安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 07 月 16 日

益生股份（002458.SZ）

公司快报

证券研究报告

畜牧养殖

半年度业绩预告修正点评：充分受益于引种量下降和周期反转，预计公司将迎业绩拐点

■事件：7 月 15 日公司公告修正后的半年度预计业绩：17 年 1-6 月归属于上市公司股东净利润-12,500 万元至-12,000 万元，上年同期：26,996.24 万元。前次业绩预告情况：04 月 28 日第一季度报告中预计 17 年 1-6 月归属于上市公司股东净利润-7,000 万元至-5,000 万元。

■我们的分析与判断：

1、周期反转渐近，预计公司将迎业绩拐点

17 年一季度之后，父母代和商品代鸡苗价格持续走低，H1 父母代鸡苗市场平均销售价格约 30 元/套，公司完全成本约 20 元/套，出栏约 400 万套，单套盈利约 10 元，贡献利润约 4000 万元；H1 商品代鸡苗市场平均销售价格约 1.03 元/羽，出栏约 1.05 亿羽，单羽亏损约 1.2 元，导致亏损约 1.26 亿元。我们判断周期反转渐近，公司业绩有望迎来拐点：①从产业周期角度理解本轮鸡周期，价格上涨是高度确定的！②产能出清已加速，根据畜牧业协会统计数据，在产父母代存栏从 17 年 4 月起持续下降，存栏量已从 4 月初的高点的 1623.4 万套，降至 6 月底的 1286.9 万套，降幅达到 26%，周环比下降 2.51%，较 16 年同比下降 6.3%，父母代存栏进入下行通道，价格拐点临近。③父母代销量连续大幅下降，本轮周期反转行情持续性强。④三季度鸡肉需求为传统旺季，经销商因节假日的提前备货，以及学校开学等企事业单位的需求刺激下，三季度毛鸡价格有望上涨，并带动鸡苗价格上涨。我们预计下半年终端价格和鸡苗价格有望底部企稳上涨，预计公司将迎业绩拐点。

2、价格反转是高确定性的趋势，拐点临近

16 年受上游祖代鸡供给收缩，父母代企业预期后期上游供给将大幅收缩，补栏父母代鸡苗积极性提高，国内父母代鸡苗价格大幅上扬，全国父母代鸡苗价格 16 年 11.93 元/套上涨至 76.96 元/套，目前父母代鸡苗价格已回落至 10 元/套以下的水平。16 年商品代鸡苗波动幅度较大，长期在 3-4 元/羽运行， 16 年下半年至今受毛鸡价格低迷影响，农户补栏积极性减弱，商品代鸡苗价格跌幅较大，17 年以来商品代鸡苗长期在 1 元/羽以下，大幅低于成本，父母代养鸡农户均处于亏损状态。行业的亏损一定会推动行业淘汰，减少供给，价格反转是高确定性的趋势。

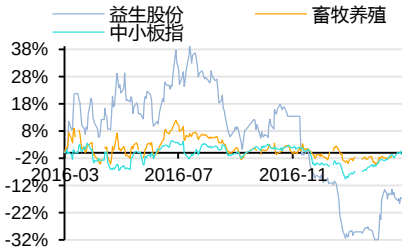
3、17 年祖代鸡引种量预计大幅下滑，公司充分受益于周期反转

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	35 元
股价（2017-07-14）	24.27 元

交易数据

总市值（百万元）	8,188.18
流通市值(百万元)	4,219.71
总股本（百万股）	337.38
流通股本(百万股)	173.87
12 个月价格区间	18.28/53.80 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.72	-12.47	-45.14
绝对收益	7.58	-10.38	-47.62

李佳丰 分析师
SAC 执业证书编号：S1450516040001
lijf3@essence.com.cn
021-35082017

相关报告

益生股份：16 年业绩大幅增长，景气有望延续/李佳丰	2017-03-21
益生股份：曾祖代引种，布局长远，坚定看好！/吴立	2016-11-29
益生股份：益生股份三季报业绩公告点评：引种短缺发威，盈利增长超预期！/吴立	2016-10-19

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

我国白羽肉鸡祖代产能由国外引种，引种国禽流感是导致引种量减少的根本原因。15 年至今，美国、法国、英国、西班牙相继封关。从 14 年开始引种量持续减少，15 年引种约 70 万套，与 14 年的 119 万套相比下降 40%，16 年全年引种量 64 万套，同比下降 8.57%，创十年新低。到目前为止 17 年能供种的仅剩新西兰，根据卓创资讯预计，新西兰供种能力在 45-50 万套之间。参考禽链周期上一轮周期（10-11 年，同样存在换羽因素），08-10 年引种量分别为 78、97、97 万套，若 17 年下半年没有新增引种国，我们预计全年引种量在 35-45 万套之间，因此 15 年以来引种量连续大幅下降奠定了长周期基础。作为为国内唯一一家有曾祖代白羽肉鸡的繁育育种公司，有望充分受益引种减少和周期反转。

4、完善激励机制，激发员工活力。

公司 3 月发布股权激励计划，拟向 182 名中高层和技术（业务）人员授予 1,700 万份股票期权，约占公司总股本 3.3 亿股的 5.10%，行权价格为 33.10 元。公司推出的股权激励计划覆盖面广，有助于广泛调动公司员工的积极性，增加公司凝聚力，更显示了公司对未来几年业绩增长的良好信心。其中预留 299 万份，占比 17.59%，对公司未来引进和储备优秀人才预留了激励空间。

■**投资建议：**公司作为国内最大的祖代鸡养殖企业之一，不仅高度受益于供给收缩带来的行业景气，也具备持续超市场预期的潜力。股权激励计划，有利于公司未来长期可持续发展；未来随着行业景气度的提升，公司业绩高增长可期。预计 17-19 年公司净利润-2.80 亿、2.94 亿、6.16 亿，对应 EPS -0.83、0.87、1.83 元，6 个月目标价 35 元，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**疫病风险；价格上涨不达预期风险；

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	604.3	1,611.1	418.5	1,209.3	2,241.1
净利润	-400.6	562.2	-280.1	294.2	615.9
每股收益(元)	-1.19	1.67	-0.83	0.87	1.83
每股净资产(元)	0.95	4.36	3.56	4.43	6.26

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-20.4	14.6	-29.2	27.8	13.3
市净率(倍)	25.5	5.6	6.8	5.5	3.9
净利润率	-66.3%	34.9%	-66.9%	24.3%	27.5%
净资产收益率	-124.7%	38.2%	-23.3%	19.7%	29.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-29.2%	47.3%	-20.6%	22.6%	50.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	604.3	1,611.1	418.5	1,209.3	2,241.1
减:营业成本	831.4	887.0	681.8	848.8	1,461.5
营业税费	0.3	2.0	2.9	8.5	0.2
销售费用	25.2	30.4	8.4	24.2	44.8
管理费用	62.3	85.2	20.9	60.5	107.6
财务费用	59.5	27.0	2.7	-0.3	-8.2
资产减值损失	-0.8	1.5	1.2	1.0	1.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-33.0	-12.2	-	-	-
营业利润	-406.6	565.7	-299.5	266.8	634.2
加:营业外净收支	3.2	-5.2	20.0	27.8	-8.9
利润总额	-403.5	560.6	-279.5	294.5	625.3
减:所得税	0.3	0.7	-	-	6.3
净利润	-400.6	562.2	-280.1	294.2	615.9

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	68.4	100.7	33.5	198.5	1,068.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	36.2	49.0	21.7	105.2	90.0
应收票据	1.7	43.6	3.0	17.4	27.1
预付帐款	20.8	53.1	22.5	34.9	70.7
存货	98.7	120.2	48.9	160.0	200.9
其他流动资产	0.1	1.8	0.6	0.9	1.1
可供出售金融资产	43.2	43.2	43.2	43.2	43.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	210.2	208.9	208.9	208.9	208.9
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,099.0	1,150.2	1,074.8	999.5	924.1
在建工程	106.8	77.2	77.2	77.2	77.2
无形资产	35.8	34.7	33.0	31.4	29.8
其他非流动资产	34.1	54.5	40.8	39.6	40.9
资产总额	1,754.8	1,937.1	1,608.1	1,916.6	2,782.4
短期债务	983.0	141.0	70.9	-	-
应付帐款	235.7	175.4	180.6	246.5	478.8
应付票据	14.0	11.0	14.2	16.9	32.6
其他流动负债	65.4	78.7	59.7	87.8	86.1
长期借款	70.0	-	-	-	-
其他非流动负债	65.3	56.6	78.7	66.9	67.4
负债总额	1,433.3	462.6	404.1	418.1	664.9
少数股东权益	0.1	3.0	3.6	3.9	6.9
股本	283.4	333.5	337.4	337.4	337.4
留存收益	47.7	1,143.2	863.0	1,157.3	1,773.2
股东权益	321.4	1,474.4	1,204.0	1,498.5	2,117.5

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	-28.2%	166.6%	-74.0%	189.0%	85.3%
营业利润增长率	721.9%	-239.1%	-152.9%	-189.1%	137.7%
净利润增长率	-1804.1	-240.3%	-149.8%	-205.0%	109.3%
EBITDA 增长率	-503.5%	-350.8%	-132.7%	-256.2%	104.7%
EBIT 增长率	4828.9%	-270.8%	-150.1%	-189.8%	134.9%
NOPLAT 增长率	4897.1%	-270.5%	-150.1%	-189.8%	132.6%
投资资本增长率	5.4%	15.0%	-18.0%	5.1%	-20.4%
净资产增长率	-54.5%	358.7%	-18.3%	24.5%	41.3%
利润率					
毛利率	-37.6%	44.9%	-62.9%	29.8%	34.8%
营业利润率	-67.3%	35.1%	-71.6%	22.1%	28.3%
净利润率	-66.3%	34.9%	-66.9%	24.3%	27.5%
EBITDA/营业收入	-44.3%	41.7%	-52.5%	28.4%	31.4%
EBIT/营业收入	-57.4%	36.8%	-70.9%	22.0%	27.9%
运营效率					
固定资产周转天数	656	251	957	309	154
流动营业资本周转天数	-63	-12	-47	-22	-16
流动资产周转天数	174	66	214	96	159
应收帐款周转天数	29	10	30	19	16
存货周转天数	60	24	73	31	29
总资产周转天数	1,066	412	1,525	525	377
投资资本周转天数	727	301	1,127	360	179
投资回报率					
ROE	-124.7%	38.2%	-23.3%	19.7%	29.2%
ROA	-23.0%	28.9%	-17.4%	15.4%	22.2%
ROIC	-29.2%	47.3%	-20.6%	22.6%	50.0%
费用率					
销售费用率	4.2%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用率	10.3%	5.3%	5.0%	5.0%	4.8%
财务费用率	9.9%	1.7%	0.7%	0.0%	-0.4%
三费/营业收入	24.3%	8.9%	7.7%	7.0%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	81.7%	23.9%	25.1%	21.8%	23.9%
负债权益比	445.9%	31.4%	33.6%	27.9%	31.4%
流动比率	0.17	0.91	0.40	1.47	2.44
速动比率	0.10	0.61	0.25	1.02	2.10
利息保障倍数	-5.83	21.92	-108.74	-888.20	-76.18
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-403.8	559.9	-280.1	294.2	615.9
加:折旧和摊销	81.0	80.9	77.0	77.0	77.0
资产减值准备	-0.8	1.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	57.3	27.5	2.7	-0.3	-8.2
投资损失	33.0	12.2	-	-	-
少数股东损益	-3.1	-2.2	0.6	0.3	3.1
营运资金的变动	-70.3	-146.5	196.6	-136.0	174.2
经营活动产生现金流量	-261.5	571.3	-3.2	235.2	862.0
投资活动产生现金流量	-139.6	-173.0	1.1	-0.2	-0.3
融资活动产生现金流量	274.1	-368.0	-65.2	-70.0	8.2

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	-1.19	1.67	-0.83	0.87	1.83
BVPS(元)	0.95	4.36	3.56	4.43	6.26
PE(X)	-20.4	14.6	-29.2	27.8	13.3
PB(X)	25.5	5.6	6.8	5.5	3.9
P/FCF	-66.8	-15.3	-89.2	50.0	9.4
P/S	13.6	5.1	19.6	6.8	3.7
EV/EBITDA	-43.5	17.0	-37.2	23.1	10.1
CAGR(%)	-190.0%	3.4%	-329.0%	-190.0%	3.4%
PEG	0.1	4.3	0.1	-0.1	3.9
ROIC/WACC	-2.8	4.5	-2.0	2.2	4.8
REP	-3.3	1.8	-3.5	3.0	1.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。