

公司研究

新股研究

建议询价区间：26.1-29.9元

国内白羽肉鸡产业链最上游的龙头公司

——益生股份(002458)新股研究

核心观点

询价结论：

预计公司10年、11年全面摊薄每股收益为0.83元和1.07元。相关行业的可比上市公司09年平均市盈率为54.6倍，10年平均市盈率为40.6倍。考虑到公司的祖代肉鸡苗和蛋鸡苗销量水平居于行业第一，募投项目成长性优越，我们认为公司对应10年合理市盈率估值区间在35倍-40倍，预计公司二级市场的合理价格为29.1元-33.2元之间，建议一级市场询价为区间26.1元-29.9元。

主要依据：

公司是全国最大的祖代肉种鸡繁育企业，是唯一经中国农业部批准，能够同时从美国进口AA+与罗斯308两个国内市场份额最大的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。公司在国内种鸡养殖行业处于上游环节，凭借种鸡规模和质量等方面的优势，获得了下游客户的一致认可。公司已成为国内众多知名一体化肉种鸡生产企业的供应商。2007年-2009年，公司的祖代肉鸡种和祖代蛋鸡种的市场占有率连续三年排名行业第一。

本次发行所募集资金将用于建设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8028.80万只；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。

公司处于国内白羽肉鸡产业链的最上端，抗风险能力相对较强，生产技术壁垒较高带来毛利水平显著高于下游肉鸡养殖行业。未来3年本次募投项目逐步建成达产是公司业绩增长的主要动力。

风险提示：

公司可能面临以下风险：1、畜禽疾病发生和传播的风险；2、食品安全的风险；3、销售区域相对集中的风险；4、产品价格和养殖成本波动的风险。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	153.20	191.21	247.54	341.93
同比增速(%)	14.65%	24.81%	29.46%	38.13%
净利润(百万)	43.13	55.43	72.73	102.46
同比增速(%)	11.12%	28.51%	31.22%	40.87%
EPS(元)	0.64	0.83	1.09	1.53

基础数据

总股本(万股)	8100.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	5.45
每股净资产(元)	2.87
建议询价区间(元)	26.1-29.9

研究员：徐昊

电话：010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号：S0940210060003

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1: 公司此次发行概况

公司名称	山东益生种畜禽股份有限公司
公司简称	益生股份
发行地	深圳
发行日期	2010-7-28
申购代码	002458
发行股数(万股)	2700
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本(万股)	10800
每股收益(2009)年	1.00
发行后全面摊薄每股收益(2009 年)	0.75
发行前每股净资产(元)	2.87

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

2、公司概况

公司是全国最大的祖代肉种鸡繁育企业,是唯一经中国农业部批准,能够同时从美国进口 AA+与罗斯 308 两个国内市场份额最大的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。公司目前在祖代肉种鸡引进数量上保持规模优势,且在 AA+与罗斯 308 两品种的单一规模上均居全国首位。公司 2009 年从安伟捷引进的祖代肉种鸡数量在其全世界客户排名中位居第一。公司的种鸡繁育水平在国内外处于领先地位,在产品质量、价格、品种供应等方面具有显著的竞争优势。

公司在国内种鸡养殖行业处于上游环节,凭借种鸡规模和质量等方面的优势,获得了下游客户的一致认可。公司已成为国内众多知名一体化肉种鸡生产企业的供应商,拥有一大批诸如山东民和、青岛九联、山东仙坛、潍坊昱合、六和集团等优质客户,公司近三年来连续获得上述客户授予的“年度最佳种鸡供应商”称号。公司产品销售网络辐射全国各地,销售分布区域广泛,在国内市场中占有明显优势。

在祖代种鸡的引种方面,公司 2007 年-2009 年祖代肉种鸡进口量分别为 16.61 万套、20.90 万套和 27.55 万套,占当年全国祖代肉种鸡更换量的百分比分别为 24.30%、26.42%和 29.43%,市场占有率连续三年排名第一。公司近三年分别进口了 3.41 万套、7.21 万套和 7.00 万套祖代蛋种鸡,占同期全国进口祖代蛋种鸡年更换量的比例分别为 21%、24.79%和 23.94%,市场占有率连续三年排名第一。

截至 2009 年 12 月底,公司祖代肉种鸡存栏 39.66 万套,祖代蛋种鸡存栏 10.76 万套,父母代肉种鸡存栏 26.13 万套。2009 年公司对外销售父母代肉种雏鸡 1222.60 万套,父母代蛋种雏鸡 504.87 万套,商品肉雏鸡 3110.76 万只。

公司本次拟公开发行 2700 万股,本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 8028.80 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。

3、盈利预测

表 2：益生股份盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	33,233.62	36,547.96	43,510.00	55,520.00	70,240.00
营业收入(万元)	33,233.62	36,547.96	43,510.00	55,520.00	70,240.00
营业总成本(万元)	26,465.03	28,660.85	34,680.33	44,091.81	55,454.05
营业成本(万元)	22,181.83	23,965.33	29,567.90	37,129.60	46,308.80
营业税金及附加(万元)	13.71	13.57	17.40	22.21	28.10
销售费用(万元)	1,305.42	1,533.39	1,696.89	2,220.80	2,865.79
管理费用(万元)	2,190.61	2,068.95	2,219.01	3,275.68	4,354.88
财务费用(万元)	804.10	975.39	1,087.75	1,332.48	1,756.00
资产减值损失(万元)	-30.65	104.22	91.37	111.04	140.48
其他经营收益(万元)					
公允价值变动净收益(万元)					
投资净收益(万元)					
营业利润(万元)	6,768.59	7,887.10	8,829.68	11,428.19	14,785.95
营业外收入(万元)	711.56	224.28	300.00	300.00	300.00
营业外支出(万元)	383.45	21.81	100.00	100.00	100.00
利润总额(万元)	7,096.70	8,089.57	9,029.68	11,628.19	14,985.95
所得税(万元)	15.62	13.78	18.96	23.26	29.97
净利润(万元)	7,081.09	8,075.80	9,010.71	11,604.94	14,955.98
少数股东损益(万元)	-8.42	-39.80	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7,089.51	8,115.59	9,010.71	11,604.94	14,955.98
基本每股收益(元)	0.88	1.00	0.95	1.07	1.38
全面摊薄每股收益(元)	0.88	1.00	0.83	1.07	1.38

数据来源：国都证券研究所

4、估值定价

表 3：可比公司相对估值表

股票代码	公司名称	净利率(%)	09EPS	10EPS	09 PE	10PE
002234	民和股份	8.37	(0.13)	0.40	(103.89)	34.35
002299	圣农发展	27.22	0.51	0.67	54.14	41.16
002321	华英农业	17.24	0.35	0.48	52.35	38.59
002447	壹桥苗业	28.15	0.64	0.82	65.30	50.91
002086	东方海洋	4.42	0.39	0.31	28.36	36.10
平均		17.08	0.35	0.53	54.57	40.55
002458	益生股份	22.41	1.00	0.83		

数据来源：Wind，国都证券研究所

预计公司 10 年、11 年全面摊薄每股收益为 0.83 元和 1.07 元。相关行业的可比上市公司 09 年平均市盈率为 54.6 倍，10 年平均市盈率为 40.6 倍。考虑到公司在祖代鸡

苗和父母代鸡苗销量水平居于行业第一，募投项目成长性优越，我们认为公司对应 10 年合理市盈率估值区间在 35 倍-40 倍，预计公司二级市场的合理价格为 29.1 元-33.2 元之间，建议一级市场询价为区间 26.1 元-29.9 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			