



# 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

<b>施亮</b> 电话：010-60838274 邮件：liangshi@citics.com 执业证书编号：S1010510120044	<b>刘洋</b> 电话：010-60838897 邮件：lyocean@citics.com 执业证书编号：S1010512080007	<b>盛夏</b> 电话：010-60838155 邮件：xsheng@citics.com 执业证书编号：S1010514060004	<b>联系人：吴尚阳</b> 电话：010-60836735 邮件：wushangyang@citics.com
---	--	---	--

## 事项：

益生股份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标准化实验动物，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。

本次益生股份与吉胚公司（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，并将有望快速占领市场。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。

### 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。

### 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。我们维持公司 2014/516 年盈利预测为 0.18/0.94/0.74 元，维持“买入”评级，目标价 15 元。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(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。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员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。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的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，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。