

肉鸡种禽先行者，高景气度支撑业绩反弹



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——益生股份 (002458)

核心观点

◆ 公司拥有哈伯德在国内的唯一引进渠道

2016年11月公司成功引进哈伯德曾祖代白羽肉鸡，改写了我国祖代白羽肉鸡完全依赖进口的格局。在公司的推广下，国内在产哈伯德祖代鸡存栏量增加，哈伯德父母代市占率大幅增加至30%左右。未来随着哈伯德在我国市占率的提升，以及下游接受度逐渐增加，公司引进哈伯德曾祖代的价值将得以体现。同时公司也致力于自主品牌种鸡的研发，拥有哈伯德曾祖代种鸡将助推公司品牌价值的形成和壮大。

◆ 短期：“双节”来临屠宰囤货有望刺激鸡苗价格冲高

鸡苗价格随下游需求成季节性变化，由于孵化大约需要40天左右的时间，往往鸡苗价格的高峰会出现在节假日来临的前1-2个月。数据显示，2017年7月屠宰场开工率和库容率分别为70%和65%，均低于2017年同期数据，当前市场对未来预期较为谨慎。随着2018年中秋假期和国庆假期的临近，屠宰场囤货将刺激商品代鸡苗价格走强，有望迎来年内鸡苗价格高点。

◆ 长期：行业景气度或将持续贯穿下半年

2015年，美国、法国相继爆发禽流感，我国实施祖代鸡引种禁令，引种量锐减至72万套。2017年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，祖代肉种鸡引种量降至69万套。2018年祖代鸡后备及在产存栏都属于近5年来较低水平，2019年鸡苗供给或将维持偏紧状态。

首次覆盖予以“增持”评级

公司在肉鸡养殖行业具有一定的种源优势。预计2018-2020年营业收入为14.19、14.39、14.86亿元，EPS为0.91、0.95、0.98元/股，对应PE为25、24、23倍。根据相对估值法测算公司估值略高于同行业平均值，但由于公司拥有一定的育种优势，具备一定增长潜力，估值在合理范围。根据DCF模型，得到当前相应的估值为28.69元/股，高于当前股价22.41元/股。首次覆盖予以“增持”评级。

◆ 风险提示：疫病风险，价格不达预期，市场需求低于预期

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	656	1419	1439	1486
+/-%	-	116.2%	1.4%	3.2%
净利润(亿元)	-313	309	323	333
+/-%	-	199.3%	4.5%	3.1%
EPS(元)	-0.92	0.91	0.95	0.98
PE	-	25	24	23

资料来源：公司公告、川财证券研究所

④ 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	农林牧渔
报告时间	2018/8/1
前收盘价	22.41元
公司评级	增持评级

④ 分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002
010-66495688
yangouwen@cczq.com

④ 联系人

关雪

证书编号：S1100118070003
010-66495927
guanxue@cczq.com

④ 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

投资摘要

公司拥有哈伯德在国内的唯一引进渠道

2016年11月公司成功引进哈伯德曾祖代白羽肉鸡，改写了我国祖代白羽肉鸡完全依赖进口的格局。在公司的推广下，国内在产哈伯德祖代鸡存栏量增加，哈伯德父母代市占率大幅增加至30%左右。未来随着哈伯德在我国市占率的提升，以及下游接受度逐渐增加，公司引进哈伯德曾祖代的价值将得以体现。同时公司也致力于自主品牌种鸡的研发，拥有哈伯德曾祖代种鸡将助推公司品牌价值的形成和壮大。

短期：“双节”来临屠宰固货有望刺激鸡苗价格冲高

鸡苗价格随下游需求成季节性变化，由于孵化大约需要40天左右的时间，往往鸡苗价格的高峰会出现在节假日来临的前1-2个月。数据显示，2017年7月屠宰场开工率和库容率分别为70%和65%，均低于2017年同期数据，当前市场对未来预期较为谨慎。随着2018年中秋假期和国庆假期的临近，屠宰场固货将刺激商品代鸡苗价格走强，有望迎来年内鸡苗价格高点。

长期：行业景气度或将持续贯穿下半年

2015年，美国、法国相继爆发禽流感，我国实施祖代鸡引种禁令，引种量锐减至72万套。2017年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，祖代肉种鸡引种量降至69万套。2018年祖代鸡后备及在产存栏都属于近5年来较低水平，2019年鸡苗供给或将维持偏紧状态。

对于与市场观点主要差异：

市场认为当前鸡苗价格具备一定不确定性，基本面改善程度有待验证。我们认为，公司在引种受限的大背景下，拥有哈伯德种鸡的引进渠道，将率先受益于行业景气度的提高，盈利能力有望大幅改善。

首次覆盖给予“增持”评级。公司在肉鸡养殖行业具有一定的种源优势。预计2018-2020年营业收入为14.19、14.39、14.86亿元，EPS为0.91、0.95、0.98元/股，对应PE为25、24、23倍。根据相对估值法测算公司估值略高于同行业平均值，但由于公司拥有一定的育种优势，具备一定增长潜力，估值在合理范围。根据DCF模型，得到当前相应的估值为28.69元/股，高于当前股价22.41元/股。首次覆盖予以“增持”评级。

正文目录

投资摘要	2
一、公司主要情况	5
1.国内哈伯德曾祖代肉鸡引进唯一渠道	5
2.业绩弹性大，规模稳定性高	6
二、行业景气度将支撑公司业绩改善	8
1.短期：价格受季节影响有望冲高	9
1.1 鸡苗价格季节性波动明显	9
1.2 “双节”来临有望刺激囤货	9
2.中长期：行业景气度或将持续	11
2.1 祖代鸡更新低位，景气有望持续至 2019 年	11
2.2 换羽意愿低，增量空间较小	13
三、整合育种优势，未来前景可期	14
1.哈伯德认可度上升，市占率有望带来价值重估	14
2.公司整合育种资源，研发优势突出	15
四、估值与投资建议	16
盈利预测	20
风险提示	21

图表目录

图 1:	公司主要股东结构.....	5
图 2:	近 5 年总资产及生物资产情况.....	6
图 3:	近 5 年总负债及资产负债率情况.....	6
图 4:	2017 年公司各项产品收入占比情况.....	7
图 5:	近 5 年公司鸡业务收入盈利变动情况.....	7
图 6:	近 5 年公司禽类产品产量.....	7
图 7:	近 5 年公司禽类产品销量.....	7
图 8:	行业景气度和公司股价相关性高.....	8
图 9:	父母代鸡苗总销售量及价格.....	9
图 10:	商品代鸡苗销量及价格.....	9
图 11:	屠宰场开工率	10
图 12:	屠宰场库容率	10
图 13:	近 3 年父母代鸡苗总销售量及价格.....	11
图 14:	近 3 年商品代鸡苗价格对比.....	11
图 15:	祖代鸡更新量	11
图 16:	祖代种鸡全部（后备+在产）存栏情况.....	12
图 17:	全国在产祖代种鸡存栏情况.....	12
图 18:	父母代种鸡全部（后备+在产）存栏情况.....	12
图 19:	全国在产父母代种鸡存栏情况.....	12
图 20:	肉鸡养殖生产周期图.....	13
图 21:	现金流情况	13
图 22:	2014 年国内主要品种占比	15
图 23:	2015 年国内主要品种占比	15
图 24:	2014-2017 年公司研发投入情况	16

表格 1.	公司主要产品及品种.....	6
表格 2.	近 5 年父母代及商品代肉鸡苗年平均价格	7
表格 3.	近 5 年公司盈利情况.....	8
表格 4.	主要种鸡品种基本情况.....	14
表格 5.	主要种鸡品种生产性能指标.....	15
表格 6.	近 5 年公司盈利情况.....	16
表格 7.	近 5 年公司资产负债情况 单位：亿元.....	17
表格 8.	近 5 年公司禽业务产销量 单位：亿只	17
表格 9.	近 5 年公司禽业务销售单价 单位：元/只	17

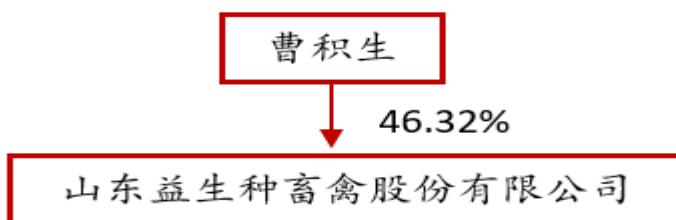
一、公司主要情况

1. 国内哈伯德曾祖代肉鸡引进唯一渠道

益生股份始建于 1990 年，是我国繁育祖代白羽肉种鸡规模最大、品种最多的企业。公司凭借多年积累的技术与研发优势、品牌与质量优势、区位优势等竞争优势，通过大规模专业化养殖、繁育和推广，以服务营销的意识，公司现已成为集曾祖代肉鸡、祖代肉种鸡、祖代蛋种鸡、父母代肉种鸡、原种猪、祖代种猪、饲料、畜牧兽医研究院、生态奶牛养殖、牛奶加工、生态蔬菜、粪便生物处理及有机肥加工等产、研、销为一体的农业产业化国家重点龙头企业。

公司股本结构比较单一，最大股东及实际控制人曹积生，持股比例为 46.32%。公司经营结构方面，现拥有 53 个直属场(厂)，其中，曾祖代肉种鸡场 2 处、祖代肉种鸡场 18 处、祖代蛋种鸡场 7 处、并设全进全出父母代肉种鸡场 17 处、原种猪场 1 处、孵化场 4 处、饲料厂 3 处、有机肥厂 1 处。子公司方面，拥有“山东鲁南种猪繁育有限公司”、“山东荷斯坦奶牛繁育中心有限公司”、“山东益生畜牧兽医科学研究院”、“烟台益生源乳业有限公司”、“江苏益太种禽有限公司”、“黑龙江益生种禽有限公司”、“烟台益生投资有限公司”等 11 个子公司，拥有“山东益吉达生物科技有限公司”、“黑龙江宝泉岭农牧发展有限公司”等 3 个合资公司及“黑龙江宝泉岭分公司”。

图 1：公司主要股东结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所，截至 2018 年 5 月

哈伯德品种接纳度提升，曾祖代引种价值凸显。公司产品有父母代肉种鸡雏鸡、商品代肉鸡雏鸡、父母代蛋种鸡雏鸡、原种猪、二元种猪、商品猪、乳品、SPF 蛋和有机肥。其中以父母代和商品代鸡苗产品为主，公司打通了哈伯德曾祖代鸡的引种渠道。2016 年 11 月公司成功引进哈伯德曾祖代白羽肉鸡，改写了我国祖代白羽肉鸡完全依赖进口的格局，为中国肉鸡种源安全起到了重要的保障作用。

表格 1.公司主要产品及品种

主要产品类别	主要品种	主要消费群体
父母代肉种鸡雏鸡	罗斯 308、哈伯德等	父母代肉种鸡场
商品代肉鸡雏鸡	罗斯 308、哈伯德等	商品代肉鸡场
父母代蛋种鸡雏鸡	伊莎褐、伊莎粉	父母代蛋种鸡场
原种猪	大约克、长白、杜洛克等	种猪场
二元种猪	二元母猪	种猪场

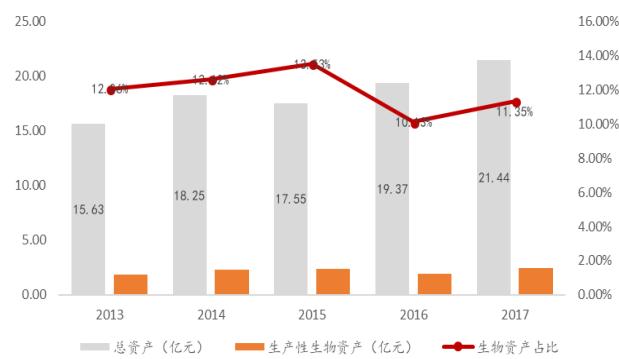
资料来源：公司公告，川财证券研究所

引种两年来，哈伯德品种肉鸡优良的生产性能在中国逐渐被客户接受。哈伯德肉鸡具有生长速度快、饲料报酬高、胴体和分割产品优异等优势，存活率较高。在公司的推广下，国内在产哈伯德祖代鸡存栏量增加，哈伯德父母代市占率大幅增加。未来随着哈伯德品种在我国市占率的提升，以及下游接受度逐渐增加，公司引进哈伯德曾祖代的价值将得以体现。

2. 业绩弹性大，规模稳定性高

公司规模稳定，资产负债情况正常。资产方面，2013年至2017年公司资产变动幅度不大，其中生产性生物资产占比随行情变化有所波动。2017年公司总资产达21.44亿元，生产性生物资产占比为11.35%。负债方面，2015年负债14.33亿，系2015年产品价格低迷，公司销售商品提供劳务收到的现金减少，同时在建工程数较多，公司资产负债率达81.48%。除此之外公司整体资产负债情况均在合理范围内。

图 2：近5年总资产及生物资产情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

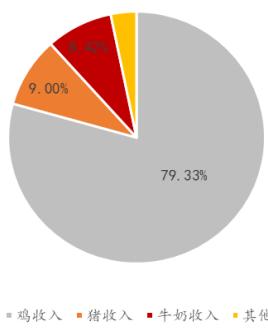
图 3：近5年总负债及资产负债率情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

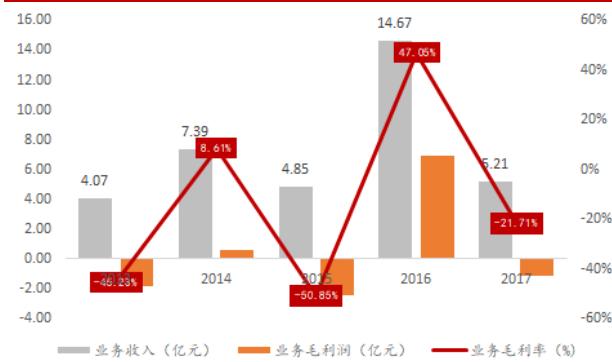
主要产品为父母代肉种鸡雏鸡和商品代肉鸡雏鸡，肉鸡苗类收入占比约为80%。猪业务收入占比为9%，牛奶业务收入占比8.42%。肉鸡业务收入波动较大，对公司整体业绩影响较大。

图 4：2017 年公司各项产品收入占比情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 5：近 5 年公司鸡业务收入盈利变动情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

近 5 年公司禽类产品产销量数据显示，由于 2016 年行业景气度较高，公司禽类产品产销量 2.7 亿只左右，达近年来最高点。2017 年行业景气度较差，公司鸡苗产量为 2.09 亿只，销量为 2.07 亿只，较 2016 年下降约 23%。公司主营产品受行业供需结构影响，销量波动较大。

图 6：近 5 年公司禽类产品产量



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 7：近 5 年公司禽类产品销量



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司盈利受鸡苗价格波动影响，业绩弹性较高。近 5 年公司营业收入方面，受鸡苗价格影响公司业绩弹性较大。2016 年父母代和商品代鸡苗全年平均价格分别上涨 354% 和 117%，2016 年公司营业收入最高，年收入 16.11 亿元，增长 167%，净利润为 5.60 亿元，增长 239%。2015 年及 2017 年业绩下滑较为严重。利润方面，2015 年和 2017 年出现亏损，其余年份实现盈利，2016 年受白羽鸡价格走强影响，净利润高达 5.6 亿元，毛利率为 44.95%。

表格 2. 近 5 年父母代及商品代肉鸡苗年平均价格

	2013	2014	2015	2016	2017
父母代（元/套）	7.16	9.74	9.94	45.17	22.81
同比		36%	2%	354%	-50%
商品代（元/羽）	1.53	2.00	1.41	3.07	1.52

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

同比	31%	-29%	117%	-51%
----	-----	------	------	------

资料来源：中国禽业协会，川财证券研究所

表格 3. 近 5 年公司盈利情况

	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入（亿元）	5. 03	8. 42	6. 04	16. 11	6. 56
同比		67%	-28%	167%	-59%
净利润（亿元）	-2. 89	0. 23	-4. 04	5. 60	-3. 13
同比		108%	-1835%	239%	-156%
毛利率(%)	-34. 02	9. 21	-37. 59	44. 95	-12. 32
同比		127. 08%	-508. 01%	219. 59%	-127. 41%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、行业景气度将支撑公司业绩改善

公司股价与产品价格走势相关性高。数据显示，短期来看，每一年中各月的价格波动较大，股价也随之呈现一定的波动。长期来看，2016 年是全年肉鸡价格的景气区间，当全年价格维持景气的时候，公司股价上升空间巨大。因此行业景气度抬升对公司业绩及股价的上涨有着很高的一致性，观察行业景气情况有助于判断公司未来业绩及股价走势。

图 8：行业景气度和公司股价相关性高



资料来源：Wind，川财证券研究所

1. 短期：价格受季节影响有望冲高

1.1 鸡苗价格季节性波动明显

鸡苗价格受需求影响呈现明显的季节性波动特征。数据显示，短期来看，鸡苗价格的波动是随下游需求改变的，往往消费旺季前是鸡苗上涨的高峰期。由于肉鸡养殖订单销售模式的特殊性，父母代鸡苗一般是按周进行预定，商品代鸡苗则是按日进行预定，因此鸡苗的走势略有不同。就消费旺季划分来看，鸡苗价格的旺季规律大致是，6-7月开始景气区间、8-9月为中秋节和国庆节的旺季区间，上一年12-2月为春季景气区间，由于出栏需要至少40天左右时间，肉鸡养殖的景气区间一般比正常假期提前1-2个月。

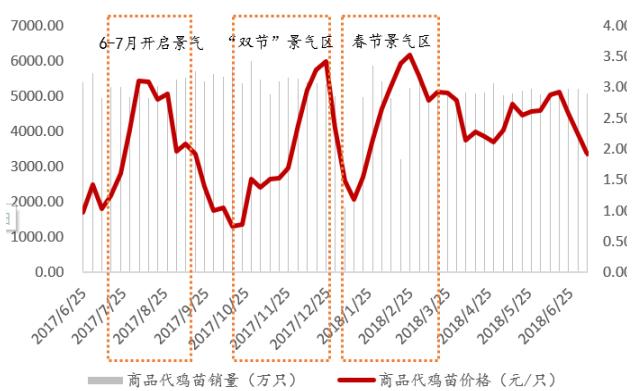
图 9：父母代鸡苗总销售量及价格



资料来源：中国禽业协会，川财证券研究所

(注：总销量为自用和外销之和)

图 10：商品代鸡苗销量及价格

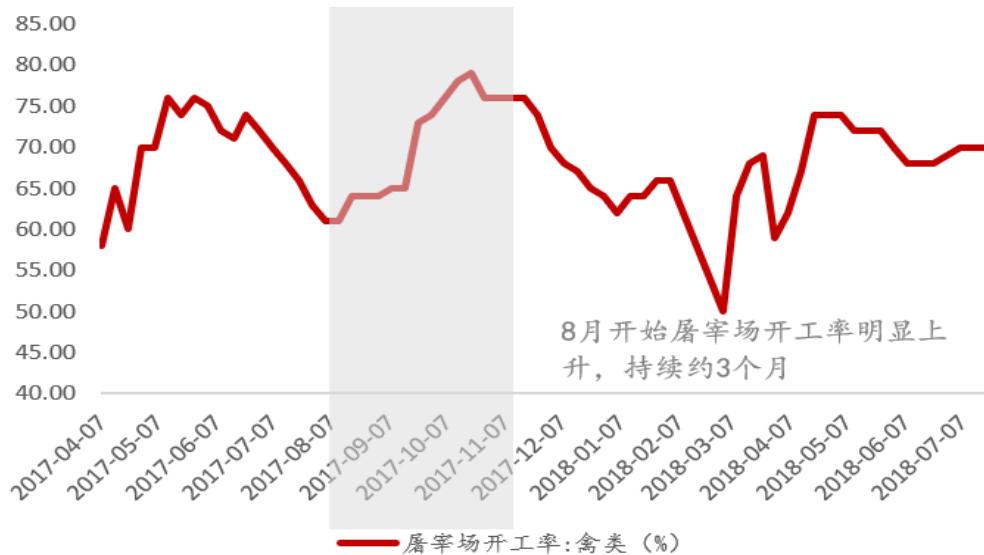


资料来源：中国禽业协会，川财证券研究所

1.2 “双节”来临有望刺激囤货

8月开工率上升，旺季有望来临。观察2017年屠宰场开工率，8月开始屠宰场开工率明显上升，持续时间约3个月。主要原因进入“双节”需求旺季，开工率走高。

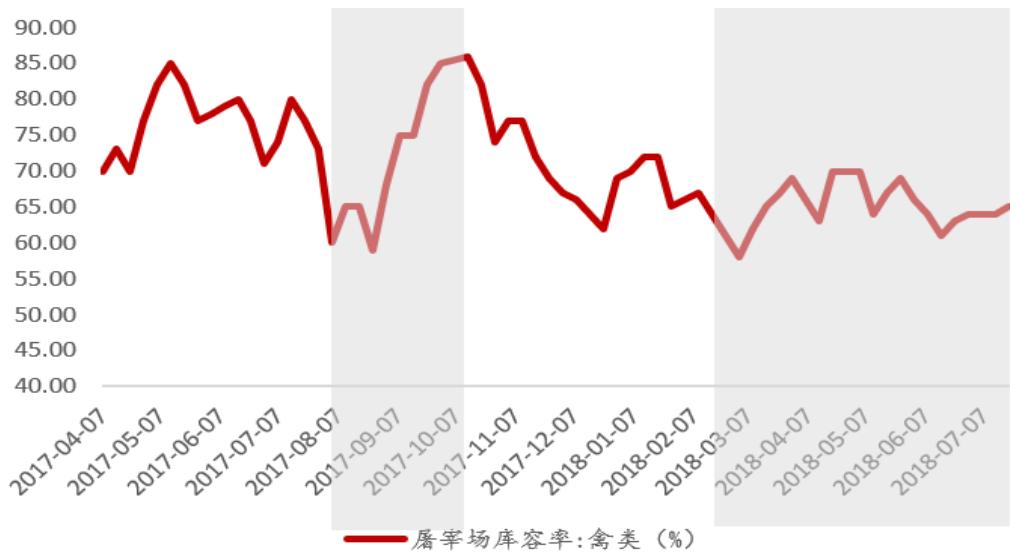
图 11：屠宰场开工率



资料来源：公司公告，川财证券研究所

市场情绪谨慎库存较低，旺季囤货将刺激价格走高。对比 2017 年屠宰场的库容率和 2018 年的库容率，发现当前市场对鸡苗的库存量非常谨慎，库容率维持低位。2018 年全年鸡苗供需基本面好于 2017 年，供给逐步收紧。行业囤货热情较低。但随着消费旺季的来临，屠宰场库容率势必会上升，有望刺激鸡苗价格加速上涨。

图 12：屠宰场库容率

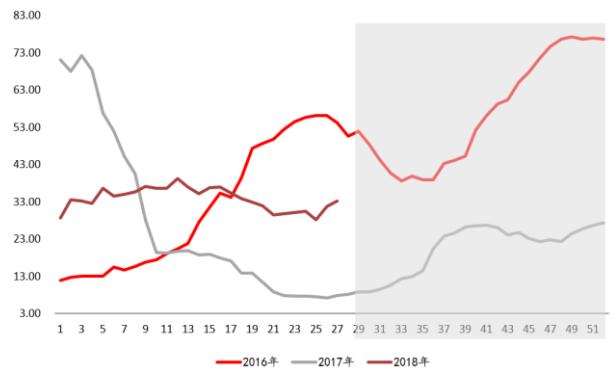


资料来源：公司公告，川财证券研究所，截至 2018 年 5 月

下半年鸡苗价格有望达成全年最高。对 2016 和 2017 的鸡苗销量和价格数据进行对比。数据显示，下半年鸡苗价格均为上涨区间，商品代鸡苗行情还有望持续到年初。2018 年下半年父母代鸡苗和商品代鸡苗除开基本面向好因素

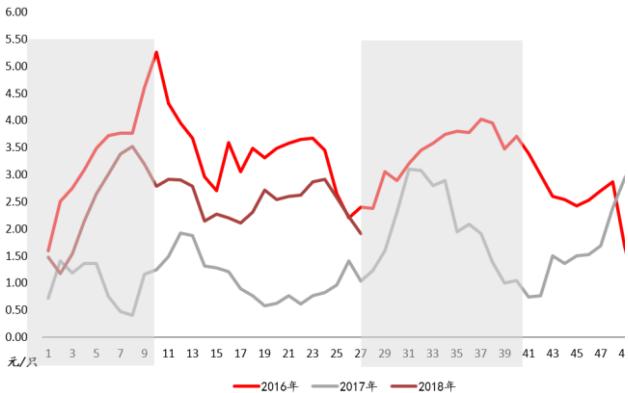
外，季节性消费拉动的价格上涨，有望拉动全年公司业绩改善。

图 13：近 3 年父母代鸡苗总销售量及价格



资料来源：中国禽业协会，川财证券研究所

图 14：近 3 年商品代鸡苗价格对比



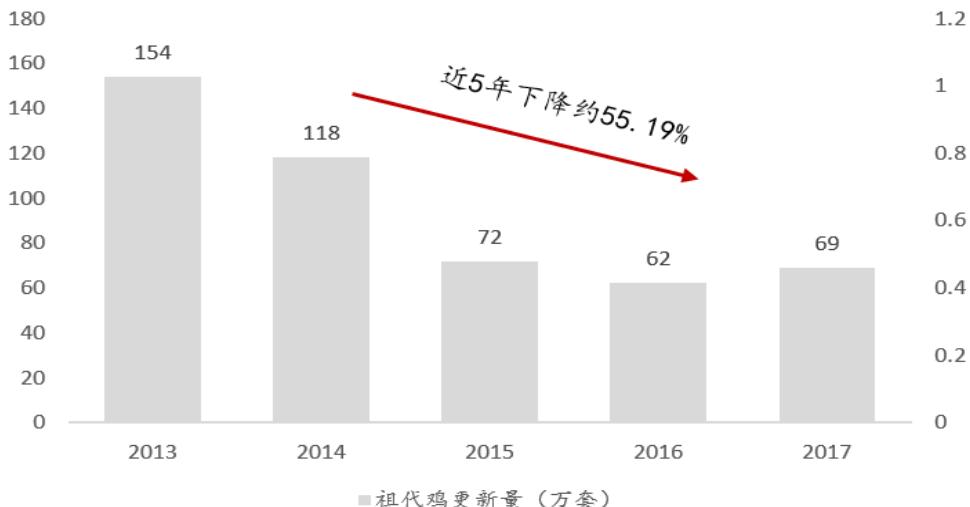
资料来源：中国禽业协会，川财证券研究所

2. 中长期：行业景气度或将持续

2.1 祖代鸡更新低位，景气有望持续至 2019 年

2014 年 1 月我国成立白羽肉鸡联盟，加强行业源头祖代鸡引种管理，改变了行业引种的无序状态，引种量由历史高峰 2013 年的 154 万套下降至 2014 年 118 万套。2015 年，美国、法国相继爆发禽流感，我国对两国实施了祖代鸡引种禁令，引种量进一步锐减至 72 万套。2017 年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代肉种鸡引种及自繁量降至 69 万套。

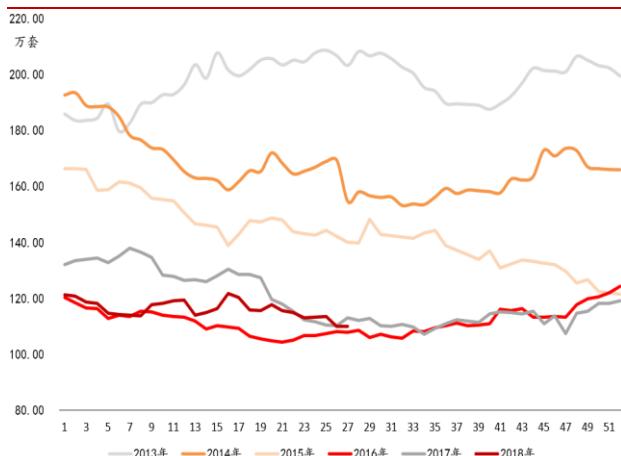
图 15：祖代鸡更新量



资料来源：公开信息，川财证券研究所

公司作为国内主要白羽肉鸡引种来源，拥有哈伯德种鸡的引进渠道，在祖代鸡市场供给偏紧的背景下，公司将直接受益。数据显示，2018年祖代鸡后备及在产存栏都属于近5年来较低水平，引种受限带来的影响持续存在。

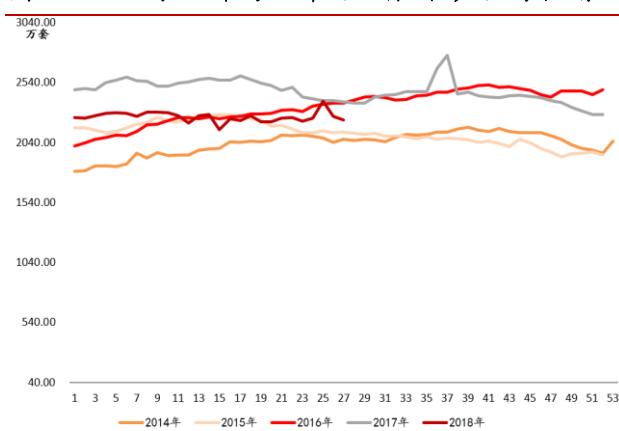
图 16：祖代种鸡全部（后备+在产）存栏情况



资料来源：中国禽业协会，川财证券研究所

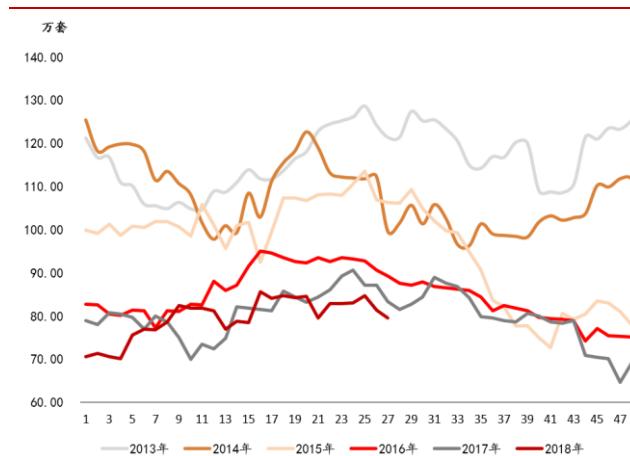
祖代鸡在产存栏低位，导致父母代鸡供给仅勉强维持。2018年父母代鸡后备和在产存栏量均大幅低于2017年，进入2018年二季度以后在产和储备存栏量还略低于2016年消费旺季时期，市场对下游需求预测较为谨慎，存栏情况并不乐观。在各级存栏较低的情况下，一旦需求上涨，带动价格将会有较大的涨幅。

图 18：父母代种鸡全部（后备+在产）存栏情况



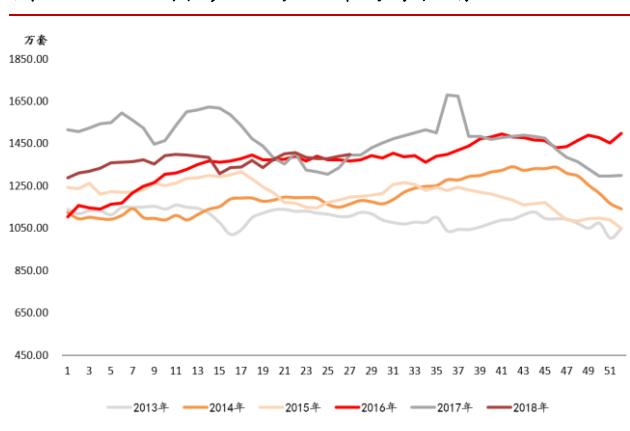
资料来源：中国禽业协会，川财证券研究所

图 17：全国在产祖代种鸡存栏情况



资料来源：中国禽业协会，川财证券研究所

图 19：全国在产父母代种鸡存栏情况

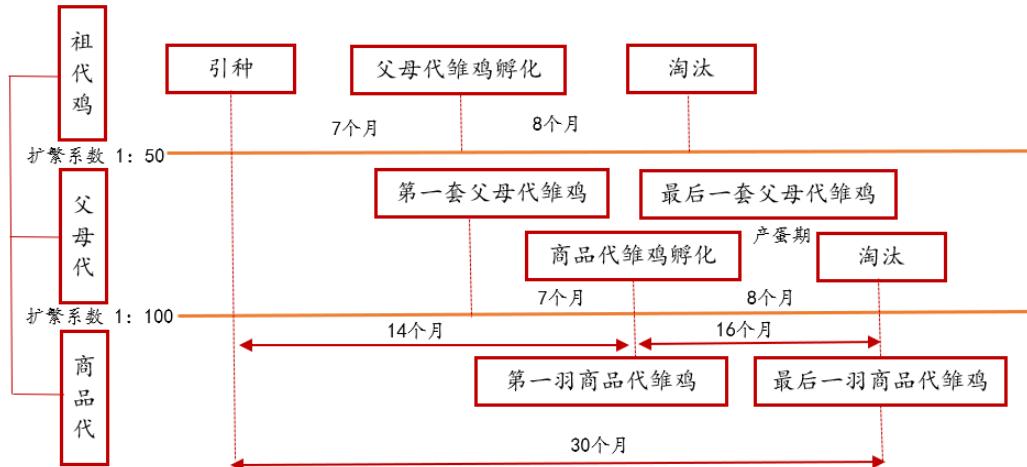


资料来源：中国禽业协会，川财证券研究所

据生产周期推算，此轮景气周期或将持续至2019年。2018年，一方面是受到中美贸易摩擦影响，另一方面美国近期发生低致病性禽流感，美国复关无望。此外，英国、荷兰也于近日爆发高致病性禽流感，法国发生低致病性禽流感，三国均复关无望。2018年更新量还将在低位，从肉鸡养殖生产周期图来看，从引种到第一代商品代雏鸡的周期约为一年，推导出2019年鸡苗供

给还应处在偏紧状态。

图 20：肉鸡养殖生产周期图

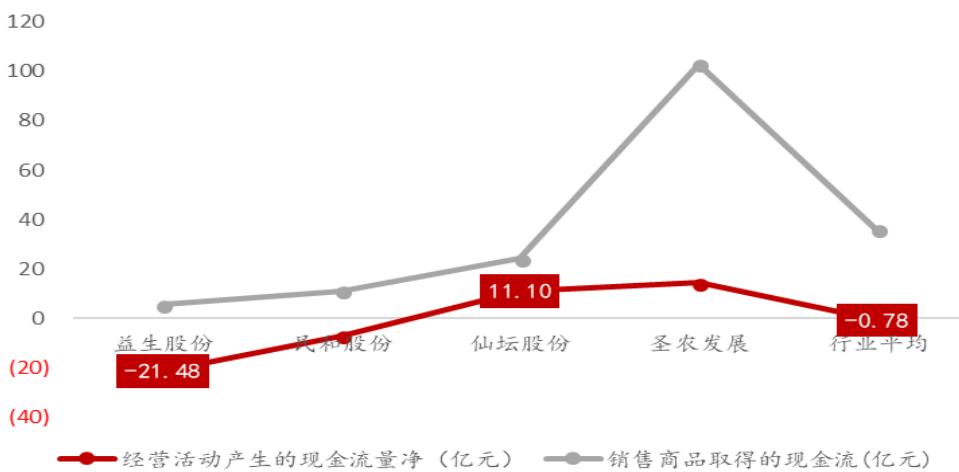


资料来源：新牧网，川财证券研究所

2.2 换羽意愿低，增量空间较小

公司现金流偏紧，换羽动力不足。2017 年行业经历大规模亏损，主要公司现金流量情况偏紧。在现金流偏紧，换羽收入不足，且市场情绪主导的情况下，公司换羽意愿薄弱。

图 21：现金流情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、整合育种优势，未来前景可期

1. 哈伯德认可度上升，市占率有望带来价值重估

我国白羽肉鸡养殖市场祖代种鸡的品种主要是 AA+、罗斯 308、艾维茵和哈伯德。其中 AA+ 和罗斯 308 是美国安伟捷育种公司的品种，归属于 EW 集团，主要种鸡培育基地分布在美国、欧洲、印度、巴西和澳大利亚。艾维茵是美国科宝公司品种，归属于美国肉鸡巨头泰森集团，主要种鸡培育基地分布在美国、荷兰、西班牙、巴西，2017 年开始在新西兰修建种鸡厂。哈伯德是法国哈伯德公司品种，2017 年法国哈伯德公司被美国安伟捷公司收购，主要种鸡基地在法国波兰和新西兰等地。由于美、英、法轮番爆发禽流感，同时荷兰、巴西和澳大利亚与中国无引种协定。短期内无法从美国、英国、法国、荷兰、巴西、澳大利亚等地实现引种。

公司受封关影响较低，可稳定维持供给。哈伯德公司主要育种基地受封关影响较小。目前来看，国内哈伯德种鸡主要进口地区为新西兰和波兰，两地拥有良好的肉鸡养殖自然条件，禽流感爆发的几率较低。公司是哈伯德曾祖代和祖代鸡在国内唯一的引进渠道，该渠道受封关影响较低，意味着公司拥有较为稳定的祖代鸡进口来源，可以维持稳定的父母代及商品代雏鸡的供给。

表格 4. 主要种鸡品种基本情况

公司名称	品种	所属集团	主要基地
美国安伟捷育种公司	艾拔益加 (AA+)	EW 集团	美国、欧洲、 印度、巴西、 澳大利亚
	罗斯 308	EW 集团	美国、荷兰、 西班牙、巴 西、新西兰 (在建)
美国科宝公司	艾维茵	泰森集团	法国、波兰、 新西兰
法国哈伯德公司 (2017 年被安伟捷收 购)	哈伯德	EW 集团	新西兰

资料来源：公司公告，川财证券研究所 注：红色字体为目前无法引进区域

哈伯德性能占优，市场接受度提高。哈伯德品种的存活率较高，出栏体重也比较理想，虽饲料转换率略高，但完全可以通过较高的存活率得以弥补。同时在胴体分割时，哈伯德具备较大的鸡腿部分肉质，而艾维茵主要以鸡胸肉较多为优势。鸡腿的消费在我国更具备市场，而鸡胸肉市场需求较弱，价格

随之较弱，农户养殖积极性受到一定影响。

表格 5. 主要种鸡品种生产性能指标

品种	母鸡存活率	24 周母鸡体重（公斤）	饲料转化率（45 日）
艾拔益加 (AA+)	92%	2.96	1.84
罗斯 308	96%	3.05	1.74
艾维茵	93%	3.01-3.13	1.82
哈伯德	97%	2.75-2.90	1.96

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2015 年祖代鸡引种受封关影响下降严重，哈伯德抓住机会，在我国的市占率由 2014 年的 2.29% 上升至 2015 年的 21.44%。而科宝艾维茵受美国封关影响，市占率下降严重，由 2014 年的 13.72% 下降至 2.16%。

图 22：2014 年国内主要品种占比

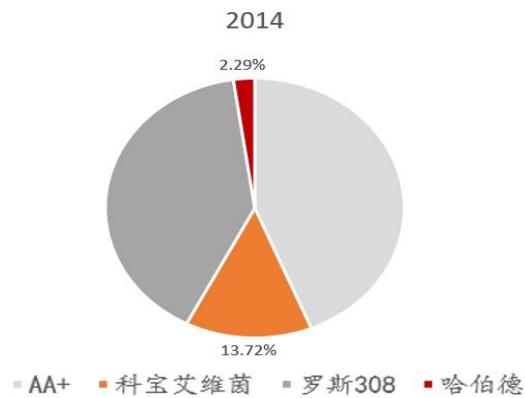
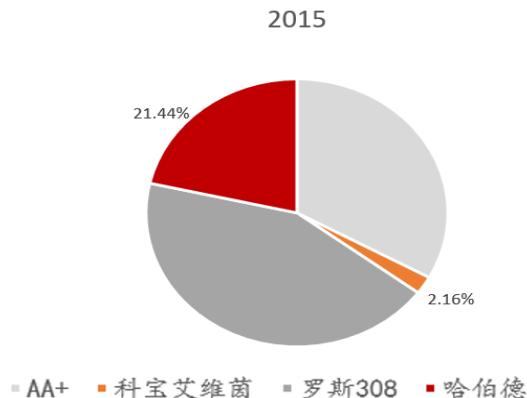


图 23：2015 年国内主要品种占比



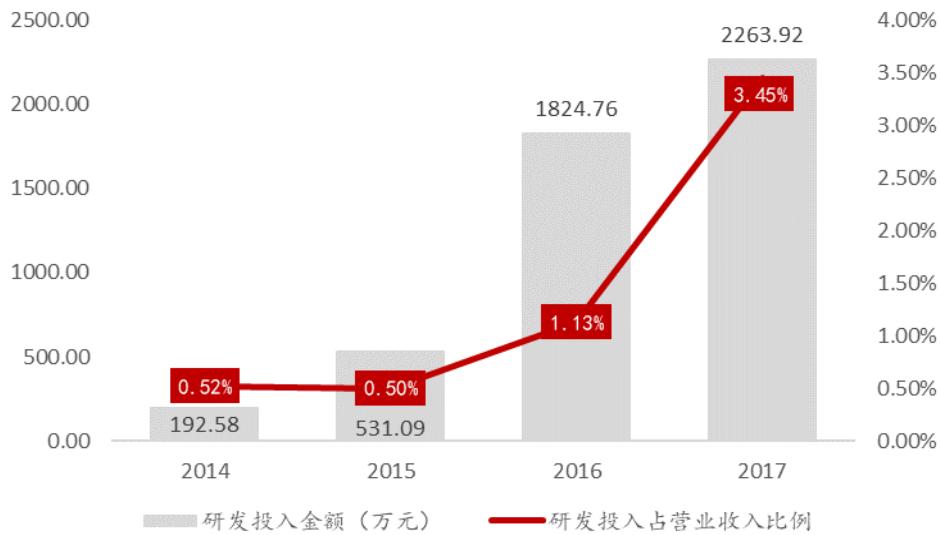
资料来源：2015 年我国肉鸡产业发展监测报告，川财证券研究所

资料来源：2015 年我国肉鸡产业发展监测报告，川财证券研究所

2. 公司整合育种资源，研发优势突出

公司的研发投入逐年增加，有望拥有自己的肉鸡品种。2016 年开始公司加大对研发方面的投入，研发投入金额 1824.76 亿元，占收入的 1.13%。2017 年虽行业景气度较差，但公司仍持续增加对研发的投入，2017 年研发投入 2263.92 万元，占营业收入的比重为 3.45%。

图 24：2014-2017 年公司研发投入情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司 2018 年 4 月拟与天润资本管理（北京）有限公司共同投资设立产业并购基金。为实现公司外延式扩张、产业链并购及畜牧良种基因育种合作项目的研究与进程推进，增强持续盈利能力，提升综合竞争实力。

公司此举也顺应了农业农村部，为提升现代肉鸡种业发展水平，促进肉鸡产业持续健康发展所制定的《全国肉鸡遗传改良计划（2014-2025）》。根据计划，到 2025 年，我国将培育肉鸡新品种 40 个以上，自主培育品种商品代市场占有率达到 60%。提高引进品种的质量和利用效率，进一步健全良种扩繁推广体系。提升肉鸡种业发展水平和核心竞争力，形成机制灵活、竞争有序的现代肉鸡种业新格局。

四、估值与投资建议

财务指标：截至 2017 年底，公司合并资产总额 21.33 亿元，负债合计 9.19 亿元。2017 年，公司实现营业收入 6.56 亿元，其中归属于母公司净利润 1.28 亿元。

表格 6. 近 5 年公司盈利情况

	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入（亿元）	5.03	8.42	6.04	16.11	6.56
同比		67%	-28%	167%	-59%
营业成本（亿元）	6.74	7.64	8.31	8.87	7.37
同比		13%	9%	7%	-17%
归属母公司净利润	-1.78	-1.68	-2.28	3.83	-1.28
同比		5.55%	-35.78%	267.55%	-133.40%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 7.近 5 年公司资产负债情况 单位：亿元

	2013	2014	2015	2016	2017
总资产	15.63	18.25	17.55	19.37	21.44
同比		16.72%	-3.82%	10.39%	10.70%
总负债	8.90	11.17	14.33	4.63	9.19
同比		25.47%	28.29%	-67.72%	98.68%
资产负债率	56.96%	61.24%	81.68%	23.88%	42.86%
同比		7.50%	33.38%	-70.76%	79.47%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

禽业务销售指标：截至 2017 年底，公司禽业务产量为 2.09 亿只，销量为 2.07 亿只。单只营业收入为 2.51 元/只，营业成本为 3.06 元/只，利润为 -0.55 元/只。

表格 8.近 5 年公司禽业务产销量 单位：亿只

	2013	2014	2015	2016	2017
产量	1.61	2.32	2.31	2.70	2.09
同比		44.00%	-0.28%	16.80%	-22.74%
销量	1.60	2.31	2.30	2.69	2.07
同比		44.22%	-0.45%	16.86%	-22.91%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 9.近 5 年公司禽业务销售单价 单位：元/只

	2013	2014	2015	2016	2017
单只收入	2.54	3.20	2.11	5.46	2.51
单只成本	3.69	2.93	3.18	2.89	3.06
单只利润	-1.15	0.27	-1.07	2.57	-0.55

资料来源：公司公告，川财证券研究所

基本假设：在预测利润过程中，我们将公司的业务分拆为肉鸡养殖业务与其他业务，根据行业景气度因素预测肉鸡养殖环节利润，其他业务均不变。同时假设公司的期间费用基本保持不变。根据中国禽业协会数据，截至 2018 年 7 月，2018 年父母代鸡苗平均价格约为 34 元/套左右，商品代鸡苗平均价格约为 2.5 元/只。考虑到 2018 年下半年肉鸡行业景气度或将持续，假设未来三年全年父母代鸡苗市场平均价格分别为：37 元/套、37.5 元/套、38 元/套，商品代鸡苗市场平均价格分别为：2.90 元/只、2.95 元/只、3.10 元/只。

产量方面，假设公司未来三年产量与 2018 年保持一致，2018 年产量假设公司祖代鸡 24 万套，祖代至父母代扩繁系数为 45，父母代至商品代扩繁系数为 125，则公司未来三年禽产品销量分别为：2.78、2.78、2.78 亿只。

盈利预测：基于以上假设，得到公司未来三年营业收入分别为 14.19、14.39、14.86 亿元，营业成本分别为：9.12、9.12、9.40 亿元。营业利润分别为 3.09、3.23、3.33 亿元，EPS 分别为 0.91、0.95、0.98。PE 分别为 25、24、23。

绝对估值：使用现金流贴现模型将公司发展分为高速发展阶段和永续发展阶段，假设永续发展阶段的增长率为 4%，无风险利率约等于今年十年期国债收益率，设置为 2.52%，得出相对应的 WACC 为 8.17%，得到当前相应的估值为 28.69 元/股，高于当前股价 23.10 元/股。

表格 10. 现金流贴现法 WACC 预测值

预测值	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	1. 064	1. 064
无风险利率 (%)	2. 52%	2. 52%
市场的预期收益率 (%)	8. 00%	8. 00%
股权资本成本 (Ke)	8. 35%	8. 35%
WACC	8. 17%	8. 17%

资料来源：Wind, 川财证券研究所

表格 11. DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	2. 00%	3. 00%	4. 00%	5. 00%
6. 17%	29. 78	38. 58	55. 50	101. 41
7. 17%	23. 94	29. 23	37. 86	54. 47
8. 17%	19. 99	23. 50	28. 69	37. 17
9. 17%	17. 14	19. 62	23. 07	28. 17
10. 17%	14. 99	16. 83	19. 27	22. 65

资料来源：Wind, 川财证券研究所

相对估值：根据 Wind 盈利预测显示：未来三年行业可比公司；PE 中位数为 20、16、18。益生股份未来三年 PE 为 24、18、23。考虑其拥有曾祖代及祖代鸡引进渠道，且哈伯德市占率提升较快，数据略高于行业平均水平属于正常范围。

表格 12. 万德一致预期同行业估值比较

日期	股票代码	公司名称	股价	总市值	EPS			PE		
			(元)	(亿元)	18E	19E	20E	18E	19E	20E
002321	华英农业	6.2	32.9	0.4	0.5	0.6	16	13	11	
300498	温氏股份	23.1	1,225.9	1.1	1.1	1.9	22	21	12	
002299	圣农发展	17.9	222.1	0.9	1.1	1.2	21	16	15	
002234	民和股份	14.3	43.1	0.7	1.0	0.5	20	15	31	
002746	仙坛股份	15.0	46.4	0.8	1.0	0.9	19	15	16	
002458	益生股份	22.4	75.6	0.9	1.2	1.0	24	18	23	
可比公司中位数			-	-	0.8	1.0	1.0	20	16	18

资料来源：Wind，川财证券研究所，股价更新于2018年8月1日

首次覆盖给予“增持”评级。我们预计2018-2020年公司未来三年营业收入分别为14.19、14.39、14.86亿元，营业利润分别为3.09、3.23、3.33亿元，对应PE分别为25、24、23倍。相对估值方面，相比于同行业公司PE分别为21、16、18，公司PE具备一定的上升空间。绝对估值方面，当前股价为23.10元/股低于预测值28.69元/股，当前股价处于低估位置。首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测

资产负债表				利润表					
	单位:百万元				单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	417	1015	1488	1967	营业收入	656	1419	1439	1486
现金	152	707	1171	1632	营业成本	737	912	912	940
应收账款	42	57	60	63	营业税金及附加	3	4	4	5
其他应收款	57	60	64	68	营业费用	32	51	52	54
预付账款	21	34	34	35	管理费用	109	85	101	119
存货	126	131	133	138	财务费用	16	30	15	-3
其他流动资产	19	26	27	30	资产减值损失	42	18	17	19
非流动资产	172	1590	1462	1342	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	164	182	185	185	投资净收益	-40	-23	-25	-27
固定资产	108	961	842	722	营业利润	-318	296	313	326
无形资产	53	58	63	69	营业外收入	16	21	18	16
其他非流动资产	429	390	371	366	营业外支出	11	8	8	8
资产总计	214	2605	2950	3309	利润总额	-313	309	323	333
流动负债	765	859	840	828	所得税	0	0	0	0
短期借款	418	507	487	466	净利润	-313	309	323	333
应付账款	144	192	187	191	少数股东损益	-3	1	1	1
其他流动负债	203	160	166	171	归属母公司净利润	-310	308	322	332
非流动负债	155	212	253	291	EBITDA	-208	451	453	448
长期借款	120	155	194	236	EPS (元)	-0.92	0.91	0.95	0.98
其他非流动负债	35	57	58	54					
负债合计	919	1071	1093	1119					
少数股东权益	13	14	14	16					
股本	337	337	337	337					
资本公积	102	1023	1023	1023					
留存收益	-148	160	482	814					
归母公司股东权益	121	1521	1843	2174					
负债和股东权益	214	2605	2950	3309					
现金流量表					主要财务比率				
	单位:百万元				会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	-141	481	468	461	成长能力				
净利润	-313	309	323	333	营业收入	-	116.2	1.4%	3.2%
折旧摊销	94	125	125	125	营业利润	-	193.0	5.8%	4.0%
财务费用	16	30	15	-3	归母公司净利润	-	199.3	4.5%	3.1%
投资损失	40	23	25	27	盈利能力				
营运资金变动	-29	-8	-22	-21	毛利率 (%)	-	35.7%	36.6%	36.7%
其他经营现金流	51	1	2	0	净利率 (%)	4.6%	-	21.7%	22.4%
投资活动现金流	-194	-10	-11	-23	ROE (%)	-	20.3%	17.5%	15.3%
资本支出	186	-70	-27	-13	ROIC (%)	-	24.1%	26.3%	28.1%
长期投资	0	46	2	-2	偿债能力				
其他投资现金流	-8	-34	-36	-38	资产负债率 (%)	42.9	41.1%	37.0%	33.8%
筹资活动现金流	397	85	6	23	净负债比率 (%)	62.26	64.23	64.85	65.18
短期借款	277	89	-20	-22	流动比率	0.55	1.18	1.77	2.38
长期借款	120	35	39	42	速动比率	0.38	1.03	1.61	2.21
普通股增加	4	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	42	0	0	0	总资产周转率	0.32	0.60	0.52	0.47
其他筹资现金流	-46	-39	-13	3	应收账款周转率	17	27	23	23
现金净增加额	61	556	463	462	应付账款周转率	4.78	5.44	4.82	4.97

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风险提示

疫病风险

禽流感等疫病突发，造成一定市场恐慌，从而降低下游需求。

价格不达预期

肉鸡养殖供需基本面较弱，鸡苗价格持续下跌。

市场需求低于预期

需求不及预期可能影响公司鸡苗销量，使得公司业绩不及预期

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：0000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003