

证券研究报告—深度报告

农林牧渔

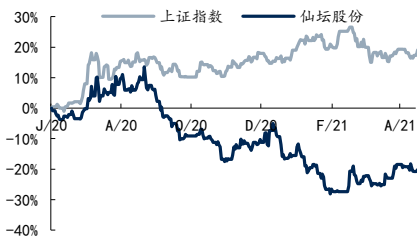
畜牧业

仙坛股份(002746)
增持

合理估值： 7.7-8.1 元 昨收盘： 6.75 元 (首次评级)

2021年06月17日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	861/545
总市值/流通(百万元)	5,809/3,677
上证综指/深圳成指	3,557/14,673
12个月最高/最低(元)	15.58/6.72

证券分析师：鲁家瑞

电话：021-61761016

E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520110002

联系人：李瑞楠

电话：021-60893308

E-MAIL: liruinan@guosen.com.cn

深度报告

深耕白羽鸡养殖，食品供应加速成长

● 公司简介：区域型白羽鸡养殖一体化企业

公司成立于2001年，是国内大型白羽肉鸡养殖企业，养殖基地主要集中在山东省，具有生态养殖和封闭隔离防疫的地理优势，业务已实现多元化发展，布局肉鸡养殖深加工全产业链。2020年公司营收和净利润受疫情和行业影响较大，业绩阶段筑底。从产品的角度来看，2020年调理品毛利率下滑5.98pct，鸡肉产品毛利率下滑19.19pct，调理品价格受周期波动的影响较小，公司未来成为食品供应商的战略规划明确。

● 行业情况：基本面强于预期，禽链或迎低估值修复

短期白羽肉鸡价格或迎季节性反弹，主要原因在于供给端毛鸡短缺，以及需求端受猪价反弹影响有望回暖。中长期，父母代种鸡疾病和祖代种鸡引种量收缩等多因素干扰白羽肉鸡产能正常迭代，未来白羽肉鸡行情有超预期的可能。其次，对比欧美发达国家，中国餐饮业连锁化率存在提升趋势，以及中国人均鸡肉消费量远低于欧美，我国鸡肉消费市场具有广阔的空间。成本端，由于种植链高景气，白羽肉鸡养殖成本承压；随着高成本常态化，未来鸡肉终端价格有望跟随上修。

● 公司亮点：区域养殖一体化龙头，食品供应未来可期

合作模式上，公司采用“九统一”生产管理体系，全面对合作养殖过程进行质量把控。养殖技术上，公司的立体养殖技术具有场地利用率高、环境污染少、养殖成本低等优势，引领肉鸡养殖技术发展趋势。管理决策上，公司以科学、持续、稳定的分红决策积极回报投资者。产能扩张上，2020年12月公司募集资金总额10.45亿元，将着重于调理品加工，向下游食品端延伸。未来规划上，公司拥有众多长期稳定的优质客户，加速从传统农业向现代食品供应商转型。

● 风险提示

禽类疫情及重大自然灾害发生的风险；饲料原材料供应价格波动风险。

● 给予“增持”评级

预测公司2021-2023年EPS分别为0.26/0.69/1.01元，2021年6月16日收盘价对应PE分别26.5/10.0/6.8倍。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	v	3,591	4,138	4,848
(+/-%)	-9.8%	12.6%	15.2%	17.2%
净利润(百万元)	353	149	395	581
(+/-%)	-64.8%	-57.7%	164.9%	47.2%
摊薄每股收益(元)	0.61	0.26	0.69	1.01
EBIT Margin	8.2%	2.4%	7.1%	9.9%
净资产收益率(ROE)	7.8%	3.2%	8.2%	11.2%
市盈率(PE)	11.2	26.5	10.0	6.8
EV/EBITDA	10.3	24.6	11.6	8.1
市净率(PB)	0.88	0.86	0.82	0.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

投资摘要

估值与投资建议

我们认为仙坛股份是禽养殖板块优秀标的的重要原因是公司是区域白羽鸡养殖一体化龙头，募投项目进展顺利，产能有望实现爆发式增长。公司在以白羽鸡养殖业务为主导的成长过程中，积极布局屠宰加工和深加工等项目，主要鸡肉产品以分割冻鸡肉产品的形式出售，已形成品牌价值，重点发力下游食品端布局的募投项目达产后有望为公司储备新的成长点，公司将迎来增长的黄金周期。我们预计公司 2021-2023 年每股收益 0.26/0.69/1.01 元，利润增速分别为 -57.7%/164.9%/47.2%，未来一年合理估值区间 7.7-8.1 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

核心假设与逻辑

第一，虽然禽周期下行，但短期行业基本面强于预期，季节性畜禽涨价有望表现靓丽。公司作为区域性白羽鸡养殖龙头，区位优势明显，凭借其高效养殖合作模式，具有成本优势以及逐渐升高的单羽盈利能力。此外，募投项目达产后，公司白羽鸡产能迅速扩张，业绩将迎来高速增长，公司市占率有望进一步提升。

第二，深加工后的调理品更具有抵御禽周期波动的能力，公司长期支持开发高附加值的深加工调理品，已形成深厚市场积累，拥有众多长期稳定的优质客户资源，公司未来成为食品供应商的目标明确，业绩将伴随鸡肉调理品营收占比的上升而同步增强。

与市场的差异之处

目前禽周期整体下行，市场较少关注禽养殖板块公司。我们与市场不同点在于：我们认为公司是区域白羽鸡养殖龙头，产能扩充迅速以及积极向下游食品端延伸，有望迎来新的盈利增长阶段。一方面，公司虽然起步于白羽鸡养殖，但其加快白羽鸡屠宰加工产能布局，经深加工后的调理品具备消费品属性，盈利水平受禽周期影响较小，且未来有望通过品牌溢价进一步提升盈利水平。另一方面，公司长期支持开发高附加值的深加工调理品，是食品端的率先布局者，客户资源稳定且优秀，有助于公司成长为头部鸡肉食品供应商。

股价变化的催化因素

公司以白羽鸡养殖起家，成为区域养殖龙头。在成长的过程中，公司进行业务多元化布局，积极拓展食品端业务，打造农牧食品一体化的竞争优势。2020 年新的募投项目有望在未来五年内全部达产，通过扩规模延深产业链，向农牧食品一体化企业演变的仙坛股份将迎来黄金增长期。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，禽类疫情及重大自然灾害发生引致的风险。

第二，饲料原材料供应及价格波动风险。

内容目录

估值与投资建议.....	5
绝对估值: 7.7-7.9 元.....	5
相对法估值: 7.80-8.06 元.....	6
投资建议.....	6
公司简介: 区域性白羽鸡养殖一体化企业.....	7
发展历程: 专注肉鸡养殖深加工近 20 年.....	7
经营情况: 业绩受低迷鸡价影响, 调理品有望熨平周期波动.....	8
行业情况: 基本面强于预期, 禽链或迎低估值修复.....	9
禽业: 基本面强于预期, 未来表现值得期待.....	9
餐饮业: 连锁餐饮市场规模扩大, 白羽肉鸡需求有提升空间.....	10
种植业: 豆粕、玉米价格上涨, 成本支撑未来价格.....	10
公司亮点: 养殖成本壁垒高筑, 食品供应未来可期.....	12
“九统一”生产管理体系, 全面进行质量把控.....	12
成本控制领先, 盈利能力优异.....	12
科学持续分红, 稳固市场信心.....	13
非公开募投项目助力扩产, 发力下游食品端布局.....	13
拥抱优秀客户资源, 争做领先食品供应商.....	14
盈利预测.....	15
假设前提.....	15
未来 3 年盈利预测 (百万元).....	15
盈利预测的敏感性分析.....	16
风险提示.....	17
附表: 财务预测与估值.....	18
国信证券投资评级.....	19
分析师承诺.....	19
风险提示.....	19
证券投资咨询业务的说明.....	19

图表目录

图 1: 仙坛股份主要产品包括冻品和调理品.....	7
图 2: 仙坛股份发展历程.....	7
图 3: 低迷鸡价影响公司业绩.....	8
图 4: 2021Q1 净利润同比下滑 61.71%.....	8
图 5: 2012-2021Q1 立华毛利率情况.....	8
图 6: 调理品较鸡肉产品稳定性更高.....	8
图 7: 白羽肉鸡价格处于低位.....	9
图 8: 白羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备).....	9
图 9: 白羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备).....	9
图 10: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量.....	10
图 11: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量下滑.....	10
图 12: 2019 年美国餐饮业连锁化率为 54.3%.....	10
图 13: 2019 年中国餐饮业连锁化率为 10.3%.....	10
图 14: 国内大豆现货价维持上涨态势 (元/吨).....	11
图 15: 国内玉米收购均价处于历史高位 (元/吨).....	11
图 16: “公司+基地+农场”合作养殖模式.....	12
图 17: 公司养殖完全成本情况.....	13
图 18: 单羽盈利能力明显提升.....	13
图 19: 公司预计屠宰产能情况.....	14
图 20: 公司拥有多家优质客户资源.....	14
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%).....	5
表 2: 资本成本假设.....	5
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元).....	6
表 4: 仙坛股份同类公司估值比较.....	6
表 5: 全球大豆供需平衡表.....	11
表 6: 中国玉米供需平衡表.....	11
表 7: 近年分红情况.....	13
表 8: 公司各项业务估算.....	15
表 9: 未来 3 年利润表预测.....	15
表 10: 情景分析 (乐观、中性、悲观).....	16

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：7.7-7.9 元

从公司角度考虑，2020 年面对新冠疫情、禽业不景气等复杂多变的经营环境，公司在积极采取措施做好防控工作的同时，在非公开发行募投助力下，公司产能有望持续扩张，带来进一步的成长储备。同时，公司长期支持开发高附加值的深加工调理品，并正在加快向食品端的延伸，作为消费品，该业务盈利水平受禽周期影响较小，未来有望通过品牌溢价进一步提升盈利水平。我们预期公司在 2021-2023 年收入增速分别达到 12.6%、15.2%、17.2%，毛利率因产品结构优化及产能利用率提升而有小幅上升趋势，费用率保持稳定。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	19.12%	37.07%	-9.77%	12.62%	15.23%	17.15%	9.00%	7.00%	5.00%
毛利率	17.09%	29.94%	10.24%	95.38%	90.81%	88.28%	96.00%	93.00%	85.50%
管理费用/营业收入	1.81%	1.32%	1.49%	1.50%	1.44%	1.30%	1.29%	1.28%	1.27%
销售费用/销售收入	0.62%	0.43%	0.25%	0.30%	0.25%	0.23%	0.24%	0.24%	0.24%
营业税及附加/营业收入	0.34%	0.23%	0.28%	0.25%	0.25%	0.20%	0.23%	0.23%	0.23%
所得税税率	0.00%	0.27%	-0.30%	0.10%	0.50%	0.30%	0.10%	0.60%	0.80%
股利分配比率	18.61%	16.40%	55.94%	30.00%	50.00%	30.00%	15.00%	30.00%	20.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.3	Ka	11.34%
无风险利率	2.50%	有杠杆 Beta	1.33
股票风险溢价	6.80%	Ke	11.56%
公司股价（元）	6.86	E/(D+E)	97.52%
发行在外股数（百万）	574	D/(D+E)	2.48%
股票市值(E, 百万元)	3936	WACC	11.41%
债务总额(D, 百万元)	100	永续增长率（10 年后）	2.0%
Kd	5.30%	FCFE 每股价值（元）	7.8
T	0.10%	FCFF 每股价值（元）	9.8

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 7.7-7.9 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		11.4%	11.5%	11.56%	11.7%	11.8%
永续 增 长 率 变 化	2.3%	8.22	8.11	7.99	7.89	7.78
	2.2%	8.16	8.05	7.94	7.83	7.73
	2.1%	8.11	8.00	7.89	7.78	7.68
	2.0%	8.05	7.94	7.84	7.73	7.63
	1.9%	8.00	7.89	7.79	7.68	7.58
	1.8%	7.95	7.84	7.74	7.64	7.54
	1.7%	7.90	7.79	7.69	7.59	7.49

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 7.80-8.06 元

业绩方面, 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.26/0.69/1.01 元。估值方面, 选取与公司相近的农牧行业的国内公司做比较, 选取公司主要为:

圣农发展: 公司主营业务是肉鸡养殖和屠宰加工, 顺利进入肯德基和麦当劳等知名品牌供应链, 有望在食品供应市场进一步扩大占有率, 从而打造强大的品牌力。

益生股份: 益生股份和仙坛股份处于白鸡行业产业链“曾祖代——祖代——父母代——商品代”的不同代次, 具有参照性。

采用 PE 法估值: 与可比公司相比, 考虑到公司成长性, 应该享有估值溢价, 逻辑如下: 公司为区域性白羽鸡养殖行业龙头, 凭借其高效养殖合作模式, 具有行业领先的成本优势以及逐渐升高的单羽盈利能力。公司在以白羽鸡养殖业务为主导的成长过程中, 积极拓展食品端业务, 通过扩规模延深产业链, 向农牧食品一体化企业演变。

由于行业平均 PE 约 28 倍, 综合考虑, 我们给公司 2021 年 30-31 倍 PE, 对应 2021 年合理价格区间分别为 7.8-8.1 元。

表 4: 仙坛股份同类公司估值比较

代码	简称	股价 (6月16日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
002299.SZ	圣农发展	25.75	1.29	1.99	2.85	20	13	9	白羽鸡养殖、加工
002458.SZ	益生股份	9.78	0.27	0.36	0.55	36	27	18	白羽鸡养殖
均值						28			

资料来源: WIND、国信证券经济研究所 (盈利预测采用万德一致预测)

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 7.7-8.1 元之间, 相对于公司目前股价有 10%-20% 溢价空间。我们认为, 公司具有稳定的经营能力、持续的成长性, 给予“增持”评级。

公司简介：区域性白羽鸡养殖一体化企业

仙坛股份成立于 2001 年，是国内大型白羽肉鸡养殖企业。公司主营业务为父母代肉种鸡养殖、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。公司业务环节现已覆盖饲料生产、肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工与深加工，实现了肉鸡产业链的纵向一体化经营。

公司养殖基地集中在山东省烟台、威海地区，位于胶东半岛（国家五个无规定动物疫病示范区之一）北部，三面环海、一面背山的独岛养殖环境具有生态养殖和封闭隔离防疫的地理优势，而大陆性季风气候优势亦能最大限度发挥肉鸡生产潜力，降低养殖风险。同时，山东省为禽类养殖和农业大省，公司所处地区的产业集群优势明显。

图 1：仙坛股份主要产品包括冻品和调理品

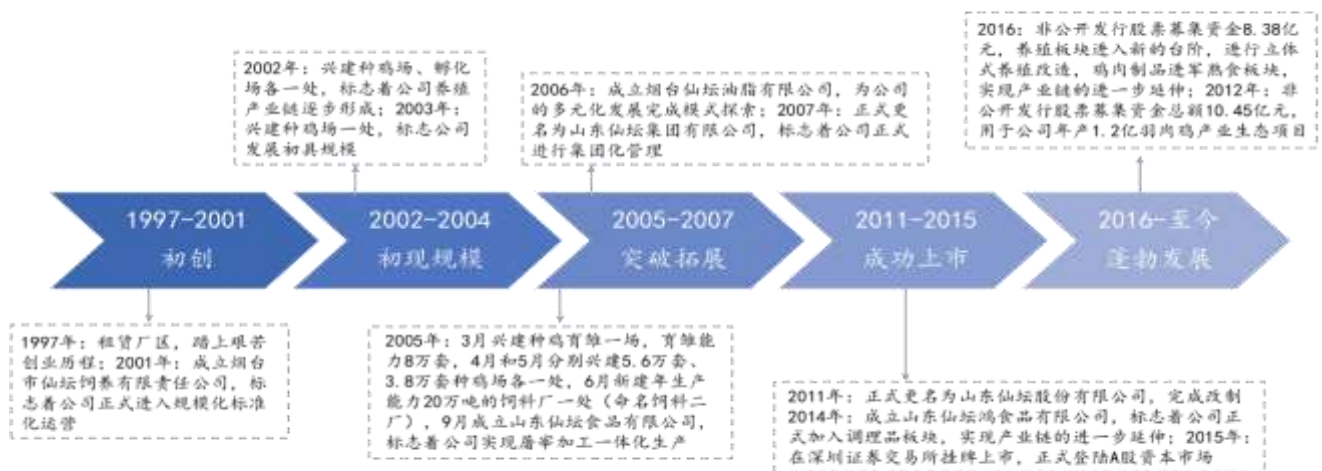


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

发展历程：专注肉鸡养殖深加工近 20 年

在当前大环境和市场竞争新常态的引领下，仙坛将持续秉承质量第一，健康安全绿色的发展之路。创立初期，公司通过兴建种鸡场布局鸡养殖产业，初现规模后，2005 年公司新建饲料厂和成立食品有限公司，向屠宰加工一体化企业发展。2014 年，公司开拓调理品板块，实现产业链的进一步延伸，2015 年 2 月 16 日在深圳证券交易所挂牌上市，正式登陆 A 股资本市场。2016 年和 2020 年，公司通过两次募集共近 19 亿元的资金，进军熟食板块和拓展白羽鸡产能。从创立至今，仙坛业务已实现多元化发展，布局肉鸡养殖深加工全产业链，成为区域性白羽鸡养殖一体化优秀企业。

图 2：仙坛股份发展历程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

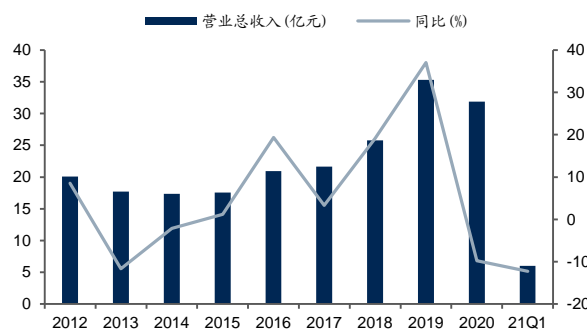
经营情况：业绩受低迷鸡价影响，调味品有望熨平周期波动

2020 年营收和净利润受疫情和行业影响较大，业绩表现低迷。2020 年公司实现营业收入 31.88 亿元，同比下降 9.77%，近五年 CAGR 为 12.67%；净利润为 3.53 亿元，同比下降 64.77%。由于 2020 年初新冠疫情导致餐饮业低迷，鸡肉消费端受到巨大冲击，随着国内疫情受控，消费市场缓慢复苏，但是由于 2020 年白羽肉鸡产能过剩，供给端放量叠加需求端收缩，导致全年肉鸡价格低迷，2020 年公司鸡肉制品销售均价为 13758.56 元/吨，同比下降 5.19%，生鲜鸡肉销售均价为 8797.11 元/吨，同比下降 16.54%。

21Q1 业绩持续低迷，成本上升压缩利润空间。21Q1 公司营业收入为 6.01 亿元，同比下降 12.32%；净利润 0.62 亿元，同比下降 61.71%，主要由于 21Q1 公司鸡肉产品销量明显下滑，21Q1 鸡肉产品销售量为 5.58 万吨，同比下降 18.8%，销售收入为 5.24 亿元，同比下降 17.5%。并且 2021 年开始，玉米、豆粕等饲料原料成本价格不断上涨，导致鸡养殖企业成本上抬，利润受到挤压。

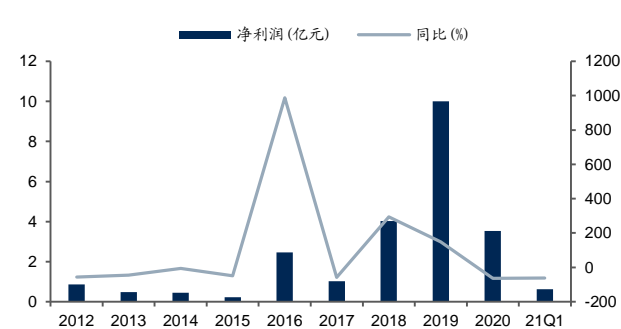
21Q1 毛利率同比下降，调味品抗波动能力更强。20 年受疫情和行业低迷影响，公司毛利率为 10.24%，同比下降 19.70pct，21Q1 毛利率继续下滑，为 9.59%。从产品角度来看，2020 年调味品毛利率为 9.95%，同比下滑 5.98pct，鸡肉产品毛利率为 9.33%，同比下滑 19.19pct，由此可见，经深加工后的鸡肉调理品价格受周期波动的影响较小，毛利率降幅也低于生鲜产品。随着全国逐步推行限制活禽交易的政策，以及国内餐饮连锁化趋势明显，白羽肉鸡需求不断上升，公司未来成为食品供应商的战略规划明确，将持续加大对鸡肉调理品的投入和销售渠道的开拓，公司业绩将伴随鸡肉调理品营收占比的上升而同步增强。

图 3：低迷鸡价影响公司业绩



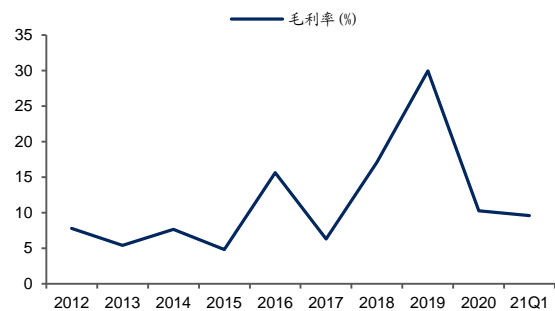
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：2021Q1 净利润同比下滑 61.71%



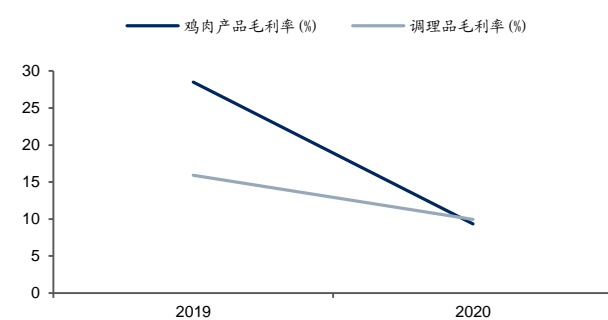
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：2012-2021Q1 立华毛利率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：调味品较鸡肉产品稳定性更高



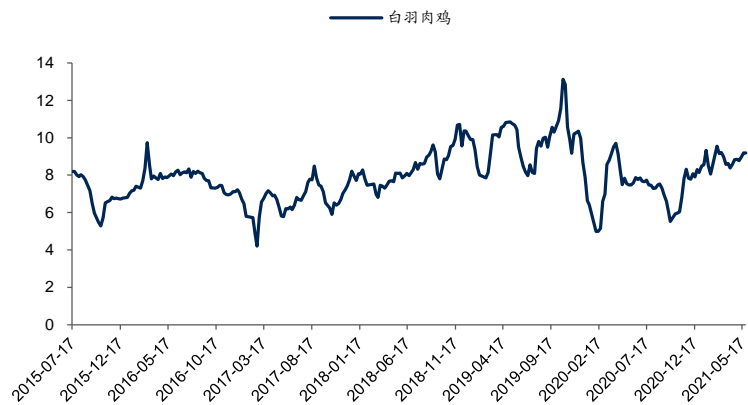
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

行业情况：基本面强于预期，禽链或迎低估值修复

禽业：基本面强于预期，未来表现值得期待

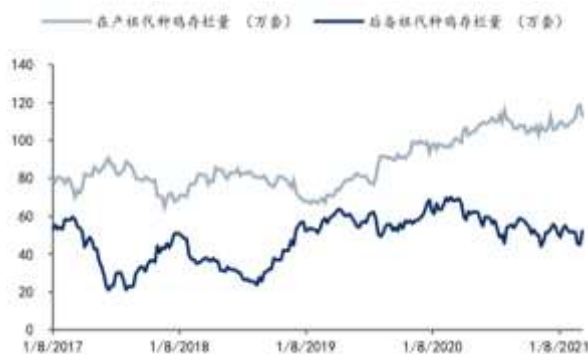
5月28日白羽肉鸡价格为9.19元/公斤，与上周持平，较年初略有上升，但仍处于历史低位。从禽业分会监测数据来看，行业自2019年以来，产能快速恢复。白羽肉鸡方面，截止2021年3月14日，祖代鸡存栏（在产+后备）165万套，父母代存栏（在产+后备）2584万套，祖代与父母代种鸡存栏均处于历史高位。从协会数据来看，行业基本面将持续羸弱；但从我们调研来看，基本面强于市场预期，主要观点如下：1）短期白羽肉鸡价格或迎季节性反弹，主要原因在于供给端毛鸡短缺（屠宰场开工率较低），以及需求端受猪价反弹影响有望回暖；2）中长期，父母代种鸡疾病和祖代种鸡引种量收缩等多因素干扰白羽肉鸡产能正常迭代，未来白羽肉鸡行情有超预期可能。

图7：白羽肉鸡价格处于低位



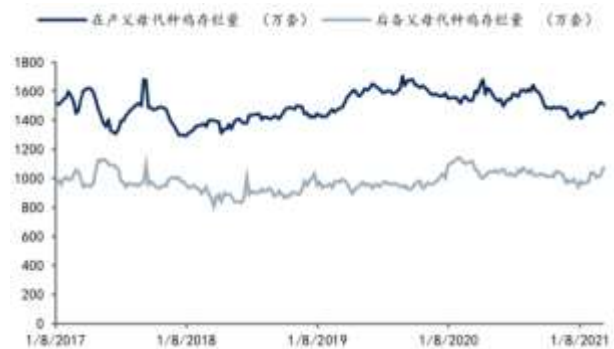
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：白羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、国信证券经济研究所整理

图9：白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



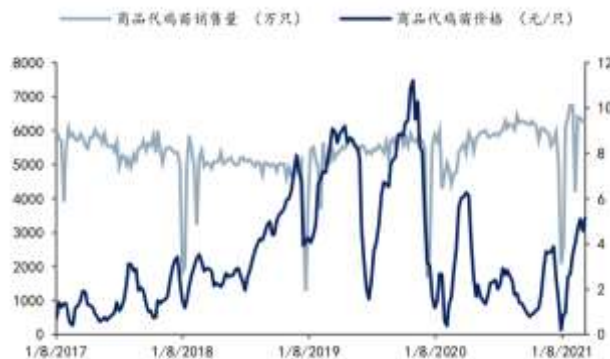
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、国信证券经济研究所整理

图 10: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会、国信证券经济研究所整理

图 11: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量下滑

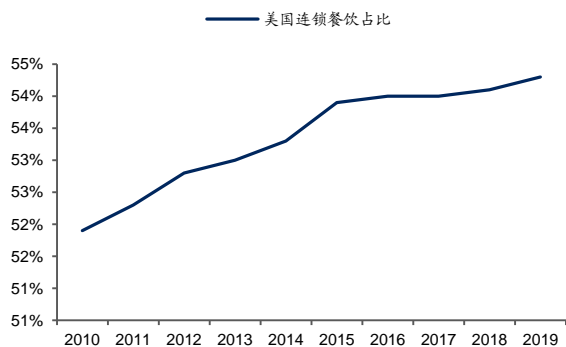


资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会、国信证券经济研究所整理

餐饮业: 连锁餐饮市场规模扩大, 白羽肉鸡需求有提升空间

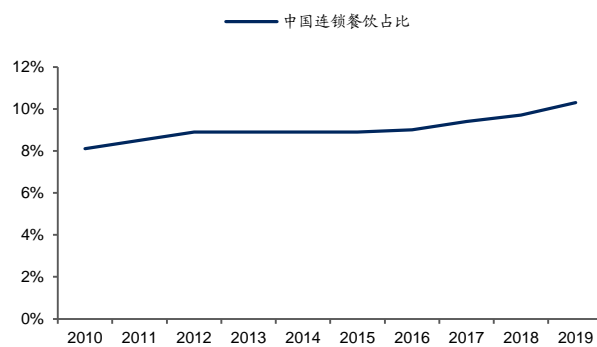
对比欧美发达国家看, 2019 年中国餐饮业连锁化率为 10.3%, 较 2010 年提升 2.20pct; 美国餐饮业连锁化率达到 54.3%, 较 2010 年提升 2.40pct, 中国餐饮业连锁化率远低于美国, 但存在提升趋势。在鸡肉消费方面, 2019 年中国人均鸡肉消费量为 12.1 公斤, 对比美国、巴西人均鸡肉消费量超 40 公斤处于较低水平, 我们认为, 相比其他国家, 禽肉在我国居民肉类消费中占比较低, 远小于猪肉的 60%, 我国鸡肉消费市场具有广阔的空间。近年来, 随着国内连锁快餐店、外卖市场等对白羽肉鸡需求不断增加, 我们预计我国白羽肉鸡供给将伴随消费市场成熟呈现稳定扩增趋势。

图 12: 2019 年美国餐饮业连锁化率为 54.3%



资料来源: 欧睿国际、国信证券经济研究所整理

图 13: 2019 年中国餐饮业连锁化率为 10.3%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

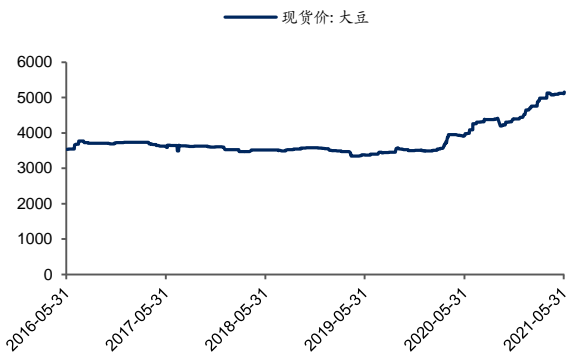
种植业: 豆粕、玉米价格上涨, 成本支撑未来价格

白羽肉鸡的饲料原料主要为豆粕、玉米等, 由于种植链高景气, 豆粕、玉米价格的上涨会导致饲料价格上升, 白羽肉鸡养殖成本承压。具体来看:

大豆: 国内大豆现货价 2020 年 5 月以来从 3928 元/吨左右上涨至 5117.37 元/吨, 大豆价格强劲上涨反映了大豆供需的紧张局面, USDA 下调全球大豆产量将会进一步强化市场的看涨预期, 同时南美阿根廷大豆主产区受拉尼娜天气影响高温干燥天气持续, 不利于大豆生长, 大豆价格上涨动力将更充足。

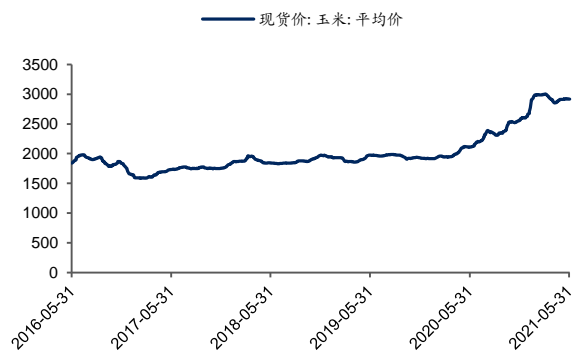
玉米：2021年6月1日全国玉米粮库收购均价上涨至2914.79元/吨，处于历史高位。由于拉尼娜天气叠加新冠疫情的持续影响，预计玉米价格上涨仍有一定空间。从中国国内来看，虽然国内玉米产量和进口量均有较大幅度提升，但是国内玉米需求量的增势更为强劲，供需缺口持续存在，因此我们预计玉米库存消费比仍将保持下行趋势，国内玉米的供需偏紧格局有望带动玉米价格继续震荡上行。

图 14：国内大豆现货价维持上涨态势（元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 15：国内玉米收购均价处于历史高位（元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 5：全球大豆供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (4月预估)	2020/21 (5月预估)
期初库存	100.66	114.48	96.38	96.52
产量	361.04	339	363.19	362.95
进口	145.88	164.97	167.76	167.77
国内压榨量	298.53	311.45	322.47	322.4
国内总使用量	344.28	357.01	369.55	369.33
出口量	148.83	165.05	170.91	171.36
期末库存	114.48	96.38	86.87	86.55
库销比	33%	27%	24%	23%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表 6：中国玉米供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (4月预估)	2020/21 (5月预估)
期初库存	222.53	210.16	200.53	200.53
产量	257.17	260.78	260.67	260.67
进口	4.48	7.6	24	26
国内压榨量	191	193	206	206
国内总使用量	274	278	289	289
出口量	0.02	0.01	0.02	0.02
期末库存	210.16	200.53	196.18	198.18
库销比	76.70%	72.10%	67.90%	68.57%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

公司亮点：养殖成本壁垒高筑，食品供应未来可期

“九统一”生产管理体系，全面进行质量把控

公司商品代肉鸡养殖业务由自有养殖场和合作养殖场两类养殖基地实施。其中，合作养殖场采取“九统一”管理下的“公司+基地+农场”合作养殖模式，即统一选址布局；统一规划建设标准；统一供应饲料；统一供应商品代雏鸡；统一供应药品；统一回收出栏商品代肉鸡；统一物流管理；统一防疫、标准化养殖管理；统一全方位检测。公司将合作养殖场统一纳入公司的流程化管理，使之成为公司一体化经营产业链中的养殖基地。

公司凭借白羽肉鸡养殖行业深耕多年的丰富经验，对商品代肉鸡养殖业务采取“公司+基地+农场”的合作养殖模式，有效整合了公司科学养殖的流程化“九统一”管理优势。在此合作养殖模式下，农场主“老板”和“工人”的身份叠加，提高了养殖环节的责任心和产出率，促使养殖效果达到最佳状态，增加了养殖场的收入，同时也减少了养殖场的风险。公司与合作场之间形成了合作互赢的信赖机制，带动合作养殖方共同致富。

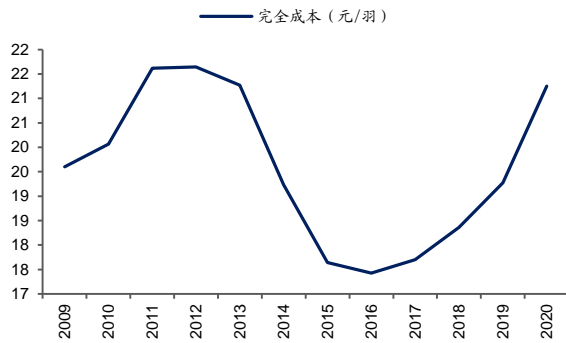
图 16：“公司+基地+农场”合作养殖模式



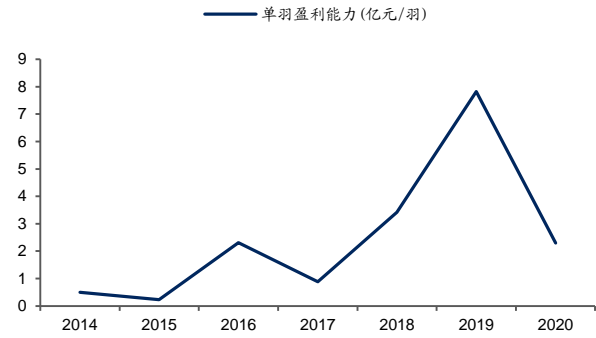
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成本控制领先，盈利能力优异

2015年，公司通过非公开发行股票募集资金，进行商品鸡饲养立体养殖（笼养）技术改造。立体养殖技术具有场地利用率高、环境污染少、养殖成本低等优势，是肉鸡养殖技术发展趋势，符合当前政策倡导的环保集约型的养殖模式。2016年技术改造后，白羽肉鸡养殖成本为16.4元/羽，相比2015年下降0.2元/羽。公司凭借多年的经验，拥有卓越的成本控制能力，通过根据禽业行情调节代养费，提升管理效率降低三费支出等措施，实现养殖完全成本下降，单羽盈利能力上涨，虽然2020年受疫情和行业影响，单羽盈利能力减弱，但不影响公司整体向好趋势。

图 17: 公司养殖完全成本情况


资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

图 18: 单羽盈利能力明显提升


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

科学持续分红，稳固市场信心

公司自 2015 年上市以来，累计现金分红 63,718.80 万元。公司结合自身战略发展规划，凭借优异的盈利水平和财务状况，以科学、持续、稳定的分红决策和监督机制，增强利润分配政策的透明度和可操作性，积极回报投资者。

表 7: 近年分红情况

年份	现金分红金额 (含税)(万元)	分红年度合并 报表中归属于 上市公司普通 股股东的净利 润(万元)	现金分红金额 占合并报表中 归属于上市公司 普通股股东的 净利润比率	利润分配方案	转增后股本情 况(股)
2020 年	17,210.77	35,256.31	48.82%	每 10 股派发 3 元，转增 5 股	860,538,727
2019 年	18,547.70	100,066.53	18.54%	每 10 股派发 4 元	573,692,485
2018 年	15,456.42	40,195.87	38.45%	每 10 股派发 5 元，转增 5 股	463,692,511
2017 年	7,273.61	10,196.93	71.33%	每 10 股派发 4 元，转增 7 股	309,128,341
2016 年	3,636.80	24,551.60	14.81%	每 10 股派发 2 元	181,840,201
2015 年	1,593.50	2,255.74	70.64%	每 10 股派发 1 元	159,350,000

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

非公开募投项目助力扩产，发力下游食品端布局

公司在白羽肉鸡养殖及屠宰加工行业深耕多年，通过产业链纵向高度整合，实现了种鸡养殖到鸡肉产品加工销售完整产业链的全环节覆盖。2020 年 12 月公司非公开发行股份 1.1 亿股，募集资金总额 10.45 亿元，用于诸城年产 1.2 亿羽肉鸡产业生态项目，拟投入 7 个商品鸡场、饲料厂及屠宰厂共 9 处建设项目，将着重于调理品加工，意在向下游食品端发展延伸。

目前该项目进展顺利，屠宰厂一期已经投入使用，饲料厂预计 2021 年 8 月份可以试生产；一期配套的商品鸡场建设进度达到 50% 左右，预计 2021 年底将全部达产；二期屠宰项目也已经封顶，预计 2022 年底建成投产；按照 10 万吨/年设计产能建设的熟食品加工厂计划 2022 年开工，2024 年投产。诸城项目 2024 年全部建成投产后，公司将实现父母代、商品代的全配套，公司的肉鸡宰

杀量将达到 2.5-2.7 亿只、肉食加工能力达 60 万吨、熟食产能 15 万吨，公司产能将翻倍，相当于在诸城市再造一个“仙坛股份”，实现公司的二次腾飞。

图 19: 公司预计屠宰产能情况



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

拥抱优秀客户资源，争做领先食品供应商

公司凭借多年白羽肉鸡专业养殖优势，向下游积极延伸产业链，长期支持开发高附加值的深加工调理品，已形成深厚市场积累，拥有众多长期稳定的优质客户资源，是国内肯德基、双汇、金锣、华莱士、山东惠发食品股份有限公司、烟台喜润工贸有限公司等快餐业及食品加工客户的优质供应商。未来，公司将积极顺应销售市场趋势，不断的创新和优化产品结构，提升产品核心竞争力和品牌影响力，实现从农场到餐桌，从传统农业向现代食品供应商转型。

图 20: 公司拥有多家优质大客户资源



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

鸡肉产品业务: 2020 年禽周期整体下行, 2021-2022 年有望企稳, 我们预计 2021-2023 年公司鸡肉产品业务收入增速分别为 13%、15%和 17%。

商品代肉鸡业务: 随着白羽鸡价格回升, 产能释放加速, 我们预计公司 2021-2023 年商品代肉鸡业务收入增速分别为 6%、22%和 21%。

淘汰种鸡、豆油业务: 该业务非公司经营核心, 占整体营收比例较小, 我们预计公司 2021-2023 年淘汰种鸡、豆油业务收入增速分别为 0.2%、0.1%和 0.1%。

羽毛粉业务: 该业务占整体营收比例较小, 我们预计公司 2021-2023 年羽毛粉业务收入增速分别为 5%、3%和 2%。

表 8: 公司各项业务估算

	2021E	2022E	2023E
鸡肉产品总收入 (百万元)	3398.59	3917.22	4594.90
yoy	13.1%	15.3%	17.3%
毛利 (百万元)	133.54	338.39	520.40
毛利率	3.9%	8.6%	11.3%
商品代肉鸡总收入 (百万元)	125.90	153.35	184.80
yoy	6.4%	21.8%	20.5%
毛利 (百万元)	2.43	11.56	17.25
毛利率	1.9%	7.5%	9.3%
淘汰种鸡、豆油总收入 (亿元)	35	35	35
yoy	0.20%	0.10%	0.10%
毛利 (百万元)	17	17	17
毛利率	50%	50%	50%
羽毛粉总收入 (亿元)	32	32	33
yoy	5%	3%	2%
毛利 (百万元)	13	13	13
毛利率	40%	40%	40%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测 (百万元)

表 9: 未来 3 年利润表预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3188	3591	4138	4848
营业成本	2862	3425	3758	4279
营业税金及附加	9	9	10	10
销售费用	8	11	10	11
管理费用	47	59	65	68
财务费用	5	(48)	(78)	(82)
投资收益	92	20	30	30
资产减值及公允价值变动	10	0	0	0
其他收入	(7)	0	0	0
营业利润	351	156	403	591
营业外净收支	(3)	(4)	0	0
利润总额	348	151	403	591
所得税费用	(10)	0	2	2
少数股东损益	5	2	6	9
归属于母公司净利润	353	149	395	581

按上述假设条件,我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.49/3.95/5.81 亿元, EPS 分别为 0.26/0.69/1.01 元。

盈利预测的敏感性分析

表 10: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3533	3,188	3,591	4,139	4,850
(+/-%)	37.1%	-9.8%	12.6%	15.2%	17.2%
净利润(百万元)	1001	353	153	399	586
(+/-%)	148.9%	-64.8%	-56.7%	161.4%	46.9%
摊薄 EPS	2.16	0.61	0.27	0.69	1.02
中性预测					
营业收入(百万元)	4,519	3,188	3,591	4,138	4,848
(+/-%)	47.6%	-9.8%	12.6%	15.2%	17.2%
净利润(百万元)	-572	353	149	395	581
(+/-%)	-318%	-64.8%	-57.7%	164.9%	47.2%
摊薄 EPS(元)	-0.49	0.61	0.26	0.69	1.01
悲观的预测					
营业收入(百万元)	4,519	3,188	3,590	4,137	4,846
(+/-%)	47.6%	-9.8%	12.6%	15.2%	17.1%
净利润(百万元)	-572	353	146	391	577
(+/-%)	-318%	-64.8%	-58.7%	168.5%	47.5%
摊薄 EPS	-0.49	0.61	0.25	0.68	1.00
总股本(百万股)	1160	3,188	3,590	4,137	4,846

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 7.7-8.1 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期，可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年鸡肉产品业务增速的预测，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司调理品的毛利率估计偏乐观，导致未来调理品销售业务的利润增速值偏高，从而导致盈利偏乐观的风险；
- 2、可能由于对公司募投项目的达产进展估计偏乐观，导致未来禽业相关业务收入增速值偏高，从而导致盈利偏乐观的风险。

不可控疫情等系统性风险

若爆发大规模不可控禽流感等禽疫病，会影响公司商品代肉鸡和鸡肉产品的生产和销售，导致公司盈利受损。

经营风险

养殖场的建设会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1178	3293	3375	3741	营业收入	3188	3591	4138	4848
应收款项	56	75	86	101	营业成本	2862	3425	3758	4279
存货净额	361	523	570	648	营业税金及附加	9	9	10	10
其他流动资产	38	108	120	136	销售费用	8	11	10	11
流动资产合计	3964	3998	4152	4626	管理费用	47	59	65	68
固定资产	1152	1297	1468	1523	财务费用	5	(48)	(78)	(82)
无形资产及其他	131	127	122	118	投资收益	92	20	30	30
生产性生物资产	156	156	156	156	资产减值及公允价值变动	10	0	0	0
长期股权投资	60	60	60	60	其他收入	(7)	0	0	0
资产总计	5462	5637	5958	6482	营业利润	351	156	403	591
短期借款及交易性金融负债	230	100	150	150	营业外净收支	(3)	(4)	0	0
应付款项	182	255	278	316	利润总额	348	151	403	591
其他流动负债	392	513	557	629	所得税费用	(10)	0	2	2
流动负债合计	804	868	985	1095	少数股东损益	5	2	6	9
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	353	149	395	581
其他长期负债	15	19	22	23					
长期负债合计	15	19	22	23	现金流量表 (百万元)				
负债合计	819	887	1007	1118	净利润	353	149	395	581
少数股东权益	150	151	156	162	资产减值准备	1	1	0	0
股东权益	4494	4598	4795	5202	折旧摊销	201	110	133	150
负债和股东权益总计	5462	5637	5958	6482	公允价值变动损失	(10)	0	0	0
					财务费用	5	(48)	(78)	(82)
					营运资本变动	87	(50)	(1)	3
					其它	1	1	4	6
关键财务与估值指标					经营活动现金流	633	210	531	741
每股收益	0.61	0.26	0.69	1.01	资本开支	(386)	(251)	(301)	(201)
每股红利	0.34	0.08	0.34	0.30	其它投资现金流	(1059)	2331	0	0
每股净资产	7.83	8.01	8.36	9.07	投资活动现金流	(1505)	2080	(301)	(201)
ROIC	11%	3%	12%	21%	权益性融资	1032	0	0	0
ROE	8%	3%	8%	11%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	10%	5%	9%	12%	支付股利、利息	(197)	(45)	(197)	(174)
EBIT Margin	8%	2%	7%	10%	其它融资现金流	64	(130)	50	0
EBITDA Margin	15%	5%	10%	13%	融资活动现金流	701	(175)	(147)	(174)
收入增长	-10%	13%	15%	17%	现金净变动	(171)	2115	83	366
净利润增长率	-65%	-58%	165%	47%	货币资金的期初余额	1349	1178	3293	3375
资产负债率	18%	18%	20%	20%	货币资金的期末余额	1178	3293	3375	3741
息率	5.2%	1.2%	5.2%	4.6%	企业自由现金流	171	(104)	125	430
P/E	10.7	25.3	9.5	6.5	权益自由现金流	235	(186)	252	512
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7					
EV/EBITDA	9.9	23.7	11.1	7.8					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032