到达甚至突破10元/羽，毛鸡价格有望逼近6元/斤，冻品价格有望突破14000元/吨，公司业绩有望超预期。

白羽肉鸡产业链中各环节毛利率有一定差别。在业绩景气年份，如2016年和2018年上游鸡苗的毛利率高于下游鸡肉毛利率，而在行业亏损时期，如2013和2015年，上游鸡苗深度亏损，鸡肉毛利率较为稳定。因此上游鸡苗企业的弹性更大，而下游鸡肉制品企业更为稳健，持有风险较低。

图表3 中国肉鸡产业链中各环节销售毛利占比



资料来源：国际家禽，太平洋证券整理

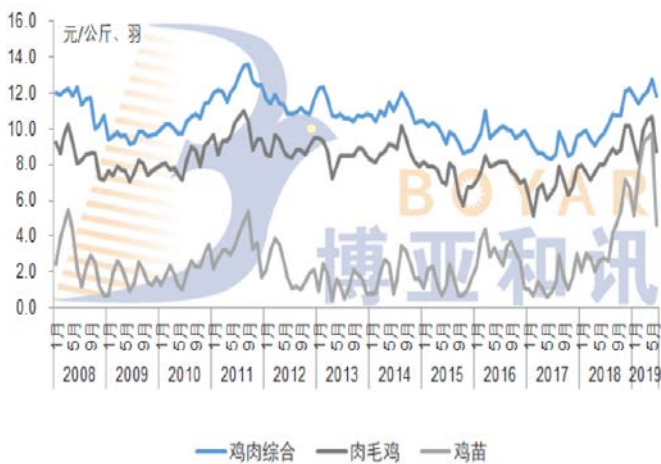
图表4 民和股份鸡苗和鸡肉业务毛利率变化



资料来源：wind，太平洋证券整理

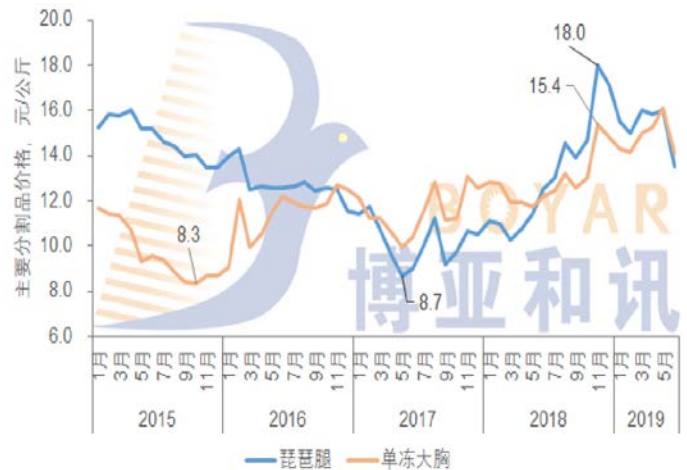
2018年起白羽肉鸡迎来高景气行情，鸡苗价格在2019年3~5月稳居10元/羽的高位，单冻大胸价格在2019年最高到达15000~16000元/吨。6月后鸡苗价格急速下跌，而下游鸡肉受益于需求的稳定性，价格跌幅较小。

图表5 2008~2019H1 鸡苗、毛鸡和鸡肉综合价



资料来源：博亚和讯，太平洋证券

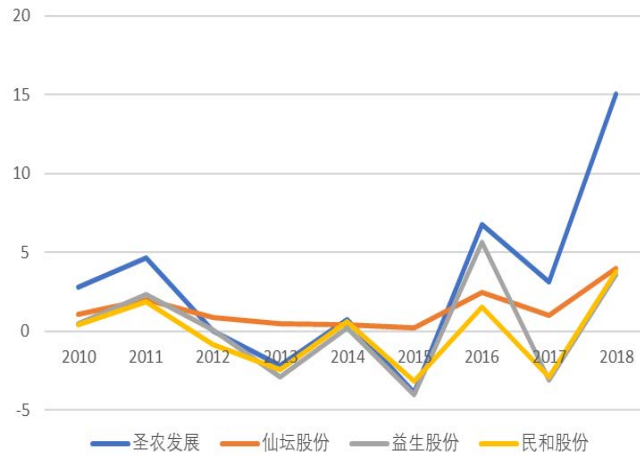
图表6 2015~2019H1 琵琶腿和单冻大胸价格



资料来源：博亚和讯，太平洋证券

从归母净利润的变化来看，上游企业跟随鸡苗价格波动，利润呈现盈亏交替的趋势，而2017年圣农和仙坛已经实现行业低迷期公司利润为正，盈利能力的稳定性明显高于上游鸡苗企业。

图表 7 2010~2018 年白羽肉鸡上市公司归母净利（亿）



资料来源: wind, 太平洋证券

三、长期受益于需求增长

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。

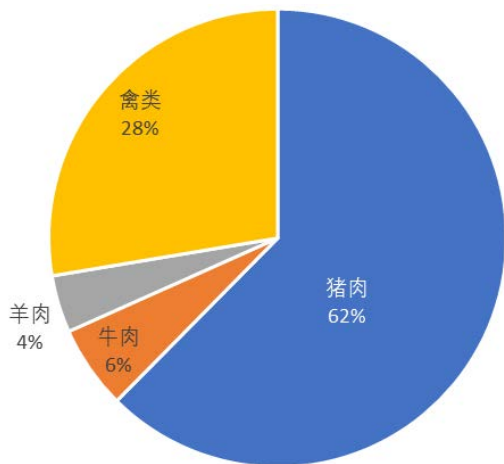
4、本土快餐和外卖业崛起

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。

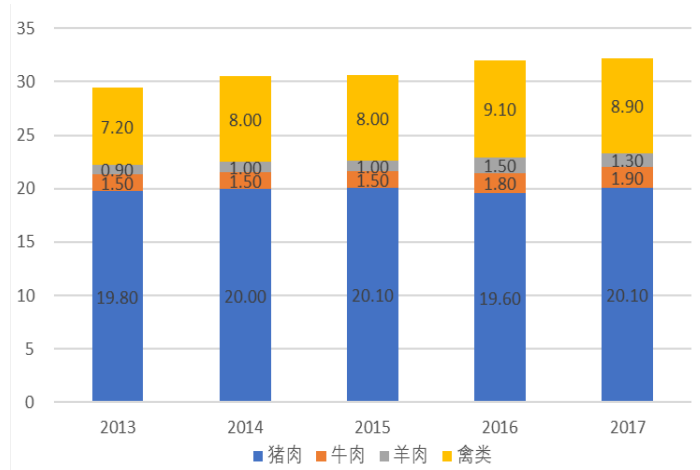
5、非瘟背景下鸡肉的替代性需求

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8 2017年中国禽畜肉类消费结构



图表9 2013~2017年中国人均禽畜肉类消费量 (kg)

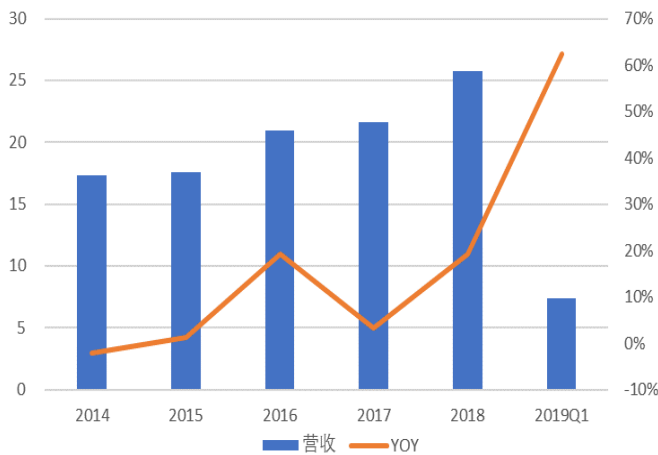


资料来源：2017年中国统计年鉴，太平洋证券整理

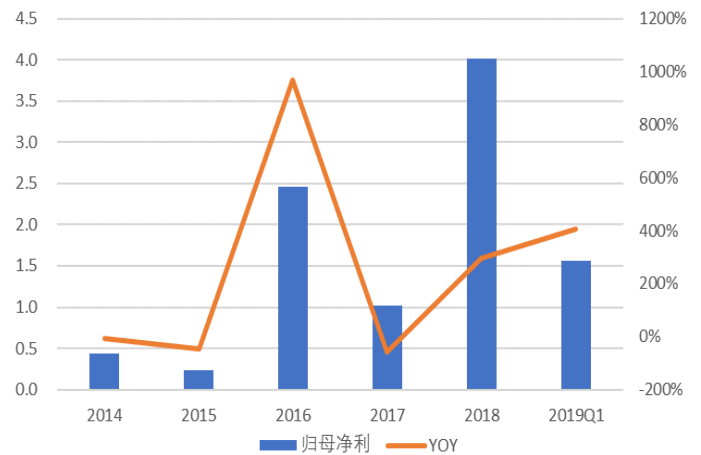
资料来源：2017年中国统计年鉴，太平洋证券整理

四、盈利预测

公司自身的产能增长为业绩发展注入强劲动力，非洲猪瘟带来的替代性需求将为板块带来较大市场空间。2019年全年利润中性预测9.1亿，每羽盈利7元，业绩保持高速增长。

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

五、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、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。
- 3、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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。