

3Q 业绩环比改善，反转模式已开启

投资评级：买入（首次）

投资要点

事件：三季报显示公司前三季度营业收入 4.63 亿元，同比下降 19.74%；公司实现归属母公司净利润-2.78 亿元，同比下降-948%，扣非后同比下降-342.88%。3Q 公司营业收入环比上升 3.5%，净利润环比改善 32.8%。公司预计 2015 年全年净利润变动区间为-3.35 亿至-3.15 亿。

点评：

■ **行业低迷带动业绩大幅下降，3Q 毛利率环比改善。**2015 年前三季度行业仍然处于消化产能阶段。此外 2015 年上半年由于养殖户预期景气行情即将到来，强制换羽数量较大。两方面原因导致鸡苗价格依旧低迷，公司业绩大幅下滑。但积极的因素正在发生改变，3Q 毛利率环比上升 30.8pct，单季度亏损收窄。

■ **祖代鸡引种量大幅低于均衡量，2016 年鸡价反转确定。**2014 年“三公消费”因素开始衰减，鸡肉消费降幅收窄至 2%。2015 年以来，猪肉价格攀升，猪肉价格比维持在 2 以上的高位，替代效应明显，预计明年鸡肉消费量有望企稳回升。按照每年消耗 1300 万吨鸡肉计算，我国祖代鸡引种量需求约为 100 万套。在白羽鸡肉联盟协调下，2015 年计划将祖代鸡引种量将控制在 110 万套以内。但是 2015 年 1 月，美国禽流感爆发，国家发文禁止进口美国种鸡，因此进口量大幅下降，预计 2015 年全年引种量仅为 70 万套。同时按照白羽鸡联盟共识，组代种鸡满 50 周（科宝 52 周）必须淘汰。按照从祖代鸡引种到商品鸡出栏共需 14 个月的生产周期，2016 年二季度鸡价将步入景气通道。

■ **公司是鸡苗销售龙头，有望充分受益禽链景气反转。**商品代鸡苗价格由于短期供给刚性，波动幅度大于鸡肉价格。而父母代鸡苗由于可以采取淘汰等加速去产能方式，且供应商市场集中度较高，整体上呈现急跌缓涨的态势，波动弹性略大于商品代鸡苗。公司主营父母代鸡苗和商品代鸡苗生产、销售，在禽类景气反转过程中业绩弹性更大。

■ **牵手中信产业基金，外延收购预期强烈：**公司与中信产业基金签订为期 3 年的《战略合作协议》，双方就战略规划、产业布局、并购整合、资本运作等方面进行合作。中信产业基金金融、产业资源丰富，资本运作能力强大。合作展开后，公司能够优化战略规划，遴选海内外产业链上优质的并购标的，强化并购资金实力，预计公司外延扩张有望提速。

■ **盈利预测：**公司逆势扩张，在行情低迷时仍然保持种鸡孵化项目投入。随着项目相继投产，预计公司 2015-2016 年商品代鸡苗销售量分别达 2.3 亿羽、2.7 亿羽；父母代鸡苗销售量分别为 1400 万套、1200 万套。预计 2015-2016 年 EPS 为-1.1 元、1.04 元，对应 2016 年 PE 为 24.28X，给予买入评级。

■ **风险提示：**疫病风险；鸡苗价格不达预期

2015 年 11 月 1 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

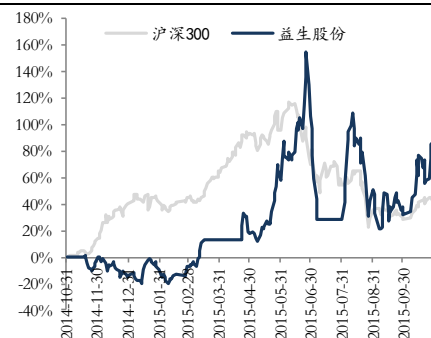
mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 严琦

18502518602

yanq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	25.25
一年最低价/最高价	10.61/17.79
市净率	36.74
流通市值（亿）	71.56

基础数据

每股净资产	1.52
资产负债率	64.03
总股本（百万股）	283.40
流通股 A 股（百万股）	145.50

图表 1: 公司分季度经营状况分析 (百万元)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
营业收入	123.46	190.17	263.26	265.03	178.60	139.73	144.69
同比增长率	-24.5%	79.5%	114.4%	139.6%	44.7%	-26.5%	-45.0%
环比增长率	11.6%	54.0%	38.4%	0.7%	-32.6%	-21.8%	3.5%
营业成本	169.50	160.68	224.94	209.24	207.24	225.85	189.25
毛利率	-37.3%	15.5%	14.6%	21.1%	-16.0%	-61.6%	-30.8%
销售费用	4.36	5.66	7.16	6.57	6.13	6.65	5.81
%营业收入	3.5%	3.0%	2.7%	2.5%	3.4%	4.8%	4.0%
管理费用	11.64	12.04	14.06	23.52	15.24	16.34	14.49
%营业收入	9.4%	6.3%	5.3%	8.9%	8.5%	11.7%	10.0%
财务费用	9.48	9.75	12.11	11.09	13.67	13.23	15.57
%营业收入	7.7%	5.1%	4.6%	4.2%	7.7%	9.5%	10.8%
投资收益	-1.55	-0.61	-0.89	5.41	-2.22	-5.91	-7.93
营业利润	-71.35	3.43	3.94	14.51	-64.55	-128.57	-87.79
同比增长率	186.02%	-104.30%	-105.00%	-109.90%	-9.53%	-3853.03%	-2328.68%
环比增长率	-51.3%	-104.8%	15.0%	268.3%	-544.9%	99.2%	-31.7%
利润总额	-70.05	5.33	37.55	50.73	-63.81	-128.33	-86.66
同比增长率	184.96%	-107.76%	-169.83%	-135.70%	-8.90%	-2508.44%	-330.76%
环比增长率	-50.7%	-107.6%	604.8%	35.1%	-225.8%	101.1%	-32.5%
所得税费用	0.02	0.11	0.02	0.16	0.04	0.31	-0.02
实际税率	0.0%	2.1%	0.1%	0.3%	-0.1%	-0.2%	0.0%
净利润	-69.85	5.06	38.23	50.07	-63.35	-128.62	-86.45
同比增长率	184.56%	-107.36%	-171.08%	-135.35%	-9.30%	-2641.61%	-326.12%
环比增长率	-50.7%	-107.2%	655.4%	31.0%	-226.5%	103.0%	-32.8%
单季 EPS	(0.25)	0.02	0.13	0.18	(0.22)	(0.45)	(0.31)

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 3: 三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	358.7	330.0	393.0	411.2	营业收入	841.9	633.4	1285.0	1402.0
现金	168.4	150.0	150.0	150.0	营业成本	764.4	829.5	791.1	834.6
应收款项	62.7	34.7	70.4	76.8	营业税金及附加	0.3	0.3	0.5	0.6
存货	103.8	113.6	108.4	114.3	营业费用	23.7	27.1	45.0	42.1
其他	23.8	31.7	64.3	70.1	管理费用	63.0	67.8	91.8	86.0
非流动资产	1465.8	1533.7	1603.3	1666.6	财务费用	42.4	40.6	51.9	51.5
长期股权投资	167.7	167.7	167.7	167.7	投资净收益	2.4	2.0	3.0	2.0
固定资产	945.4	1015.3	1086.7	1151.9	其他	0.1	-0.1	-0.1	-0.1
无形资产	37.6	35.7	33.8	31.9	营业利润	-49.5	-330.0	307.6	389.2
其他	315.1	315.1	315.1	315.1	营业外净收支	73.0	2.0	3.0	3.0
资产总计	1824.5	1863.8	1996.3	2077.8	利润总额	23.6	-328.0	310.6	392.2
流动负债	1003.2	1359.6	1363.4	1282.4	所得税费用	0.3	-4.3	4.0	5.1
短期借款	734.2	1058.5	1159.3	1045.5	少数股东损益	-0.2	-11.3	10.7	13.5
应付账款	201.1	227.3	130.0	160.1	归属母公司净利润	23.5	-312.4	295.8	373.5
其他	68.0	73.8	74.1	76.9	EBIT	-7.8	-289.4	358.5	440.7
非流动负债	114.1	114.1	114.1	114.1	EBITDA	65.6	-223.6	434.8	527.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标				
其他	114.1	114.1	114.1	114.1		2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	1117.3	1473.7	1477.5	1396.4	每股收益(元)	0.08	-1.10	1.04	1.31
少数股东权益	3.3	-1.5	3.0	8.7	每股净资产(元)	2.47	1.38	1.81	2.36
归属母公司股东权益	703.9	391.6	515.8	672.7	发行在外股份(百万股)	284.5	284.5	284.5	284.5
负债和股东权益总计	1824.5	1863.8	1996.3	2077.8	ROIC(%)	-0.6%	-22.5%	25.3%	28.3%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	3.3%	-79.8%	57.4%	55.5%
经营活动现金流	70.0	-199.0	219.5	483.1	毛利率(%)	9.2%	-31.0%	38.4%	40.4%
投资活动现金流	-178.3	-143.8	-148.7	-152.6	EBIT Margin(%)	-0.9%	-45.7%	27.9%	31.4%
筹资活动现金流	172.8	324.4	-70.8	-330.5	销售净利率(%)	2.8%	-49.3%	23.0%	26.6%
现金净增加额	64.5	-18.4	0.0	0.0	资产负债率(%)	61.2%	79.1%	74.0%	67.2%
折旧和摊销	73.4	65.7	76.3	86.6	收入增长率(%)	67.4%	-24.8%	102.9%	9.1%
资本开支	-57.4	-143.8	-148.7	-152.6	净利润增长率(%)	-108.1%	-1428.68%	--	26.3%
营运资本变动	-120.3	50.4	-159.2	15.3	P/E	305.57	(23.00)	24.28	19.23
企业自由现金流	-112.1	-313.2	122.3	384.2	P/B	10.21	18.35	13.93	10.68
					EV/EBITDA	126.48	(38.71)	19.92	16.27

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

