



# 进入 SPF 蛋领域, 抢占国内种源制高点

中信证券研究部

2014 年 11 月 27 日

施亮

电话: 010-60838274

邮件: liangshi@citics.com

执业证书编号: S1010510120044

刘洋

电话: 010-60838897

邮件: lyocean@citics.com

盛夏

电话: 010-60838155

邮件: xsheng@citics.com

联系人: 吴尚阳

电话: 010-60836735

邮件: wushangyang@citics.com

执业证书编号: S1010512080007 执业证书编号: S1010514060004

## 事项:

公司今日发布对外投资公告: 公司与美国吉胚公司、济南鑫盛达生物工程有限公司、邓松林先生及李梦元先生, 共同出资设立山东益吉达 (SPF) 生物科技有限公司, 注册资本 5000 万元, 持股比例分别为 55%、25% (其中现金 10%, 技术、技术管理和基因 15%)、16%、2%、2%。所设立公司主要从事 SPF 鸡 (蛋) 生产和销售。我们主要观点如下:

## 评论:

### 联手吉胚, 培育国内首个 SPF 祖代种鸡群

“SPF”是“无特定病原体鸡”的英文缩写 (Specific Pathogen Free Chicken)。“SPF 鸡”是指不含有国家标准规定的病原体和相关抗体的鸡, 不同国家有不同的标准, 如中国是 19 种 (见附表), 美国是 23 种, 欧盟是 32 种。“SPF 蛋”指 SPF 鸡生产的蛋 (卵)。“SPF 鸡胚”是指用 SPF 鸡蛋孵化到一定日龄的内有活的胚胎的鸡蛋。

其有三个重要用途: 一是进行生命科学研究的高标准实验动物, 是进行病毒学研究和各种人、禽生物制品生产和鉴定的标准化原材料; 二是用来研制和生产鸡的疫苗和疫苗检测; 三是部分国家规定用于生产死的灭活疫苗。其中用于鸡疫苗生产和检测是其最主要用途。

SPF 鸡 (蛋) 生产对种源要求非常高, 多代次繁殖不仅使生产成绩下降, 最重要的是产品质量不能保证, 达不到 SPF 状态。但从全球范围内看, 其种源供给一直非常集中, 全球仅有三家: 德国的 EW 公司 (安伟捷母公司)、美国的斯帕法斯公司和本次合资方美国的吉胚公司。这些公司长期对我国禁止提供用于生产种鸡的祖代种蛋。

我国到目前为止, 还没有标准的 SPF 种鸡场。国内已建成的 19 个 SPF 鸡商品蛋的鸡群 (两个已经停产) 全部是每年从国外高价引进父母代种鸡生产 SPF 商品蛋 (不分父系和母系)。种源问题一直是国内 SPF 鸡 (蛋) 生产和发展的核心, 部分企业为节省引种费用, 使用国产的 SPF 商品蛋重新繁殖用于生产, 导致国内大多数 SPF 鸡 (蛋) 不达标。

本次公司与吉胚公司 (三大源种企业之一) 合资, 由吉胚公司提供 SPF 原种蛋到中国孵化、培育出 SPF 祖代种鸡群, 然后扩繁父母代鸡, 生产 SPF 蛋, 将是国内首个从祖代开始全流程生产的 SPF 场, 将结束中国没有 SPF 种鸡场的历史。按照协议, 合资公司将向中国的疫苗公司和其他企业生产及销售优质的 SPF (疫苗) 受精或未受精蛋或 SPF 鸡胚、SPF 鸡。

### 国内 SPF 蛋年需求 4000 万枚, 市场空间 3-4 个亿

根据相关机构调研, 保守估计我国的每年 SPF 蛋需求量为 4000 万枚, 但是国内年生产 SPF 鸡蛋仅 2000 万枚, 市场空间远未被满足。国外进口 SPF 蛋售价约在 1.5 美元/枚, 国内产商品 SPF 蛋约在 6-7 元/枚, 初步估算国内市场容量约在 3-4 个亿。合资公司作为首个从国外引进源种直接生产的项目, 其 SPF 蛋的品质或将显著领先于国内同行, 并将快速占领市场。由于 SPF 蛋生产对源种、生产技术要求较高, 我们预计毛利率将达到 50% 以上, 净利率将达 20-30%。

此外，本次合资项目还为国内及亚洲商品鸡场提供父母代种蛋和种鸡，也将贡献收入和利润。项目建设难度高、风险大，预计初期引种量不会太大，短期增厚业绩有限。

### 预计全年引种量同比下降 30%，周期向上弹性继续抬升

随着白羽肉鸡联盟限量控制祖代鸡引种以及企业受制于资金压力自发性调整引种规模、提前淘汰在产祖代鸡，整个肉鸡行业景气度周期性反转已经明确。我们预计 2014 年全年祖代引种约为 110 万套(含圣农、泰森)，同比将下降 30%。我们草根调研了解到，部分中型祖代鸡企业由于资金压力，实际引种量大幅低于此前给定的配额。在资金链分析框架下，我们预期本轮周期反转的高度和持续时间都将超出市场预期，周期向上的弹性将不断提升，公司父母代、商品代鸡苗都将表现出巨大的业绩弹性。

### 投资建议：

维持“买入”评级：供给收缩继续兑现，价格中枢稳步提升，禽产业链景气反转力度和时间或将继续超预期。公司商品代鸡苗处于放量期，弹性巨大。中期来看，本次合资将对公司业绩有一定程度增厚。我们维持 14/15/16 年盈利预测为 0.13/0.94/0.74 元，维持“买入”评级，目标价 15 元。

### 风险提示：

鸡苗价格波动风险、疫病风险、SPF 蛋品质低于预期风险。

## 分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

### 一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2013 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅；	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦 (100125)	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦 (518048)	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

### Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。