慧博资讯整理
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn
慧博资讯整理

肉禽产业链跟踪报告

鸡周期强势反转，禽业股振翅高飞

中信证券研究部

2015 年 10 月 28 日

施亮
电话：010-60838274
邮件：liangshi@citics.com
执业证书编号：S1010510120044

刘洋
电话：010-60838897
邮件：lyocean@citics.com
执业证书编号：S1010512080007

盛夏
电话：010-60838155
邮件：xsheng@citics.com
执业证书编号：S1010514060004

吴尚阳
电话：010-60836735
邮件：w ushangyang@citics.com
执业证书编号：S1010515060002

事项：

近期，肉禽产业链价格全线低迷，走势与猪价严重背离，引发市场广泛关注。投资者对肉禽产业链供需面基础和价格运行逻辑提出了更深入探讨的要求。基于此，我们对此问题进行了再次研究，具体观点如下：

评论：

肉禽产品价格深度探底，周期分析框架亟待完善

2014 年祖代鸡引种量同比下降 20%以上，2015 年截至 8 月份为止，引种量在 2014 年下降基础上继续同比下降 26%，全年预期引种量将不到 80 万套，同比降 33%。在供给源头持续收缩下，市场预期 2015 年下半年开始，肉鸡产业链将迎来底部缓慢复苏。但事与愿违，肉鸡价格仅在 6-7 月份短暂反弹，8 月开始继续深度探底，商品代鸡苗价格重回 5 毛/羽，毛鸡价格更是创记录地跌破 6 元/公斤，与同期生猪价格走势背道而驰。

图 1：肉鸡、鸡苗价格 8 月开始加速下跌（元/公斤）

资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

鸡价不达预期甚至波折，给予了市场诸多疑惑：白羽肉鸡行业供需基本面是否已经具备了反转的基础？肉鸡价格何时能够进入周期上涨通道？鸡价与猪价走势为什么产生如此大的背离？而从研究本身来看，这些疑惑也对过往禽肉周期分析框架的完备性提出了考量。

在生猪供给分析中，根据能繁母猪存栏量我们就可以大致估算出 10 个月后的肥猪出栏量，但是白羽鸡的供给传导逻辑则不同。影响白羽鸡产业供给的关键节点多，涉及祖代、父母代和商品代三代，代次之间产能动态调整的决定变量则更多，从而使得白羽鸡供给分析的复杂程度显著大于生猪，而且白羽鸡是卵生动物，其蛋、鸡转化和强制换羽过程也更提高了供给分析的复杂性。

慧博资讯整理
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn
慧博资讯整理

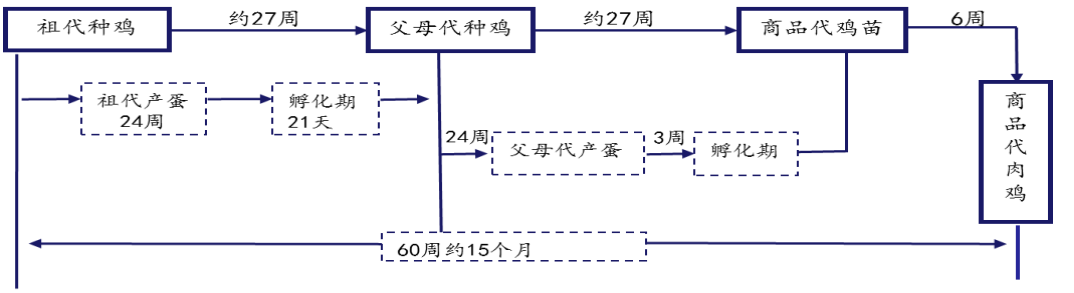
资本市场过去 8 年的分析框架，是在供给单边增加的产业背景下设立的，鸡价波动的周期影响因素主要是猪鸡价差。而当前情况已经发生变化，需要我们对肉鸡供给传导中的复杂细节进行更充分的研究，来厘清周期变化的核心逻辑。鉴于此，本篇报告将重点分析父母代种鸡存栏，强制换羽等供给传导环节，并希望以此对过往框架进一步完善，进而回答市场关于肉禽价格周期的相关问题。

父母代存栏下降迟缓，是景气上行的最大掣肘

祖代是白羽肉鸡产业链源头，其引种量走势决定了周期趋势的方向，而且数据准确性较高，因此，在过往的分析框架中，我们给予祖代引种量更多的关注。但是从祖代引种向下推演，并不能清晰地给出商品肉鸡供给变化的时间点，原因在于处于中间环节的父母代有自身的调节机制。

逻辑上看，祖代引种通过影响在产祖代存栏量（25 周后）最快将影响 28 周后后备父母代鸡的增量（或 52 周后在产父母代的增量），但是占比更大的父母代存量部分则主要受淘汰（商品代价格预期决定是否提前淘汰）和强制换羽影响。

图 2：肉鸡产业链传导示意图



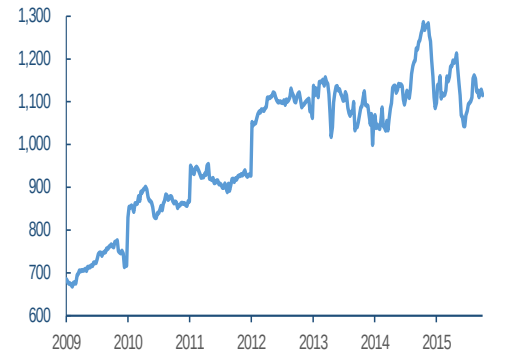
资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

如上图描述的肉鸡传导产业链所示，考察中短期商品肉鸡的供给量，在产父母代存栏是更为关键的指标，这与生猪养殖中的能繁母猪存栏类似。但问题是，官方并未有类似于能繁母猪存栏的定期数据。为了解决这一问题，我们用中国畜牧业协会的定点监测数据对全国父母代存栏数据进行推算。

图 3：监测企业在产+后备父母代种鸡存栏（万套）

资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

图 4：监测企业在产父母代存栏仍然较高（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

推算的大致方式是，用监测企业父母代鸡苗购进量/全国父母代鸡苗的销量作为覆盖率，对应 25 周以后的监测企业父母代存栏水平（父母代鸡苗 25 周后开产），对全国父母代总存栏水平进行拟合。由于单个月份监测企业父母代鸡苗购进量的变动幅度较大，我们用累计

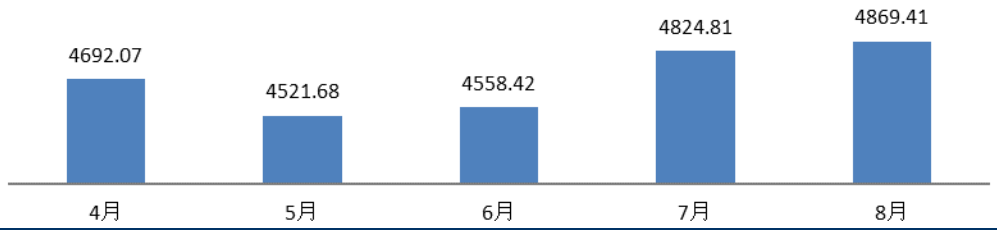
慧博资讯整理
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn
慧博资讯整理

36 周监测企业父母代鸡苗的购进量/累计全国 36 周父母代鸡苗销售量(全国父母代鸡苗产量模拟)作为改进的覆盖率，来平滑引种时间分布造成的脉冲冲击。具体计算公式如下：

全国父母代存栏=监测企业 25 周以后父母代存栏水平/（监测企业累计 36 周父母代鸡苗购进量/累计 36 周父母代鸡苗销售量）

从推算结果看，8 月全国父母代种鸡存栏量约为 4869.41 万套(其中在产 3408.59 万套)，与 7 月份持平，但是环比 5-6 月份，上升 300 万套。根据 1-8 月父母代存栏规模静态向后展期，我们预期全年的白羽商品鸡供给量将达到 45 亿只。

图 5：全国父母代种鸡存栏量推算



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部测算

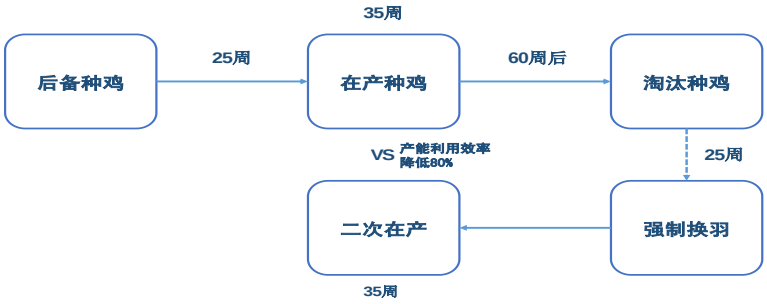
总体而言，当前的父母代种鸡存栏规模仍然偏大。2014 年全国父母代种鸡规模约为 4493.10 万套，2013 年为 4185 万套（与禽流感导致的产能去化有关），在产能高位运行与猪价下跌周期的共同作用之下，2013 年至今白羽肉鸡过剩严重。考虑到需求下滑因素，当前平均 4800 多万套的父母代存栏仍然包含相当部分的过剩产能，成为肉禽产业链价格上行的主要掣肘。从近期父母代存栏月度变化趋势来看，7-8 月存栏较 5 月上升 7%，这也解释了 8 月之后肉鸡价格为何会进一步探底。

强制换羽干扰供给传导，预计比例中枢在 12-20%

除了祖代传导和自身淘汰外，强制换羽也是影响父母代存栏的重要变量。所谓强制换羽是指对鸡群人为施加一些应激因素（如停料），诱导鸡群对应激因素产生反应，从而停止产蛋，体重下降、羽毛脱落，以达到更换新羽的效果。强制换羽的目的，是使整个鸡群在更换新羽之后，进入二次产蛋期，延长鸡群经济利用期。

一般而言，强制换羽时间周期需要 2-3 个月，换羽后产能效率将有所降低，约为首次产蛋期的 80%。因此，实施强制换羽的鸡群多为接近淘汰（50 周龄以后）或者已经淘汰的老种鸡，一方面可以节省培育新种鸡的费用，另一方面可以延长种鸡使用周期。

图 6：强制换羽流程示意图



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

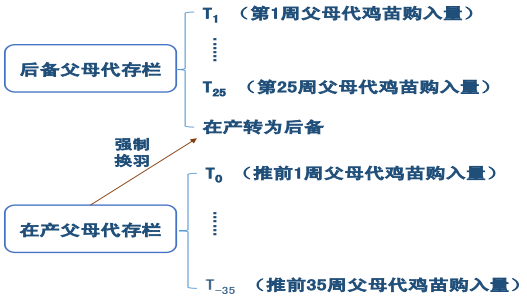
在实际过程中，种鸡生产企业更多的抱有赌行情的心理，即当前行情较差，但是看好 2-3 个月后行情，当下购进新种鸡培育时间又来不及（需要 6 个月时间）时，进行强制换羽。

慧博资讯整理
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn
慧博资讯整理

还有一种常见的情况是，持续亏损行情使养殖户投入积极性下降，养殖户持续经营的方式转变为减少或阶段性停止后备种鸡的补栏，并以最小的投入延长老种鸡的使用期，达到维持企业的生产活动的目的，本质上也是看好一定时期（2-3 个月）后的行情。总体上看，强制换羽行为更多反映的是种鸡企业对于市场行情的博弈，因此，强制换羽行为随机性较高，对其预测和跟踪非常困难。

为了更好地对行业强制换羽行为作出定量描述，我们设计了这样的一个推算方式：累计 25 周的父母代鸡苗购入量减去当前后备父母代存栏量。因从父母代鸡苗到首次产蛋（转入在产父母代存栏）的时间周期约为 25 周，也即某一批次父母代鸡苗从购入开始向后推 25 周后，本批次鸡苗仍然被计入后备父母代种鸡存栏，而本次鸡苗购入前既存的后备父母代种鸡已经全部转入在产父母代种鸡群。因此，如果累计 25 周的父母代鸡苗购入量比当前后备父母代存栏量小的话，则有可能后备父母代存栏中被转入了强制换羽后的种鸡。

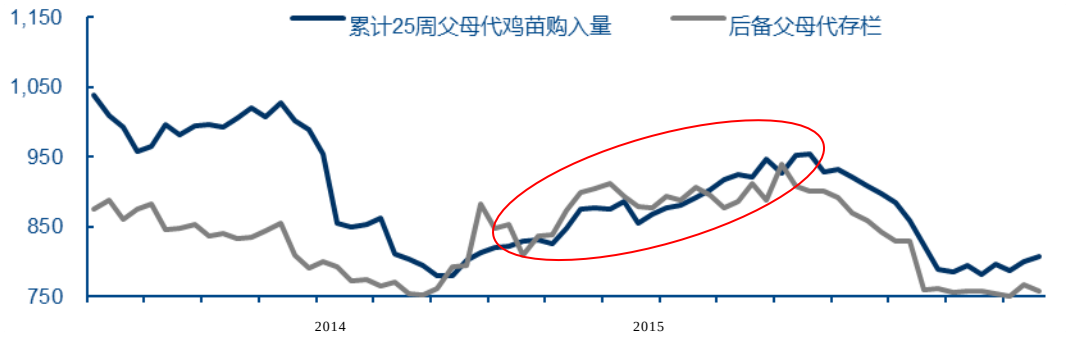
图 7：强制换羽转栏示意图



资料来源：中信证券研究部

具体公式：强制换羽量=当前后备父母代鸡苗存栏量-累计之前 25 周父母代鸡苗购入量。

图 8：累计 25 周父母代鸡苗购入量与后备父母代存栏量比较（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

我们根据畜牧业协会的监测数据测算发现，2015 年 2-4 月份后备父母代存栏比累计 25 周的父母代鸡苗购入量大，存在强制换羽的可能。而且我们统计了在产父母代存栏在父母代总存栏（在产+后备）中的占比也发现，这一时间段在产父母代占父母代总存栏（在产+后备）比值也显著低于合理水平（统计平均值为 0.58），后备父母代存栏大幅增加，显示出在产转后备的可能。而从商品代鸡苗的价格走势来看，2015 年 2-4 月份商品鸡苗价格自 2 元/只开始快速下行，且多数市场分析人士看好下半年行情，因此触发种鸡企业进行强制换羽的动机也较足。

根据此项数据，监测企业强制换羽的比例不超过 5%。但是中国畜牧业协会的监测点多为大企业，而根据我们草根调研，大型种鸡生产企业为了平滑经营风险，大规模进行强制换

慧博资讯整理
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn
慧博资讯整理

羽的可能性并不大，实际操作中小种鸡企业和养殖户是强制换羽的主力。因此我们根据监测数据推算的强制换羽比例可能要比实际的低很多。

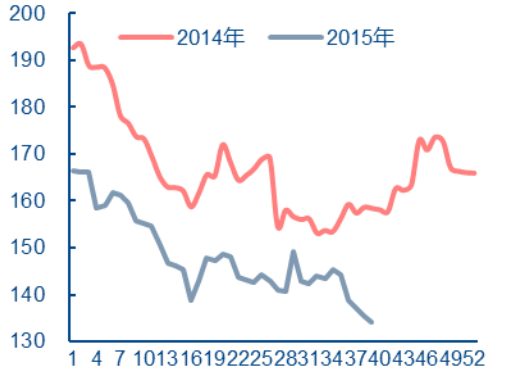
前文有述，强制换羽行为既是应对行情变化的主动手段，也是被动行为。一般会集中在某一时间段内进行（如商品代鸡苗价格季度低迷期）。根据我们前文对全国父母代存栏的推算，2014 年以来，月度父母代存栏振幅最高达到 350 万套。考虑到正常情况下，祖代引种下降向下传导将导致父母代存栏下降，那么当前父母代存栏不降反升，也即意味着强制换羽比例至少在 350/3000（在产父母代存栏最低值）=12%以上。

同时，我们考虑到强制换羽种鸡多为老龄鸡（草根调研显示，均为 50 周以后），即便中小散户将 50 周后老龄鸡全部强制换羽，中小散户的强制换羽最高为 10/35=29%（按 60 周淘汰计算），结合前文所述监测企业覆盖率（约 40%），那么行业总体强制换羽比例最高为 29%*0.6+0.4*5%=20%。而且，如果阶段性强制换羽比例太大，也即短期内大量在产父母代种鸡转后备，对商品代鸡苗供给刺激将会非常大，因此，老龄鸡全部换羽的可能性不大。结合草根调研情况，我们综合预计强制换羽比例在 12-20%。

引种下降效应开始显现，在产父母代存栏持续下降趋势明确

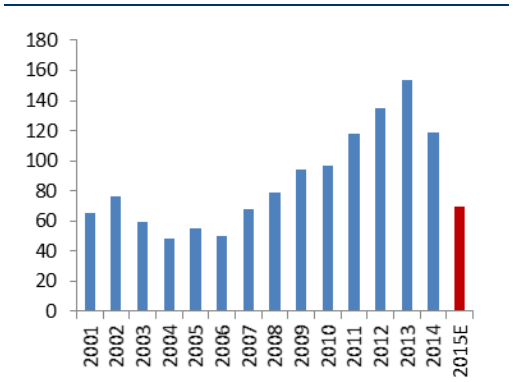
根据养殖周期推算，目前在产的父母代种鸡主要是 2013 年及 2014 年前三季度引种的祖代鸡所生产。而祖代引种量自 2014 年开始进入下降通道，2015 年下降幅度更大，预期全年的引种或不足 80 万套（预计对美国引种复关最早也要到明年一季度）。那么，快速下降的祖代引种会在多长时间后、多大幅度上影响到后期的父母代存栏？

图 9：在产+后备祖代鸡存栏大幅下降（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

图 10：祖代引种量年度走势（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部预测

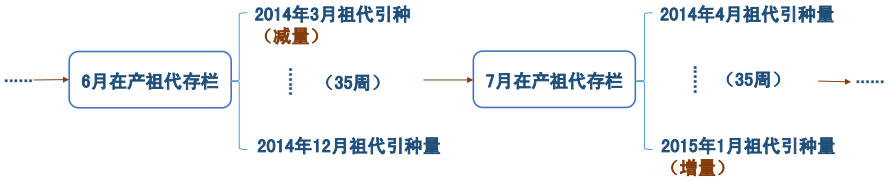
如前文所述，父母代存栏增量受在产祖代存栏的影响，存量受到淘汰和强制换羽影响。因此在推测父母代存栏变化之前，需要预先判断在产祖代变化趋势。

根据畜牧业协会的监测数据，在产祖代存栏量（这是全样本监测，反映了全国在产祖代存栏情况）从 6 月最高点 113.6 万套开始下降，截止 10 月初累计下降 36 万套至 77.8 万套，下降幅度达到 31%。我们将此幅度大致可以分解为两个部分：

1. 引种量下降传导。我们假设祖代种鸡使用 60 周左右淘汰，那么在产祖代存栏的更换和传导路径大致如下：6 月在产祖代存栏中最老的种鸡源自于 2014 年 3 月引种（减量，60 周），最年轻种鸡来自于 2014 年 12 月份引种（增量，25 周），两者相差 9 个月左右（35 周，60 周—25 周）；7 月在产祖代存栏最老和最新种鸡分别对应 2014 年 4 月和 2015 年 1 月；然后如此类推。

慧博资讯整理
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn
慧博资讯整理

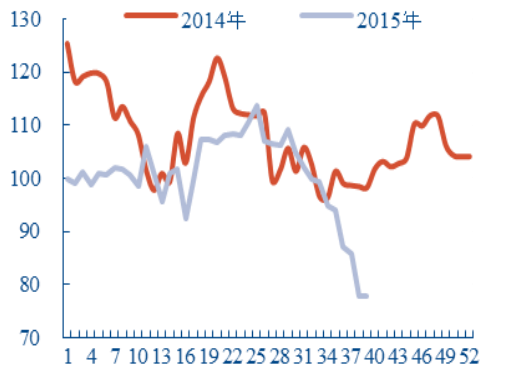
图 11：在产祖代存栏推进示意图



资料来源：中信证券研究部

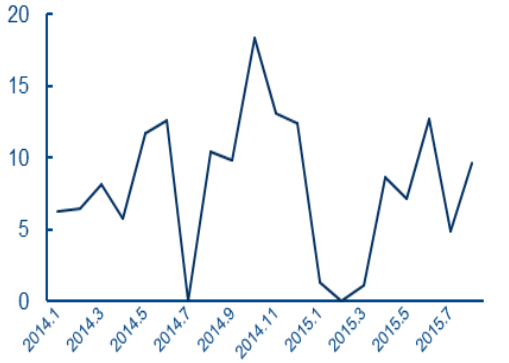
但因美国引种闭关影响，一季度累计引种量只有 2.5 万套，也即到 2015 年 10 月初在产祖代的累计增量部分（2015 年 1-3 月）仅为 2.5 万套，但是减量部分（2014 年 4-6 月）累计为 30 万套，两者差距 27.5 万套。

图 12：在产祖代存栏开始快速下滑（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

图 13： 2014 年以来祖代引种月度走势（万套）

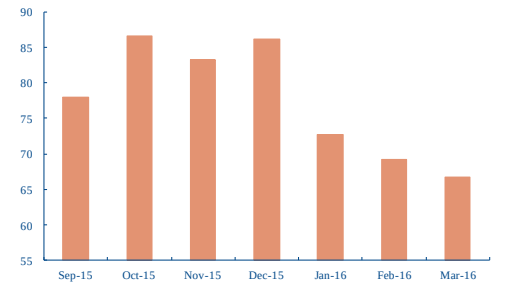


资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

2. 在产祖代鸡强制换羽。我们依据与前文类似的强制换羽估计方法：累计 6 个月祖代鸡引种量减去当前后备祖代存栏，发现在产祖代鸡在今年 6 月和 8-9 月存在强制换羽的可能，其中 6 月强制换羽量不低于 6 万套，8-9 月份不低于 5 万套左右（畜牧协会测算为 8 万套）。从测算数据来看，祖代强制换羽的比例在 5%左右。

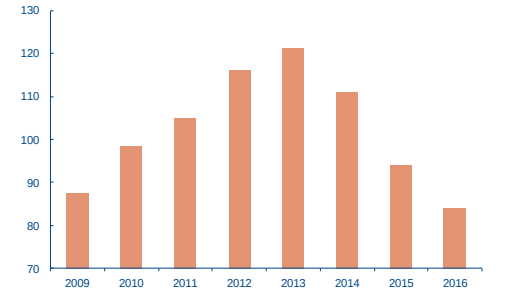
因 2015 年 1-9 月祖代引种量（增量），均小于 9 个月前的祖代引种量（减量），如果按照前述传导推算方式向后推演，那么在 2016 年 3 月之前在产祖代存栏都将继续下降。我们根据 2015 年 4-8 月份累计引种量与 2014 年 7-10 月累计引种量之差 8.7 万套计算，2016 年 3 月在产祖代存栏预计将下降到 66 万套，因强制换羽鸡群两个月后恢复生产，2015 年 10-11 月在产祖代存栏可能会阶段性上升，但综合预计 2016 年 3 月存栏量约在 71 万套。

图 14：在产祖代存栏推算（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部预测

图 15： 在产祖代存栏年度比较（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部预测

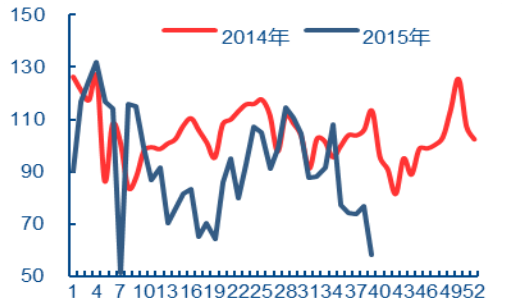
2016 年 3-6 月，在产祖代将阶段性上升（对应 2015 年 1-3 月减量较小）。按照我们预期，2016 年祖代引种量在 70-80 万套（联盟有规划、历史亏损严重），那么 2016 年 6 月之

慧博资讯整理
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn
慧博资讯整理

后的在产祖代将稳定在 80 万套左右。更进一步，我们假定祖代存在 5%的强制换羽比例（前文测定），那么 16 年在产祖代也仅将稳定在 84 万套左右。

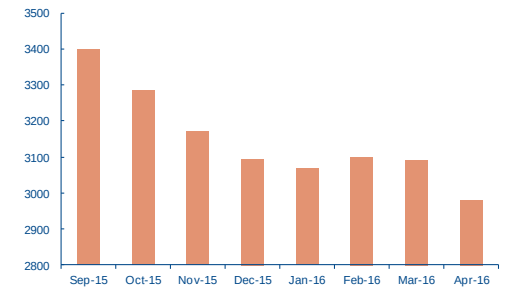
同样的方式类推在产父母代存栏，即当前（2015 年 10 月）在产父母代存栏最早来源于 15 个月之前（即 2014 年 6 月）的外购父母代鸡苗（以总销量代替），最晚来自于 6 个月之前（即 2015 年 3 月）的外购父母代鸡苗（以总销量代替）。从监测数据看，2015 年 3-9 月之后的父母代鸡苗销量（增量）几乎全部小于 2014 年 7-12 月销量。因此，在产父母代存栏到 2016 年 3 月之前应该都呈现下降趋势。

图 16：2014 年以来年父母代鸡苗销量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

图 17：在产父母代存栏推算（万套）

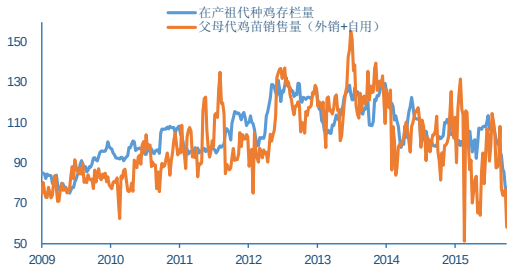


资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部预测

根据 2014 年 7-12 月累计父母代鸡苗销量与 2015 年 4-9 月累计销量之差 420 万套，我们预计 2016 年 4 月在产父母代存栏有望降至 3000 万套，即比当前下降 10%。

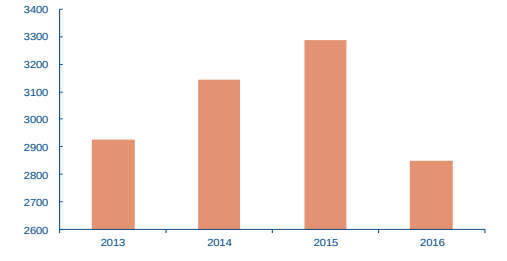
同时，我们也发现在产祖代与父母代鸡苗销售量相关程度和同步程度都非常高（这与在产祖代经过 3 周孵化就生产出父母代鸡苗有关），因此亦可以根据前述在产祖代存栏的变化趋势来预判父母代鸡苗销量趋势，也即到 2016 年 9 月之前，在产父母代存栏都将是下降的，之后逐渐平稳。

图 18：在产祖代存栏与父母代销量强相关（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

图 19：在产父母代存栏年度比较（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部预测

上述推论的变量在于强制换羽。如假设 2015 年 10 月之后，父母代不存在强制换羽，那么最晚 2016 年 5 月之后（2015 年 10 月之前强制换羽的父母代全部淘汰），在产父母代存栏有望就降至 2600 万套。基于我们前述在产父母代强制换羽占比的大致区间，我们中性设定强制换羽占比 10%，那么到 2016 年 5 月，在产父母代存栏有望降至 2800-2900 万套。

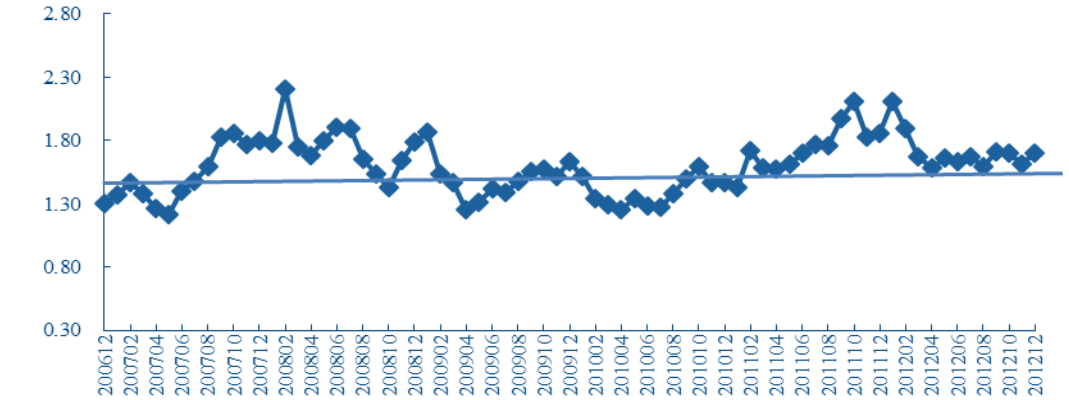
总体来看，我们预期 2016 年父母代平均存栏约在 2850 万套，较 2015 年 3300 万套，下降 14%，如果不考虑强制换羽，那么下降幅度更大，达到 20%。而且，因为 2015-16 年在产祖代存栏持续下降，2017 年父母代存栏水平也有望继续下行。

慧博资讯整理
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn
慧博资讯整理

猪价对肉鸡价格的拉动力，有望在鸡肉新供需平衡点出现后重现

传统的肉禽周期分析框架用猪鸡肉比价关系来分析鸡肉的需求，并解释了猪鸡周期的同步性。因为肉类消费的可替代性，猪肉与鸡肉价格的合理比值应该为造肉成本的比值，即猪肉料肉比与鸡肉料肉比的比值。实证数据分析也验证了这样的比例关系，自 2003 年以来，猪鸡比价（大宗猪肉/大宗白条鸡）的均衡水平是 1.6 左右，与料肉比的比值（2.8/1.8）大致相等。另外，从历史数据的分析来看，这个比值的波动区间在 1.12 至 2.5 之间，且实际价格比与合理比值的偏离时间很少超过半年。

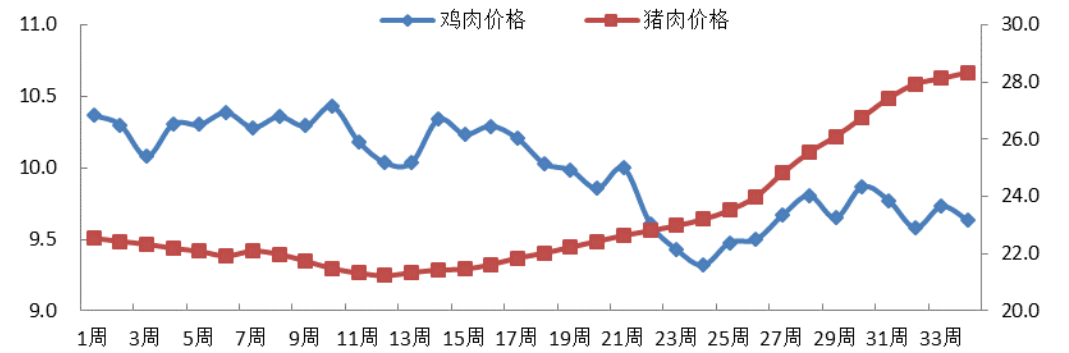
图 20：毛鸡与毛猪比价均衡值在 1.6 左右



资料来源：wind，中信证券研究部

但是 2015 年 3 月以来的猪鸡走势让这一分析模式有了新的挑战：猪鸡价走势自 3 月开始就持续背离，到目前为止该比值已经达到 3.2（为了更好反映比价关系，我们采用了鸡肉和猪肉的出厂价）。无论从偏离时间还是偏离值都超出了市场预期。

图 21：2015 年鸡肉、猪价价格走势背离（鸡肉综合均价——屠宰场报价）



资料来源：中国畜牧业协会，中信证券研究部

我们认为消费端的新变化是导致这种情况的一个重要因素。猪肉消费中超过一半的比重为普通居民家庭鲜肉消费，餐饮和加工渠道消费占比略小。而白羽鸡几乎全部是冻肉消费，居民家庭采购冻白羽鸡肉并不符合中国人的消费习惯（家庭鸡肉采购多为黄羽鸡活禽），餐饮和加工渠道占据了鸡肉消费大头。因而，鸡肉对猪肉的替代主要集中在餐饮和加工渠道。

但是，宏观经济好坏对于餐饮和加工渠道肉类消费的影响显著大于居民日常的家庭消费（相对稳定）。过往经宏观经济上行期，餐饮与加工渠道肉类消费增速较高，鸡肉处于供需紧平衡状态，鸡肉与猪肉之间的替代效应表现更强。而本轮周期中，宏观经济下行导致的肉类消费下降是新的特征。在猪周期的分析中，我们就对猪肉消费作了下降 10-12%的强假设，

慧博资讯整理
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn
慧博资讯整理

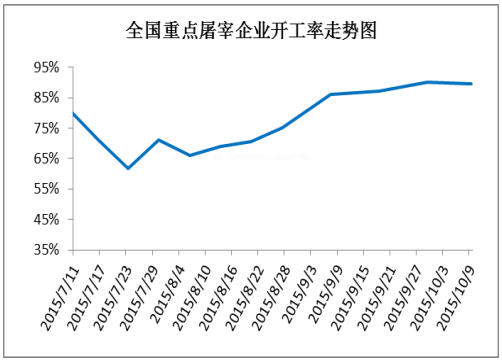
而且我们也认为下降主要来自于餐饮和加工渠道。事实上，因为消费渠道的不同，各方草根调研也显示禽肉消费下降的幅度要大于生猪，预计在 15-20%。

2015 年，鸡肉处于供给增加和消费下降的过程中，极度宽松的供需基本面导致猪肉对于鸡肉的拉动作用在价格体现上并不明显。但是这并不意味着猪鸡之间合理比价关系的消失，从造肉成本这一解释来看，这一合理比值将长期存在，除非猪肉或鸡肉生产效率发生变化。我们预期，在鸡肉供需新的平衡点之后，猪肉对鸡肉的比价拉动作用，将重新显现出来。

肉禽价格：周期向上趋势明确，预计 2016 年 1 季度见拐点

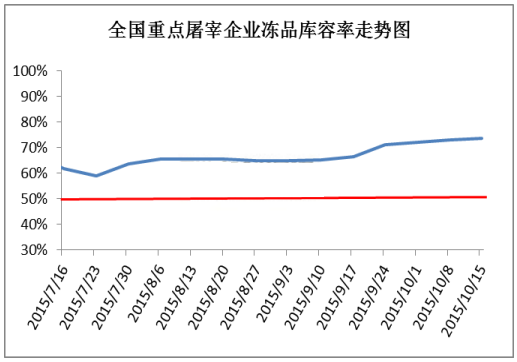
短期来看，当前在产父母代存栏量较大，达到 3400 万套，高于市场预期的均衡水平（根据祖代 90-100 万套推算在产父母代存栏约在 3000 万套），下游屠宰企业开工率一路走高（达到 90%）也反映出当前毛鸡供给非常充裕。而需求端，下游屠宰企业库容率持续向上，普遍达到 70-80%（正常水平 50%），根据我们草根调研估计当前行业总库存水平在 100 万吨左右（1 个月的消费量），显示鸡肉产品走货并不理想。因而，短期内鸡肉产品价格上涨的动力不足。

图 22：重点屠宰企业开工率走势



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

图 23：重点屠宰企业库容率走势



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

但是中短期看，肉鸡产业链供给收缩的趋势非常明确。考虑到需求下滑，我们预期当前商品代肉鸡年化需求量约在 40 亿羽，对应在产父母代存栏约在 3000 万套。而根据我们测算，到 2016 年 3 月份，父母代在产存栏将有望降至均衡水平（3000 万套）。即便考虑到强制换羽的影响，到 2016 年 5 月在产父母代存栏也将降至 2800-2900 万套，低于均衡水平以下。而且屠宰企业当前较高库存在经历春节旺季后，预期也将基本消化完毕。我们综合预期，2016 年 1 季度肉禽产业链现拐点将是大概率事件。

中期看，祖代引种下降，在产祖代存栏 2016 年有望降至 80-84 万套，较高点下降 50%，与上一周期（2011-2012 年）比，下降幅度也达到 25-26%，大幅超出需求下降幅度，周期反转的供需面基础夯实。

禽类养殖股：拐点已近，弹性更大，果断加仓

祖代引种量持续下滑奠定了肉禽产业链周期反转供需面基础。我们预期，行情一旦反转，价格弹性将在供需缺口驱动和猪价拉动的双重作用下，远超市场预期。尽管当前价格仍处于底部区域，但是从祖代向下传导的时间周期看，从我们对在产父母代存栏量的推算结果看，反转拐点也已经清晰可见，顺势而动，投资布局的窗口期业已打开。

当前禽业股与 2014 年 4 月生猪养殖股所处的阶段非常相像：产能在去化且趋势明确，价格处于底部区域，反转拐点存在巨大市场分歧。但是，比当时更好的条件是，当前肉鸡行

慧博资讯整理
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn
慧博资讯整理

业反转预期的明确程度远高于 2014 年的生猪，市场分歧仅仅在于反转的时间点。因此，一旦拐点确认，禽业股上涨行情将一触即发。

尽管禽业股在价格底部期间，已经跟随生猪养殖股上涨了一个阶段，但是距离反转预期的市值空间仍有较大差距，也明显落后于生猪养殖股涨幅。我们根据周期高点的历史中枢估值（25 倍）测算，当前禽业股普遍存在 40-80%空间。我们坚定看好禽业股底部反转机会，并预期 2016-17 年将展现更大的价格弹性。重点推荐益生股份、民和股份、圣农发展等。同时，我们也继续看好生猪养殖类个股，重点推荐牧原股份、正邦科技、雏鹰农牧等。

表 1：养殖类公司盈利空间预测（亿元）

公司名称	盈利预估	2016 年利润	合理市值	当前市值	空间
圣农发展	单羽鸡盈利 3 元/羽	322.5	387	178	81%
民和股份	单羽商品鸡苗盈利 1 元	57.5	69	33	74%
仙坛股份	单羽鸡盈利 2.3 元/羽	62.5	75	48	30%
益生股份	单羽商品鸡苗盈利 1 元；单套父母代鸡苗盈利 5 元/套	93.75	112.5	59	59%
牧原股份	单头平均 450 元/头	337.5	405	251	34%
雏鹰农牧	平均 300 元/头（考虑产品结构）	262.5	315	110	139%
正邦科技	单头盈利 250 元/头	175	210	102	72%

资料来源：中信证券研究部预测　注：截止 2015 年 10 月 23 日

风险因素

疫病风险；价格低于预期风险；出栏量低于预期风险。

慧博资讯整理
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn
慧博资讯整理

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意,CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 https://www.clsa.com/disclosures/。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com.

美国:本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK)发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。