

益生股份

受益鸡苗价格上涨的高弹性标的

观点聚焦

投资建议

受益于禽链景气反转，当前鸡苗价格迅速恢复至近两年高位，且后市禽链仍有望整体走强。公司主营业务偏向产业链上游且弹性充足，是四家禽链公司中的“短跑选手”。考虑当前禽链投资仍处于“价格行情”中，公司股价将直接受益苗价回升。

理由

春节后鸡苗价格持续回升，印证禽链反转逻辑：春节后全国鸡苗均价已经升至 3.77 元/羽，自本年年初以来持续上涨且已经达到近两年高位，我们认为近期鸡苗价格将整体走强原因在于：1) 2015 年初停止祖代引种的影响开始逐步传导到供给端，且影响在后续仍将持续显现；2) 在产父母代种鸡存栏逐步下降，因祖代供种能力减弱及强制换羽缩减。根据禽业协会监测样本数据，2016 年初父母代在产存栏跌至 990 万套，同比下降 13%；与此对应，全国父母代总存栏当前已经跌至 3500~4000 万套的相对均衡水平，供给大幅回落支撑苗价反弹；3) 短期因素在于鸡苗价格的节日效应，部分种鸡场春节期间停工，出苗能力短期有限。

公司受益苗价上涨，短期股价弹性充足：公司主要产品为父母代鸡苗和商品代鸡苗，业绩率先且直接受到禽链景气上行提振。随行业景气度提升，公司自本年初以来开始提高父母代鸡苗售价；而向前看，我们初步判断本年父母代鸡苗均价在 20~25 元/羽；商品代鸡苗均价在 2.5~3.0 元/羽；且后市若引种及存栏进一步缩减，价格仍有向上潜力。从股价看，公司短期弹性充足，且股价与鸡苗价格相关性较强，苗价上涨将推动股价走高。

持续关注公司外延拓展预期：公司定增方案已经得到证监会批准，募集资金将提供充足外延发展动力。与此同时，公司近期完成管理层增持与员工持股计划，也进一步增强公司良性发展的预期。在外延动作上，公司联手中信并购基金，在战略及行业研究多方面进行合作，并特别提出在合适时机设立并购基金进行杠杆收购、全球范围寻找适合并购标的和业务机会等安排；同时公司已在 SPF 蛋领域有所布局，后续公司外延发展仍有望围绕产业链着力以博取协同效应。

盈利预测与估值

调整公司 2015/2016/2017 盈利预测 -23%/43%/28% 至 -1.20/0.99/1.28 元。因考虑公司直接且率先受益行业景气反转，同时自身具有外延拓展预期，我们将目标价由 28.6 元上调 57% 至 45 元，对应 2016/2017 年 45/35 倍市盈率，维持“推荐”评级。

风险

大规模动物疫情风险；原粮价格波动风险；进口政策不确定性。

袁霏阳

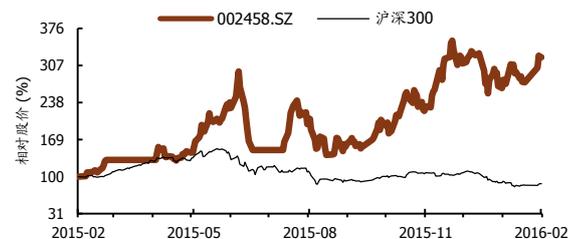
分析员
feiyang.yuan@cicc.com.cn
SAC 执业编号：S0080511030012
SFC CE Ref: AIZ727

孙扬

联系人
Yang3.Sun@cicc.com.cn
SAC 执业编号：S0080114050007

维持推荐

股票代码	002458.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 36.96
目标价	人民币 45.00
52 周最高价/最低价	人民币 41.12~11.30
总市值(亿)	人民币 124
30 日日均成交额(百万)	人民币 105.37
发行股数(百万)	335
其中：自由流通股(%)	43
30 日日均成交量(百万股)	3.08
主营行业	农业



(人民币 百万)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	842	655	1,329	1,599
增速	67.4%	-22.2%	102.9%	20.3%
归属母公司净利润	24	-402	332	427
增速	N.M.	N.M.	N.M.	28.8%
每股净利润	0.07	-1.20	0.99	1.28
每股净资产	2.10	3.12	4.11	5.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.21	-1.11	1.32	1.60
市盈率	526.2	N.M.	37.3	29.0
市净率	17.6	11.8	9.0	6.9
EV/EBITDA	192.3	N.M.	33.6	26.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	1.4%	-19.8%	15.0%	17.7%
平均净资产收益率	3.4%	-46.0%	27.4%	26.9%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	842	655	1,329	1,599	营业收入	67.4%	-22.2%	102.9%	20.3%
营业成本	764	873	925	1,092	营业利润	N.M.	N.M.	N.M.	41.2%
营业税金及附加	0	0	1	1	EBITDA	N.M.	-474.9%	N.M.	24.1%
营业费用	24	33	33	48	净利润	N.M.	N.M.	N.M.	28.8%
管理费用	61	85	93	96	盈利能力				
财务费用	42	66	45	34	毛利率	9.2%	-33.3%	30.4%	31.7%
其他	-2	0	0	0	营业利润率	-6.2%	-61.4%	17.5%	20.5%
营业利润	-52	-402	232	328	EBITDA 利润率	8.0%	-38.5%	27.6%	28.5%
营业外收支	75	0	100	100	净利润率	2.8%	-61.4%	25.0%	26.7%
利润总额	24	-402	332	428	偿债能力				
所得税	0	0	0	0	流动比率	0.36	0.77	1.18	1.82
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	0.25	0.67	1.02	1.64
归属母公司净利润	24	-402	332	427	现金比率	0.17	0.56	0.79	1.37
EBITDA	67	-252	367	455	资产负债率	61.2%	53.1%	36.9%	31.7%
资产负债表					净债务资本比率	77.4%	30.0%	净现金	净现金
货币资金	168	600	545	995	回报率分析				
应收账款及票据	26	20	40	48	总资产收益率	1.4%	-19.8%	15.0%	17.7%
预付款项	24	96	101	120	净资产收益率	3.4%	-46.0%	27.4%	26.9%
存货	104	108	114	135	每股指标				
其他流动资产	37	9	18	22	每股净利润 (元)	0.07	-1.20	0.99	1.28
流动资产合计	359	832	819	1,320	每股净资产 (元)	2.10	3.12	4.11	5.39
固定资产及在建工程	1,176	1,144	1,107	1,066	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产及其他长期资产	66	66	66	66	每股经营现金流 (元)	0.21	-1.11	1.32	1.60
非流动资产合计	1,466	1,404	1,367	1,326	估值分析				
资产合计	1,825	2,236	2,186	2,646	市盈率	526.2	N.M.	37.3	29.0
短期借款	713	913	513	513	市净率	17.6	11.8	9.0	6.9
应付账款及票据	201	96	101	120	EV/EBITDA	192.3	N.M.	33.6	26.1
其他流动负债	89	65	77	92	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动负债合计	1,003	1,073	692	724					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	114	114	114	114					
负债合计	1,117	1,188	806	838					
股东权益合计	704	1,045	1,377	1,804					
少数股东权益	3	4	4	4					
负债及股东权益合计	1,825	2,236	2,186	2,646					
现金流量表									
净利润	24	-402	332	427					
折旧和摊销	0	0	0	0					
营运资本变动	64	150	23	18					
其他	-5	0	0	0					
经营活动现金流	70	-372	443	537					
投资活动现金流入	10	0	0	0					
投资活动现金流出	188	52	52	52					
投资活动现金流	-178	-52	-52	-52					
股权融资	13	743	0	0					
银行借款	118	179	-400	0					
其他	80	0	0	0					
筹资活动现金流	173	856	-445	-34					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	64	431	-55	450					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

山东益生种畜禽股份有限公司地处山东省烟台市，是我国饲养祖代肉种鸡规模最大、数量最多、品种最全的企业，公司祖代肉种鸡、蛋种鸡市场占有率连续七年全国第一。主营业务为鸡类产品、猪类产品和牛奶收入，其中鸡类产品为核心业务。公司现拥有现代化种鸡场 50 处，孵化场 4 处，饲料厂 3 处，原种猪场 2 处，有机肥厂 1 处，场区布局合理，设备先进。公司前五供应商占采购额约 47%，客户较为分散。第一大股东为曹积生。



目录

春节前后鸡苗价格持续回升，印证禽链反转逻辑	4
祖代引种大幅下滑的影响逐步显现	4
在产父母代种鸡存栏逐步下降	5
短期因素在于鸡苗价格的节日效应	5
公司股价直接受益苗价上涨，股价短期弹性充足	6
短期价格弹性排序：父母代鸡苗>商品代鸡苗>商品肉鸡	6
公司业绩直接受益于鸡苗价格向上	6
股价短期弹性充足	6
持续关注公司外延拓展预期	7
定增与员工持股计划为外延发展提供动力	7
外延动作仍将围绕产业链博取协同效应	7
盈利预测与估值：禽链投资处于“价格行情”，股价走势仍将跟随鸡苗价格	9

图表

图表 1：全国鸡苗均价已达到近两年高位	4
图表 2：预计 2016 年祖代引种下降至 50~60 万套	4
图表 3：2015 年初美国爆发禽流感导致引种大幅下降	4
图表 4：在产父母代存栏自 9 月份逐步下降	5
图表 5：全国父母代总存栏回落至 3500~4000 万套	5
图表 6：鸡苗价格在春节前后普遍走高	5
图表 7：弹性对比：父母代鸡苗>商品代鸡苗>毛鸡	6
图表 8：公司股价与苗价同趋势变动	6
图表 9：公司股价相比可比公司弹性更充足	6
图表 10：公司定增情况	7
图表 11：公司员工持股计划	7
图表 12：SPF 蛋行业情况	8
图表 13：公司 SPF 蛋项目情况	8
图表 14：盈利预测调整	9
图表 15：公司盈利预测假设	9
图表 16：2016 年公司业绩敏感性分析（父母代鸡苗）	9
图表 17：2017 年公司业绩敏感性分析（商品代鸡苗）	9
图表 18：两轮周期估值对比	10
图表 19：可比公司估值表	10
图表 20：历史市盈率	10
图表 21：历史市净率	10



春节前后鸡苗价格持续回升，印证禽链反转逻辑

春节后全国鸡苗均价 3.77 元/羽，且已经达到近两年高位。鸡苗价格自本年初以来持续上涨，年初至今均价 2.67 元/羽，同比上涨 108%。我们认为近期鸡苗价格整体走强原因在于：1) 祖代引种大幅下滑的影响逐步显现；2) 在产父母代种鸡存栏逐步下降；3) 价格短期节日效应。

图表 1：全国鸡苗均价已达到近两年高位

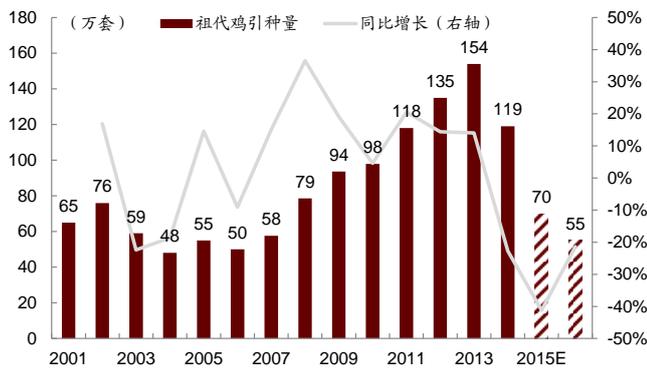


资料来源：博亚和讯，中金公司研究部

祖代引种大幅下滑的影响逐步显现

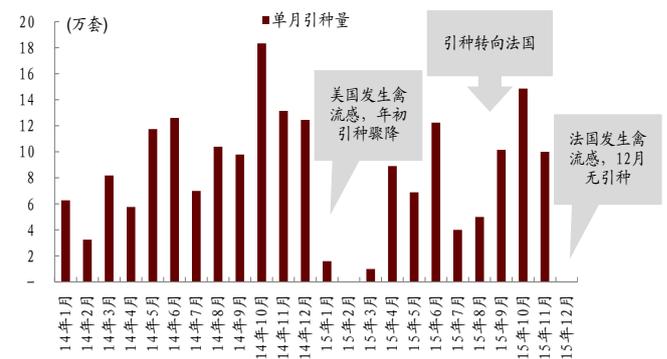
2015 年初因美国爆发禽流感，中国停止从美国引种，导致当年全国引种量大幅下降至 70 万套。因祖代引种经约 14 个月传递到供给端，15 年初停止引种的影响在当前终端供给开始逐步显现。向后看，预计我国上半年仍然无法开放从美国、法国引种，全年引种量有望大幅减少至 40~60 万套，并继续对本轮禽产业链景气反转形成强支撑。

图表 2：预计 2016 年祖代引种下降至 50~60 万套



资料来源：中国禽业协会，中金公司研究部

图表 3：2015 年初美国爆发禽流感导致引种大幅下降



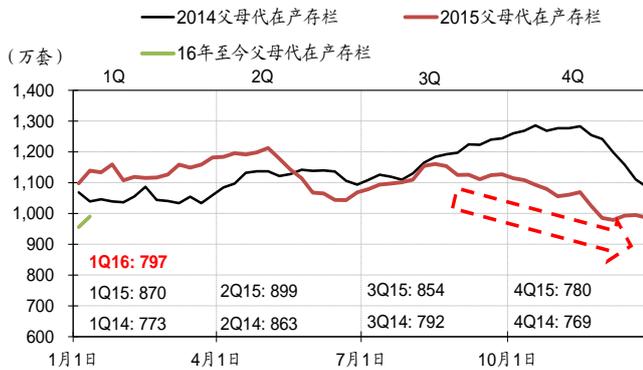
资料来源：中国禽业协会，中金公司研究部



在产父母代种鸡存栏逐步下降

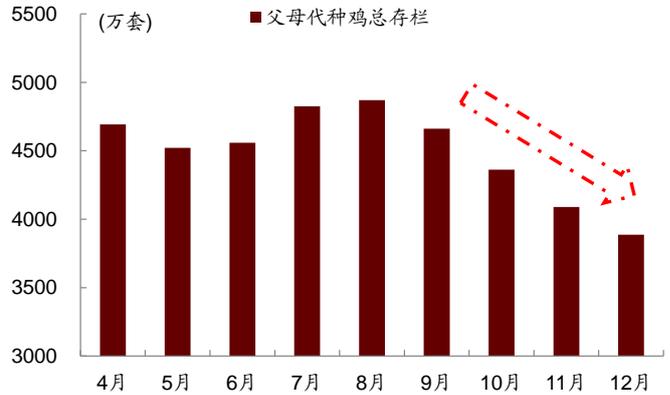
祖代供种能力下降当前已带动父母代种鸡存栏趋势下滑，印证我们前期判断。根据禽业协会监测样本数据，2016年初父母代在产种鸡存栏跌至990万套，同比下降13%；与此对应，全国父母代总存栏趋势下滑幅度明显，2015年末已跌至3,887万套，处于3,500~4,000万套的相对均衡水平，父母代存栏对商品代的压制作用已大大减轻。向后看，父母代种鸡存栏下滑趋势未变，仍将继续驱动商品代毛鸡与鸡苗价格反转。

图表4：在产父母代存栏自9月份逐步下降



资料来源：中国禽业协会，中金公司研究部

图表5：全国父母代总存栏回落至3500~4000万套

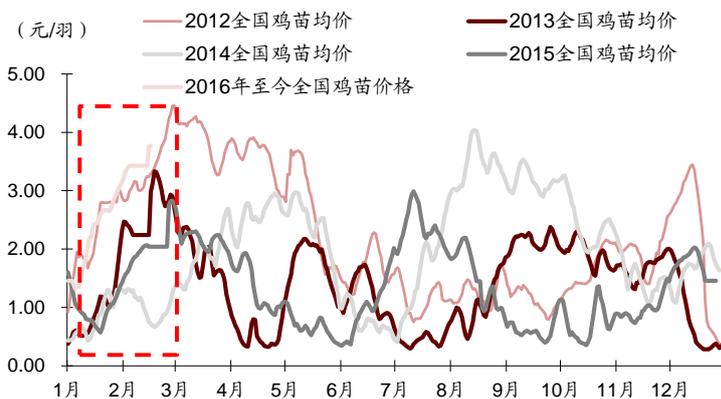


资料来源：中国禽业协会，中金公司研究部

短期因素在于鸡苗价格的节日效应

近五年历史数据显示，春节前后鸡苗价格均有所上涨，体现出一定程度的节日效应。我们认为其背后原因在于春节前后部分种鸡场停工，导致市场出苗能力有限，而需求端仍然较为平稳，短期内供不应求对价格起到支撑。此外，对比五年鸡苗价格走势，我们亦发现本年截至目前苗价涨幅最为凌厉，后市苗价上涨依然可期。

图表6：鸡苗价格在春节前后普遍走高



资料来源：博亚和讯，中金公司研究部

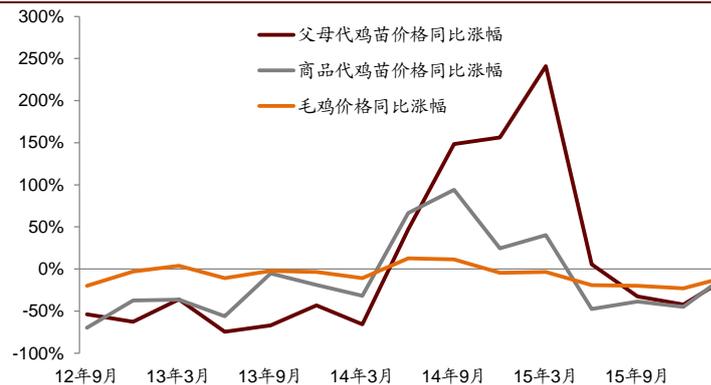


公司股价直接受益苗价上涨，股价短期弹性充足

短期价格弹性排序：父母代鸡苗>商品代鸡苗>商品肉鸡

从历史经验看，偏向禽产业链上游的父母代鸡苗具有更大的短期价格弹性，尤其在景气周期向上时期，价格可录得较高涨幅；而偏向终端消费的毛鸡短期价格弹性较小；产业链中游的商品代鸡苗弹性则居中。另一方面，本轮禽产业链行情源自最上游祖代去产能，产业链自上而下波动，价格上涨也会自父母代鸡苗逐步传递到商品代鸡苗及毛鸡价格，最终推动全产业链景气上行。

图表 7：弹性对比：父母代鸡苗>商品代鸡苗>毛鸡



资料来源：万得资讯，博亚和讯，中金公司研究部

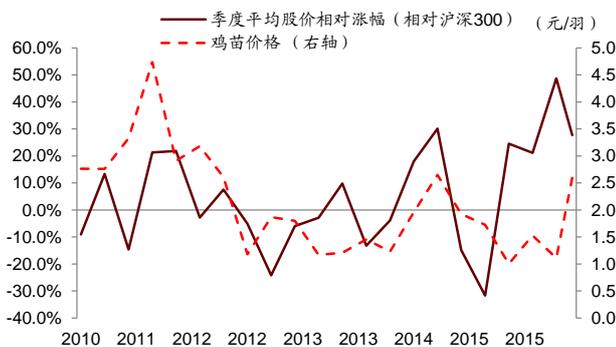
公司业绩直接受益于鸡苗价格向上

公司主要销售父母代鸡苗及商品代鸡苗，业绩率先且直接受到禽链景气上行提振。随行业景气度提升，公司自本年初以来开始提高父母代鸡苗售价，当前父母代鸡苗价格已达20元/羽左右；而全年来看，我们初步判断本年父母代鸡苗均价在20~25元/羽；商品代鸡苗均价在2.5~3.0元/羽；且后市若引种及存栏进一步缩减，价格仍有向上潜质，并对公司业绩继续起到支撑。

股价短期弹性充足

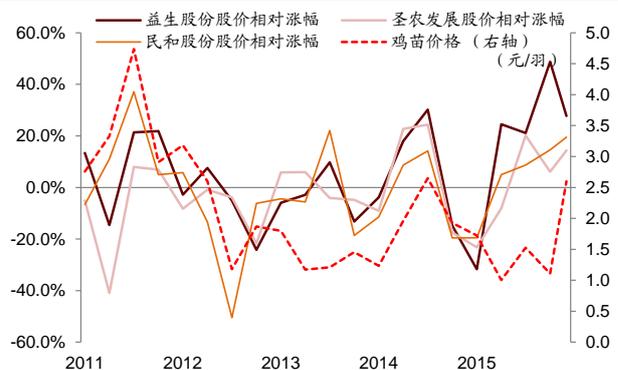
从资本市场角度看，公司股价与鸡苗价格相关度较高。鸡苗价格上涨将直接提振市场对公司业绩的预期，并迅速兑现在股价表现中。我们认为，当前禽链景气上行趋势可见、鸡苗价格自年初连续上涨，公司股价短期弹性充足且仍有释放空间，公司将成为禽链投资标的中的“短跑选手”。

图表 8：公司股价与苗价同趋势变动



资料来源：博亚和讯，万得资讯，中金公司研究部

图表 9：公司股价相比可比公司弹性更充足



资料来源：博亚和讯，万得资讯，中金公司研究部



持续关注公司外延拓展预期

定增与员工持股计划为外延发展提供动力

公司定增方案已经得到证监会批准，非公开定向增发共募集 5.9 亿元资金，其中 4 亿元用于偿还借款，其余用于补充流动资金，定向增发资金可为公司今后外延发展提供充裕现金流。另一方面，公司近期完成管理层增持与员工持股计划，耿培梁通过集中竞价方式增持 10.40 万股，均价 34.11 元/股；其它董监高通过员工持股计划共计增持 99.12 万股，均价 31.27 元/股。增持与员工持股计划更有利于绑定公司与员工利益，并对公司业绩起到助推作用。此外，31.27 元的员工持股计划价格亦为公司股价形成安全垫。

图表 10：公司定增情况

项目	内容
发行对象	曹积生（董事长）、巩新民（董事）、东方邦信、富国通达
发行数量	5131.46 万股
发行价格	11.55 元/股
定价基准日	2015/4/22
募集金额	5.93 亿元
募集资金用途	4 亿元用于偿还公司向银行的部分借款，剩余部分用于补充流动资金

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 11：公司员工持股计划

项目	内容
设立时间（草案时间）	2015/12/31
认购的资管计划	平安汇通益生股份员工持股特定客户资产管理计划
计划规模	不超过 3,700 万份（普通级 1,850 万份，优先级 1,850 万份）
实际规模	3,100 万份
资金来源	普通级 1,550 万份员工自筹，以 1:1 设立优先级，若计划结束后，资产不能覆盖优先级份额，公司董事长全额现金补足。
完成股票购买时间	2016/1/9
购买均价	31.27 元
成交金额	3,099.84 万元
成交股数	99.12 万股
资管计划完成购买后合计占公司股份比例	0.35%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

外延动作仍将围绕产业链博取协同效应

在外延动作上，公司 2015 年 7 月发布公告，公司与中信并购基金签署战略合作协议，在战略及行业研究多方面进行合作，并特别提出在合适时机设立并购基金进行杠杆收购、全球范围寻找适合并购标的和业务机会等安排。此外，公司现阶段已在 SPF 蛋领域有所布局，我们认为后续公司外延发展仍有望围绕产业链着力以博取协同效应。



图表 12: SPF 蛋行业情况

项目	内容
基本概念	SPF鸡: 不含有国家标准规定的病原体和相关抗体的鸡; SPF鸡胚: 用SPF鸡蛋孵化到一定日龄的内有活的胚胎的鸡蛋。
主要用途	1) 禽病研究的实验动物; 2) 繁殖种毒、病毒学研究; 3) 人、畜、禽多种活疫苗的制造和疫苗质量鉴定。
全球种源供给	德国EW公司、美国斯帕法斯公司、美国的吉胚公司(本次合资方)
当前国内市场需求	根据行业数据, 保守估计4,000万枚/年

资料来源: 行业数据整理, 中金公司研究部

图表 13: 公司 SPF 蛋项目情况

项目	内容
合资公司情况	注册资本5,000万元, 益生现金出资3,235.29万元, 股权占比为55%
合资方	美国吉胚公司、济南鑫盛达生物工程有限公司
合资公司经营范围	向中国的疫苗公司和其他企业生产及销售SPF(疫苗)受精或未受精蛋或SPF鸡胚、SPF鸡; 为内部使用和外销给其它SPF鸡场, 生产和销售父母代SPF种蛋

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



盈利预测与估值：禽链投资处于“价格行情”，股价走势仍将跟随鸡苗价格

调整公司 2015/2016/2017 年盈利预测-23%/43%/28%至-1.2/0.99/1.28 元：其中 2015 年因鸡苗价格仍然低迷，公司已对全年业绩进行下修；而展望今明两年，我们认为禽链反转逻辑仍然清晰，且近期禽链景气反转逻辑兑现、苗价连续上涨亦对业绩预期起到提振作用。

图表 14：盈利预测调整

(人民币：百万元)	2015E			2016E			2017E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
销售收入	618	655	5.9%	1,236	1,329	7.5%	1,512	1,599	5.7%
毛利率	-32.3%	-33.3%	-1.0%	21.9%	30.4%	8.6%	25.3%	31.7%	6.4%
营销费用	25	33	32.4%	31	33	7.5%	38	48	26.9%
营销费用/销售收入	4.0%	5.0%	1.0%	2.5%	2.5%	0.0%	2.5%	3.0%	0.5%
管理费用	62	85	37.7%	62	93	50.5%	76	96	26.9%
管理费用/销售收入	10.0%	13.0%	3.0%	5.0%	7.0%	2.0%	5.0%	6.0%	1.0%
息税前利润	-287	-336	-17.3%	177	278	56.7%	269	362	34.5%
净利润	-328	-402	-22.7%	231	332	43.4%	334	427	27.8%
净利率	-53.0%	-61.4%	-8.4%	18.7%	25.0%	6.2%	22.1%	26.7%	4.6%
每股收益 (人民币元)	-0.98	-1.20	-22.7%	0.69	0.99	43.4%	1.00	1.28	27.8%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 15：公司盈利预测假设

鸡苗业务	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
销量 (万套/只)								
父母代肉鸡	1,649	1,773	1,690	1,650	1,500	1,200	1,260	1,323
(+/-%)	34.9%	7.5%	-4.7%	-2.4%	-9.1%	-20.0%	5.0%	5.0%
父母代蛋鸡	547	635	538	560	560	560	588	617
(+/-%)	8.3%	16.2%	-15.2%	4.0%	0.0%	0.0%	5.0%	5.0%
商品代肉	7,081	5,879	8,120	13,000	21,000	22,000	25,000	30,000
(+/-%)	127.6%	-17.0%	38.1%	60.1%	61.5%	4.8%	13.6%	20.0%
价格 (元/套或只)								
父母代肉鸡	10.9	24.2	16.7	7.2	10.5	9.9	23.0	24.0
(+/-%)	-31.1%	121.7%	-30.9%	-57.2%	46.6%	-5.6%	132.1%	4.3%
父母代蛋鸡	6.14	6.60	6.50	6.50	7.00	7.50	8.00	8.00
(+/-%)	-8.7%	7.5%	-1.5%	0.0%	7.7%	7.1%	6.7%	0.0%
商品代肉鸡	2.10	3.35	2.32	1.70	2.40	1.05	2.60	2.85
(+/-%)	18.6%	59.5%	-30.7%	-26.7%	41.2%	-56.3%	147.6%	9.6%
营业收入 (百万元)								
	459.0	770.4	601.4	502.9	841.9	654.9	1,329.0	1,598.8
(+/-%)	25.6%	67.8%	-21.9%	-16.4%	67.4%	-22.2%	102.9%	20.3%
营业成本 (百万元)								
	351.3	460.7	512.0	674.0	764.4	873.0	924.6	1,092.0
(+/-%)	46.6%	31.2%	11.1%	31.6%	13.4%	14.2%	5.9%	18.1%
毛利 (百万元)								
	107.7	309.7	89.4	-171.1	77.6	-218.2	404.4	506.8
毛利率								
	23.5%	40.2%	14.9%	-34.0%	9.2%	-33.3%	30.4%	31.7%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 16：2016 年公司业绩敏感性分析 (父母代鸡苗)

2016 EPS	公司父母代鸡苗售价涨幅							
	102%	112%	122%	132%	142%	152%	162%	
-10%	0.75	0.88	0.91	0.94	0.97	1.00	1.03	
-5%	0.86	0.89	0.93	0.96	0.99	1.02	1.05	
0%	0.88	0.91	0.94	0.97	1.01	1.04	1.07	
公司父母代鸡苗销量涨幅	5%	0.89	0.92	0.96	0.99	1.02	1.06	1.09
	10%	0.90	0.94	0.97	1.01	1.04	1.08	1.12
	15%	0.92	0.95	0.99	1.03	1.06	1.10	1.14
	20%	0.93	0.97	1.00	1.04	1.08	1.12	1.16

资料来源：中金公司研究部

图表 17：2017 年公司业绩敏感性分析 (商品代鸡苗)

2016 EPS	公司商品代鸡苗售价涨幅							
	118%	128%	138%	148%	158%	168%	178%	
-1%	0.75	0.81	0.87	0.94	1.00	1.06	1.12	
4%	0.76	0.83	0.89	0.95	1.02	1.08	1.15	
9%	0.77	0.84	0.90	0.97	1.04	1.11	1.18	
公司商品代鸡苗销量涨幅	14%	0.78	0.85	0.92	0.99	1.06	1.13	1.20
	19%	0.79	0.86	0.93	1.01	1.08	1.16	1.23
	24%	0.80	0.87	0.95	1.03	1.10	1.18	1.26
	29%	0.80	0.88	0.96	1.05	1.13	1.21	1.29

资料来源：中金公司研究部



估值：禽链投资仍处“价格行情”中：我们认为由禽链反转带动的投资机会可分为三个阶段：去产能行情、价格行情、业绩行情。当前市场仍处于“价格行情”中，且行情将持续至禽链价格出现明显向上。在这一阶段行情中，禽链标的股价表现仍将跟随价格走势，而益生股份作为高弹性标的将更大程度受益于鸡苗价格上升。

公司估值仍有空间，后期仍存交易性机会：预计本轮禽链周期上行可持续至2017年，且2017年为景气顶点年份。当前公司平均市盈率及本年最高市盈率分别为29.65/37.63倍，相比上一轮周期中上行年份（2010年），益生股份当前市盈率仍有一定空间；但考虑公司股价与鸡苗价格的相关性，后期仍存交易性机会。

图表 18：两轮周期估值对比

	2010年	2011年	2016年至今
当年平均市盈率	73.98	16.11	29.65
当年最高市盈率	86.46	20.14	37.63

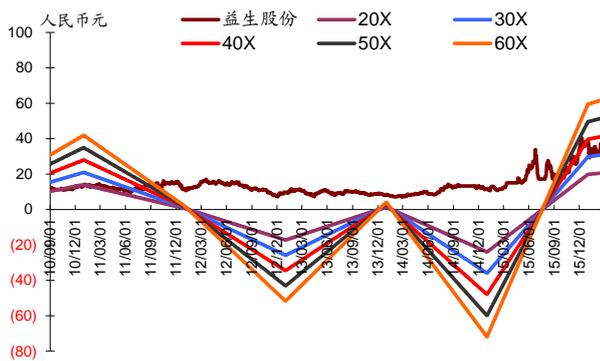
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 19：可比公司估值表

公司	代码	投资评级	当前股价	总市值 (百万元)	每股净利润(元)				市盈率				市净率				净资产收益率(%)				
					2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E	
A股覆盖农业公司																					
种植	北大荒	600598.SH	推荐	10.39	18,470	0.45	0.57	0.70	0.86	23.1	18.2	14.9	12.0	3.3	3.1	2.9	2.7	14.1	16.9	19.3	22.0
	牧原股份	002714.SZ	推荐	45.96	23,755	0.17	1.16	3.25	3.90	277.4	39.6	14.1	11.8	11.4	8.9	5.6	4.0	4.1	22.5	39.8	34.2
养殖	圣农发展	002299.SZ	推荐	21.40	23,773	0.07	(0.36)	1.05	1.65	312.1	n.m	20.5	13.0	7.5	4.6	3.7	2.9	2.4	-7.6	18.2	22.3
	益生股份	002458.SZ	推荐	36.96	12,371	0.07	(1.20)	0.99	1.28	526.2	n.m	37.3	29.0	17.6	11.8	9.0	6.9	3.3	-38.5	24.1	23.7
饲料	大北农	002385.SZ	推荐	10.12	27,666	0.32	0.30	0.46	0.61	31.8	34.3	21.9	16.6	4.3	3.9	3.4	2.9	13.5	11.4	15.5	17.4
	海大集团	002311.SZ	推荐	12.91	19,847	0.35	0.48	0.64	0.81	36.9	27.1	20.1	16.0	4.6	4.1	3.6	3.1	12.4	15.3	18.0	19.6
种业	隆平高科	000998.SZ	推荐	19.30	24,245	0.36	0.51	0.63	0.79	53.0	37.9	30.6	24.4	10.0	8.1	6.7	5.5	19.0	21.4	21.8	22.5
	登海种业	002041.SZ	推荐	14.26	12,549	0.43	0.50	0.62	0.75	33.0	28.5	22.9	19.0	6.3	5.3	4.5	3.8	19.0	18.5	19.4	19.7
A股覆盖总体平均									161.7	30.9	22.8	17.7	8.1	6.2	4.9	4.0	11.0	7.5	22.0	22.7	
A股覆盖中值									44.9	31.4	21.2	16.3	6.9	4.9	4.1	3.4	13.0	16.1	19.4	22.2	

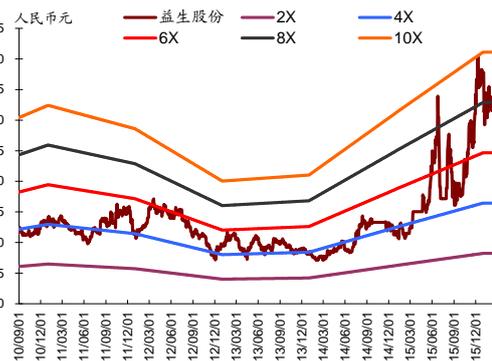
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 20：历史市盈率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 21：历史市净率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见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任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金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。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

