

日期: 2010 年 7 月 21 日

行业: 畜禽养殖行业



滕文飞

021-53519888*1969

tengwenfei@sigchina.com

执业证书编号: S08700210070004

IPO 报价区间 RMB 24.84~29.80 元

上市合理定价 RMB 33.12~39.73 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	27.00
发行后总股本 (百万股)	108.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网下询价配售 20%
	网上定价发行 80%
保荐机构	安信证券

主要股东 (IPO 前)

曹积生	68.61%
迟汉东	7.19%

收入结构 (Y09)

鸡收入	81.33%
猪收入	8.82%

报告编号: TWF10-NSP03

首次报告时间: 2010 年 7 月 21 日

迅速扩张的种鸡行业龙头

■ 投资要点:

国内领先的种鸡行业龙头企业

公司是国内领先的种鸡行业龙头企业, 主营业务包括祖代种鸡的引进与饲养、父母代种雏鸡的生产与销售、商品肉雏鸡的生产与销售、饲料的生产和销售、种猪和商品猪的饲养和销售。

同时具备品种和规模优势

公司已经发展成为全国最大的祖代种鸡养殖企业, 目前公司在祖代种鸡养殖和繁育父母代种雏鸡方面保持市场占有率第一。同时公司也是唯一经中国农业部批准, 能够同时从国外进口 AA+ 和罗斯 308 两个祖代肉种鸡品种并掌握了上述两个品种的相关繁育技术, 是我国繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司, 繁育水平在国内处于领先地位。

募投项目继续扩大产能

本次募集资金将全部用于建设 90 万套父母代肉种鸡场建设项目和 4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目。项目建成投产后, 公司养殖和生产规模将得到进一步的扩大, 公司规模优势更为明显, 市场竞争优势进一步提升, 公司未来三年营业收入有望保持快速增长。

定价结论

我们预计未来三年公司的复合增长率为 20%, 高于行业平均的预期增长率。综合考虑同行业上市公司估值及近期上市创业板公司估值, 谨慎得出该股合理价格为 33.12~39.73 元。从近期上市的中小板股票来看, 截至 7 月 20 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 23.67%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 25% 的折让, 建议询价区间为 24.84-29.80 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 33.12-39.73 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	332.34	365.48	418.07	470.05	684.26
年增长率 (%)	13.27	9.97	14.39	12.43	45.57
归属于母公司的净利润	70.81	80.76	104.13	118.83	173.9
年增长率 (%)	55.80	14.05	28.94	14.12	46.34
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.656	0.751	0.964	1.100	1.610

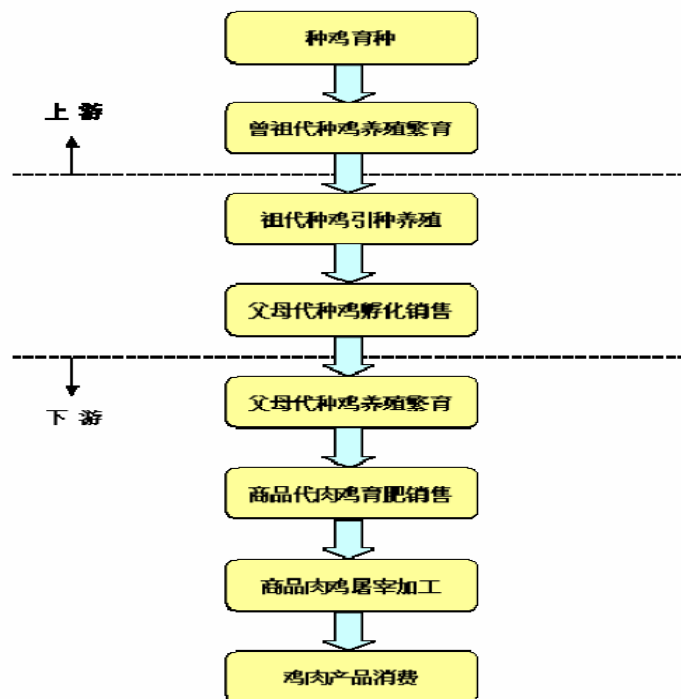
数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

发行人的行业分类

益生种畜禽股份有限公司所属行业为畜牧业，主导产品为肉鸡系列。公司的主营业务包括祖代种鸡的引进与饲养、父母代种雏鸡的生产与销售、商品肉雏鸡的生产与销售、饲料的生产和销售、种猪和商品猪的饲养和销售。自设立至今，公司主营业务未发生重大变化。公司主要产品为父母代肉种雏鸡、父母代蛋种雏鸡和商品肉雏鸡。

图 1 山东益生公司的生产工艺流程示意图



资料来源：公司招股意向书

行业成长前景

目前鸡肉因为生产的低成本和高效率以及丰富的蛋白质营养已成为城镇居民主要肉类食品，农村鸡肉消费量也在逐年增加。根据官方统计，中国鸡肉产量从1990年的266.32万吨增加到2009年的1,370万吨，增幅达414.42%。肉鸡产业目前年产量和消费量仅次于猪肉排名第二，在促进我国畜牧业发展和“三农”问题解决中发挥着重要的示范作用。近十几年来，我国鸡肉生产与消费量均有显著提高，1996-2008年人均鸡肉消费量已由5.01千克增加到8.97千克，但较世界平均水平仍有较大上升空间。从2006年以来的生产和价格情况分

析，肉鸡产业正在从各种不利因素的影响下迅速恢复。鸡肉的消费量逐步增加，拉动了肉鸡行业生产的发展。同时，由于与猪肉的替代关系，在 2007 年猪肉生产和市场价格出现较大波动的情况下，肉鸡的生产和消费增长获得了良好的机会。根据中国畜牧业协会的数据，2007 年中国祖代肉种鸡更换量增加了 36%，2008 年比 2007 年又增加了 16.18%，因此 2008 年的父母代肉种雏鸡产量增加，2009 年的商品肉雏鸡产量也将增加。据中国畜牧业协会的统计和测算，到 2010 年中国白羽父母代肉种鸡将达到 3,674 万套，白羽商品肉鸡 40 亿只，2015 年父母代肉种鸡将达到 4,379 万套，白羽商品肉雏鸡 48 亿只，白羽肉鸡饲养量和鸡肉产量都将稳步增加。

图 2 世界与中国人均鸡肉消费量的比较

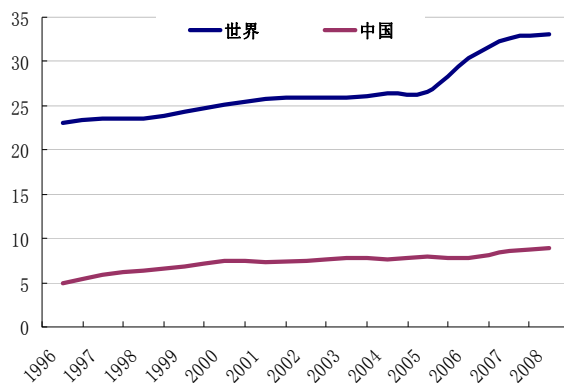
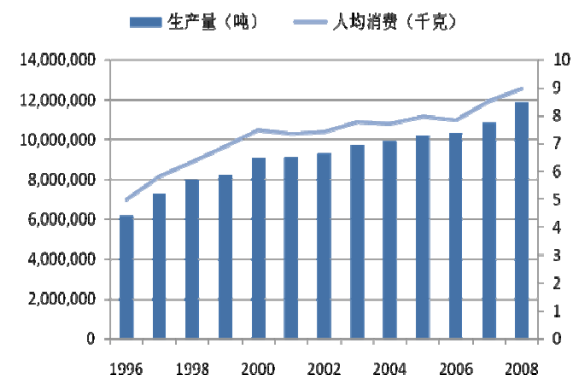


图 3 1996 年-2008 年我国鸡肉生产量及人均消费量



资料来源: FAO; 中国畜牧业协会禽业分会

资料来源: 公司招股意向书

产业竞争结构

我国家禽养殖业的发展目前已进入了较成熟的市场化竞争阶段，种鸡养殖行业的发展已由单纯的追求企业数量扩张逐渐向以现代化、规模化、标准化为重点的发展模式过渡。在全国种鸡饲养总量稳步增加的同时，种鸡场及种鸡饲养企业数量呈下降趋势，市场集中度在逐步上升。

表 1 国内同行业祖代种鸡引进量的排名

排名	公司名称	2009 年更换量 (万套)	市场份额 (%)
1	山东益生种畜禽股份有限公司	27.55	29.43
2	北京家禽育种有限公司	22.09	23.6
3	北京大风家禽育种有限公司	12.8	13.67
4	北京艾拔益加家禽育种有限公司	9.2	9.83
5	山东诸城外贸集团公司	5.4	5.77

6	吉林德大有限公司	3.52	3.76
7	河北飞龙家禽育种有限公司	3.3	3.53
8	黑龙江省农垦祖代种鸡场	3	3.2
9	江苏海门艾拔益加家禽育种有限公司	2.25	2.4
10	吉林金星实业有限公司	2	2.14
11	吉林兴华饲料有限公司	1	1.07
12	河北天丰集团家禽育种有限公司	0.8	0.85
13	河南汤阴哈巴德家禽育种有限公司	0.7	0.75
合 计		93.61	100

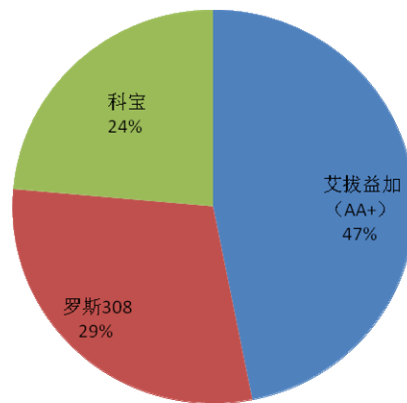
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会

近年来，行业主管部门加强了白羽祖代肉种鸡行业的管理，对国内祖代肉种鸡进口实行总量控制、严格行业进入资格审批等措施，使得白羽祖代肉种鸡养殖行业从引种过剩、无序竞争逐渐恢复到理性、稳定的态势，确保了肉种鸡繁育和生产及相关下游产业链的有序、健康发展。在市场集中度不断提升的同时，祖代肉种鸡养殖行业市场分化也较为明显，生产经营时间较长、拥有技术优势和规模优势的企业，其产品被客户认可，品牌信誉良好，在竞争中优势明显。而规模较小和技术相对薄弱的企业，在竞争中则往往处于被动的地位。此外，我国的祖代肉种鸡养殖正在努力向品种多样化方向发展，同时拥有多种品种祖代种鸡雏鸡的引进能力和繁育技术将会较大程度地增强企业的抗风险能力和盈利能力，使其在竞争中处于有利地位。这种变化趋势随着市场化程度的不断提高和竞争的加剧而日趋明显。目前，国内只有益生股份公司是唯一经中国农业部批准，能够同时从国外进口AA+和罗斯 308 两个祖代肉种鸡品种并掌握了上述两个品种的相关繁育技术，是我国繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司，繁育水平在国内处于领先地位。

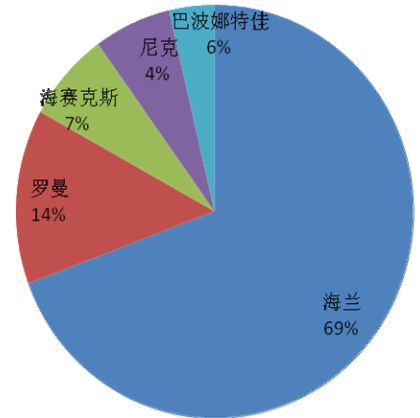
图 4 2009 年外国品牌祖代肉鸡在中国市场占有率

图 5 2009 年外国品牌祖代蛋鸡在中国市场占有率

祖代肉种鸡市场占有率



祖代蛋鸡市场占有率



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司竞争优势

稳定的供应商优势

我国祖代肉种鸡养殖企业生产所需祖代肉种鸡全部来自于进口，公司作为我国最大的祖代肉种鸡养殖企业，是世界最大家禽育种公司美国安伟捷在全世界最重要的客户之一。公司 2009 年引进的祖代肉种鸡占美国安伟捷全世界种鸡销售市场的 8.1%，占亚洲市场的 21.5%，占中国市场 38.5% 的份额，在美国安伟捷全世界客户中排名第一。公司长期以来与美国安伟捷密切合作，目前已形成长期稳定的合作关系，保证了公司可以常年稳定地引进祖代肉种鸡，并有利于公司及时引进吸收国外先进的繁育技术。

规模和品种优势

公司已经发展成为全国最大的祖代种鸡养殖企业，目前公司在祖代种鸡养殖和繁育父母代种雏鸡方面保持市场占有率第一。规模优势使得公司一次性进口祖代种鸡批量大，可以在短期内提供更多的同批次祖代种鸡产出的父母代种雏鸡，可以更好地满足下游大型生产企业的旺盛需求。公司同时拥有国内市场份额最大的两大肉鸡品种（AA+与罗斯 308）的生产与销售业务，且两品种单一规模均居全国首位，是我国繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司。

疾病预防与控制优势

种鸡养殖面临较大的疾病风险，只有保证饲养成功，才能发挥生产效益。而先进的疾病防制和控制体系正是公司强有力的竞争优势之一。公司的种畜禽饲养业务经营场所主要在山东胶东半岛的烟台市和威海市，全国五个国家级无规定动物疫病示范区，胶东半岛是其中之一，这为胶东半岛地区种鸡养殖的健康保障增加了一个安全网。在养殖场的建设中，公司建立了完善的防疫设施和防疫制度。内部环境

全部利用自动化控制设备，对供料、饮水、消毒、温度、湿度的控制都实现了自动化，将人为因素的影响降到最低限度。经过多年的实践，利用技术研究方面的优势，公司建立了科学而完善的动物免疫程序。

议价能力优势

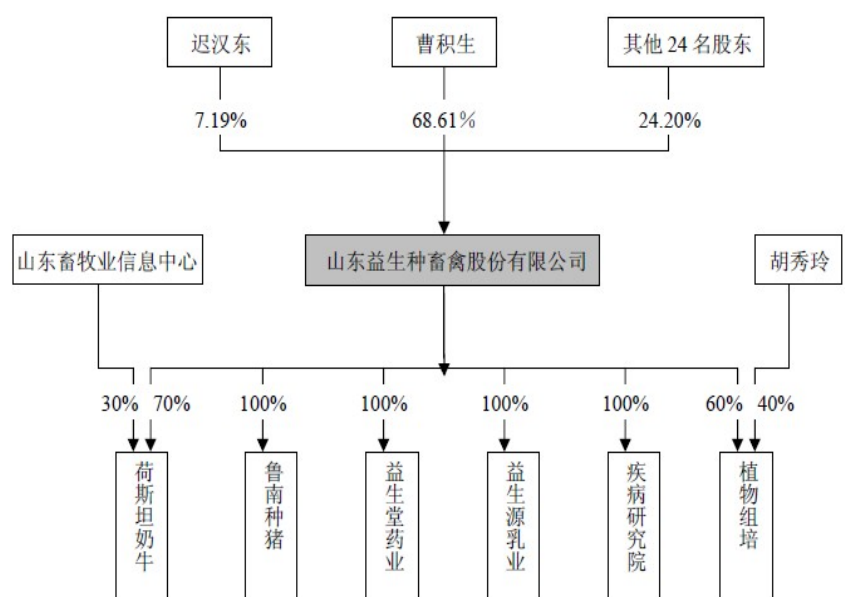
公司生产销售的父母代种雏鸡产品同次批量大、种质一致性高、生产性能良好，可以很好地满足下游大型一体化父母代种鸡饲养企业的需求。公司凭借多年良好的市场信誉和产品质量，在市场中树立了强势品牌地位，从而使得公司对目前的父母代种雏鸡市场销售价格的制定具备重要的影响力。公司在向种鸡供应商采购的过程中具备议价能力优势。

二、公司分析及募集资金投向

公司历史沿革及股本结构

公司前身为烟台益生种禽有限公司，2000年7月因增加经营范围更名为烟台益生种畜禽有限公司，2002年2月，再次更名为山东益生种畜禽有限公司，此后经过多次股权转让及增资，2007年11月，整体变更为山东益生种畜禽股份有限公司。本次发行前公司总股本为8,100万元，其中董事长曹积生先生持有5,557.41万股，占公司总股本的68.61%，为公司的控股股东。

图 6 益生股份公司发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 主业简况及收入利润结构

主业为祖代种鸡的引进养殖及销售

公司的主营业务包括祖代种鸡的引进与饲养、父母代种雏鸡的生产与销售、商品肉雏鸡的生产与销售、饲料的生产和销售、种猪和商品猪的饲养和销售。主要产品为父母代肉种雏鸡、父母代蛋种雏鸡和商品肉雏鸡。其他产品在公司营业收入中所占比重较低，对公司净利润贡献有限。公司 2007 年、2008 年和 2009 年的营业收入分别为 29,340.05 万元、33,233.62 万元和 36,547.96 万元。其中鸡业务收入分别为 17,129.81 万元、26,049.79 万元和 29,724.91 万元；占比分别达到 58.38%、78.38%、81.33%，呈逐年上升趋势，猪、饲料及其他收入占比进一步降低。从产品结构来看，鸡收入产生的毛利占比最大，2007 年、2008 年、2009 年该类收入毛利额占比分别为 76.67%、87.17% 和 93.09%，父母代种鸡雏鸡及商品鸡雏鸡销售的毛利额呈逐年上升的趋势。而其他各类产品所产生的毛利额只占 23.33%、12.83% 和 6.91%，父母代种鸡雏鸡及商品鸡雏鸡所创造的利润仍是公司最主要的利润来源。

图 7 益生股份近年收入及净利润增长

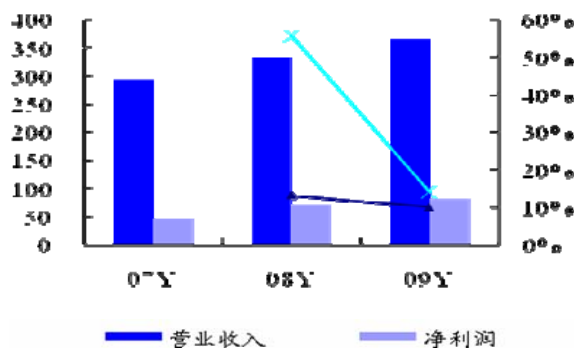
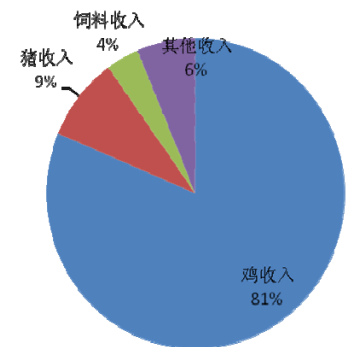


图 8 益生股份主营收入结构（分产品，2009 年）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 募资项目

募资项目对公司的未来发展提供助力

公司此次发行所募集资金将全部用于建设 90 万套父母代肉种鸡场建设项目和 4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目。其中 90 万套父母代肉种鸡场建设项目年更新父母代肉种鸡 60 万套、存栏量 90 万套、年提供商品肉鸡雏鸡 8,028.80 万只；4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目年更新祖代肉种鸡 4.6 万套、存栏量 6.9 万套，父母代肉种鸡雏鸡年

产量 230 万套。上述项目总投资 27,345.94 万元，已取得烟台市发展和改革委员会和乳山市发展和改革委员会核发的登记备案证明。

表 2 益生股份 IPO 项目概况

项目名称	投资金额 (万元)	建设期	年销售收入 (万元)	年净利润 (万元)
90 万套父母代肉种鸡场建设项目	25086.49	2 年	20458.14	5104.13
4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目	2259.45	2 年	3704.84	1032.65
合 计	27345.94		24162.98	6136.78

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

(一) 90 万套父母代肉种鸡场建设项目

项目建设内容包括新建父母代肉种鸡场 5 座，新建孵化场 1 座。项目建设期 2 年，项目达产后，年更新父母代肉种鸡 60 万套，公司父母代种鸡存栏量增加 90 万套，每年可提供商品肉鸡雏鸡 8,028.80 万只，实现销售收入 20,458.14 万元，净利润 5104.13 万元，投资利润率 20.72%。项目前景看好，父母代种鸡业务规模扩大以后将使公司在种鸡行业的市场占有率进一步提升。

(二) 4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目

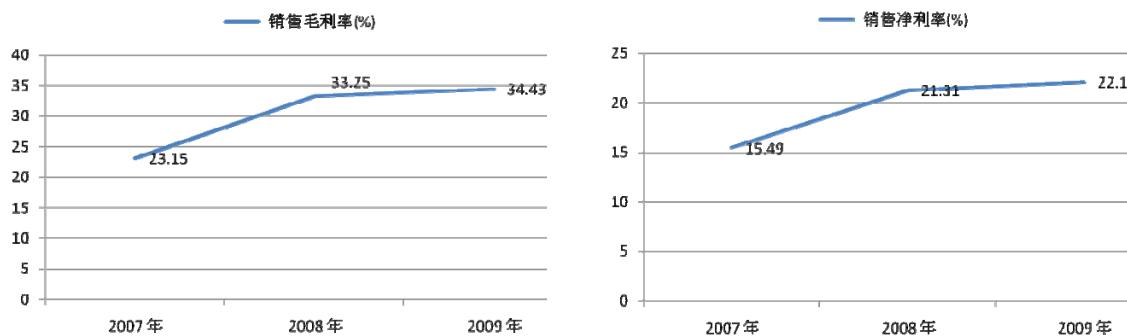
项目将利用现有技术投资建设 4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目，新建祖代肉种鸡场 1 座，改扩建祖代肉种鸡场 2 座、育雏育成鸡场 1 座、孵化场 1 座。项目建设期 2 年，建成后，祖代肉种鸡年更新量 4.6 万套，存栏量 6.9 万套，年生产父母代种雏鸡 230 万套，实现年销售收入 3,704.84 万元，净利润 1032.65 万元，投资利润率 26.96%。

三、财务状况和盈利预测

07、08 年以及 09 年，益生股份公司的综合毛利率分别为 23.15%、33.25%、34.43%，保持平稳增长趋势，显示行业处于景气周期；净利率水平自 07 年以来大幅攀升，近 2 年维持在 22% 左右。随着公司产能的扩大和对下游养殖行业的渗透，未来公司利润率将基本保持平稳走高的趋势。

图 9 益生股份综合毛利率水平

图 10 益生股份净利率水平



资料来源：公司招股意向书；Wind 资讯；上海证券研究所整理

■ 业绩预测

随着公司募投项目的建成投产，我们预计公司未来将在鸡类业务方面的收入将保持快速增长。我们的业绩预测主要基于以下几点假设：

1. 2 个募投项目按原定进度顺利投产，公司规模进一步扩大。
 2. 自 07 年以来，行业处于一轮上行的景气周期当中，雏鸡价格较过往有较大提高，由于历史上雏鸡销售价格波动较大，我们谨慎预计未来雏鸡价格与目前持平略有增长。
 3. 除鸡类业务外，公司其它业务按照规划保持 20% 以上的增速。
- 初步预计公司 2010、2011、2012 年净利润将实现年递增 28.94%、14.12%、46.34%；稀释后每股收益为 0.964 元、1.100 元、1.610 元。

表 3 益生股份收入分项预测表

产品	项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
父母代肉种雏鸡	生产量（套）	9,382,390.00	12,494,736.00	14,368,946.40	15,805,841.04	18,105,841.04
	自用量（套）	55,399.00	268,770.00	215,534.20	237,087.62	271,587.62
	销售量（套）	9,326,991.00	12,225,966.00	14,153,412.20	15,568,753.42	17,834,253.42
	外销比例（%）	99.41	98.12	98.50	98.50	98.50
	均价（元/套）	19.58	16.58	16.80	17.00	17.20
	销售收入（万元）	18,261.39	20,266.47	23,777.73	26,466.88	30,674.92
父母代蛋种雏鸡	生产量（套）	2,528,365.00	5,048,710.00	5,553,581.00	5,831,260.05	6,414,386.06
	销售量（套）	2,528,365.00	5,048,710.00	5,553,581.00	5,831,260.05	6,414,386.06
	产销率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
	均价（元/套）	9.63	6.72	6.60	6.70	6.70
	销售收入（万元）	2,434.89	3,393.69	3,665.36	3,906.94	4,297.64
商品肉雏鸡	生产量（只）	22,987,980.00	31,110,378.00	34,221,415.80	37,643,557.38	107,931,557.38
	销售量（只）	22,987,980.00	31,107,578.00	34,221,415.80	37,643,557.38	107,931,557.38
	产销率（%）	100.00	99.99	100.00	100.00	100.00
	均价（元/套）	2.33	1.95	2.00	2.10	2.20

2010 年 7 月 21 日

	销售收入（万元）	5,353.51	6,064.75	6,844.28	7,905.15	23,744.94
	合计收入（万元）	26049.79	29724.91	34287.38	38278.97	58717.50
原种猪	销售量（头）	1,939.00	1,239.00	1,486.80	1,784.16	2,140.99
	单价（元/头）	2,633.96	2,789.67	2,700.00	2,700.00	2,700.00
	销售收入（万元）	510.73	345.64	401.44	481.72	578.07
二元猪	销售量（头）	4,093.00	5,660.00	6,226.00	6,848.60	7,533.46
	单价（元/头）	1,600.58	1,410.88	1,400.00	1,400.00	1,400.00
	销售收入（万元）	655.11	798.56	871.64	958.80	1,054.68
商品猪	销售量（头）	17,053.00	24,262.00	30,327.50	37,909.38	47,386.72
	单价（元/头）	1,101.85	850.35	850.00	900.00	900.00
	销售收入（万元）	1,879.00	2,063.12	2,577.84	3,411.84	4,264.80
	合计收入（万元）	3,044.84	3,207.32	3,850.91	4,852.37	5,897.56
饲料	产量（吨）	35,639.91	38,881.30	42,769.43	49,184.84	59,021.81
	自用数量（吨）	30,705.32	34,646.37	38,492.49	44,266.36	54,300.07
	自用比例（%）	86.15	89.11	90.00	90.00	92.00
	外销数量（吨）	4,934.59	4,234.93	4,276.94	4,918.48	4,721.75
	外销比例（%）	13.85	10.89	10.00	10.00	8.00
	单价（元/千克）	3.51	3.07	3.20	3.20	3.20
	合计收入（万元）	1,733.38	1,302.09	1,368.62	1,573.92	1,510.96
	其它收入（万元）	2405.6	2313.64	2300.00	2300.00	2300.00
	总收入（万元）	33,233.61	36,547.96	41,806.91	47,005.26	68,426.01

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

畜禽疾病发生和传播的风险

公司主营业务为鸡和猪等畜禽良种的生产与销售。作为生物体都有一个共同的特点，即不可避免地会受到疾病的侵扰。公司目前和今后需防范并控制的畜禽疾病风险主要分两类，一是自有畜禽在养殖过程中发生疾病给公司带来的风险；二是畜禽养殖行业爆发大规模疫病给公司带来的风险。疾病尤其是高致病性禽流感、猪瘟等恶性传染病一旦出现并大面积传播，将会给公司的生产经营带来较大的影响。

产品价格波动的风险

中国的畜禽产品消费市场巨大，但市场价格受到供求关系等因素影响，波动较为频繁，公司无法保证产品销售价格不受市场价格波动的影响。如果市场上畜禽产品供应过剩或需求不足，畜禽产品价格下降，在一定时间内会使公司生产的鸡和猪产品价格下跌，企业利润下降。

依赖国外供应商及其育种技术的风险

目前世界范围内的原种鸡种源控制于欧美少数几家育种公司手中，中国所用的祖代种鸡均需从国外进口。因此公司在祖代种鸡引种等方面对国外供应商存在一定的依赖。一旦上述供应商由于疫病或其他原因减少或停止输出种鸡雏鸡，公司将不能进口足量的祖代种鸡，因而面临依赖国外供应商的风险。

五、估值及定价分析

国内同类公司的比较

国内 A 股市场与益生股份公司业务最相近者有 3 家(参见下表)，为民和股份、圣农发展和华英农业。剔除极端波动的因素后，同类股目前的平均 PE 估值 10 年为 39.15 倍，我们注意到家禽养殖公司的溢价较多，明显高于 A 股市场水平，同时中小成长型公司也大抵在这一高水平附近。

表 4 可比国内/国际同类股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
002234.SZ	民和股份	13.68	-0.39	0.39	0.67	-35.08	35.08	20.42	2.64
002299.SZ	圣农发展	18.01	0.27	0.52	0.7	66.70	34.63	25.73	2.91
002321.SZ	华英农业	36.27	0.49	0.76	1.02	74.02	47.72	35.56	8.32
国内平均值			/			/	39.15	27.24	4.62

数据来源: Wind 资讯; 上海证券研究所整理; 股价取 2010 年 7 月 20 日收盘价

表 5 近期上市中小板股票的市况

证券代码	证券简称	首发 PE 摊薄	首日涨跌幅%	累计溢价率%	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)
					2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
002445.SZ	中南重工	34.18	7.18	-0.11	0.55	0.68	0.84	34.45	27.62	22.36	2.74
002446.SZ	盛路通信	46.53	17.56	11.73	0.41	0.52	0.65	48.88	38.29	30.63	3.26
002447.SZ	壹桥苗业	47.51	45.96	47.65	0.64	0.82	1.07	66.46	52.18	39.99	4.48
002448.SZ	中原内配	31.14	83.49	63.76	0.72	1.00	1.22	49.82	35.70	29.26	3.94
002449.SZ	国星光电	53.85	1.29	3.75	0.53	0.70	1.04	54.37	41.50	27.93	3.23
002450.SZ	康得新	52.59	41.20	33.17	0.29	0.43	0.62	66.05	43.98	30.50	3.63
002451.SZ	摩恩电气	31.25	65.20	65.20	0.32	0.42	0.53	51.85	39.33	31.17	4.00
002452.SZ	长高集团	35.45	16.31	16.31	0.75	0.87	1.11	40.39	34.60	27.12	3.23
002453.SZ	天马精化	40.43	45.92	45.92	0.39	0.55	0.77	56.64	39.69	28.35	3.98
002454.SZ	松芝股份	30.16	22.80	22.80	0.63	0.84	0.99	35.34	26.61	22.58	3.47
平均值		40.31	34.69	31.02	0.52	0.68	0.88	50.42	37.95	28.99	3.60

数据来源: Wind 资讯; 上海证券研究所整理, 估值股价取自 2010 年 7 月 20 日收盘价

公司可给的估值水平及报价区间

我们预计未来三年公司的复合增长率为 20%，高于行业平均的预期增长率。综合考虑同行业上市公司估值及近期上市创业板公司估值，谨慎得出该股合理价格为 33.12~39.73 元。

从近期上市的中小板股票来看，截至 7 月 20 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 23.67%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们选取一二级市场 25% 的折让，建议询价区间为 24.84-29.80 元，对应的 2009 年市盈率区间为 33.12-39.73 倍。

表 6 益生股份损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	332.34	365.48	418.07	470.05	684.26
营业成本	221.82	239.65	273.42	305.53	443.40
营业税金及附加	0.14	0.14	0.16	0.18	0.26
销售费用	13.05	15.33	17.54	19.72	28.70
管理费用	21.91	20.69	23.67	26.61	38.74
财务费用	2.69	2.99	3.42	3.85	5.60
营业利润	67.69	78.87	103.29	118.01	173.16
营业外收入	7.12	2.24	2	2	2
营业外支出	3.83	0.22	1	1	1
利润总额	70.97	80.90	104.29	119.01	174.16
所得税费用	0.16	0.14	0.16	0.18	0.26
净利润	70.81	80.76	104.13	118.83	173.90
少数股东损益	-0.08	-0.4	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	70.90	81.16	104.13	118.83	173.90
摊薄 EPS（元）	0.656	0.751	0.964	1.100	1.610

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。