

黄鸡龙头成本管控领先，鸡价趋势向好迎转机

核心观点：

● 黄羽鸡规模行业第二，加速布局屠宰加工

公司黄羽鸡规模为行业第二，2015-19年其销量逐年提升，复合增速约为10.62%。销售以华东区域为主（75%），公司计划在此基础上加大对河南、广东以及西南地区市场的开发力度。基于消费升级趋势的考虑，以及提高行业周期性波动风险的抵御能力，公司逐步开展下游黄羽鸡屠宰加工业务，平抑政策与周期波动。

● 成本管控行业领先，构筑公司发展护城河

公司黄羽鸡成本控制优秀，毛利率水平行业领先；与行业龙头温氏股份相比，公司毛利率水平高出2-7个百分点。公司优势主要来自饲料原料成本以及农户养殖费用，2019年分别是13.58元/只、3.5元/只，低于温氏的13.65元/只、4.3元/只。主要受益于饲料原料区位优势以及农户养殖规模较大的优势。

● 黄羽鸡行业CR10达40%，价格趋势向好

黄羽鸡生产与消费分布区域性特征明显，核心区域为广东、广西，其次为江浙、安徽。我国黄羽鸡养殖规模在100万套以上的养殖场数量占比不足0.01%。15-17年黄鸡CR10由39.1%提升到41.5%，CR2由25.1%提升到27.9%。19年我国黄羽鸡年出栏量约49亿只，同比+25%，占全国禽总量的36%。鸡肉为我国第二大肉类消费品，但人均消费量与发达国家相距甚远，未来存提升空间。目前黄鸡价格处历史低位，随着季节性消费旺季的到来以及替代效应的强化，黄鸡价格存上行趋势。

● 行业估值的判断与评级说明

公司黄羽鸡出栏稳健增长，成本控制行业领先，加速向下游产业链延伸，拓展屠宰加工业务。随着疫情影响减弱、需求恢复，鸡价或将逐步回升，公司业绩将显著受益。我们预计20-21年公司营收为78.8亿元、98.53亿元，同比-11.16%、+25.04%；归母净利润为3.11亿元、12.11亿元，同比-84.15%、+288.95%；EPS为0.77元、3元。我们给予其2021年15倍PE，内含价值为182亿元，给予“推荐”评级。

主要财务指标

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 8870.47 | 7880.51 | 9853.77 | 11190.01 |
| 收入增长率% | 22.96% | -11.16% | 25.04% | 13.56% |
| 净利润(百万元) | 1964.25 | 311.29 | 1210.76 | 1493.46 |
| 净利润增长率% | 51.13% | -84.15% | 288.95% | 23.35% |
| 每股收益EPS(元) | 4.86 | 0.77 | 3.00 | 3.70 |
| 净资产收益率ROE | 28.78% | 4.63% | 15.37% | 16.36% |
| PE | 7 | 46 | 12 | 10 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

立华股份(300761.SZ)

推荐 (首次评级)

分析师

谢芝优

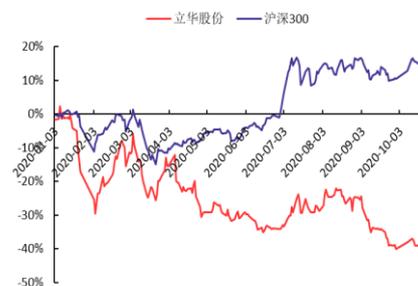
☎: 010-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

| 单季度业绩 | 元/股 |
|---------|-------|
| 3Q/2020 | 0.30 |
| 2Q/2020 | -0.69 |
| 1Q/2020 | -0.49 |
| 4Q/2019 | 4.95 |
| 市盈率 | 17.2 |
| 总市值(亿元) | 140 |

相对沪深300表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

公司募投项目逐步投放,未来黄羽鸡销量将稳步增长。我们假设 2020-21 年公司黄鸡销量分别为 3.1 亿羽、3.35 亿羽,对应收入为 73 亿元、83 亿元。公司黄羽鸡出栏稳健增长,成本控制行业领先,同时加速向下游产业链延伸,拓展屠宰及加工业务。随着疫情影响减弱、需求恢复,鸡价或将逐步回升,公司业绩将显著受益。我们预计 20-21 年公司营收为 78.8 亿元、98.53 亿元,同比-11.16%、+25.04%;毛利率为 8.8%、17.31%,归母净利润为 3.11 亿元、12.11 亿元,同比-84.15%、+288.95%;EPS 为 0.77 元、3 元。

我们与市场不同的观点:

市场认为黄鸡价格与猪价、白鸡价格联动,而后两者处于周期下行通道中,因此不看好黄鸡价格未来走势。我们认为三者价格确实存在一定联系,但又具备各自的周期属性。第一,猪价中周期基本确定下行周期来临,但观察年内短周期,我们认为 11、12、1 月猪价或呈环比上涨态势,并一定程度上带动黄鸡价格提升。第二,黄鸡祖代存栏逐步减少态势,叠加当前黄羽鸡价格历史低位,我们看好其价格回归正常态势并有超预期表现。

估值与投资建议:

公司主营业务为黄羽鸡养殖,我们选取肉禽养殖板块企业进行相对估值。根据 Wind 申万行业统计,肉禽养殖板块 2021 年 PE 均值为 14.33 倍,公司作为黄羽鸡规模前二、成本控制领先、向下游冰鲜鸡屠宰加工延伸的企业,我们给予其 2021 年 15 倍 PE,内含价值为 182 亿元,给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

黄羽鸡价格上涨,黄羽鸡需求量大幅提高,黄羽鸡供给量持续减少,猪肉等其他肉类供应下行,禽类疫病爆发等因素。

主要风险因素:

新冠疫情带来的风险,动物疫病的风险,自然灾害的风险,产品价格波动的风险,原材料供应及价格波动的风险等。

目 录

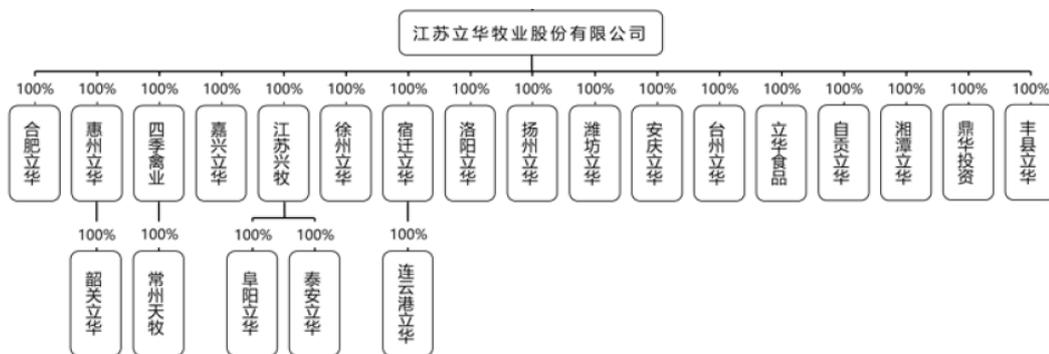
| | |
|---------------------------------|----|
| 一、以黄羽鸡养殖为核心，布局鸡猪全产业链发展..... | 3 |
| 二、黄羽鸡行业 CR10 达 40%，价格趋势向好..... | 4 |
| （一）黄羽鸡区域特征明显，集中度逐步提升中..... | 4 |
| （二）鸡肉为我国第二大肉类消费品，人均消费存提升空间..... | 6 |
| （二）黄羽鸡价格处历史低位，看好未来价格走势..... | 7 |
| 三、公司扩张养殖版图，加速布局下游屠宰加工环节..... | 9 |
| （一）黄鸡销量稳健增长，业务区域逐步扩张..... | 9 |
| （二）成本管控行业领先，构筑公司发展护城河..... | 11 |
| （三）布局下游屠宰加工，平抑政策与周期波动..... | 12 |
| 四、投资建议..... | 14 |
| 五、风险提示..... | 15 |

一、以黄羽鸡养殖为核心，布局鸡猪全产业链发展

公司成立于1997年6月，主要业务为黄羽肉鸡、商品肉猪及肉鹅的养殖和销售，配套业务为黄羽肉鸡屠宰加工及冰鲜、冰冻品销售等。公司在黄羽鸡业务上建立了集曾祖代、祖代与父母代种鸡繁育、饲料生产、商品代黄羽肉鸡养殖与屠宰加工为一体的完整产业链。目前，公司为我国第二大黄羽鸡养殖企业。

公司下设全资子公司22家，其中一体化养鸡公司16家、养猪公司3家、食品公司1家、育种公司1家、投资公司1家。宿迁立华、连云港立华、阜阳立华、丰县立华等子公司为当前开展生猪养殖业务的主要基地。

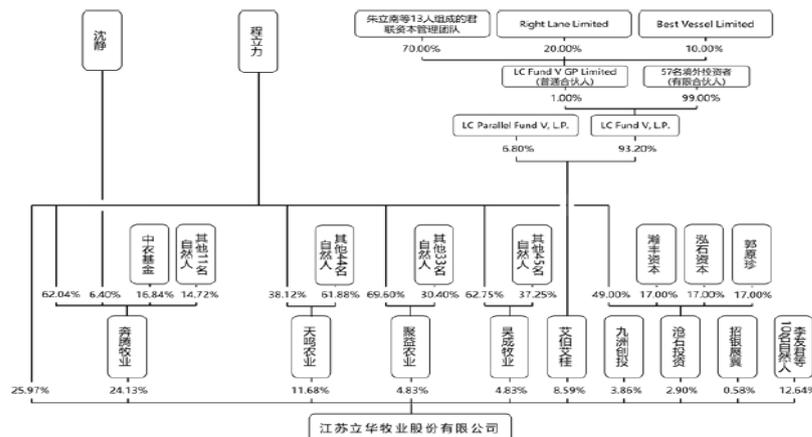
图1：公司控股公司情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

截至2020年4月，公司董事长、总裁程立力先生直接持有公司23.31%股份，奔腾牧业、天鸣农业、艾伯艾桂、昊成牧业、聚益农业分别持有公司股份21.66%、10.49%、7.71%、4.33%、4.33%。公司控股股东、实际控制人程立力先生为天鸣农业、聚益农业、昊成牧业的普通合伙人及执行事务合伙人，程立力先生的夫人沈静女士为奔腾牧业实际控制人。

图2：公司股权架构



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2019年,公司实现营业收入88.70亿元,同比+22.96%;归母净利润19.64亿元,同比+51.13%。公司主要业务板块包括鸡、猪、鹅,其中黄羽鸡板块销售收入占总收入的比重约95%,为公司最主要的收入来源。1)19年公司黄羽鸡销量2.89亿只,同比+10.73%;销售均价14.56元/公斤,同比+9.89%;销售收入80.48亿元,同比+27.66%;毛利率30.87%,同比+4.6pct。2)公司销售商品肉猪15.66万头,同比-58.82%;销售均价15.15元/公斤,同比+24.08%;销售收入2.54亿元,同比-45.61%。

图3: 19年公司营收88.70亿元,同比+22.96%



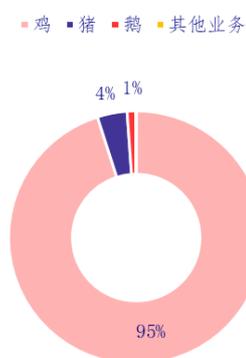
资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

图4: 19年公司归母净利润19.64亿元,同比+51.13%



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

图5: 2019年公司业务中鸡贡献收入达95%



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

图6: 2019年公司鸡板块毛利润占整体毛利润的102%



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

二、黄羽鸡行业CR10达40%，价格趋势向好

(一) 黄羽鸡区域特征明显，集中度逐步提升中

我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817肉杂鸡、淘汰蛋鸡。黄羽肉鸡是以肉用为主要目的的土鸡、仿土鸡、地方鸡等各类型肉鸡的统称。由于黄羽肉鸡均为国内选育、培育，所以不存在国外引种问题。

黄羽鸡根据生长速度和用途不同，可以大致分为快速型、中速型、慢速型、蛋肉兼用型四

种。2017年，我国快速型、中速型、慢速型三种类型祖代黄羽肉鸡存栏量分别占我国祖代黄羽肉鸡存栏总量的30%、29%和40%。公司研发培育的雪山鸡属于具有代表性的慢速型黄羽鸡品种。

表 1: 我国黄羽鸡主要品种情况

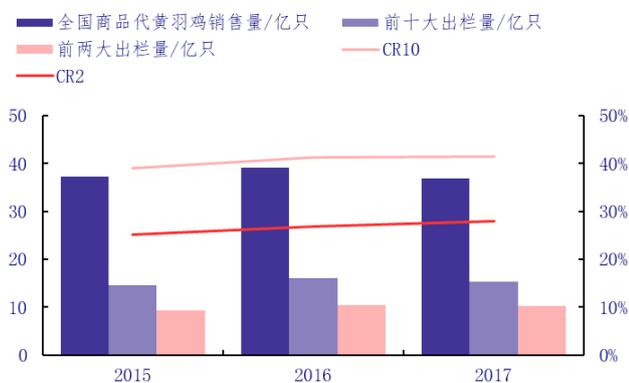
| 类型 | 特点 |
|-----|--|
| 快速型 | 指出栏时间在 65 天以内的品种，生长速度快。 这类黄羽肉鸡具有出栏时间短、料肉比低、养殖效率高等特点，并且口感好于白羽肉鸡，近几年发展速度较快。 |
| 慢速型 | 指出栏时间在 95 天以上的品种，此类品种多为散养，注重外观和肉质。 由于养殖时间长，慢速型黄羽鸡单只养殖成本较高，市场售价也明显高于其他品种，主要供应中高档餐厅、酒店及家庭消费，部分用于加工领域。 |
| 中速型 | 指出栏时间在 65-95 天的品种，兼具快速型、高效率 and 慢速型、高质量的特点。 一些中速鸡由于胸腿肌较好、脚胫粗细适中、皮肤光亮，屠宰后更为美观，是做冰鲜鸡的最佳原料。 |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

黄羽鸡生产与消费分布区域性特征明显。核心区域为广东、广西，两省分别为我国黄羽鸡生产排名第一、第二的主产地，亦是主要消费地区，以消费慢速黄羽鸡为主。其次，江苏、浙江、安徽组成重要生产消费区，以消费中速、快速鸡为主。第三，受制于消费习惯等因素，北方区域消费黄羽鸡较少。不过，随着黄羽鸡市场的加速发展，部分黄羽鸡养殖龙头企业开始在北方市场尝试拓展，积极引导消费习惯。

规模化程度低，集中度逐步提升中。我国黄羽鸡规模化养殖处于初级阶段，养殖规模在 100 万套以上的养殖场数量占比不足 0.01%。在集中度方面，从 2015-17 年数据来看，我国黄羽鸡 CR10 由 39.12% 提升到 41.54%，CR2 由 25.12% 提升到 27.94%，呈现逐步提升趋势。基于畜牧业协会数据，2019 年，我国黄羽鸡年出栏量约 49 亿只，同比+25%，占全国家禽总量的 36%。

图 7: 我国商品代黄羽鸡养殖集中度情况



资料来源：公司招股说明书，畜牧业协会，中国银河证券研究院

（二）鸡肉为我国第二大肉类消费品，人均消费存提升空间

2018年，全球鸡肉产量为9247万吨，八年复合增速为2.15%。其中，美国、巴西、中国为前三大主产国，分别贡献产量占比20.55%、14.46%、12.65%。从消费层面看，2018年全球鸡肉消费量为9021万吨，八年复合增速为2.02%。其中美国、中国、欧盟27国为前三大消费国，分别消费占比17.65%、12.79%、12.65%。从消费趋势看，各国基本呈现逐年递增趋势，我国受禽流感影响、引种问题等，16-17年鸡肉消费年均下降7%左右，之后企稳。

观察国内不同肉类消费情况，鸡肉为我国第二大肉类消费品，18年其消费量占猪鸡牛肉消费量的15.45%。随着18年底非洲猪瘟的肆虐，我国猪肉消费大幅下滑，期间鸡肉消费快速崛起，占比显著提升。从人均消费来看，我国鸡肉人均消费在10公斤左右，与巴西（48公斤）、美国（42公斤）、阿根廷（38公斤）相距甚远。我们认为，随着生活模式、消费认知的变化，以及猪肉产量低位的持续，鸡肉消费量及人均消费量将呈现提升趋势。

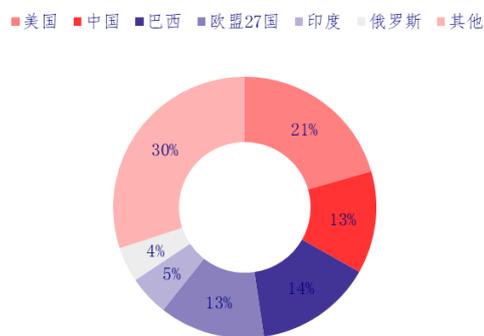
从鸡肉消费层面看，白羽肉鸡和黄羽肉鸡占我国鸡肉消费量的90%，其他肉鸡约占10%。白羽鸡和黄羽鸡由于肉质、烹饪习惯具有一定差异，因此所面向的消费市场也有所不同。据测算，我国户内白羽肉鸡人均消费量为1.43公斤，约占户内鸡肉消费的25%，黄羽鸡占75%。白羽鸡是我国鸡肉户外消费的主要品种，约占我国鸡肉户外消费量的86.43%。

图 8: 2018 年全球鸡肉产量为 9247 万吨 (+1.93%)



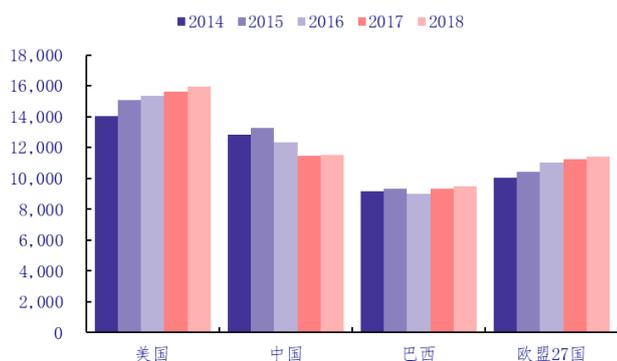
资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

图 9: 2018 年全球前三大鸡肉生产来自美国、巴西、中国



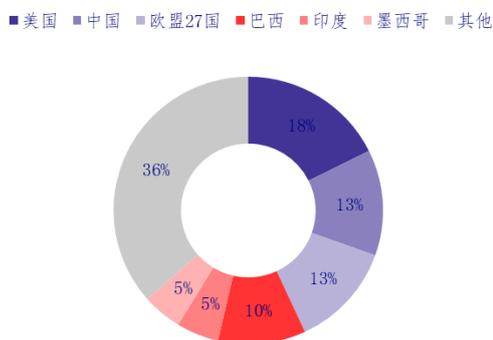
资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

图 10: 2014-18 年全球鸡肉主要消费国消费变化



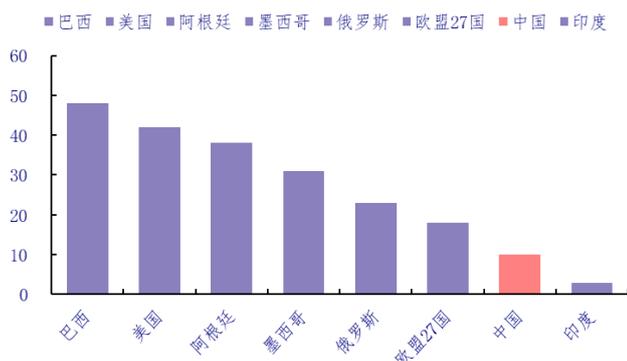
资料来源: 美国农业部, 中国银河证券研究院

图 11: 18 年全球前三鸡肉消费来自美国、中国、欧盟 27 国



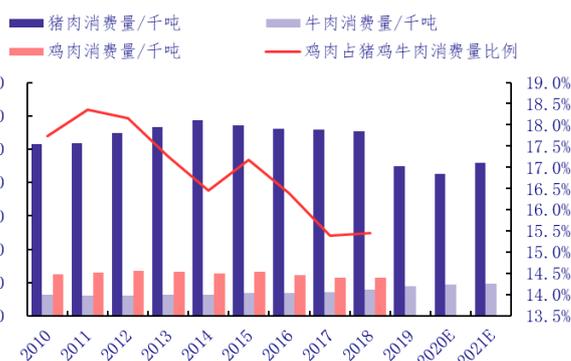
资料来源: 美国农业部, 中国银河证券研究院

图 12: 2012 年全球主要鸡肉消费国的人均消费量情况



资料来源: 美国农业部, 中国银河证券研究院

图 13: 2018 年我国鸡肉消费量占比约为 15.45%



资料来源: 美国农业部, 中国银河证券研究院

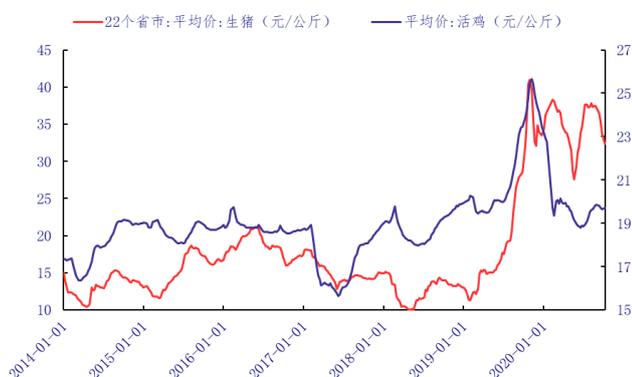
(二) 黄羽鸡价格处历史低位, 看好未来价格走势

由于黄羽鸡品种较多, 价格差异较大, 我们使用活鸡价格来观察。与生猪价格比对发现, 两者价格趋势类似, 但弹性幅度有较大差异(与各自供需有关)。目前猪周期处于下行通道中, 但观察年内短周期, 我们发现受消费习惯影响, 猪价呈现月度规律, 即 11 月-1 月猪价环比为正。我们认为在此期间, 猪价或能带动相关肉价提升, 黄羽鸡价格或有提升趋势。

相比于猪周期, 肉禽养殖周期短, 周期变化更快, 且更受疫情、政策变化的影响。以 2017 年为例, 多地发生人感染 H7N9 事件, 活禽市场被关闭、交易暂停, 黄羽鸡价格跌入谷底; 随着疫情好转, 黄羽鸡价格开启上行恢复趋势。2020 年受新冠疫情影响, 活禽市场亦被暂时关闭, 有近 20% 的回调。

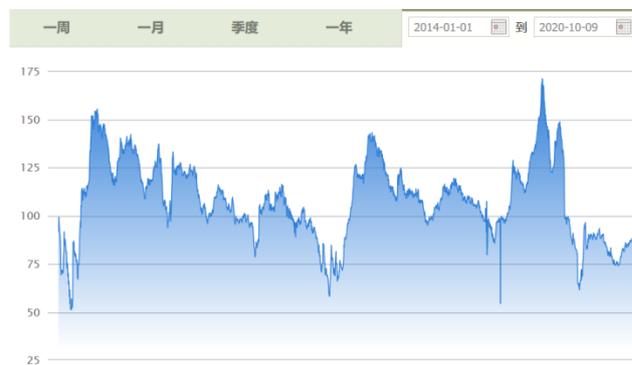
我们观察中速鸡价格走势, 历史上其大部分时间盈利, 除了上文提到的疫情因素导致大跌; 反观 2020 年年初至今, 中速鸡价格持续低于成本, 反常于历史。我们认为该现象并不能持续, 随着疫情好转, 叠加黄羽鸡祖代存栏逐年递减, 黄羽鸡价格将重回正常走势。

图 14: 活鸡价格与猪价趋势趋同



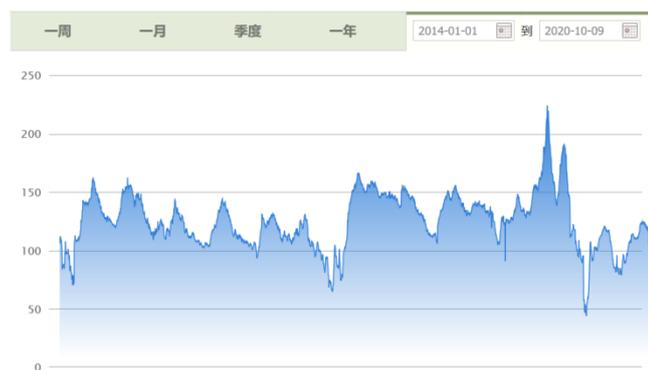
资料来源: 农业部, 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

图 15: 2014 年至今土鸡指数情况 (2020.10.9 为 7.75 元/斤)



资料来源: 新牧网, 中国银河证券研究院

图 16: 2014 年至今快大鸡指数情况 (2020.10.9 为 5.75 元/斤)



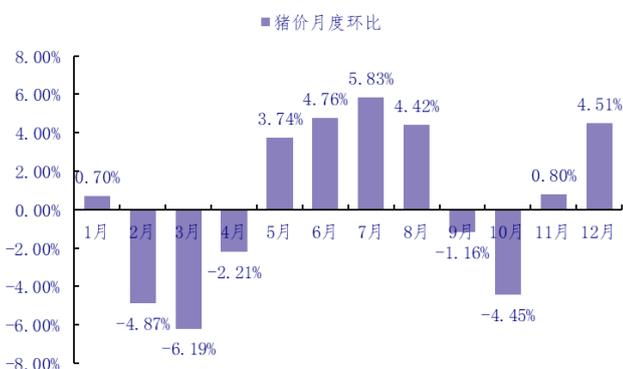
资料来源: 新牧网, 中国银河证券研究院

图 17: 2014 年至今中速鸡指数情况 (2020.10.9 为 7.18 元/斤)



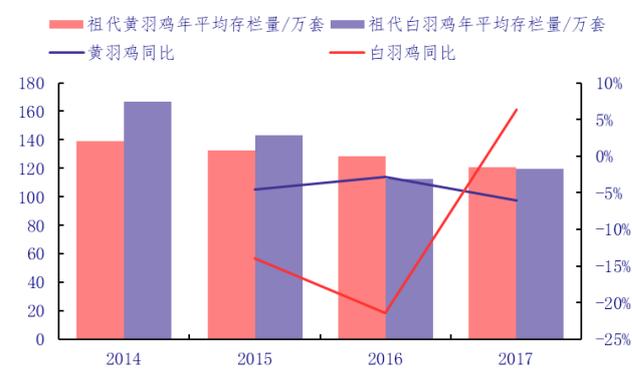
资料来源: 新牧网, 中国银河证券研究院

图 18: 我国生猪均价呈现年内月度规律



资料来源: 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

图 19: 2014-17 年我国祖代黄羽鸡存栏逐年递减



资料来源: 中国禽业发展报告, 中国银河证券研究院

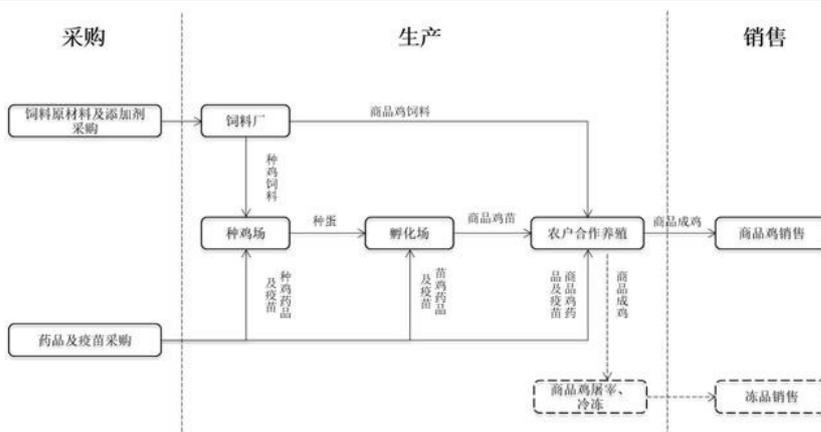
三、公司扩张养殖版图，加速布局下游屠宰加工环节

(一) 黄鸡销量稳健增长，业务区域逐步扩张

公司的黄羽鸡养殖业务是集曾祖代、祖代与父母代种鸡繁殖、饲料加工、商品代肉鸡养殖与屠宰加工为一体的完整产业链，采用“公司+合作社+农户”的养殖模式。该模式鼓励农户加入合作社，通过合作社来协调平衡公司与农户之间的关系。

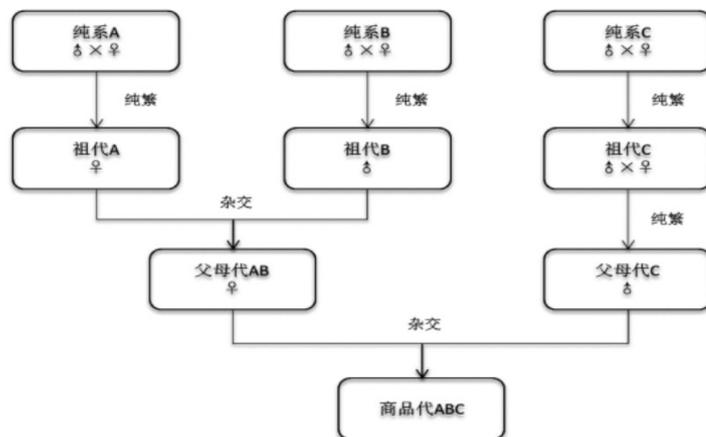
公司目前在江苏、浙江、安徽、广东、河南、山东、四川、湖南、江西、贵州等地设立多家子公司，根据各地消费习惯提供不同品种、不同日龄的黄羽肉鸡产品，并积极开发适合冰鲜屠宰的品种。子公司选址一般临近粮食产量高、人口密集的区域，保证饲料原料的供给与产品销售。

图 20：公司黄羽肉鸡及肉鹅养殖业务流程



资料来源：公司2019年年度报告，中国银河证券研究院

图 21：公司种鸡及商品鸡育种流程

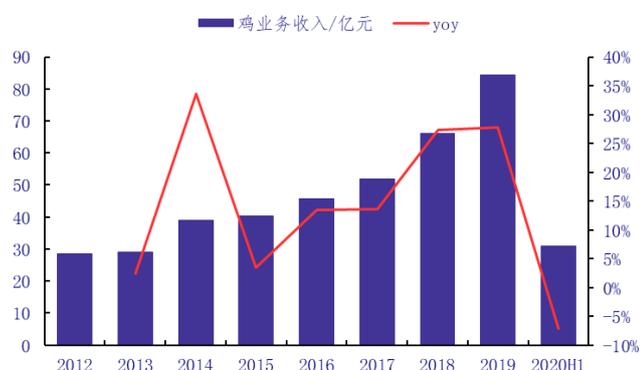


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

2020H1 受新冠肺炎疫情管控及其对消费的抑制影响，鸡价下行，公司黄羽鸡业务板块出现亏损。公司销售商品肉鸡 1.4 亿只，同比+5.26%，鸡价为 10.58 元/kg，同比-15.5%，合计收入 29.41 亿元，同比-7.69%。由于养殖品种多样，公司黄羽鸡饲养周期在 45-120 天不等。目前，公司黄羽鸡出栏量中快速：中速：慢速=3：4：3，公司会根据市场需求动态调整。

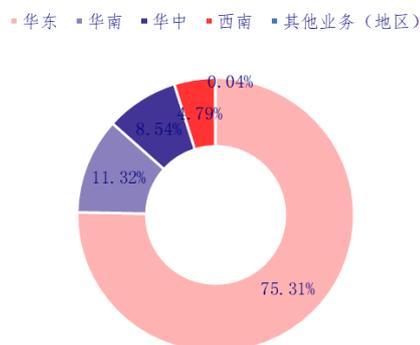
公司产品销售以华东区域为主（75%），计划在继续稳定华东地区市场占有率的同时，加大对河南、广东，以及西南地区市场的开发力度，发展成为全国性的黄羽鸡养殖龙头企业。在产能建设方面，公司通过上市募集资金，主要用于黄羽鸡及生猪产能建设。其中，公司计划投入 3.3 亿元建设 2 个黄羽鸡养殖项目和鸡饲料厂，实现新增商品代黄羽鸡产能 3500 万只，以实现公司黄羽鸡业务在四川等西部省份的初步覆盖。

图 22：2012-20H1 公司鸡业务收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 23：公司主营业收入地区分布情况



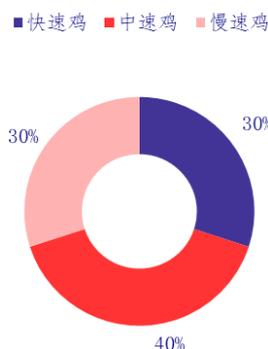
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 24：2015-20H1 公司黄羽鸡出栏量及增速



资料来源：公司招股说明书、年报，中国银河证券研究院

图 25：目前公司黄羽鸡不同品种出栏比例



资料来源：投资者关系活动记录表，中国银河证券研究院

表 2: 公司募集资金中用于黄羽鸡相关的项目情况

| 品类 | 项目名称 | 总投资金额/万元 | 具体建设内容 | 新增产能 |
|-----|--------------------------|----------|------------------|-------------------|
| 黄羽鸡 | 安庆立华年出栏 1750 万羽一体化养鸡建设项目 | 14214.22 | 种鸡场、饲料厂、孵化场、公司总部 | 年出栏 1750 万只商品代黄羽鸡 |
| | 扬州立华年出栏 1750 万羽一体化养鸡建设项目 | 11597.09 | 种鸡场、饲料厂、孵化场、公司总部 | 年出栏 1750 万只商品代黄羽鸡 |
| | 自贡立华年产 18 万吨鸡饲料加工项目 | 7000.00 | 饲料厂 | 年产 18 万吨黄羽鸡饲料 |

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院

(二) 成本管控行业领先, 构筑公司发展护城河

我国黄羽鸡养殖处于行业起步初期, 目前温氏股份、立华股份黄羽鸡销量为行业前二, 2019 年销量分别为 9.15 亿只、2.89 亿只, 对应市占率为 18.67%、5.9%。2015-19 年公司黄羽鸡销量逐年提升, 复合增速约为 10.62%。

从养殖成本端看, 公司黄羽鸡成本控制优秀, 毛利率水平行业领先。我们对比了 2014-19 年成本端的各项数据发现, 公司养殖成本逐年提升, 但依旧优于行业龙头温氏股份, 且毛利率水平高出 2-7 个百分点。我们认为公司领先的成本优势源于综合竞争力的体现, 是构筑行业竞争壁垒的一道防线。

我们拆解黄羽鸡只均养殖成本结构发现, 公司的优势主要来自饲料原料成本以及农户养殖费用, 2019 年两项数据分别是 13.58 元/只、3.5 元/只, 而温氏股份对应数据为 13.65 元/只、4.3 元/只。受益于饲料原料区位优势, 公司饲料成本略低于温氏; 由于公司起步晚于温氏, 其农户养殖规模较大, 即便单只代养费低于温氏, 农户总收益并不会低。综合来看, 公司的成本管控水平处于行业领先水平。

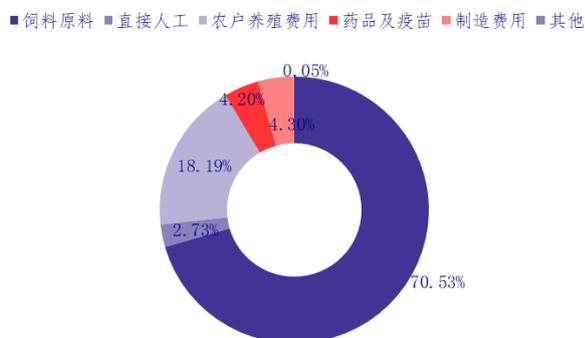
图 26: 立华股份鸡毛利率高于温氏股份


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 立华股份鸡只均养殖成本低于温氏股份

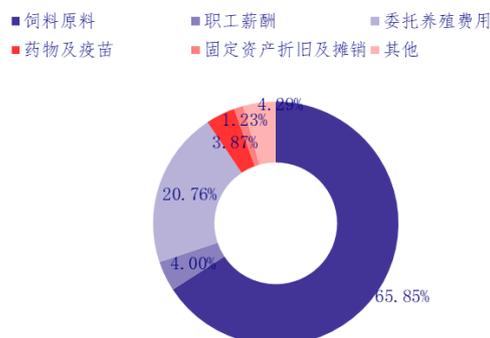

资料来源: 各公司年度报告, 中国银河证券研究院

图 28: 立华股份鸡养殖成本结构



资料来源: 公司2019年年报, 中国银河证券研究院

图 29: 温氏股份鸡养殖成本结构



资料来源: 公司2019年年报, 中国银河证券研究院

表 3: 立华股份与温氏股份肉鸡养殖成本分解与对比

| 指标 | 立华股份 | 指标 | 温氏股份 |
|--------------|-------|-----------------|-------|
| 鸡销量/亿只 | 2.89 | 鸡销量/亿只 | 9.15 |
| 饲料原料 (元/只) | 13.58 | 饲料原料 (元/只) | 13.65 |
| 直接人工 (元/只) | 0.53 | 职工薪酬 (元/只) | 0.83 |
| 农户养殖费用 (元/只) | 3.50 | 委托养殖费用 (元/只) | 4.30 |
| 药品及疫苗 (元/只) | 0.81 | 药物及疫苗 (元/只) | 0.80 |
| 制造费用 (元/只) | 0.83 | 固定资产折旧及摊销 (元/只) | 0.26 |
| 其他 (元/只) | 0.01 | 其他 (元/只) | 0.89 |
| 只均养殖成本/元 | 19.25 | 只均养殖成本/元 | 20.73 |

资料来源: 各公司年度报告, 中国银河证券研究院

(三) 布局下游屠宰加工, 平抑政策与周期波动

从传统消费习惯来看,我国黄羽鸡主要以活鸡交易为主。但受 H7N9 流感事件等因素影响,各地政府陆续出台家禽经营管理办法,一、二线城市的中心市场不同程度地限制活禽交易。同时,叠加国家逐步推行“规模养殖、集中屠宰、冷链配送、冰鲜上市”政策,黄羽鸡销售呈现活鸡销售、冰鲜鸡销售两种模式。我们认为,随着消费者对产品品质、安全、便利性的要求不断提高,我国黄羽鸡行业集中屠宰、以冰鲜或冷冻产品进行销售的占比将进一步上升。

基于消费升级趋势的考虑,以及提高行业周期性波动风险的抵御能力,公司逐步开展下游黄羽鸡屠宰加工业务,加强品牌营销策划,拓展各种生鲜销售渠道,积极稳妥推进产业链向下游延伸。

在产能布局方面,2020 年上半年,公司加快黄羽鸡屠宰加工产能布局,在扬州、合肥、安庆、泰安、安顺成立 5 家冰鲜鸡屠宰加工子公司。**在渠道建设方面**,公司通过与商超及盒马鲜生等全国及区域性线上电商平台合作,自建“朴获生鲜”微商城平台,并在苏南、上海等

中大城市探索生鲜门店模式，开拓线上线下载鲜销售渠道，提升公司冰鲜鸡品牌知名度，全面拓展包括长三角区域在内的冰鲜、冰冻黄羽鸡产品市场，加快产业链向食品端延伸的速度。根据8月28日投资者关系记录，公司冰鲜鸡销售占比不高，约5%左右；未来3-5年内，公司冰鲜鸡销售占比预计达到30%-50%。

表 4: 近年部分省市与活禽交易相关的政策情况

| 时间 | 政策 | 内容 |
|-------------|--|--|
| 2013年11月25日 | 《上海市农业委员会关于本市实行季节性暂停活禽交易有关事项的公告》 | 从2014年起，每年农历正月初一至公历四月三十日全市暂停活禽交易； |
| 2014年11月21日 | 《南京市禽类交易管理办法》 | 暂停交易期间，定点活禽批发市场和定点活禽零售交易点禁止活禽交易。外省市活禽除运至本市活禽屠宰场进行集中宰杀外，不得直接进入本市交易。 |
| 2015年5月4日 | 《广东省开展家禽“集中屠宰、冷链配送、生鲜上市”工作方案》 | 1、合理划定活禽经营限制区；2、因地制宜规划建设家禽屠宰厂（场）；3、推进生鲜家禽产品冷链配送；4、加快活禽经营市场建设改造；5、加强禽流感疫情源头防控；6、加快家禽产业转型升级；7、落实企业主体责任。 |
| 2016年2月23日 | 《贵阳市关于在中心城区全面取缔活禽交易及宰杀工作方案》 | 于2016年5月1日起在全市中心城区及人口密集区取消活禽交易及宰杀经营活动，实行活禽定点宰杀、冷链配送、白条禽上市。 |
| 2016年12月21日 | 《厦门市思明区人民政府关于进一步做好H7N9禽流感防控工作暂停活禽交易的通告》 | 自2016年12月22日起在辖区范围内暂停各类活禽交易。恢复活禽交易日期由区政府另行通知；市场监督管理部门负责暂停各类活禽市场交易，对违反本通告规定继续经营的商户依法查处，督促落实对交易场所实行全面彻底的清洗、消毒。城管执法部门负责对市场外流动活禽交易摊点进行查处。动物防疫主管部门要加强禽流感疫情监测工作。卫计部门负责加强相关防控知识宣传和教育，做好对相关人员的监测和观察。 |
| 2017年11月9日 | 安徽省《关于促进家禽产业转型升级健康发展的意见》 | 意见明确，安徽省大力推行冰鲜禽产品上市，转变现有禽产品供应方式，引导改变消费习惯。合肥、芜湖、安庆、马鞍山、铜陵市要全面推行禽产品冰鲜上市，对主城区内人口密集的农贸市场，逐步取消活禽交易。暂时不能取消活禽交易的，要加强环境管理，确保卫生安全。其他市要逐步提升冰鲜禽产品的市场份额。县城及乡镇农贸市场要逐步降低活禽交易量。 |
| 2020年3月15日 | 《昆明市人民政府关于在主城区禁止活禽交易、宰杀及规范禽产品经营的通告（征求意见稿）》 | 在实施范围内一律禁止各类活禽的交易、宰杀行为（家庭自宰自食的除外）；在实施范围内经营的禽产品必须经检疫检验合格，并附具检疫检验合格标识；在实施范围外推行活禽集中屠宰，集中屠宰场的设置必须符合当地的国土空间规划以及相关上位规划、食品安全、动物防疫、环境保护等国家规定的相关条件。 |

资料来源：各省市政府网站，中国银河证券研究院

四、投资建议

公司黄羽鸡出栏稳健增长，成本控制行业领先，同时加速向下游产业链延伸，拓展屠宰及加工业务。随着疫情影响减弱、需求恢复，鸡价或将逐步回升，公司业绩将显著受益。我们预计 20-21 年公司营收为 78.8 亿元、98.53 亿元，同比-11.16%、+25.04%；毛利率为 8.8%、17.31%，归母净利润为 3.11 亿元、12.11 亿元，同比-84.15%、+288.95%；EPS 为 0.77 元、3 元，对应 2020 年 10 月 21 日收盘价的 PE 为 46 倍、12 倍。

公司主营业务为黄羽鸡养殖，我们选取肉禽养殖板块企业进行相对估值。根据 Wind 申万行业统计，肉禽养殖板块 2021 年 PE 均值为 14.33 倍，公司作为黄羽鸡规模前二、成本控制领先、向下游冰鲜鸡屠宰加工延伸的企业，我们给予其 2021 年 15 倍 PE，内含价值为 182 亿元，给予“推荐”评级。

表 5: 盈利预测

| 指标/年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|---------|---------|--------|
| 合计 | | | | |
| 营业收入(百万元) | 88.70 | 78.80 | 98.53 | 111.89 |
| Yoy | 22.96% | -11.16% | 25.04% | 13.56% |
| 营业成本(百万元) | 63.95 | 71.86 | 81.48 | 91.21 |
| 毛利率 | 27.91% | 8.80% | 17.31% | 18.48% |
| 鸡 | | | | |
| 收入(百万元) | 84.35 | 72.91 | 87.28 | 97.09 |
| Yoy | 27.76% | -13.56% | 19.70% | 11.25% |
| 成本(百万元) | 59.00 | 66.84 | 71.53 | 76.54 |
| 毛利率 | 30.05% | 8.33% | 18.05% | 21.17% |
| 猪 | | | | |
| 收入(百万元) | 3.34 | 4.86 | 10.13 | 13.50 |
| Yoy | -35.15% | 45.51% | 108.33% | 33.33% |
| 成本(百万元) | 4.16 | 4.05 | 8.91 | 13.50 |
| 毛利率 | | 16.67% | 12.00% | 0.00% |
| 鹅 | | | | |
| 收入(百万元) | 0.98 | 1.03 | 1.13 | 1.30 |
| Yoy | 4.26% | 5.00% | 10.00% | 15.00% |
| 成本(百万元) | 0.73 | 0.98 | 1.04 | 1.17 |
| 毛利率 | 25.58% | 5.00% | 8.00% | 10.00% |

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

表 6: 主要财务指标

| 指标/年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 8870.47 | 7880.51 | 9853.77 | 11190.01 |
| 增长率% | 22.96% | -11.16% | 25.04% | 13.56% |

| | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润(百万元) | 1964.25 | 311.29 | 1210.76 | 1493.46 |
| 增长率% | 51.13% | -84.15% | 288.95% | 23.35% |
| 每股收益 EPS(元) | 4.86 | 0.77 | 3.00 | 3.70 |
| 净资产收益率 ROE | 28.78% | 4.63% | 15.37% | 16.36% |
| PE | 7 | 46 | 12 | 10 |

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

表 7: 可比公司估值情况(收盘价为 2020 年 10 月 22 日)

| 公司名称 | 代码 | 收盘价 | 盈利预测 (EPS) | | | PE | | |
|------|-----------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |
| 民和股份 | 002234.SZ | 16.55 | 5.33 | 2.10 | 1.68 | 3.11 | 7.89 | 9.86 |
| 圣农发展 | 002299.SZ | 23.95 | 3.3 | 2.40 | 2.20 | 7.26 | 9.97 | 10.87 |
| 益生股份 | 002458.SZ | 11.89 | 3.79 | 0.69 | 0.56 | 3.14 | 17.24 | 21.23 |
| 仙坛股份 | 002746.SZ | 12.25 | 2.16 | 1.33 | 1.07 | 5.67 | 9.23 | 11.44 |
| 湘佳股份 | 002982.SZ | 88.18 | 2.98 | 2.80 | 3.48 | 29.59 | 31.53 | 25.36 |
| 温氏股份 | 300498.SZ | 19.14 | 2.66 | 2.67 | 2.66 | 7.20 | 7.16 | 7.21 |

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院(注: 2020、2021 年 EPS 为 wind 一致预测)

五、风险提示

新冠疫情带来的风险: 2020 年初新冠疫情爆发, 疫情导致物流运输受阻、延期复工等, 对公司及行业上下游的生产经营均产生一定影响。

动物疫病风险: 动物疫病是畜牧业企业生产经营中所面临的主要风险之一。黄羽鸡在饲养过程中可能会发生禽流感或其它类似疫病。禽流感等疫病在爆发期间, 会导致鸡只的死亡, 并对广大民众的消费心理有较大负面影响, 导致市场需求萎缩, 从而影响到企业的盈利能力。

自然灾害的风险: 当前公司黄羽鸡养殖业务横跨华东、华南、华中、西南等多个省份, 部分养殖场有可能遭遇洪水、冰雪、酷暑等恶劣气候, 致使公司的生物资产、养殖场所及生产设备可能遭受损失; 同时, 若国内主要粮食产区遭受自然灾害, 公司饲料生产所需原料价格也有可能出现上涨, 导致畜禽生产的成本上升。

产品价格波动的风险: 黄羽鸡的供求关系决定着价格的变化, 同时其价格的涨跌也同样影响市场供应量, 使得黄羽鸡价格呈现周期性波动。且由于我国黄羽鸡集中度水平仍相对较低, 大量散户及小规模养殖企业存在“价高进入、价低退出”的经营现象, 容易造成市场供给水平的大幅波动, 因此产品价格波动较大, 影响公司的盈利水平。

原材料供应及价格波动的风险: 玉米、豆粕、小麦等为公司黄羽鸡饲料的主要原料。如果玉米、豆粕、小麦等饲料原料因国内外种植面积变化、自然条件等导致产量波动, 或受国家粮食政策、市场供求关系等因素影响, 最终导致饲料原料价格发生波动, 将直接影响公司营业成本, 从而对公司盈利能力产生影响。

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司控股公司情况 | 3 |
| 图 2: 公司股权架构 | 3 |
| 图 3: 19 年公司营收 88.70 亿元, 同比+22.96% | 4 |
| 图 4: 19 年公司归母净利润 19.64 亿元, 同比+51.13% | 4 |
| 图 5: 2019 年公司业务中鸡贡献收入达 95% | 4 |
| 图 6: 2019 年公司鸡板块毛利润占整体毛利润的 102% | 4 |
| 图 7: 我国商品代黄羽鸡养殖集中度情况 | 5 |
| 图 8: 2018 年全球鸡肉产量为 9247 万吨 (+1.93%) | 6 |
| 图 9: 2018 年全球前三大鸡肉生产来自美国、巴西、中国 | 6 |
| 图 10: 2014-18 年全球鸡肉主要消费国消费变化 | 7 |
| 图 11: 18 年全球前三鸡肉消费来自美国、中国、欧盟 27 国 | 7 |
| 图 12: 2012 年全球主要鸡肉消费国的人均消费量情况 | 7 |
| 图 13: 2018 年我国鸡肉消费量占比约为 15.45% | 7 |
| 图 14: 活鸡价格与猪价趋势趋同 | 8 |
| 图 15: 2014 年至今土鸡指数情况 (2020.10.9 为 7.75 元/斤) | 8 |
| 图 16: 2014 年至今快大鸡指数情况 (2020.10.9 为 5.75 元/斤) | 8 |
| 图 17: 2014 年至今中速鸡指数情况 (2020.10.9 为 7.18 元/斤) | 8 |
| 图 18: 我国生猪均价呈现年内月度规律 | 8 |
| 图 19: 2014-17 年我国祖代黄羽鸡存栏逐年递减 | 8 |
| 图 20: 公司黄羽肉鸡及肉鹅养殖业务流程 | 9 |
| 图 21: 公司种鸡及商品鸡育种流程 | 9 |
| 图 22: 2012-20H1 公司鸡业务收入及增速 | 10 |
| 图 23: 公司主营收入地区分布情况 | 10 |
| 图 24: 2015-20H1 公司黄羽鸡出栏量及增速 | 10 |
| 图 25: 目前公司黄羽鸡不同品种出栏比例 | 10 |
| 图 26: 立华股份鸡毛利率高于温氏股份 | 11 |
| 图 27: 立华股份鸡只均养殖成本低于温氏股份 | 11 |
| 图 28: 立华股份鸡养殖成本结构 | 12 |
| 图 29: 温氏股份鸡养殖成本结构 | 12 |

表格目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 我国黄羽鸡主要品种情况 | 5 |
| 表 2: 公司募集资金中用于黄羽鸡相关的项目情况 | 11 |
| 表 3: 立华股份与温氏股份肉鸡养殖成本分解与对比 | 12 |
| 表 4: 近年部分省市与活禽交易相关的政策情况 | 13 |
| 表 5: 盈利预测 | 14 |
| 表 6: 主要财务指标 | 14 |
| 表 7: 可比公司估值情况 (收盘价为 2020 年 10 月 22 日) | 15 |

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：谢芝优，南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。五年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京西城区金融大街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn