

**行业深度报告**
**畜禽养殖 II**
**畜禽养殖**
**供需大幅改善，禽链拐点临近**
**白羽鸡行业专题报告**
**报告日期: 2017-08-11**
**评级: 谨慎推荐**

上次评级: 无

**一年期收益率比较**


表现%	1m	3m	12m
畜禽养殖 II	-2.04	-0.29	-22.88
上证综指	1.79	6.33	8.26

**财富证券研究发展中心**

刘雪晴	刘丛丛
0731-84779556	
liuxq@cfzq.com	liucc@cfzq.com
S0530210080001	研究助理

**相关研究报告:**

重点股票	2016A		2017E		2018E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
民和股份	0.51	36.16	0.16	106.99	0.51	34.06	推荐
圣农发展	0.61	29.33	0.15	122.14	0.93	19.37	推荐
益生股份	1.67	16.95	-0.19	-151.05	0.82	34.28	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

**投资要点**

- **祖代鸡引种受限，长期产能指标持续下降。** 截止目前，新西兰成为我国进口祖代肉种鸡的唯一来源，年供种能力在 40 万套左右（2017 年 4 月因材料不足面临短期的技术封关，持续时间 4 个月以上）。在不考虑其他国家复关的情况下，我们预计 2017 年我国的祖代种鸡引种共计约 60 万套（市场缺口在 20-40 万套左右），相比 2016 年仍有 5 万套左右的下降。理论上讲，祖代鸡彻底反应到市场需要 15-24 个月时间，自 2015 年至今，引种量在不断下降，因此，2017/2018 年大概率会是白羽肉鸡的行业大周期。
- **父母代在产存栏实质性下降，行业供需大幅改善。** 根据中国畜牧业协会监测数据，在产父母代鸡存栏已经连续 3 个月下降，2017 年 6 月，在产父母代鸡存栏量不足 1300 万套，相比 2016 年大幅下滑了 6.5% 左右，而该指标的实质性下滑也反映了行业供给端的改善。随着强制换羽种鸡第二产蛋期的结束，大批换羽后的种鸡进入淘汰期。由于在产父母代鸡存栏量将决定约 2 个月之后的商品代鸡供应量，因此随着过剩产能的逐步出清，再加上上半年引种量不足，下半年供给下滑趋势较为明确。同时，受 9 月份学校开学消费的刺激、禽流感影响的逐渐消退，下游鸡肉消费逐渐好转，叠加上游供给收缩，我们预计后期鸡肉价格将大概率向上。
- **投资建议。** 随着行业供需端的大幅改善，我们预计白羽鸡行业将迎来复苏行情，而上涨的关键在于上游产能收缩、库存消耗以及下游消费需求的回升，最先受益的当是下游产品鸡肉和商品代鸡苗，标的上，民和股份弹性最好，其次是圣农发展、益生股份。
- **主要风险提示：** 祖代鸡引种政策风险；鸡价上涨不达预期；疫情影响；食品安全问题；

## 目 录

一、我国白羽鸡行业发展现状.....	- 4 -
1.1 祖代种鸡长期依赖进口.....	- 4 -
1.2 白羽鸡产业链.....	- 4 -
二、祖代种鸡引种受限.....	- 6 -
2.1 主要引种国相继封关，祖代鸡引种量持续下滑.....	- 6 -
2.1 祖代白羽鸡供给偏紧.....	- 8 -
三、父母代存栏实质性下降.....	- 9 -
3.1 行业强制换羽影响供给传导机制.....	- 9 -
3.2 养殖户谨慎补栏，父母代后备存栏趋势向下.....	- 11 -
四、供需逐渐平衡，静待下游库存消耗.....	- 12 -
五、重点公司梳理.....	- 14 -
5.1 民和股份（002234）.....	- 15 -
5.2 圣农发展（002299）.....	- 16 -
5.3 益生股份（002458）.....	- 17 -

## 图表目录

图表 1: 全球白羽祖代鸡繁育企业市场份额占比 .....	4
图表 2: 世界四大白羽肉鸡品种市场份额占比 .....	4
图表 3: 白羽肉鸡产业链及国内相关经营主体.....	5
图标 4: 白羽肉鸡繁育体系.....	5
图表 5: 白羽肉鸡饲养周期.....	6
图表 6: 祖代鸡引种量持续下滑.....	7
图表 7: 祖代种鸡主要供种国.....	7
图表 8: 我国鸡肉消费量.....	8
图表 9: 2016 年全球鸡肉主要生产地区占比 .....	9
图表 10: 2016 年全球鸡肉主要消费地区占比.....	9
图表 11: 在产父母代种鸡存栏出现实质性下降.....	9
图表 12: 商品代鸡苗价格持续低迷.....	10
图表 13: 2017 年 6 月份淘汰鸡价格大幅下跌.....	10
图表 14: 白羽肉鸡价格传导机制.....	11
图表 15: 父母代后备存栏量 (万套) 持续下滑.....	11
图表 16: 父母代鸡苗销量大幅下降 .....	11
图表 17: 父母代鸡苗价格大幅下滑 .....	12
图表 18: 2016 年各渠道鸡肉消费占比.....	11
图表 19: 我国鸡肉进口量变化.....	13
图表 20: 白羽鸡毛鸡价触底反弹.....	13
图表 21: 白羽肉鸡价格略有复苏.....	13
图表 22: 畜禽养殖环保压力逐渐加大.....	13
图表 23: 禁养限养区划定对白羽鸡行业的影响.....	14
图表 24: 养鸡股走势与鸡肉价格、鸡苗价格高度相关.....	14
图表 25: 民和股份盈利预测表.....	15
图表 26: 圣农发展盈利预测表.....	16
图表 27: 益生股份盈利预测表.....	17

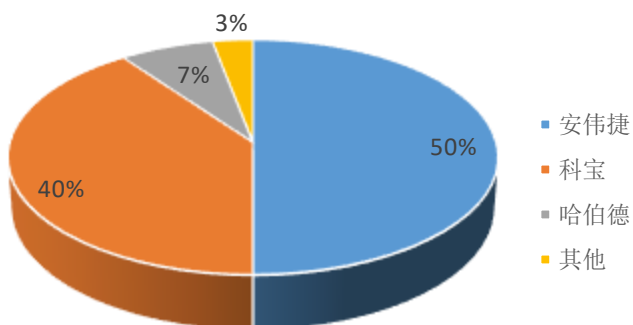
## 一、我国白羽鸡行业发展现状

### 1.1 祖代种鸡长期依赖进口

受育种技术限制，目前我国主要通过引进祖代种鸡苗进行白羽肉鸡繁育。全球白羽肉鸡育种企业包括美国安伟捷、美国科宝、法国哈伯德（2017年8月3日美国安伟捷收购法国哈伯德育种公司）等，其产能分别达350万套、280万套和50万套，三者合计占全球市场份额高达97%。其主要品种包括罗斯、爱拔益加、科宝和哈伯德，四者合计占全部白羽肉种鸡市场份额高达92%。

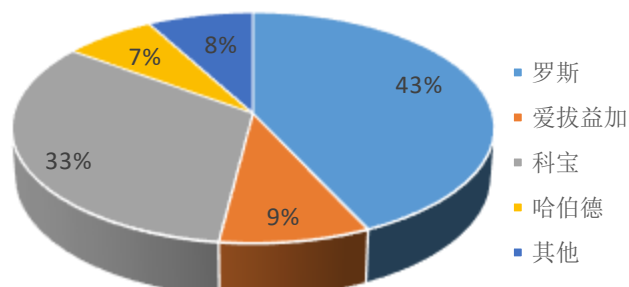
2015年1月以前中国95%原种鸡都来自于美国，剩下部分来自法国、新西兰、英国和西班牙等地。由于2015年年初美国爆发禽流感导致我国对其封关，自此之后，我国开始转向法国进口祖代鸡，但2016年11月份法国等欧洲多国发生禽流感疫情，至此我国引种量最多的两个国家均被封关。之后，国内企业又纷纷转向新西兰、波兰、西班牙等国引种，而2017年2月份波兰、西班牙等地也发生高致病性禽流感导致封关，由于目前欧洲其他国家和美国受禽流感影响尚未恢复祖代鸡引种，因此新西兰成为目前中国进口祖代肉种鸡的唯一来源。

图表 1: 全球白羽祖代鸡繁育企业市场份额占比



资料来源: wind、财富证券

图表 2: 世界四大白羽肉鸡品种市场份额占比

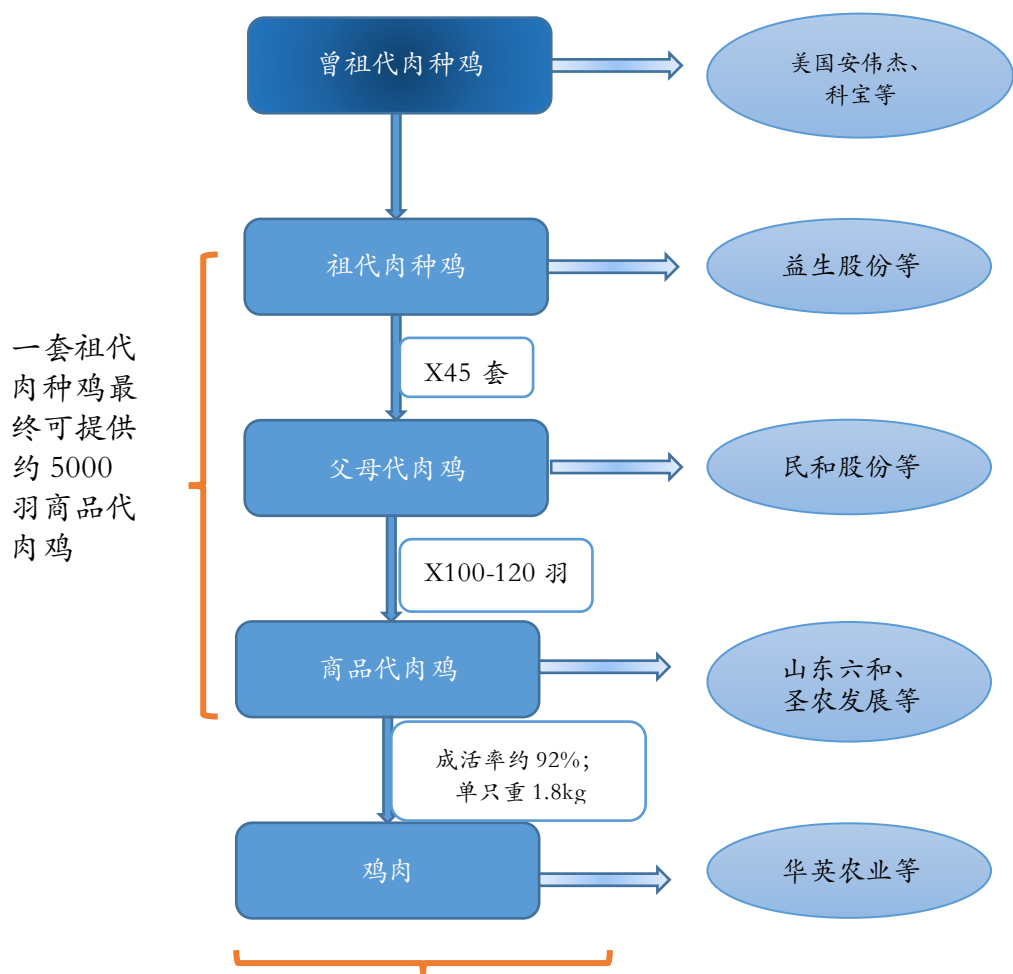


资料来源: wind、财富证券

### 1.2 白羽鸡产业链

完整的肉鸡产业链包括育种群系→曾祖代种鸡→祖代种鸡→父母代种鸡→商品代肉鸡，目前国内白羽肉鸡主要通过从国外进口祖代种鸡并进行扩繁生产父母代种鸡以及商品代肉鸡，因此国内白羽肉鸡产业链是从祖代鸡养殖开始到下游屠宰加工。国内上市公司中从事祖代鸡养殖的有益生股份（2016年底公司从法国哈伯德公司进口哈伯德曾祖代白羽肉种鸡，改写了中国白羽肉鸡种源受限于国外育种公司的格局），父母代肉种鸡养殖的有民和股份，商品代养殖的有圣农发展，经营肉鸡屠宰的有华英农业。

图表 3: 白羽肉鸡产业链及国内相关经营主体



一套祖代肉种鸡可提供约 8.94 吨鸡肉

资料来源: 中国畜牧业协会、wind、财富证券

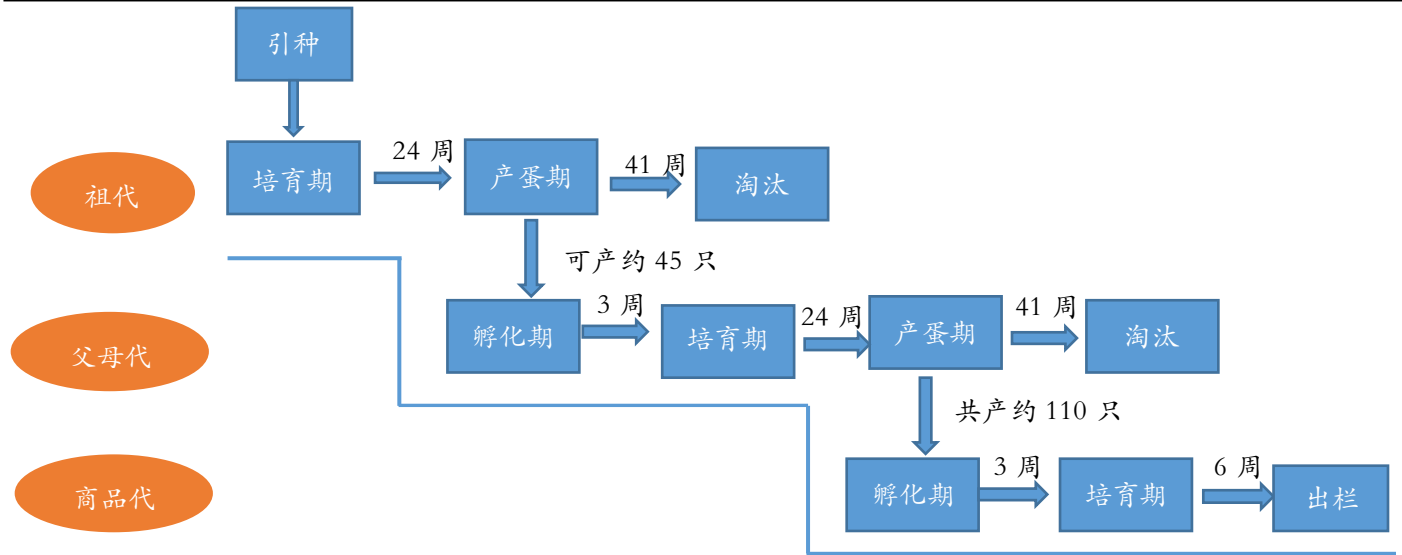
图标 4: 白羽肉鸡繁育体系



资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

从祖代鸡引种到开始产蛋需 24 周时间（产蛋期为第 25 周-66 周），孵化 3 周后产出父母代种苗；父母代种苗经 24 周至产蛋期，同样孵化 3 周产出商品代鸡苗，商品代鸡苗饲养 6 周出栏屠宰。从白羽肉鸡饲养周期上看，祖代鸡从引种到淘汰，对商品代鸡苗的影响范围是 54-95 周，对商品代出栏的影响的范围是 60-10 周（15-24 个月）。

图表 5：白羽肉鸡饲养周期



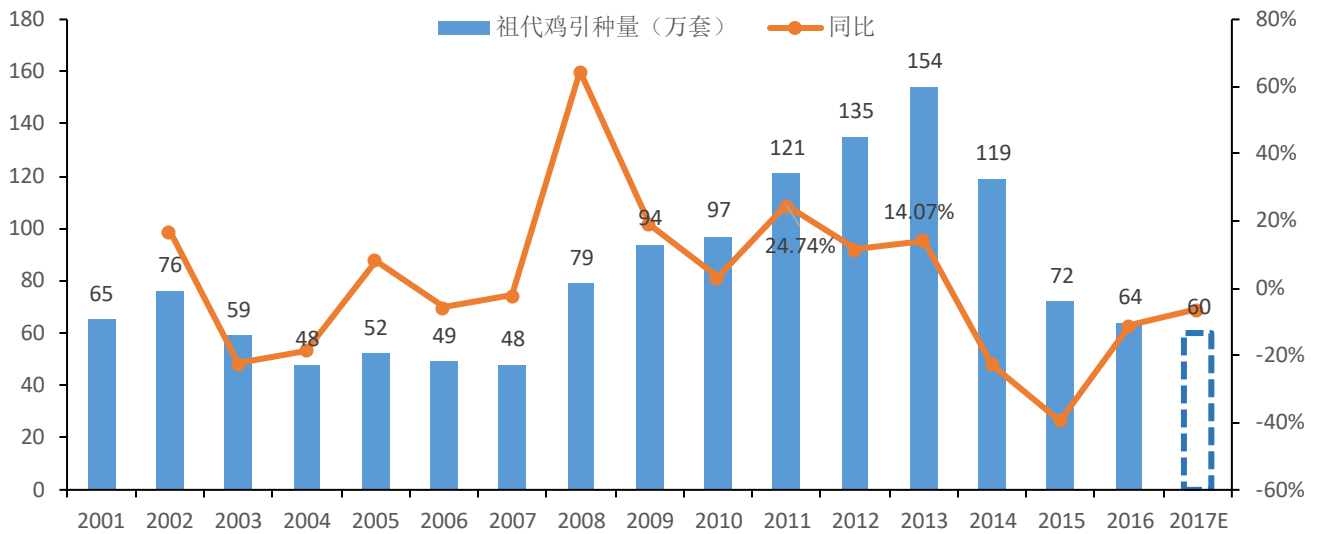
资料来源：中国畜牧业协会、财富证券

## 二、祖代种鸡引种受限

### 2.1 主要引种国相继封关，祖代鸡引种量持续下滑

自 2009 年以来，我国白羽肉鸡祖代种鸡引种量持续大幅增长，2011 年创纪录地增长 24.74%，一举突破 100 万套达到 121 万套，2013 年祖代种鸡年引种量达 154 万套。但 2012 年底的速生鸡事件和 2013 年初的 H7N9 流感事件对白羽鸡市场造成沉重打击，也致使白羽肉鸡产业经历了相当长时间的低迷。2015 年，祖代肉种鸡主要出口国美国、法国先后因发生禽流感而被封关。2016 年只有西班牙、新西兰、波兰能够为中国提供种源，造成了引种量严重不足，2016 年全年我国白羽鸡引种量仅有 64.86 万套，不及 2013 年引种量高点时的一半，达到了 2010 年以来的最低值。而 2017 年 2 月份西班牙、波兰发生高致病性禽流感导致封关，欧洲其他国家和美国受禽流感影响尚未恢复祖代鸡引种，这大大加剧了我们对祖代肉种鸡引种情况的担忧。

图表 6: 祖代鸡引种量持续下滑



资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

截止目前, 新西兰成为我国进口祖代肉种鸡的唯一来源, 年供种能力在 40 万套左右 (由于所提供的供种材料不全面 2017 年 4 月起面临技术性封关, 持续时间 4 个月以上)。另外, 2016 年底益生股份从法国引进哈伯德曾祖代白羽肉种鸡 (目前祖代鸡尚未出栏), 年均祖代鸡供种能力将达到 30 万套 (2017 年预计 10-15 万套)。因此在不考虑其他国家复关的情况下, 我们预计 2017 年我国的祖代种鸡引种来源主要分为三个部分: 第一部分是一二月份从西班牙、波兰和新西兰的正常引种 (21 万套左右); 第二部分是新西兰补办手续后继续供种, 在 15 万套左右; 第三部分是益生股份曾祖代种鸡繁育, 加之已有的 10 万套左右祖代种鸡, 共计约 60 万套 (市场缺口在 20-40 万套左右), 相比 2016 年仍有 5 万套左右的下降。

图表 7: 祖代种鸡主要供种国

引种国	祖代种鸡供种能力 (万套)	已完成引种 (万套)	目前状态	2017 年预估	总计
美国	200	0	禽流感 (H5N3) 封关	无新增引种	约 60 万套
英国	200	0	禽流感 (H5N8) 封关	无新增引种	
法国	100	0	禽流感 (H5N8) 封关	无新增引种	
荷兰	65	0	禽流感 (H5N5) 封关	无新增引种	
西班牙	50	21	禽流感 (H5N8) 封关	无新增引种	
波兰	20		禽流感 (H5N8、H5N5) 封关	无新增引种	
新西兰	40		科宝正常引种, 安伟杰受检疫条款影响暂停引	约 15 万套	
益生股份	-		2016 年底从波兰引种哈伯德曾祖代鸡, 目前祖代鸡尚未出栏	10-15 万套	

资料来源: 中国禽业协会、财富证券

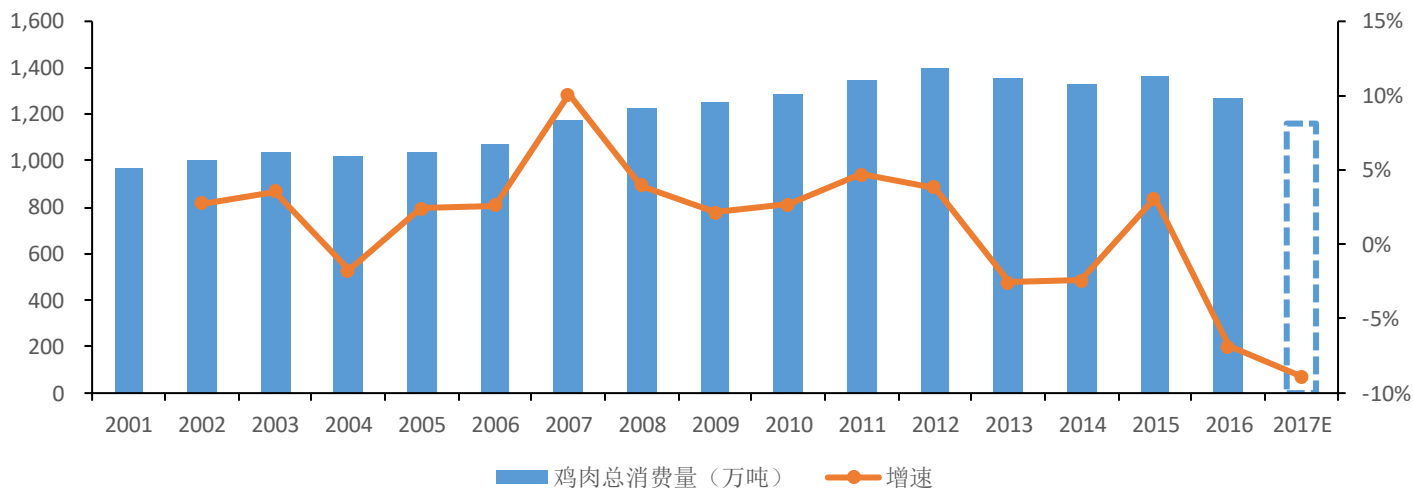
根据一套祖代肉种鸡最终可提供约 5000 羽商品代肉鸡，推算我国 2017 年商品代鸡的供给量约 30 万羽，而我国每年商品代鸡的总需求量为 40-50 亿羽，即祖代鸡引种需达到 80-100 万套才能满足需求，可见近两年我国祖代鸡的引种量是明显偏低的。理论上讲，祖代鸡彻底反应到市场需要 15-24 个月时间，自 2015 年至今，引种量在不断下降，因此，2017/2018 年大概率会是白羽肉鸡的行业大周期。

## 2.1 祖代白羽鸡供给偏紧

我国是世界第三大家禽生产国也是主要的鸡肉消费国，2016 年我国的鸡肉产量和消费量分别为 1230 万吨、1273 万吨，占全球鸡肉总产量和总消费量的 14%。2012 年之前我国鸡肉的消费量呈快速增长趋势（1990-2012 年复合增速 14.17%），2013 年以来受禽流感疫情、三公消费、反腐力度加大使得餐饮业备受影响，导致鸡肉消费量有所下滑。

根据 USDA（美国农业部）预测，我国 2017 年鸡肉消费总量将达 1160 万吨，同比下滑 8.88%。基于保守测算的原则以及白羽鸡占整个禽类总产量至少 50% 的比例推算，2017 年我国白羽鸡肉总需求量至少达到 580 万吨。按照中国畜牧业协会的统计数据，国内白羽肉鸡平均每羽将出肉 1.8 千克，且商品代的成活率在 92% 左右，我们预计 2017 年商品代白羽鸡的需求量为 30 亿羽，祖代白羽鸡的需求量至少为 65 万羽（由于此结果是按照每个环节的最小值推算，因此所得需求量比实际需求偏低）。

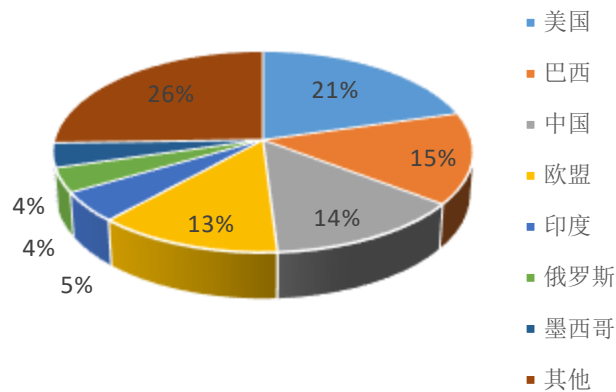
图表 8：我国鸡肉消费量



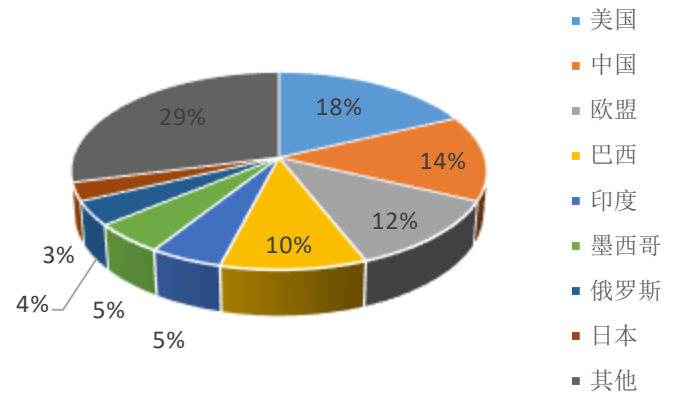
资料来源：USDA、财富证券



图表 9: 2016 年全球鸡肉主要生产地区占比



图表 10: 2016 年全球鸡肉主要消费地区占比



资料来源: USDA、财富证券

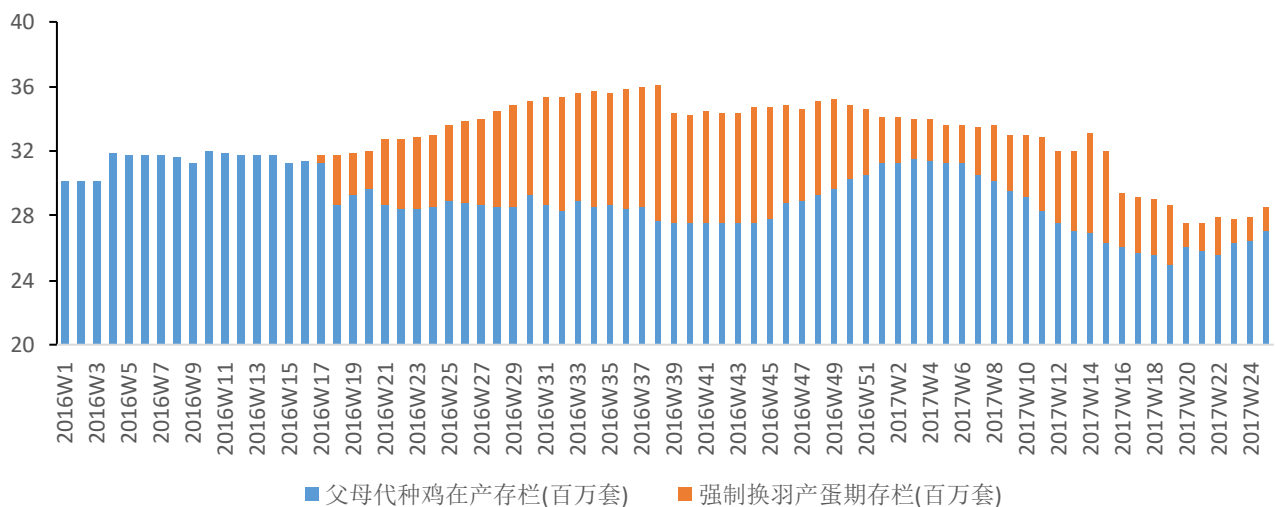
资料来源: USDA、财富证券

### 三、父母代存栏实质性下降

#### 3.1 行业强制换羽影响供给传导机制

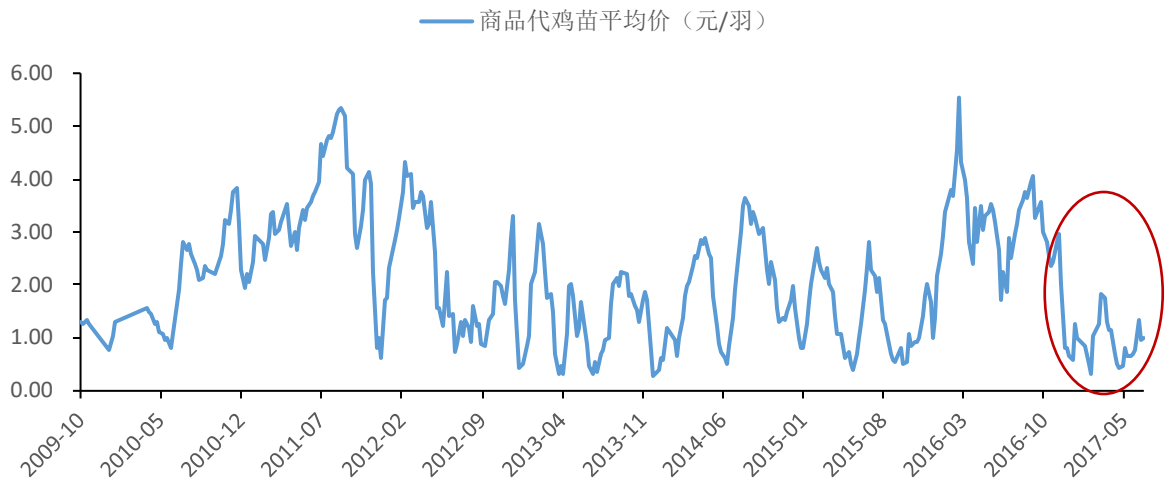
从白羽肉鸡饲养周期看,父母代在产鸡产蛋后孵化 3 周产生商品代鸡苗,因此父母代在产存栏直接决定了商品代鸡的供应量。理论上讲,祖代种鸡引种下降势必导致父母代存栏的下降,虽然 2016 年祖代鸡引种量较 2015 年下降了 11% 左右,但由于行业强制换羽(在种鸡使用期限临近时,通过一定的化学技术或激素方法延长种鸡产蛋时间,达到延长鸡的经济利用期,但效率仅为换羽前 80%) 延迟淘汰、商品代返祖等导致上游供给收缩无法正常传导至下游,因此也就导致了 2016 年祖代鸡引种下降而中下游父母代种鸡、商品代种鸡及毛鸡价未出现市场预期的上涨。

图表 11: 在产父母代种鸡存栏出现实质性下降



资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

图表 12: 商品代鸡苗价格持续低迷

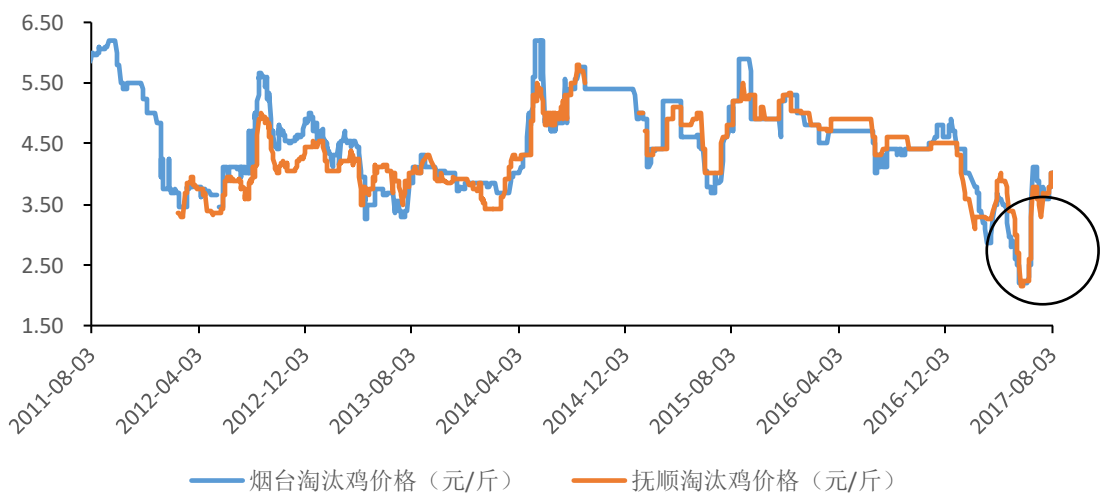


资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

根据中国畜牧业协会监测数据, 2016 年 1 月~12 月全国父母代种鸡平均存栏量约为 4447.36 万套, 较 2015 年略有微幅下降, 降幅 1.09%。2017 年 6 月, 全国父母代种鸡存栏约 4100 万套, 其中在产父母代存栏量不足 1300 万套, 相比 2016 年大幅下滑了 6.5% 左右, 而此次父母代在产存栏的大幅下滑也反映了行业供给端的改善。

随着强制换羽种鸡第二产蛋期的结束, 大批换羽后的种鸡进入淘汰期, 同时由于下鸡肉消费不振, 行业换羽积极性大幅下降, 6 月份淘汰鸡价格曾一度跌至 2.20 元/斤, 相比 2016 年同期约下降 53%, 淘汰鸡价格的大幅下跌预示着淘汰量的上升, 反映到行业层面则是过剩产能的逐步出清。由于在产父母代鸡存栏量将决定约 2 个月之后的商品代鸡供应量, 因此我们预计随着过剩的产能逐步出清, 再加上上半年引种量不足, 下半年供给下滑趋势基本确定。

图表 13: 2017 年 6 月份淘汰鸡价格大幅下跌

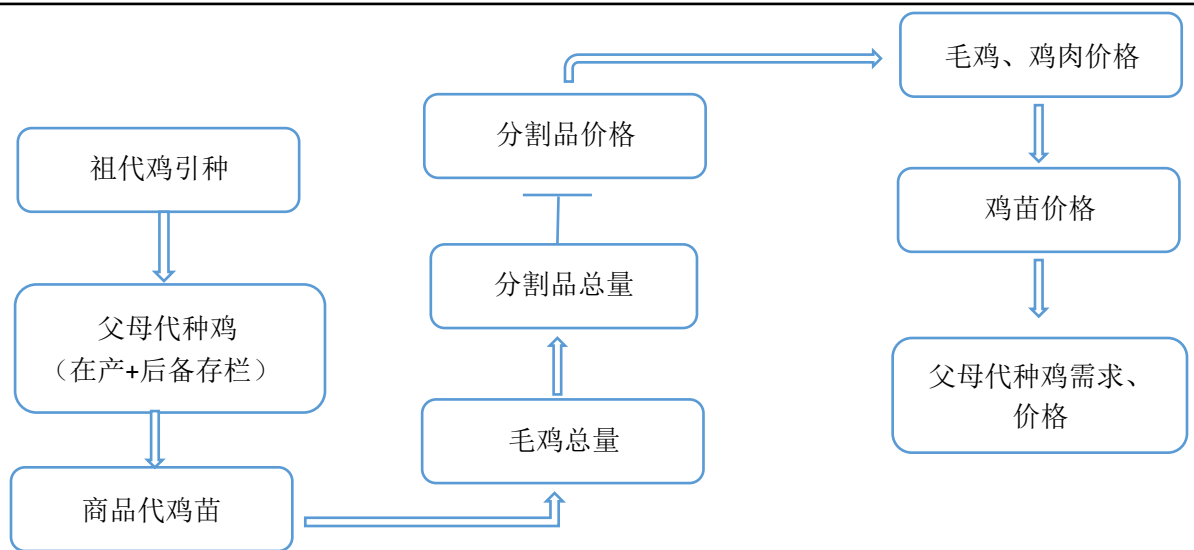


资料来源: wind、财富证券

### 3.2 养殖户谨慎补栏，父母代后备存栏趋势向下

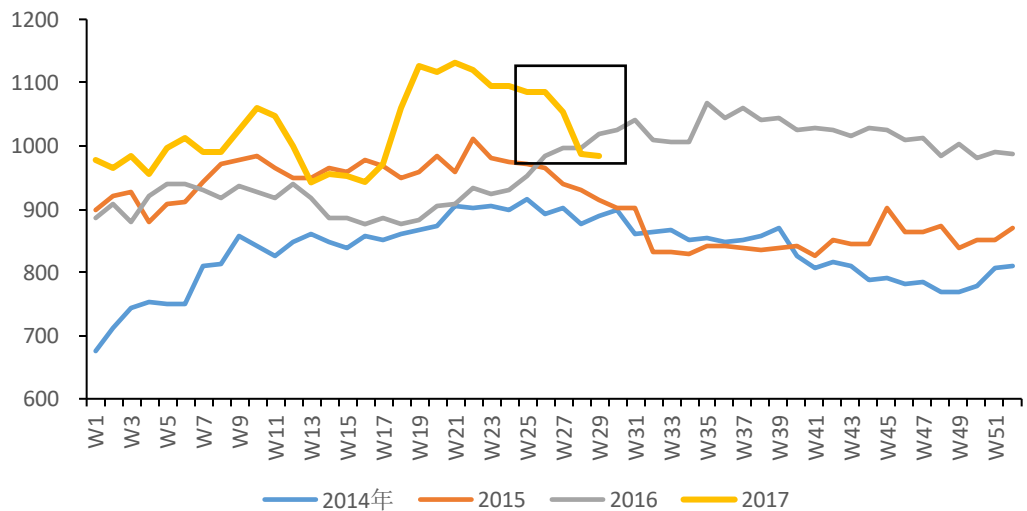
父母代后备存栏的数量除了受上游引种量影响外，还会受到下游消费需求的影响。2016年初由于引种受限，行业对于下游供给普遍过于乐观，因此加大父母代种鸡的补栏数量，导致2016Q1父母代鸡苗销量同比增加3%，环比增加16%，价格出现大幅上涨，2016Q2父母代鸡苗价格上涨40%左右，而过高的价格又抑制了父母代补栏的需求。2017年以来鸡肉价格大幅下降，养殖户盈利减少，补栏积极性大幅下降，导致鸡苗价格持续走低，父母代鸡苗养殖场的盈利也出现大幅下滑，致使养殖场对父母代种鸡的补栏积极性严重下滑，进而拉低了父母代鸡苗的价格。2017年1-6月份父母代鸡苗销量同比和环比均大幅下降。因此我们预计父母代后备转在产的总量也将趋于下降。

图表 14：白羽肉鸡价格传导机制



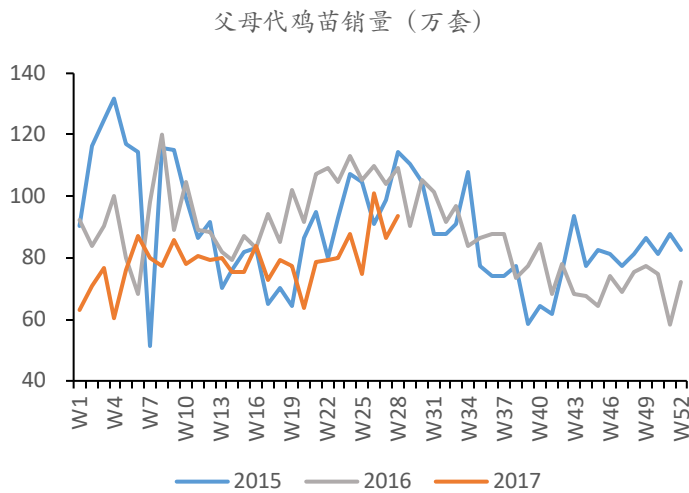
资料来源：中国禽业信息网、财富证券料

图表 15：父母代后备存栏量（万套）持续下滑

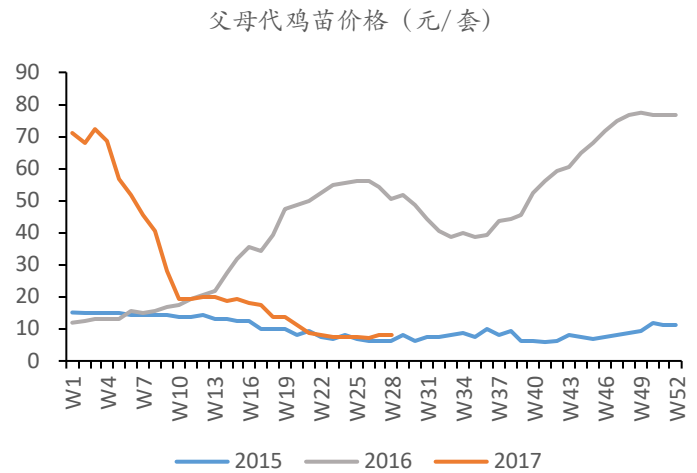


资料来源：中国禽业信息网、财富证券料

图表 16: 父母代鸡苗销量大幅下降



图表 17: 父母代鸡苗价格大幅下滑



资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

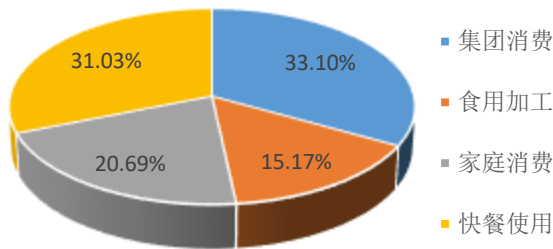
资料来源: 中国畜牧业协会、财富证券

#### 四、供需逐渐平衡，静待下游库存消耗

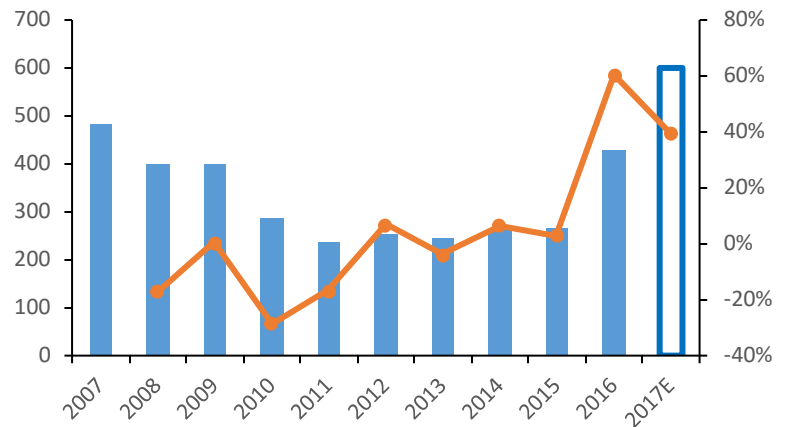
2016 年国内鸡肉消费在经济下行及禽流感影响下表现出低迷态势。根据 USDA 统计数据显示，2016 年我国鸡肉消费约 1234 万吨，相比 2015 年下降 6.96%。其中白羽鸡消费量约 725 万吨，相比 2015 年下降 0.82%。

从消费渠道上看，白羽鸡市场集团消费从 2015 年寒冬中回升，经销批发销售渠道有所恢复。集团消费在白羽肉鸡消费中占比大 30% 左右，2016 年全年白羽鸡的集团消费需求下降 1.37%。食用加工消耗鸡肉占总产量的 15% 左右，2016 年因食品安全冲击减弱，且调理品需求稳中向好，食品加工厂肉制品采购同比提升 0.40%，同时，伴随着企业加大白羽肉鸡宣传和产品研发力度，对接终端消费渠道，家庭消费止跌回升，但因有黄羽肉鸡冷鲜鸡替代，测算白羽肉鸡鸡肉家庭消费与 2015 年基本持平，在整体鸡肉消费中占比约 20%。快餐使用方面，2016 年随着洋快餐本土化加速以及外卖业务的快速发展，2016 年餐饮业使用鸡肉量增加 2%。以上 4 个部分的消费比 2015 年合计约减少 0.82%，但较之鸡肉供应量仍然供过于求。叠加 2016 年鸡肉的大量进口，导致目前鸡肉库存高企，对鸡肉价格造成一定的冲击，并逐级向上游传导。而在环保政策以及上游祖代种鸡、父母代种鸡存栏实质性下降的背景下，我们预计后期供给产能将会进一步收缩。

图表 18: 2016 年各渠道鸡肉消费占比



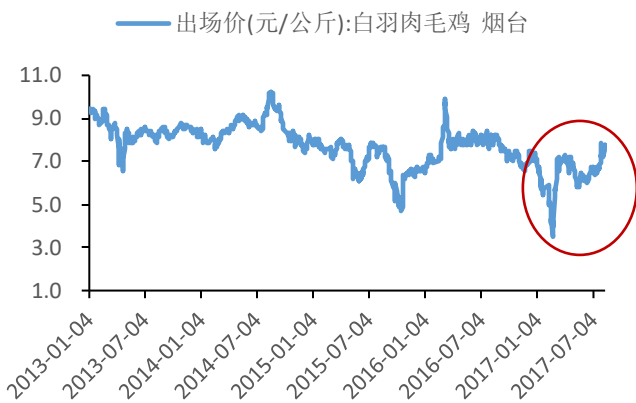
图表 19: 我国鸡肉进口量变化



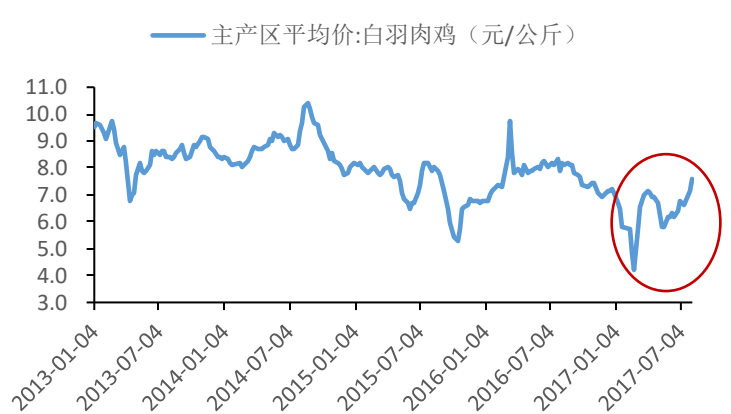
资料来源: wind、财富证券

资料来源: wind、财富证券

图表 20: 白羽鸡毛鸡价触底反弹



图表 21: 白羽肉鸡价格略有复苏



资料来源: wind、财富证券

图表 22: 畜禽养殖环保压力逐渐加大

实施日期	名称	内容
2015 年 1 月	新《环保法》	畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律法规规定; 对污染违法者将动用最严厉的行政处罚手段
2014 年 1 月	《畜禽规模养殖污染防治条例》	防治畜禽养殖污染, 推进畜禽养殖废弃物的综合利用和无害化处理, 保护和改善环境
2015 年 4 月	《水污染防治行动计划》	自 2016 年起, 新建、改建、扩建规模化畜禽养殖场(小区)要实施雨污分流、粪便污水资源化利用。; 科学划定畜禽养殖禁养区, 2017 年底前, 依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户, 京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成
2016 年 5 月	“土十条”	强化畜禽养殖污染防治。严格规范兽药、饲料添加剂的生产和使用, 防止过量使用, 促进源头减量

2016年12月	《“十三五”生态环境保护规划》	2017年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。大力支持畜禽规模养殖场（小区）标准化改造和建设
2017年6月	《中华人民共和国水污染防治法》	畜禽养殖场、养殖小区应当保障畜禽粪便、废水的综合利用或者无害化处理设施正常运转，防止污染环境；禁止在饮用水水源一级、二级保护区新建、改建与保护水源无关的项目，已建成的由政府部门责令拆除或关闭

资料来源：中国农业部、博亚和讯、财富证券

图表 23：禁养限养区划定对白羽鸡行业的影响

地区	禁养限养政策
山东省-白羽鸡最大产地	泰安新泰市畜牧局将关停禁养区内1130多家畜禽养殖场；寿光市现有规模养殖场1875家，有1334家在拟划定禁养区范围内，占总数的71% 山东计划2017年底前完成禁养区内养殖场户关闭或搬迁
环保督查组对滨州市畜禽养殖污染的处理意见	畜禽养殖禁养区、限养区、适养区划定方案尚未全部修订完成；32%的规模化养殖场未配置污染治理设施，一些养殖场废弃物直排
环保督察组对泰安市畜禽养殖污染的意见	禁养区内拆除、搬迁任务进展不快，2017年底前完成任务难度较大；养殖场（户）污染物直排问题较重，全市4996家养殖场（户）中，大多数没有办理环保审批手续，近一半没有建设污染治理设施

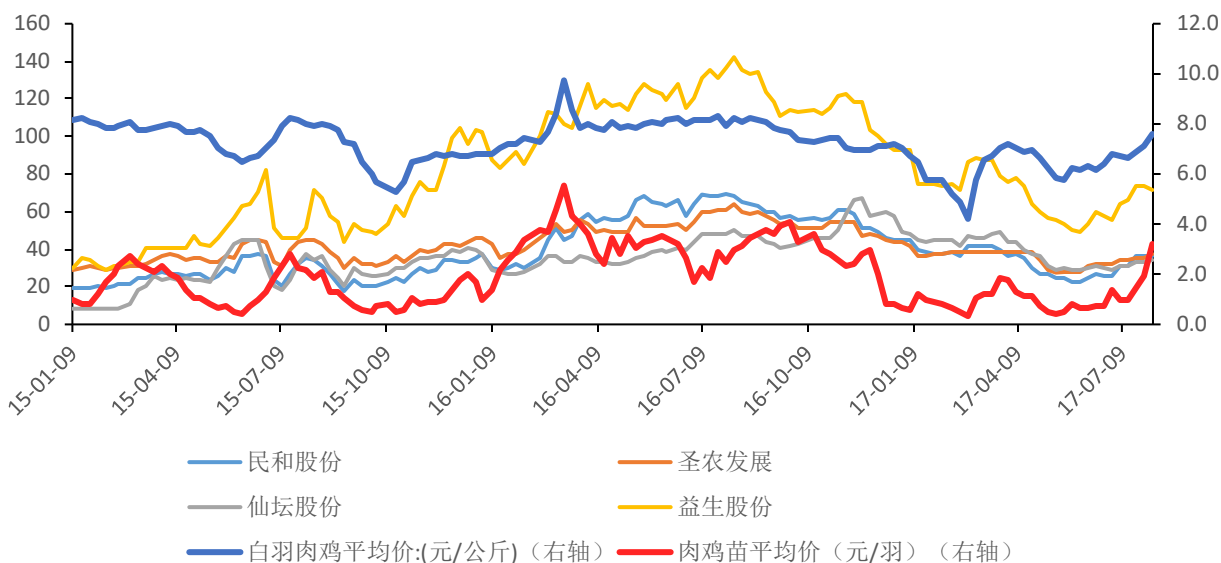
资料来源：博亚和讯、财富证券

USDA 预计 2017 年鸡肉产量达到 1160 万吨，其中白羽鸡肉总需求量至少达到 580 万吨，而按照目前我国祖代白羽鸡 60 万羽的总量，市场还存在至少 80 万吨的缺口，因此我们认为 2017 年将会是白羽鸡行业供需进一步改善的一年。价格层面，消费端价格的上涨要看下游库存的消耗，而中上游在产父母代种鸡存栏量的实质性下降将会直接刺激商品代鸡苗、毛鸡价格的上涨，因此我们 2017 年下半年大概率将是商品代鸡苗、鸡肉价格上行的周期。

## 五、重点公司梳理

随着上游引种端持续受限及在产父母代存栏出现实质性下降，我们认为白羽鸡行业的拐点已经出现，而父母代鸡苗、鸡肉价格的上涨也充分验证了供给端收缩的逻辑，叠加下游鸡肉消费的逐渐好转，我们预计后期鸡肉价格将大概率向上。而上涨的关键在于上游库存的消耗以及下游消费需求的回升，行业中最先受益的当是下游产品商品代鸡苗和鸡肉。标的上，建议重点关注弹性较强的民和股份（商品代鸡苗），其次是圣农发展（白羽鸡全产业链）、益生股份（父母代鸡苗、商品代鸡苗）。

图表 24: 养鸡股走势与鸡肉价格、鸡苗价格高度相关



资料来源: wind、财富证券

### 5.1 民和股份 (002234)

公司是国内最大的父母代肉种鸡笼养企业。主营业务包括父母代肉种鸡的饲养、商品代肉鸡苗的生产与销售。受鸡苗价格低迷影响,2017年上半年公司累计亏损1.71-1.85亿元(商品代鸡苗出栏约1.4亿羽,屠宰毛鸡1000-1500万羽)。随着下半年鸡苗和鸡价行情的好转,预计公司业绩有望得到改善。

假设公司商品代鸡苗出栏量稳定的情况下,预计公司2017年全年实现商品代鸡苗出栏约2.8亿羽,屠宰毛鸡约2500万羽,预计2017/2018年实现营业收入14.37/17.35亿元,归母净利润分别为0.49亿/1.55亿元, EPS分别为0.16/0.51元。

风险提示: 商品代鸡苗价格上涨不及预期; 鸡价上涨不达预期; 疫情影响;

图表 25: 民和股份盈利预测表

盈利预测表	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	900.80	1408.70	1437.72	1735.47
同比(%)	-24.07%	56.38%	2.06%	20.71%
减: 营业成本(百万元)	964.23	973.43	1200.79	1372.24
营业税金及附加(百万元)	0.10	2.38	1.87	2.60
营业费用(百万元)	49.08	41.66	23.00	29.50
管理费用(百万元)	84.58	103.72	57.51	78.10
财务费用(百万元)	38.27	41.40	54.08	46.11
资产减值损失(百万元)	63.91	88.50	51.09	51.09
加: 投资收益(百万元)	-26.24	-11.85	0.00	0.00
公允价值变动损益(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润(百万元)	-325.62	145.76	49.39	155.83

加: 其他非经营损益 (百万元)	10.95	8.74	0.00	0.00
利润总额 (百万元)	-314.67	154.50	49.39	155.83
减: 所得税 (百万元)	0.86	0.71	0.10	1.00
净利润 (百万元)	-315.53	153.79	49.29	154.83
减: 少数股东损益 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润 (百万元)	-315.53	153.79	49.29	154.83
增长率(%)	-603.33%	148.74%	-67.95%	214.11%
每股收益 (元)	-1.05	0.51	0.16	0.51
每股经营现金流 (元)	0.59	0.94	1.19	1.25
销售毛利率 (%)	-7.04%	30.90%	16.48%	20.93%
销售净利率 (%)	-35.03%	10.92%	3.43%	8.92%
市盈率(P/E)	-16.71	34.29	106.99	34.06
市净率(P/B)	6.02	5.12	4.88	4.27

资料来源: wind、财富证券

## 5.2 圣农发展 (002299)

公司是中国最大的自养自宰白羽肉鸡专业生产企业,以肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工和鸡肉销售为主业。作为白羽鸡行业最下游的鸡肉销售商,公司业绩受鸡肉价格影响

较大,而白羽鸡行情恢复最重要、最直接的体现便是鸡肉价格的上涨,因此公司将最先受益。

2017年上半年公司预计屠宰毛鸡 2.18 亿羽,同比增长约 20%,单羽平均亏损约 0.14 元,主业累计亏损 3000 万元,加上公司当期收到 0.49 亿元的政府补助,使得上半年业绩保持 0.18 亿元的盈余,相比去年同期大幅下降 92.73%。公司目前具备已完成 5 亿羽产能建设,2016 产能利用率达到 76%左右,随着子公司“欧圣实业”年产 6000 万羽肉鸡工程及配套工程陆续完工,公司年生产规模和计划屠宰量将进一步扩大。我们预计公司 2017/2018 屠宰毛鸡 4.7/5.2 亿羽,2017/2018 年公司预计实现净利润 1.63/10.28 亿元,以增发后股本摊薄, EPS 分别为 0.15/0.93 元。

风险提示:鸡价上涨不达预期;疫情影响;食品安全问题;

图表 26: 圣农发展盈利预测表

盈利预测表	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	6939.83	8340.42	10273.73	12111.70
同比 (%)	7.83%	20.18%	23.18%	17.89%
减: 营业成本 (百万元)	6945.30	7296.10	9606.96	10588.05
营业税金及附加 (百万元)	0.50	11.53	0.00	0.00
营业费用 (百万元)	152.21	178.94	205.48	242.24
管理费用 (百万元)	114.37	108.00	149.40	176.12
财务费用 (百万元)	293.93	199.04	148.00	71.92
资产减值损失 (百万元)	117.09	1.61	0.00	0.00
加: 投资收益 (百万元)	-2.27	2.02	0.00	0.00



公允价值变动损益 (百万元)	-2.15	1.37	0.00	0.00
其他经营损益 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润 (百万元)	-688.00	548.60	163.90	1033.37
加: 其他非经营损益 (百万元)	188.53	134.58	0.00	0.00
利润总额 (百万元)	-499.48	683.18	163.90	1033.37
减: 所得税 (百万元)	-0.44	0.68	0.00	0.00
净利润 (百万元)	-499.04	682.51	163.90	1033.37
减: 少数股东损益 (百万元)	-111.25	3.78	0.91	5.72
归属母公司股东净利润 (百万元)	-387.79	678.73	162.99	1027.65
增长率(%)	-609.05%	-275.03%	-75.99%	530.51%
每股收益(元)	-0.35	0.61	0.15	0.93
每股经营现金流(元)	0.41	1.20	1.00	1.99
销售毛利率 (%)	-0.08%	12.52%	6.49%	12.58%
销售净利率 (%)	-7.19%	8.18%	1.60%	8.53%
市盈率(P/E)	-51.34	29.33	122.14	19.37
市净率(P/B)	3.81	3.37	3.28	2.80

资料来源: wind、财富证券

### 5.3 益生股份 (002458)

公司通过引进、繁育世界优质畜禽良种, 向社会推广父母代种雏及商品雏, 核心业务为父母代、商品代鸡苗的销售。公司位居产业链上游, 拥有增祖代及祖代种鸡产能, 此次白羽鸡行情预计自下而上逐渐回暖, 公司主业也将直接受益于商品代鸡苗价格的回升。

2017年上半年公司母代鸡苗销量约为400万套左右, 商品代鸡苗销量约1.1亿羽, 公司上半年实现归母净利润约为-1.25~1.20亿元, 同比大幅下降144%-146%。假设公司父母代、商品代鸡苗出栏量稳定的情况下, 预计2017年全年实现父母代鸡苗出栏约800万套, 商品代鸡苗销量约2.2亿羽, 预计2017/2018年实现营业收入9.61/12.94亿元, 归母净利润分别为-0.63亿/2.78亿元, EPS分别为-0.19/0.83元。

风险提示: 父母代、商品代鸡苗价格上涨不及预期; 疫情影响;

图表 27: 益生股份盈利预测表

盈利预测表	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	604.29	1611.13	960.56	1293.87
同比 (%)	-28.22%	166.62%	-40.38%	34.70%
减: 营业成本 (百万元)	831.41	886.98	915.41	882.42
营业税金及附加 (百万元)	0.27	2.00	0.00	0.00
营业费用 (百万元)	25.16	30.44	28.41	38.27
管理费用 (百万元)	62.32	85.21	73.26	98.68
财务费用 (百万元)	59.55	27.04	6.33	-2.38
资产减值损失 (百万元)	-0.81	1.49	0.00	0.00
加: 投资收益 (百万元)	-33.03	-12.24	0.00	0.00

公允价值变动损益 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润 (百万元)	-406.64	565.73	-62.85	276.88
加: 其他非经营损益 (百万元)	3.17	-5.15	0.00	0.00
利润总额 (百万元)	-403.47	560.58	-62.85	276.88
减: 所得税 (百万元)	0.30	0.66	0.00	0.00
净利润 (百万元)	-403.77	559.91	-62.85	276.88
减: 少数股东损益 (百万元)	-3.13	-2.25	0.25	-1.11
归属母公司股东净利润 (百万元)	-400.64	562.16	-63.10	278.00
增长率(%)	-1804.10%	240.32%	-111.22%	540.58%
每股收益(元)	-1.19	1.67	-0.19	0.82
每股经营现金流 (元)	-0.75	1.72	1.09	0.61
销售毛利率 (%)	-37.58%	44.95%	4.70%	31.80%
销售净利率 (%)	-66.82%	34.75%	-6.54%	21.40%
市盈率(P/E)	-23.79	16.95	-151.05	34.28
市净率(P/B)	29.66	6.48	6.77	5.65

资料来源: wind、财富证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10% 以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5% 以上；

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438

此报告仅供内部客户参考