

## 农林牧渔行业

行业研究/专题报告

# 内生周期叠加猪肉替代，白羽鸡景气度有望维持高位

专题研究报告/农林牧渔行业

2019年10月28日

### 报告摘要：

#### ● 需求端：需求内生增长叠加猪肉替代效应，看好行业高景气度持续性

(1) 我国人均鸡肉消费量低于世界平均水平，长期仍有改善潜力。目前，我国鸡肉消费量为8公斤/人，低于世界平均13.36公斤/人水平，长期看，肉类消费结构改善将长期利好鸡肉消费量。(2) 非洲猪瘟疫情蔓延，猪肉供给下降，利好鸡肉需求。目前，非洲猪瘟疫情已扩散至31个省级行政区，生猪生产受影响较大。2019年8月，22省市生猪均价已达到35.72元/千克，超过上轮景气周期高点。2019Q3全国生猪存栏量为1.92亿头，同比-41%；2019Q2生猪出栏头数为1.25亿头，同比-6.9%。生猪供给缺口逐步显现；2019年8月能繁母猪存栏量同比-37%，短期供给完全恢复可能性较低。鸡肉对猪肉替代效应导致的需求上升开始逐步显现。(3) 我们以USDA预测、生猪出栏量、能繁母猪存栏量三个口径进行测算，19年全国供需缺口将分别达到689/412/823万吨。以2018年鸡肉产量为基数，各口径测算下，替代效应对鸡肉新增需求平均将达到8%。

#### ● 供给端：行业供给短期难大幅扩张

(1) 供给小幅收缩，产能进一步向中大型鸡场集中。供给方面，预计2018、2019年肉鸡供给仍将处于小幅收缩状态。结构方面，2008年以来，年出栏数在100万只以上的养殖户数量年均同比增速在24%左右，显示肉鸡产能在进一步向大型鸡场集中。(2) 祖代鸡引种量略有回复但仍处于低位，短期补栏速度受限。2017/2018年，祖代鸡引种数量较2016年谷底出现小幅回升。2019年白羽鸡出栏量取决于17/18年度引种量，商品代鸡产量短期难以出现快速增长。(3) 强制换羽对产能提升增幅有限。经过测算，最乐观情况下强制换羽能够带来全生命周期28%左右的产能提升，但是考虑到饲养上的负面影响，实际产能扩大幅度将远低于测算值。目前在大规模养殖场中较少对祖代鸡、父母代鸡进行强制换羽，强制换羽多集中于散养户中，估计仅占行业整体比例30%左右。(4) 肉类进口量大幅提高，但对供给影响较小。(5) 饲料仍有走高可能，成本上行压力或导致鸡肉价格坚挺。

#### ● 投资建议

白羽鸡养殖行业景气度将维持高位，建议关注行业各头部公司，包括【益生股份】、【民和股份】、【仙坛股份】、【圣农发展】。

#### ● 风险提示

肉鸡需求不及预期、祖代鸡引种量大幅提高，大规模疫病流行等。

### 盈利预测与财务指标

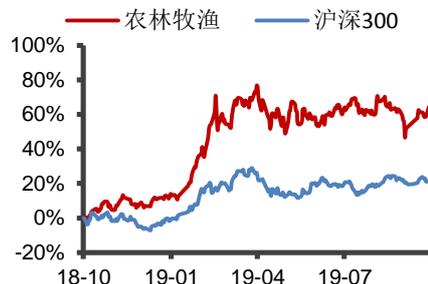
代码	重点公司	现价 10月25日	EPS			PE			评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
002458	益生股份*	33.78	2.64	2.31	1.82	13	15	19	暂未评级
002234	民和股份*	39.50	4.41	3.55	2.56	9	11	15	暂未评级
002746	仙坛股份*	18.73	1.82	1.89	1.60	10	10	12	暂未评级
002299	圣农发展*	29.81	2.65	2.66	2.42	11	11	12	暂未评级

资料来源：Wind、标\*公司数据取自wind一致预测，民生证券研究院。

推荐

维持评级

### 行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

### 研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

## 目录

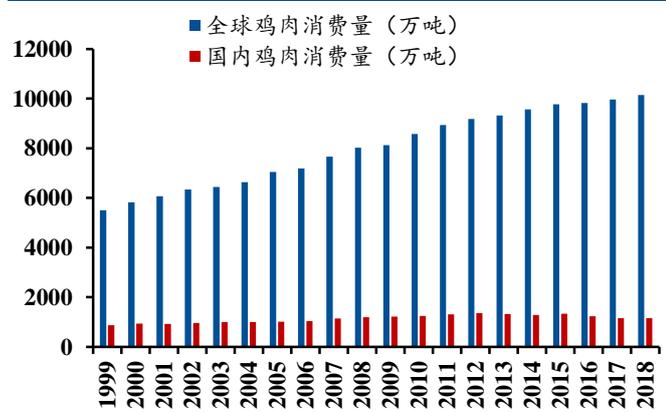
<b>一、行业格局：全球消费量低速增长，国内短期供需平衡</b>	<b>3</b>
(一) 鸡肉消费：全球维持低速增长，我国消费量稳定	3
(二) 鸡肉生产：产量逐年回落，供需基本平衡	3
(三) 消费渠道构成：团膳及食品加工仍为主要消费渠道	4
(四) 进出口占比较低，2019 年需求上升进口量加大	4
<b>二、需求端：需求内生增长叠加猪肉替代效应，看好行业高景气度的持续性</b>	<b>5</b>
(一) 人均鸡肉消费量低于世界平均水平，长期仍有改善潜力	5
(二) 非洲猪瘟疫情蔓延，猪肉供给下降，利好鸡肉需求	6
(三) 猪肉减产对鸡肉需求的边际改善测算	10
<b>三、供给端：行业供给短期难大幅扩张</b>	<b>11</b>
(一) 供给小幅收缩，产能进一步向中大型鸡场集中	11
(二) 祖代鸡引种量略有回复但仍处于低位，短期补栏速度受限	11
(三) 强制换羽对产能提升增幅有限	12
(四) 肉类进口量大幅提高，但对供给影响较小	13
(五) 饲料成本仍有走高可能，有望使鸡肉价格维持高位	14
<b>四、投资建议</b>	<b>14</b>
<b>五、风险提示</b>	<b>15</b>
<b>插图目录</b>	<b>16</b>
<b>表格目录</b>	<b>16</b>

## 一、行业格局：全球消费量低速增长，国内短期供需平衡

### (一) 鸡肉消费：全球维持低速增长，我国消费量稳定

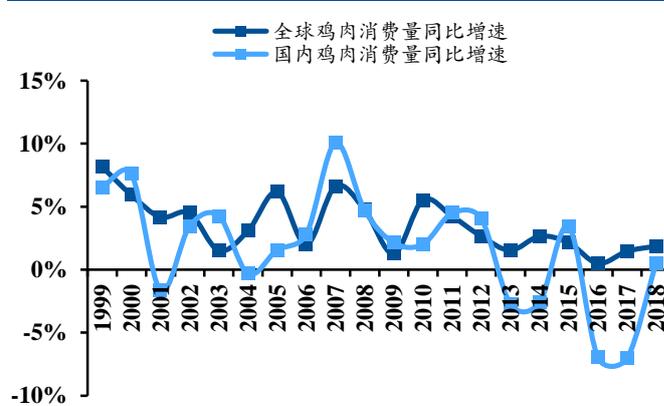
近年来，全球鸡肉消费量维持年均 5% 以下的低速增长。根据 USDA 数据显示，全球鸡肉消费量从 2010 年的 8576 万吨，增长到 2018 年的 10148 万吨。目前，鸡肉已成为仅次于猪肉的第二大消费肉类。受人口平均年龄上移、肉类选择更为丰富等因素综合影响，我国鸡肉消费自 2013 年开始进入饱和期。2012 年我国国内鸡肉消费量达到历史最高值，为 1354 万吨。2013 年以后，鸡肉消费量同比增速放缓，2013、2014、2016、2017 年鸡肉消费量同比出现下滑。2018 年鸡肉国内消费量略有复苏，为 1153 万吨。

图 1：全球及国内鸡肉消费量



资料来源：USDA，民生证券研究院

图 2：全球及国内鸡肉消费量同比增速

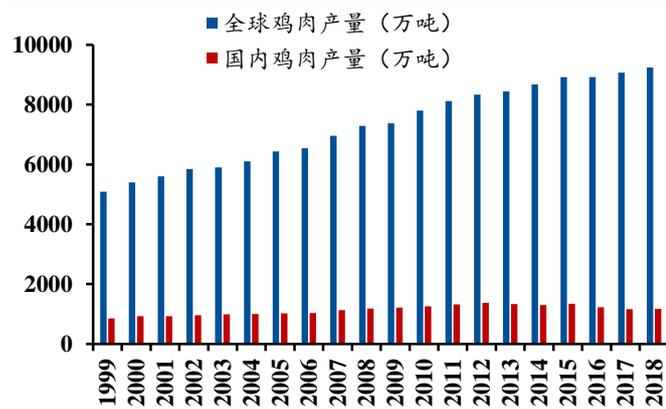


资料来源：USDA，民生证券研究院

### (二) 鸡肉生产：产量逐年回落，供需基本平衡

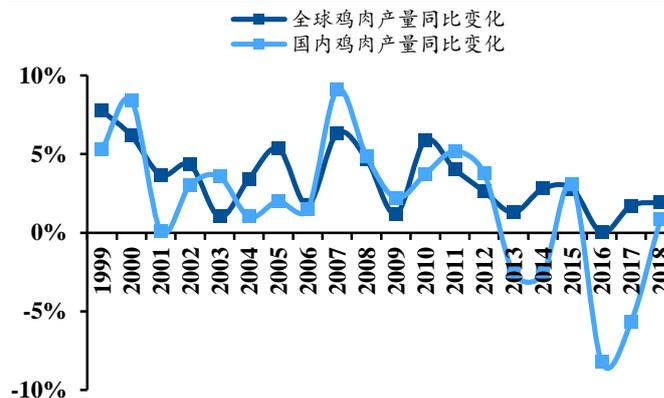
据 USDA 数据，世界鸡肉产量从 2010 年的 7803 万吨增长到 2018 年的 9247 万吨。美国为世界第一大鸡肉生产国，2016 年鸡肉生产量占全球比重为 20.42%；我国为第三大鸡肉生产国，2016 年占比 14.18%。从国内供给看，2012 年鸡肉产量达到峰值 1370 万吨，2013 年以来受疫情、消费量下降等因素影响产量持续下滑，2017 年国内鸡肉产量为 1160 万吨，是 2008 年以来最低值。2018 年国内肉鸡产量 1170 万吨，与当年消费量基本相当。

图 3：全球及国内鸡肉生产量



资料来源：USDA，民生证券研究院

图 4：全球及国内鸡肉产量同比增速



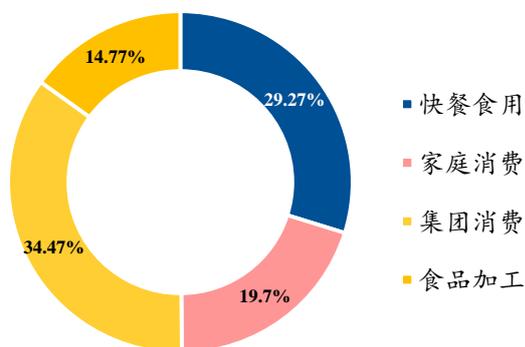
资料来源：USDA，民生证券研究院

2019H1，鸡肉供给同比增长明显，行业景气度有所恢复。全国累计出栏肉鸡 42.0 亿只，同比增加 15.8%；鸡肉产量 663.7 万吨，同比增加 13.5%。全年鸡肉产量预计同比增长 12% 以上。按照全年 12% 的增幅计算，2019 年全年白羽肉鸡出栏可达 44.8 亿只，黄羽鸡出栏量也将同步提升，全年肉鸡（包括肉杂鸡）出栏量或超 100 亿只。

### （三）消费渠道构成：团膳及食品加工仍为主要消费渠道

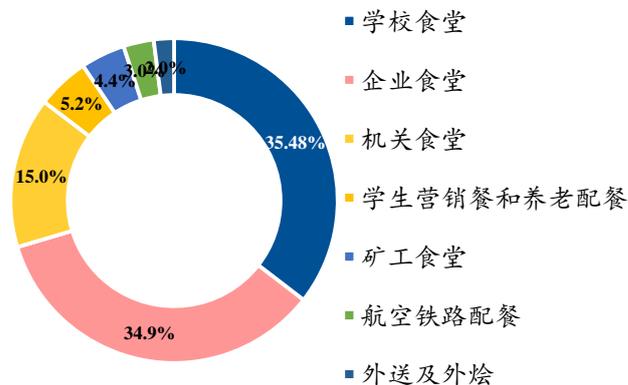
白羽鸡的消费渠道与猪肉有着较大差异。2018 年集团消费、快餐食用、家庭消费、食品加工分别占鸡肉消费量的比重达到 34%、29%、20% 和 15%。个人/家庭消费仅占 20%，与猪肉消费以个人/消费为主的特点存在较大差异。从鸡肉消费的具体去向看，集团消费的最终消费者包括工厂团膳和学校团膳，学校团膳消费相对比较稳定，而工厂团膳工业属性较强，与经济景气周期相关性高。快餐消费的最终去向主要是肯德基、麦当劳、德克士等西式连锁快餐企业。90 年代初，麦当劳、肯德基在中国市场的扩张带动了中国鸡肉市场，特别是白羽鸡的消费。目前西式连锁快餐在店面数量上仍未饱和，开店数量增长在未来 3-5 年内仍然可见。此外，肯德基、麦当劳等向三四线城市的渠道下城也将进一步提高鸡肉消费需求。

图 5：鸡肉主要消费渠道



资料来源：民生证券研究院整理

图 6：鸡肉主要消费用途

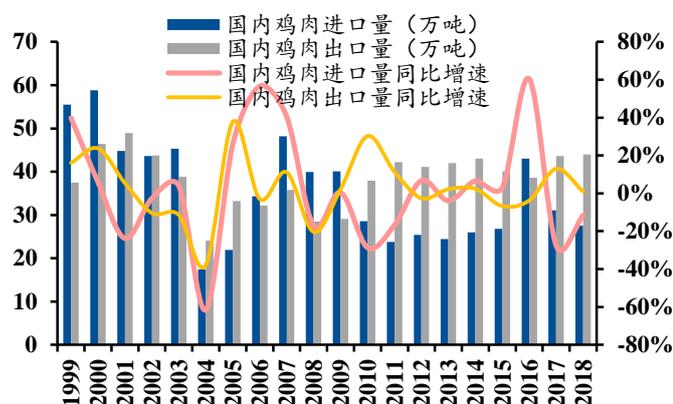


资料来源：民生证券研究院整理

### （四）进出口占比较低，2019 年需求上升进口量加大

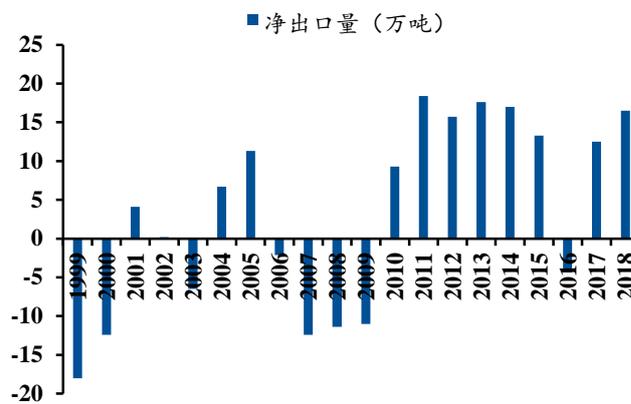
长期看，我国的鸡肉进出口年规模大致在 30 万吨左右，仅占国内鸡肉消费量的 3% 左右，因此本土养殖为鸡肉供给的最主要渠道，进出口量对整体鸡肉消费影响不大。从具体规模看，2018 年中国进口鸡肉 27.5 万吨，出口鸡肉 44 万吨，净出口 16.5 万吨。2010~2018 年我国为鸡肉净出口国，但是出口规模有限。

图 7：国内鸡肉进出口量及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

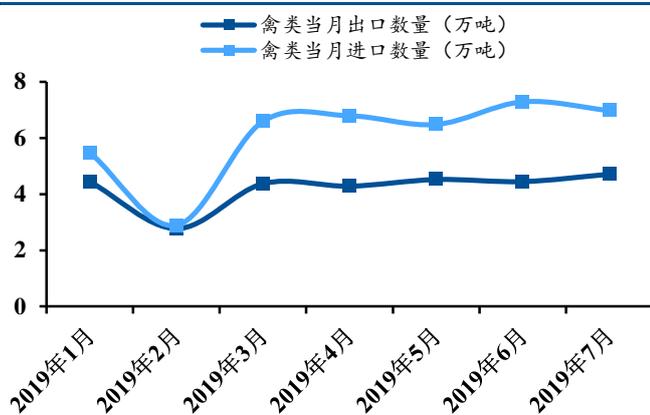
图 8：历年鸡肉净出口



资料来源：Wind，民生证券研究院

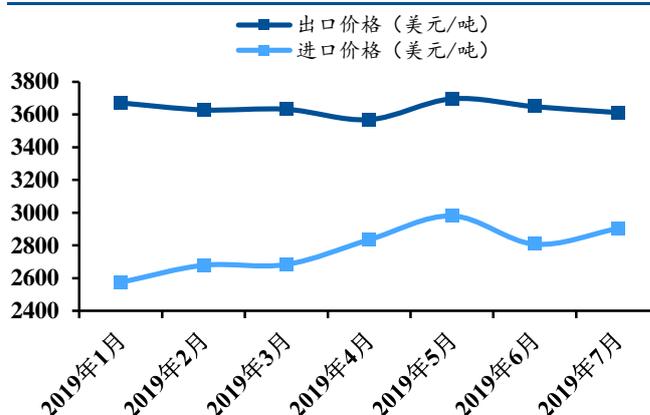
2019 年前 7 个月，我国禽类进出口形势出现逆转。2018 年我国进口禽类 50.5 万吨，出口 52.3 万吨，净出口 1.8 万吨。前 7 个月累计进口禽类 42 万吨，出口禽类 30 万吨，纯进口 13 万吨禽肉。从价格走势看，禽类出口价格从 1 月的 3671 美元/吨，小幅下滑至 7 月的 3612 美元/吨；进口价格从 1 月份的 2574 美元/吨升至 7 月份的 2903 美元/吨。显示国内对肉鸡等禽类肉的需求量出现大幅增长。

图 9：2019 年禽类进出口量及同比增速



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图 10：2019 年禽类出口价格变化



资料来源：农业农村部，民生证券研究院

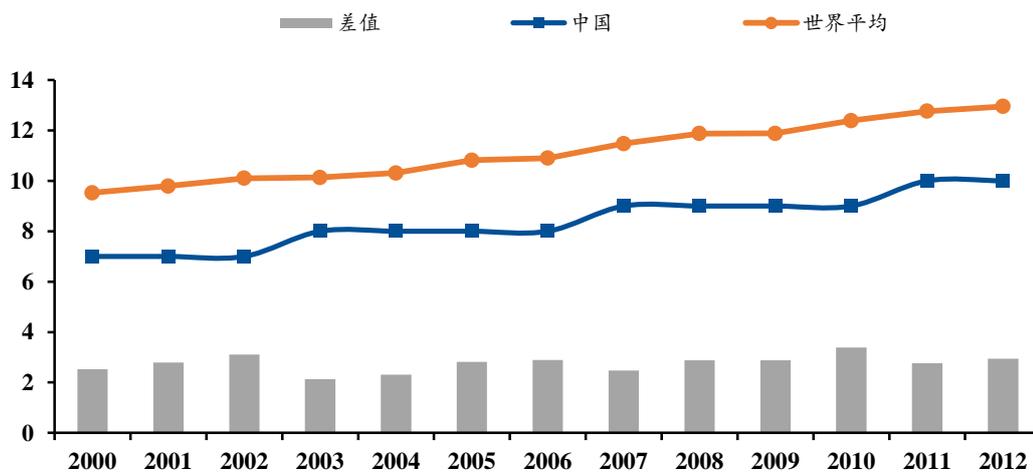
## 二、需求端：需求内生增长叠加猪肉替代效应，看好行业高景气度的持续性

### （一）人均鸡肉消费量低于世界平均水平，长期仍有改善潜力

尽管随着人口老龄化的加剧，我国肉类消费量呈现出缓慢下滑的态势，但是肉类消费的构成仍然具有一定的优化空间。随着饮食理念逐步改善，需求增加前景仍然广阔。从人均鸡肉消费量来看，我国人均消费量不及世界平均水平：目前，全球人均鸡肉消费量已从 1999 年的 9.11 公斤/人提升至 2018 年的 13.36 公斤/人。2010 年以来我国整体鸡肉消费量的小幅下降主要受肉类消费整体下降的影响，预计未来肉类消费结构改善仍有望带来鸡肉消费比重的上升和整体消费量的小幅回升。

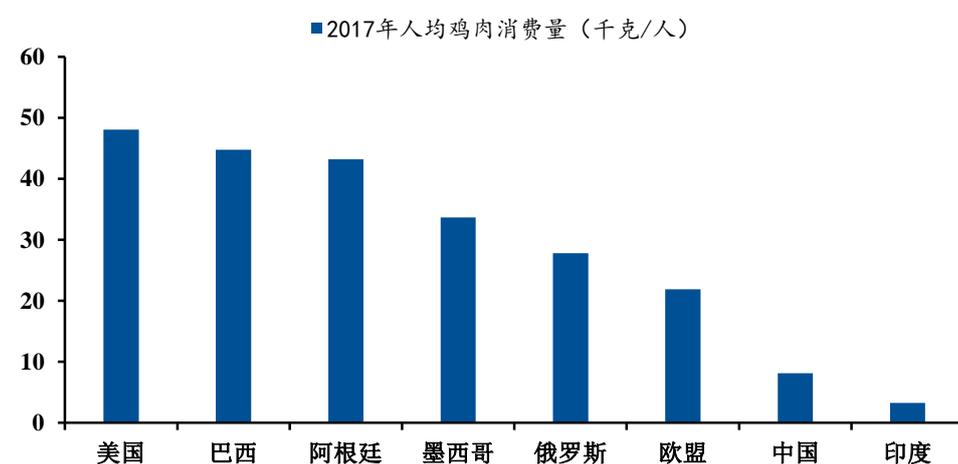
从家庭肉类消费结构来看，中国居民鸡肉消费比重从 2016 年的 14.72% 提高到 2018 年的 16.44%。但是，我国人均消费量与发达国家和地区相比还存在较大差距：2017 年，美国人均鸡肉年消费量为 48 千克，巴西为 45 千克，墨西哥为 34 千克，远高于我国大陆地区 8 千克的水平。长期看，鸡肉作为国内主要的肉类消费品之一，其消费量将随着经济增长、居民收入及消费提高、肉类消费需求的提升保持长期、稳定的增长态势。此外，我国人均鸡肉消费量较低的主要原因之一是在肉类消费中，猪肉占据绝对统治地位，未来肉类消费结构改善，仍然利好鸡肉的长期需求。

图 11：中国人均鸡肉消费量与世界平均水平比较



资料来源：USDA，民生证券研究院

图 12：2017 年世界主要国家人均鸡肉消费量



资料来源：USDA，民生证券研究院

## (二) 非洲猪瘟疫情蔓延，猪肉供给下降，利好鸡肉需求

### 1. 非洲猪瘟疫情快速扩散，生猪生产受影响较大

2018 年 8 月以来，辽宁、河南、江苏、浙江先后发生 4 期非洲猪瘟疫情。非洲猪瘟是一种有病毒引起的急性、发热性猪病，目前为止仍无特效治疗手段，生猪感染病毒后，

潜伏期为 5~9 天，发病后往往短时间内致死。目前猪场发现非洲猪瘟疫情后只能清场并进行无害化扑杀，对生猪生产影响较大。2018 年 10 月左右，辽宁、河南、吉林、内蒙古等 11 个省份发现非洲猪瘟疫情；2019 年 1 月，非洲猪瘟扩散至广东、四川、江西、福建等 20 多个省份；2019 年 4 月，除港澳台地区情况不明外，内地 31 个省级行政区已全部发现非洲猪瘟疫情。

图 13：非洲猪瘟疫情扩散情况



资料来源：民生证券研究院整理

2018 年 8 月非洲猪瘟疫情发生以来，农业部第一时间启动二级应急响应，采取封锁、扑杀、无害化处理、消毒等措施，并暂停高风险区域的生猪进出。此后，国家多部委多次出台相关政策以控制疫情扩散。2018 年 8 月~10 月政策主要以控制生猪跨省调运，防治猪瘟疫情扩散为目的；2019 年 2 月，农业农村部联合财政部发布文件，加强生猪扑杀财政支持；2019 年 7 月，国务院直接部署非洲猪瘟防治工作。国务院办公厅印发的《关于加强非洲猪瘟防控工作的意见》中首次明确提出“稳定生猪生产”，说明非洲猪瘟疫情对生猪生产工作造成了较大的负面影响。

表 1：非洲猪瘟疫情发生以来重要政策措施

发布日期	发布单位	政策名称	内容要点
2018-8-10	农业农村部	《关于防治非洲猪瘟加强生猪移动监管的通知》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 严禁疫区生猪产品调出。</li> <li>2. 禁止低风险去调运生猪产品经过高风险区</li> <li>3. 严禁从高风险区引进生猪和未经高温处理生猪产品</li> </ol>
2018-8-31	农业农村部	《关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 限制省内生猪调运，即发生疫情的省份内各县、市间禁止生猪调运。</li> <li>2. 强化屠宰管理。发生疫情的县市暂停生猪屠宰活动，加强对屠宰企业动物疫病风险评估。</li> </ol>
2018-9-11	农业农村部	《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 暂停疫情省份相邻省份生猪跨省调运。</li> <li>2. 关闭疫情相邻省份生猪交易市场”</li> </ol>

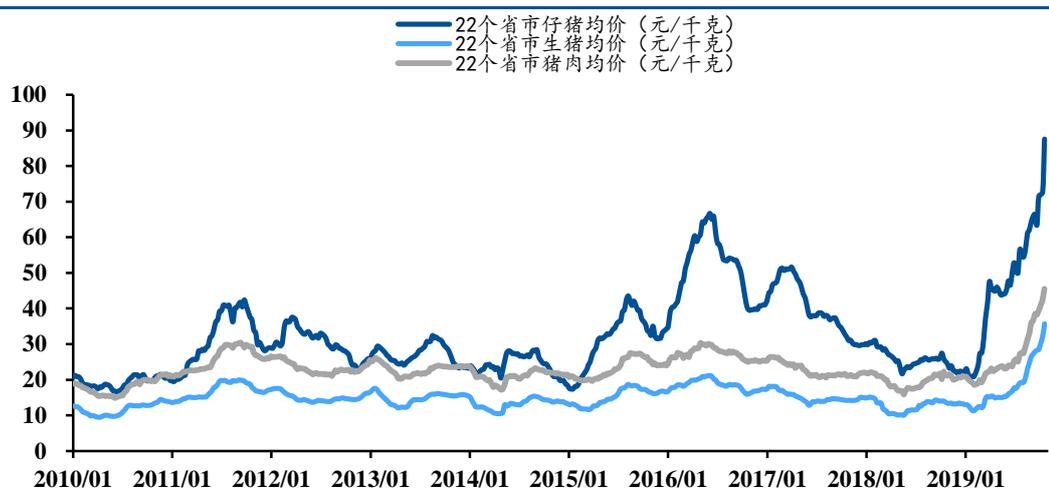
2018-10-20	农业农村部	64号公告	1. 暂停猪血为原料生产猪饲料 2. 不得用泔水饲喂生猪"
2018-10-31	农业农村部	79号公告	加强生猪车辆运输若干规定
2019-2-23	农业农村部、财政部	《关于做好非洲猪瘟防控财政补助政策实施工作的通知》	1. 规定非洲猪瘟强制扑杀的财政支持 2. 规范疫情处置"
2019-7-25	国务院	《关于加强非洲猪瘟防控工作的意见》	1. 全面规范生猪养殖疫病防治体系 2. 稳定生猪生产"

资料来源：民生证券研究院整理

## 2. 疫情扩散加速生猪去产能，生猪产量出现下滑

2016年6月左右，生猪销售均价达到20元/千克的高位后，出现大幅度回落，猪周期显现，猪肉进入下行周期。随着猪肉价格下行周期中产能自发去化，叠加非洲猪瘟加速产能去化后的肉源短缺，猪肉价格出现快速上扬。2019年8月，22省市生猪均价已达到22.81元/千克，接近2016年5月时上轮周期高点价格；2019年国庆以后，生猪价格均价已经达到35.72元/千克，大幅超过前期高点。国庆后，仔猪均价达到87.55元/千克的高位，显示行业补栏仍然较为困难，猪肉供给难以短期大幅扩张。

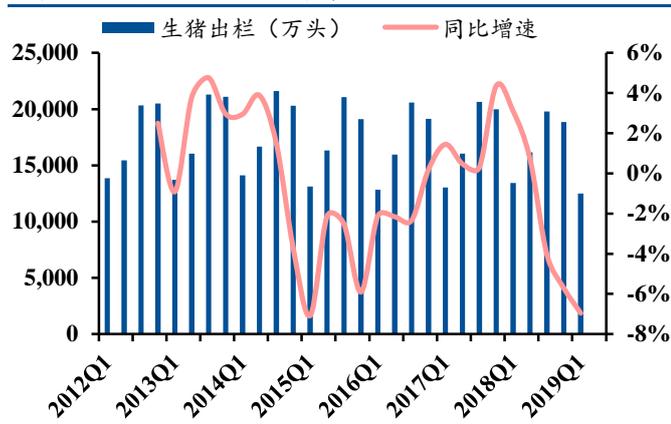
图 14：全国生猪、仔猪和猪肉平均价格



资料来源：Wind，民生证券研究院

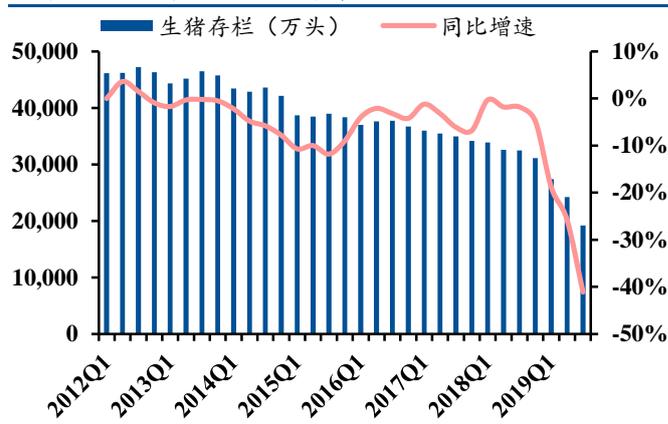
2017Q1 以来，生猪存栏量持续小幅下滑，同时单季度出栏量小幅提升，显示生猪养殖业开始周期性去产能。至2018年8月发现非洲猪瘟前，生猪存栏量平均季度同比下滑幅度在3%左右。2018年8月非洲猪瘟快速扩散后，生猪存栏量开始加速下滑，2019Q3全国生猪存栏量为1.92亿头，同比下滑41%。同时，生猪出栏量从2018Q4开始出现同比下滑，2019Q2生猪出栏头数为1.25亿头，同比下滑6.9%。生猪供给缺口逐步显现。

图 15: 生猪出栏头数快速下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

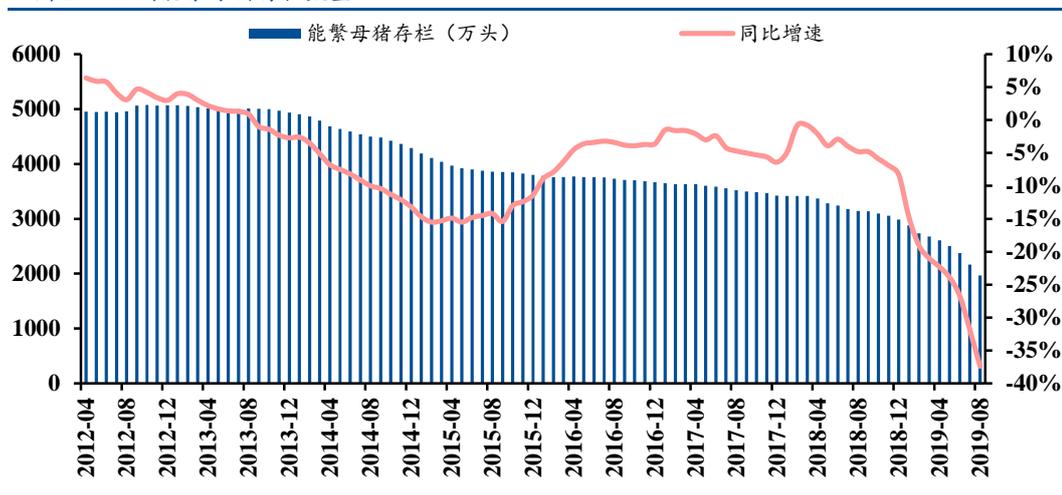
图 16: 生猪存栏头数快速下降



资料来源: Wind, 民生证券研究院

更为严重的是, 2018 年 12 月以后, 能繁母猪存栏量开始出现同比下滑, 截至 2019 年 8 月, 全国能繁母猪存栏量已从 2016 年 4 月高峰时的 3771 万头下滑至 1968 万头, 能繁母猪存栏量缩减近 48%。2019 年 8 月能繁母猪存栏量同比下滑 37.4%。从生猪养殖周期看, 母猪从配种到小猪生产再到育肥出栏共需约 300 天左右, 如果计算种母猪养成周期, 则整个产业链恢复将需要约 500 天, 能繁母猪存栏量的下降, 将持续影响扩繁、育肥等环节约 1.5 年~2 年。因此, 从能繁母猪的补栏进度, 育肥所需的时间并结合国庆后仔猪价格继续维持高位的现实看, 我们预计一年以内猪肉供给的恢复速度都将处于低位, 猪肉供应紧张的局面将持续。

图 17: 全国能繁母猪存栏数量

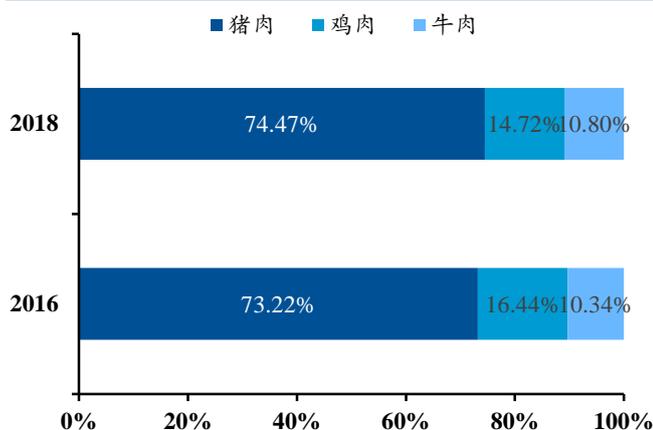


资料来源: 民生证券研究院整理

### 3. 鸡肉对猪肉的替代效应导致鸡肉需求大幅提高

从我国居民的肉类消费构成看, 猪肉、鸡肉、牛肉为三大主要肉食来源。其中猪肉在三者消费量中占比接近 75%, 鸡肉为第二大肉食来源, 占比接近 15%, 牛肉为第三大肉食来源, 占比为 10% 左右。随着猪肉减产的确定性提高, 鸡肉将在团餐消费、家庭消费等领域发挥对猪肉的替代作用。USDA 预计中国 2019 年猪肉产量为 4850 万吨, 同比-10%, 猪肉产量下滑将进一步强化鸡肉需求。

图 18: 中国人肉类消费结构



资料来源: 民生证券研究院整理

图 19: 猪肉产量变化



资料来源: USDA, 民生证券研究院

### (三) 猪肉减产对鸡肉需求的边际改善测算

我们尝试以三个口径对 2019 年猪肉产量进行估算。口径 1 是以 USDA 测算产量为标准，以 2018 年 5404 万吨猪肉产量为基数，测算出今年猪肉产量同比增速约为 -10.3%，以 2018 年 5539 万吨猪肉消费量为基数，则供需缺口将为 689 万吨。口径 2 是以 2019 年前 6 个月的生猪出栏量为标准，测算全年猪肉产量约为 5127 万吨，产量增速为 -5.1%，供需缺口为 412 万吨。口径 3 是以 2018 年能繁母猪存栏量为标准，测算 2019 年猪肉产量约为 4716 万吨，产量增速为 -12.7%，供需缺口为 823 万吨。

表 2: 猪肉供需缺口计算

测算口径	2018 猪肉消费量 (万吨)	2019 猪肉估算产量 (万吨)	预计产量下降幅度	供需缺口 (万吨)
USDA 口径	5539	4850	-10.3%	689
出栏数口径	5539	5127	-5.1%	412
能繁母猪口径	5539	4716	-12.7%	823

资料来源: 民生证券研究院整理

根据全国某速冻食品头部公司调研情况看，鸡肉对猪肉产品的最高替代率约为 20%（如蛋饺、撒尿牛丸、水饺等产品）。考虑到鸡肉下游消费以团餐为主，我们认为 15% 左右的替代率较为合理，20% 替代率应为合理水平的上限。在 2018 年 1170 万吨鸡肉产量的基础上，各口径综合测算下，由于猪肉减产所带来的新增鸡肉需求提升约为 8% 左右。

表 3: 替代效应下，猪肉供应短缺对鸡肉需求的拉动测算

测算口径	新增消费量(替代率 10%，万吨)	新增消费量(替代率 15%，万吨)	新增消费量(替代率 20%，万吨)	需求拉升率 (@10%)	需求拉升率 (@15%)	需求拉升率 (@20%)
USDA 口径	69	103	138	6%	9%	12%
出栏数口径	41	62	82	4%	5%	7%
能繁母猪口径	82	123	165	7%	11%	14%

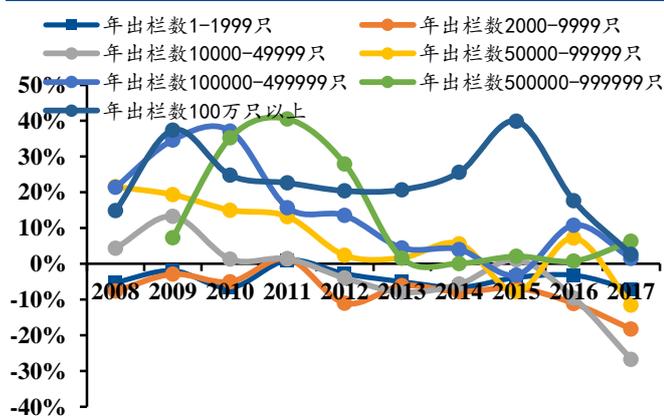
资料来源: 民生证券研究院整理

### 三、供给端：行业供给短期难大幅扩张

#### (一) 供给小幅收缩，产能进一步向中大型鸡场集中

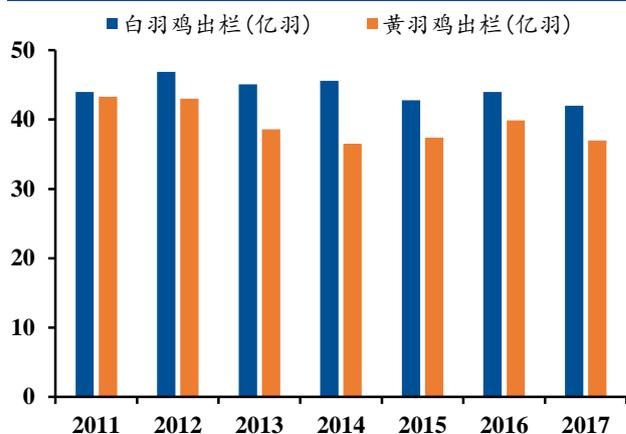
2013年以来，我国肉鸡总出栏量在83亿羽上下，其中白羽鸡出栏量在45亿羽左右，黄羽鸡出栏量在38亿羽左右。2017年随着鸡价下行，肉鸡出栏量小幅回落，2018、2019年肉鸡供给仍将处于小幅收缩状态。供给结构方面，2008年以来，年出栏数在1999只以下的小型养殖户数量在持续下降；年出栏数在100万只以上的养殖户数量在持续上升，年均同比增速在24%左右，显示肉鸡产能在进一步向大型鸡场集中。

图 20：不同类型鸡场数量增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 21：肉鸡出栏量



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

#### (二) 祖代鸡引种量略有回复但仍处于低位，短期补栏速度受限

我国白羽鸡的引种量，在2013年达到高峰，全年共引种154万套。2014年全国成立白羽鸡联盟，加强了祖代鸡引种管理，以往无序引种的状态得到了控制。2015/2016年，祖代鸡引种数量下降至72/65万套，祖代鸡引种数量下降至2010年以来的最低值。2017/2018年，祖代鸡引种数量分别为68/73万套，较2016年谷底出现小幅回升。2019H1祖代鸡引种量为51万套高于17/18年水平。

图 22：祖代白羽鸡引种量



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

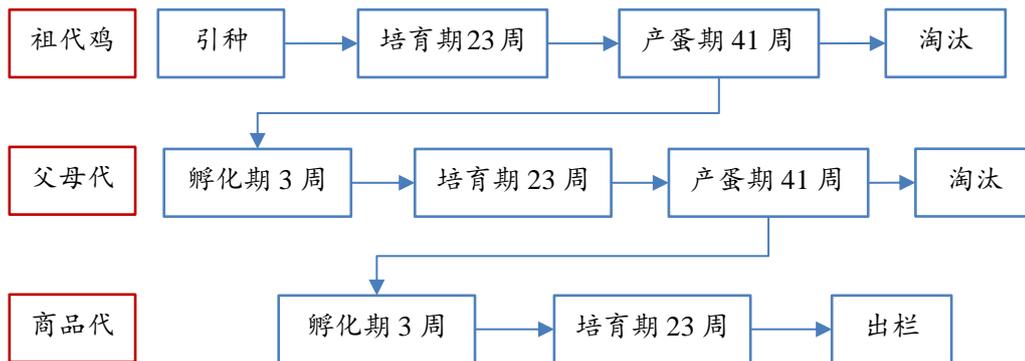
图 23：祖代蛋鸡引种量



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

由于从祖代鸡到商品代鸡出栏需要约 90 周左右的时间，因此 2019 年白羽鸡出栏量主要取决于 17/18 年祖代鸡的引种量。17/18 年为引种低谷，我们判断 2019 年白羽鸡出栏量短期难以出现快速增长，而 2019 年祖代鸡引种量最早 2020 年底才能转化为商品代鸡的有效产能。随着猪肉供应偏紧后替代效应的显现，白羽鸡需求将进一步提升，而短期又无法大幅扩大产能，供需偏紧的状态将持续。

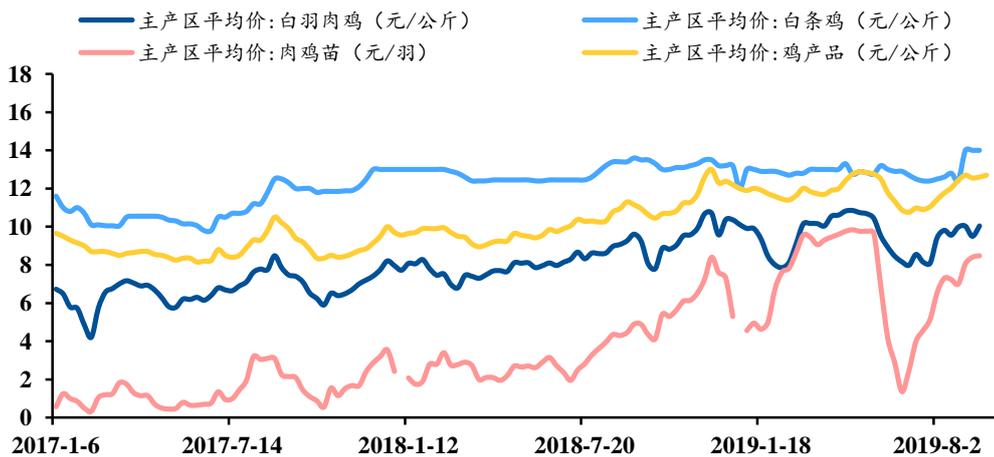
图 24：白羽鸡生产周期



资料来源：益生股份招股说明书，民生证券研究院

本轮鸡价上涨过程中，肉鸡苗的价格弹性最大，从 2017 年 10 月的 0.55 元/羽，最高上涨至 2019 年 9 月的 8.48 元/羽，显示前两年引种量下降造成产业链中上游原料的紧缺。2019 年引种小幅扩张，预计鸡苗供应紧张将得到一定程度缓解，中下游肉鸡生产企业有望获得更多的利益分配。

图 25：白羽鸡价格变化



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

### (三) 强制换羽对产能提升增幅有限

强制换羽是指对于濒临淘汰鸡群通过人为措施使其代谢紊乱，短时间内停止产蛋、集中换羽，进入二次产蛋期。实施强制换羽鸡群通常为 60 周龄，换羽停产时间一般为 10 周左右。进入第二次产蛋期后，生产周期可以延长 30 周左右。但是强制换羽后，母鸡第

二个产蛋期产蛋率比第一个产蛋期降低 15% 左右；换羽后鸡体重增加，饲料消耗略有提高（每天多 3~4 克），饲养密度降低，产蛋 6~7 个月后，产蛋率下降较快，鸡脂肪肝发病率高，死淘率也随之增加。经过测算，最乐观情况下强制换羽能够带来全生命周期 28% 左右的产能提升，但是考虑到饲养上的负面影响，实际产能扩大幅度将远低于测算值。此外，由于协会规定及生产效率等原因，祖代鸡层面强制换羽现象较少；父母代种鸡层面大规模养殖场处于成本性价比及生产计划考虑也较少采取强制换羽，目前强制换羽多集中于散养户中，预计仅占行业整体比例在 30% 以下。总之，强制换羽短期内可以提高母鸡产蛋率，但是对全行业产能提升非常有限。

表 4：强制换羽带来的理论产能提高

	祖代鸡	父母代鸡
正常产蛋期产能（套）	45	110
强制换羽理论产能（套）	58	141
产能扩张幅度	28%	28%

资料来源：民生证券研究院整理

#### （四）肉类进口量大幅提高，但对供给影响较小

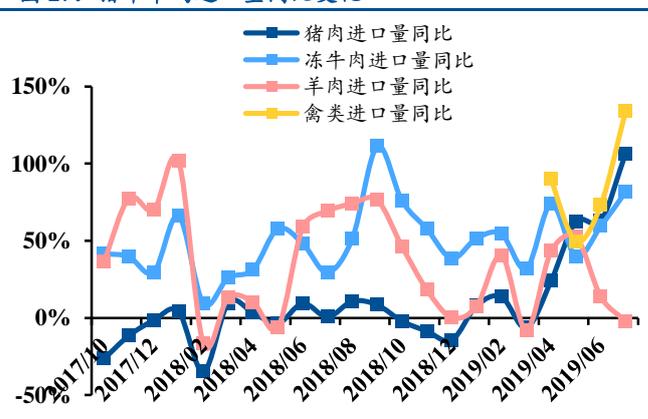
19 年 2 月以来，我国猪肉、牛肉、羊肉、鸡肉四种肉类总进口量呈上升趋势，已从二月份的 22.89 万吨增至 7 月份的 42.85 万吨。其中，鸡肉进口量同比增长最快，第二季度保持 40% 以上的同比增速，7 月份增长率甚至达到 134%。除羊肉外，牛肉、猪肉和鸡肉均表现出进口扩大的态势。19 年前 5 个月中国进口肉类及食用动物内脏总量达 220 万吨，其中冷冻鸡肉进口量同比+26%。2019 年 1~6 月，巴西鸡肉对中国出口量为 190 吨，同比+11.1%；2019 年 1~4 月泰国鸡肉、猪肉等肉类出口中国同比+1045%；除此之外，阿根廷和波兰等国均已开通对华的鸡肉出口通道。考虑到净进口肉类总体规模在肉类消费中占比仍然较低，因此进口量的短期提高无法对供给格局产生实质性的改变。

图 26：猪牛羊鸡进口量



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：猪牛羊鸡进口量同比变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

## （五）饲料成本仍有走高可能，有望使鸡肉价格维持高位

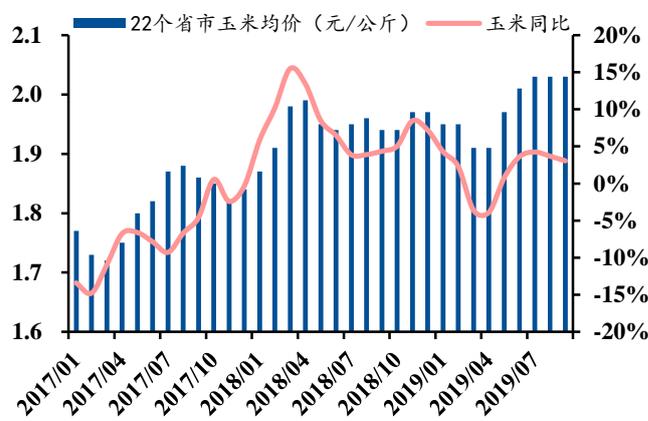
肉鸡养殖成本主要包括鸡雏购进成本、饲料、人工、防疫。一般情况人工和防疫成本相对固定，雏鸡购进成本和饲料成本的波动性较大。在肉鸡饲养的饲料中，玉米和豆粕为主要原材料，其中玉米占比大致在 55%~60%、豆粕占比在 30% 左右、麦麸占比大约为 8%，稻谷占比大约为 6%，贝壳粉占比大约为 0.5%。肉鸡投料一般每日早、晚各一次，每天每只饲喂量为 225 克左右。饲料价格方面，豆粕价格处于 2017 年以来的低位为 3 元/公斤左右，玉米价格则处于 2017 年以来的高位，为 2 元/公斤左右。未来饲料价格大幅下降的可能性较低，鸡价在成本层面具有一定的支撑。

图 28：豆粕均价



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29：玉米均价



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 四、投资建议

目前 A 股上市公司中从事白羽鸡养殖行业的公司主要包括民和股份、益生股份、仙坛股份、圣农发展。此外，温氏股份的肉鸡养殖业务以黄羽鸡为主。白羽鸡养殖行业中的标的公司所处产业链具有一定差异。按产业链上下游关系，上述四家白羽鸡养殖企业主营业务如下：

### （1）益生股份

益生股份的主营业务包括曾祖代肉种鸡的引进与饲养、祖代种鸡的引进与饲养、父母代种雏鸡的生产与销售、商品肉雏鸡的生产与销售、饲料的生产、种猪和商品猪的饲养和销售、奶牛的饲养与牛奶销售、SPF 蛋的生产与销售及有机肥的生产与销售。

2018 年，鸡类产品营收为 13.43 亿元，占营收比重为 91%；牛奶收入 0.51 亿元；猪类产品收入 0.51 亿元。公司营收构成较其他白羽鸡养殖企业更加多元化。

### （2）民和股份

民和股份的主营业务包括父母代肉种鸡的饲养、商品代肉鸡苗生产销售、肉鸡饲养、屠宰加工、饲料生产与禽畜养殖废弃物综合利用。

2018 年，公司雏鸡收入达到 9.7 亿元，占主营收入比例达到 53%；鸡肉制品收入为 7.18 亿元，占营收比例达 40%。2019 年 4 月，公司拟自筹资金 2.49 亿元建设“年存栏 80 万套父母代肉种鸡养殖园区建设项目”。看好 2019 年父母代种鸡养殖规模的扩大，公司维

鸡及鸡苗业务的头部低位稳固，未来食品深加工业务发展可期，产业布局存在进一步拓展空间。

### (3) 仙坛股份

仙坛股份的主营业务包括父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工、销售。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、冰鲜鸡肉产品和调理食品的形式销售。

2018年，公司鸡肉产品营收为24.27亿元，占营收比重为94%。2019年6月，公司拟与诸城市人民政府等联合投资22.8亿元建设诸城“亿只肉鸡生态产业”项目。未来肉鸡产能扩大可期。

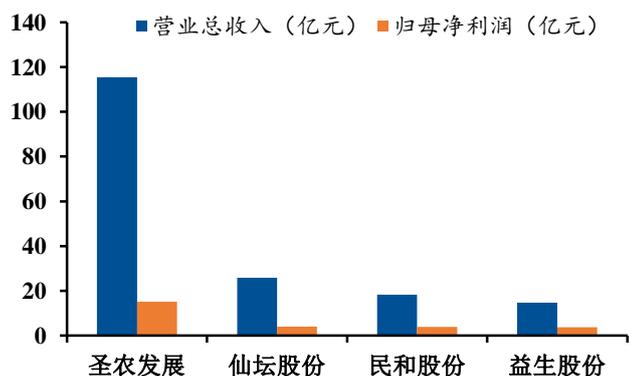
### (4) 圣农发展

圣农发展的主营业务包括饲料加工、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、屠宰加工与销售、熟食加工与销售为一体的全国最大全产业链肉鸡饲养加工企业，也是国内商品代鸡产量最大企业。公司主营业务是肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工、食品深加工，主要产品是生鸡肉及深加工肉制品。

2018年公司鸡肉业务收入达81.35亿元，占比为70%；肉制品业务收入达28.9亿元，占比达25%。

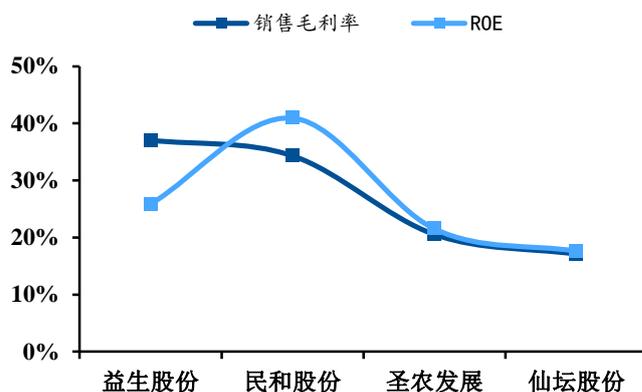
从头部企业财务数据看，圣农发展规模远大于其他企业，营收/归母净利润水平均为行业最大。2018年净利润增速最高的是益生股份，显示肉鸡上行周期中上游企业利润边际改善最为明显，未来行业利润有望向中下游扩散。从经营效率看，2018年益生股份毛利率水平最高，民和股份ROE最高。

图 30：头部企业营收利润情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 31：2018 年头部企业经营效率



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 五、风险提示

肉鸡需求不及预期、祖代鸡引种量大幅提高，大规模疫病流行等。

## 插图目录

图 1: 全球及国内鸡肉消费量.....	3
图 2: 全球及国内鸡肉消费量同比增速.....	3
图 3: 全球及国内鸡肉生产量.....	3
图 4: 全球及国内鸡肉产量同比增速.....	3
图 5: 鸡肉主要消费渠道.....	4
图 6: 鸡肉主要消费用途.....	4
图 7: 国内鸡肉进出口量及同比增速.....	5
图 8: 历年鸡肉净出口.....	5
图 9: 2019 年禽类进出口量及同比增速.....	5
图 10: 2019 年禽类出口价格变化.....	5
图 11: 中国人均鸡肉消费量与世界平均水平比较.....	6
图 12: 2017 年世界主要国家人均鸡肉消费量.....	6
图 13: 非洲猪瘟疫情扩散情况.....	7
图 14: 全国生猪、仔猪和猪肉平均价格.....	8
图 15: 生猪出栏头数快速下降.....	9
图 16: 生猪存栏头数快速下降.....	9
图 17: 全国能繁母猪存栏数量.....	9
图 18: 中国人肉类消费结构.....	10
图 19: 猪肉产量变化.....	10
图 20: 不同类型鸡场数量增速.....	11
图 21: 肉鸡出栏量.....	11
图 22: 祖代白羽鸡引种量.....	11
图 23: 祖代蛋鸡引种量.....	11
图 24: 白羽鸡生产周期.....	12
图 25: 白羽鸡价格变化.....	12
图 26: 猪牛羊鸡进口量.....	13
图 27: 猪牛羊鸡进口量同比变化.....	13
图 28: 豆粕均价.....	14
图 29: 玉米均价.....	14
图 30: 头部企业营收利润情况.....	15
图 31: 2018 年头部企业经营效率.....	15

## 表格目录

表 1: 非洲猪瘟疫情发生以来重要政策措施.....	7
表 2: 猪肉供需缺口计算.....	10
表 3: 替代效应下, 猪肉供应短缺对鸡肉需求的拉动测算.....	10
表 4: 强制换羽带来的理论产能提高.....	13

## 分析师与研究助理简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。