

新股研究报告

农业

畜牧业

益生股份(002458)

合理估值: 19.98-24.00 元

2010 年 7 月 26 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	81.00/0.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	2,572.03/10,527.95
发行股本(百万股)	0.00
	27.00

财务数据

净资产值(百万元)	230.91
每股净资产(元)	2.85
资产负债率	57.34%

分析师: 张如

电话: 021-60933151

E-mail: zhangru@guosen.com.cn

SAC 执证书编号: S0980109054523

新股分析

隐忧重重的行业周期, 鹤立“鸡”群的龙头企业

● 鸡肉消费需求稳定增长, 中下游养殖进入过剩周期

过去 20 年, 我国人均日鸡肉消费量年平均增长率达 8.16%, 但与美国等发达国家相比, 未来国内鸡肉消费量仍有一定的成长空间, 预计未来我国鸡肉制品的年消费增速在 5~8% 之间。

由于种鸡产能有剧烈的放大效应, 在饲料成本持续上涨的背景下, 预计国内肉鸡行业在未来 1~2 年内存在产能过剩、盈利能力恶化的压力。上游种鸡产品的销售前景有较大的隐忧。

● 规模优势明显, 公司鹤立“鸡”群

公司主要从事祖代种鸡的引进和养殖、父母代种鸡雏鸡的生产和销售以及商品肉鸡雏鸡的生产和销售, 处于白羽肉鸡完整产业链的中间环节, 是中国最大的白羽祖代肉种鸡养殖企业。下游拥有包括: 山东民和、青岛九联、山东仙坛、潍坊昱合、六和集团等众多优质客户。

● 募投项目巩固公司行业地位

本次募集资金将用于: 90 万套父母代肉种鸡场建设; 4.6 万套祖代肉种鸡场建设。该募投项目仍然立足于现有业务, 进一步巩固、扩大在中国市场的份额。项目侧重下游产业链的延伸, 这有助于公司抵抗行业周期性波动来的风险。

● 风险提示

未来 1~2 年行业存在产能过剩的情况, 公司扩产后产品销售有一定的风险; 公司主营业务集中, 一旦行业内出现严重的传染性禽类疾病, 中下游养殖遭受的影响将会传导至公司种鸡的市场销售。

● 合理价值在 19.98~21.74 元/股之间

公司绝对估值为 19.98~21.74 元/股, 相对估值为 21.0~24.0 元/股, 基于公司预期良好盈利能力与成长, 我们建议公司合理价值区间为 19.98~24.00 元/股, 对应 09 年 EPS 的 P/E 为 20.0~24.0X, 对应 10 年 P/E 为 26.6~32.0X。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	332.34	365.48	453	518	595
(+/-%)	13.27%	9.97%	23.8%	14.6%	14.7%
净利润(百万元)	70.90	81.16	81	94	106
(+/-%)	55.38%	14.47%	0.3%	15.0%	12.8%
每股收益(元)	0.88	1.00	0.75	0.87	0.98
EBIT Margin			18.8%	17.3%	17.0%
净资产收益率(ROE)	41.76%	35.15%	9.5%	10.5%	11.3%

内容目录

内容目录	2
图表目录	3
估值与投资建议	4
绝对估值法: 19.98~21.74 元/股	4
相对估值法: 21.00~24.00 元/股	5
结论: 公司合理股价区间 19.98~24.00 元	5
鸡肉产业链: 逐渐步入成熟期的畜禽产业	6
鸡肉消费进入稳定增长期,	6
技术制约上游产业环节, 中下游产业链规模化程度高	7
种鸡放大效应明显, 未来 1~2 年有产能过剩隐忧	8
公司经营分析	9
公司概况及股权结构	9
经营现状——中国最大的祖代种鸡培育者	10
公司竞争力分析	11
议价能力优势——高集中度造就强议价能力	11
地理优势——自然环境适宜展开规模养殖	11
管理优势——灵活高效的激励机制	12
财务分析——同类上市公司比较分析	13
盈利能力强于一般畜牧类农业企业	13
偿债能力一般	13
应收账款周转率偏低	13
募集资金投资项目分析	14
基本假设	14
核心判断的主要风险	15
附表 1: 财务预测与估值	16
国信证券投资评级	17
免责条款	17

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设.....	4
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	4
表 3: APV 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股).....	4
表 4: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股).....	4
表 5: 国内相关上市公司 PE 水平一览.....	5
表 6: 类商业模式上市公司 PE 水平一览.....	5
图 1: 巴西、美国、世界鸡肉制品/肉质品消费占比 (%).....	6
图 2: 近 20 年全球与中国消费需求增速对比 (%).....	6
图 3: 中国肉鸡产量与净进口量.....	7
图 4: 我国人均鸡肉消费量、消费增速.....	7
图 5: 中国市场祖代肉种鸡品牌占有情况.....	7
图 6: 中国市场祖代蛋种鸡品牌占有情况.....	7
图 7: 中国肉鸡制品行业发展趋势.....	8
图 8: 可怕的放大效应.....	8
图 9: 08 年中美肉制品价格对比 (元/吨).....	8
图 10: 最近三年国内鸡肉价格走势 (元/吨).....	9
图 11: 最近一年国内玉米价格走势 (元/吨).....	9
图 12: 公司股权结构.....	9
图 13: 公司近三年收入构成 (亿元, %).....	10
图 14: 公司近三年的毛利构成 (亿元, %).....	10
图 15: 各项业务毛利率.....	10
图 16: 公司近三年肉种鸡产能 (万套, %).....	11
图 17: 公司近三年蛋种鸡产能 (万套, %).....	11
图 18: 中国种禽市场前五大企业占有率.....	12
图 19: 2006 年各省肉鸡出栏量占比 (%).....	12
表 7: 部分高管持股名单 (股, %).....	12
图 20: 公司波特五力模型分析.....	12
图 21: 毛利率比较 (2009 年).....	13
图 22: 净资产收益率比较 (2009 年).....	13
图 23: 流动比率、速动比率对比分析 (2009 年).....	13
图 24: 资产负债率比较 (2009 年).....	13
图 25: 应收账款周转率对比分析 (2009 年).....	14
图 26: 存货周转率比较 (2009 年).....	14
表 8: 募投项目分析 (万元).....	14
表 9: 利润预测表 (百万).....	15

估值与投资建议

绝对估值法：19.98~21.74 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。1. 预计公司在 2012 年之前将获得高于行业发展的速度。（公司近 3 年有较大规模资本开支以扩张养殖规模，未来 3 年将处于高速成长期）。2. 出于谨慎的目的，考虑未来可能的行业增长率下降，我们谨慎地以 5% 作为半显性期增长假设。基于此假设下的 APV、FCFE 两种方式的公司估值分别为 21.74 元、19.98 元，对应 09 年 EPS 的 P/E 为 20~22X。绝对估值的合理价值区间为 19.98~21.74 元。价值中枢为 20.86 元。

表 1：三阶段模型的主要假设

会计年度截止日：12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售收入增长率	13.3%	10.0%	23.8%	14.6%	14.7%	5.08%	9.60%	9.52%	7.10%	5.00%	5.00%	5.00%
销货成本 / 销售收入	44.4%	40.9%	54.0%	53.4%	52.7%	49.6%	48.9%	48.6%	49.6%	55.0%	55.0%	55.0%
管理费用 / 销售收入	6.44%	5.48%	7.04%	7.00%	7.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税税率	0.22%	0.17%	0.20%	0.20%	0.40%	5.00%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比例	18.8%	31.87%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.0%	Ke	9.51%
行业平均 Beta	0.99	风险溢价	6.5%
D/(D+E)	10.0%	E/(D+E)	90.0%
Kd	2.25%	WACC	8.78%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3：APV 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

21.74	9.5%	10.5%	11.48%	12.5%	13.5%
3.5%	19.72	17.04	15.10	13.66	12.56
3.0%	18.95	16.59	14.85	13.54	12.53
2.5%	18.34	16.23	14.67	13.47	12.53
2.0%	17.85	15.96	14.54	13.44	12.57
1.5%	17.47	15.76	14.46	13.44	12.63

资料来源：国信证券经济研究所

表 4：FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析（元/股）

19.98	9.5%	10.5%	11.46%	12.5%	13.5%
3.5%	17.56	14.59	12.39	10.70	9.37
3.0%	16.55	13.90	11.90	10.34	9.10
2.5%	15.68	13.29	11.46	10.02	8.86
2.0%	14.93	12.76	11.07	9.73	8.63
1.5%	14.28	12.29	10.72	9.46	8.43

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：21.00~24.00 元/股

我们预测益生股份 10-12 年每股盈利分别为 0.75 元、0.87 元和 0.98 元。我们结合同业比较估值以及类商业模式比较估值两种方法，试图对公司的合理价值做出正确判断，在分析过程中我们同样假设现有股东的利益自 2010 年开始被摊薄。

由于公司目前主要经营农业中的畜牧业务，因此我们以同行业的畜牧公司（前 5 大市值）进行同业比较：

表 5: 国内相关上市公司 PE 水平一览

公司名称	09 年 EPS	7 月 23 日收盘价	2009 年 PE	2010E	2011E
通威股份	0.21	0.21	38	22.3	17.0
新希望	0.54	0.54	18	14.8	12.7
圣农发展	0.49	0.49	57	42.2	28.5
海大集团	0.69	0.72	35	32.0	23.0
大北农	0.82	37.3	45	38.8	28.0
平均			38.6	30.0	21.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

从动态市盈率看，同时考虑公司的盈利能力和行业中位数，益生股份的 2010 年动态 PE 估值可给予 28~35X，以 2010 年 0.75 元（摊薄后）的每股收益来估算，相对估值的合理价值为 21.00~26.25 元/股。

类商业模式比较

由于益生股份的经营偏重产业链上游环节，未来发展的重点是优质种禽养殖、销售业务，因此，我们进一步选取类商业模式的农业养殖企业与公司进行比较。

表 6: 类商业模式上市公司 PE 水平一览

公司名称	09 年 EPS	7 月 23 日收盘价	2009 年 PE	2010E	2011E
圣农发展	0.49	28.11	57	42.2	28.5
民和股份	-0.39	13.58	/	40.3	22.0
正邦科技	0.24	14.49	60	37.3	26.0
新希望	0.54	0.54	18	14.8	12.7
平均			56	33.6	22.3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所（PE 以 7 月 15 日收盘价格为计算依据）

如果以类商业模式的公司的平均估值标准衡量，32X 的动态估值区间上限比较符合益生股份未来的成长模式，对应合理价值 24.00 元/股。

综合评价，公司动态估值的定价区间为 21.00~24.00 元/股。

结论：公司合理股价区间 19.98~24.00 元

在相对估值中，我们认为同业比较和类商业模式比较下的定价能够在一定程度上反映益生股份在当前市场条件的价格，21.00~24.00 元/股的价格区间符合公司未来的盈利模式。绝对估值则考虑公司未来盈利趋势，但有一定主观成分，价格区间 19.98~21.74 元/股。

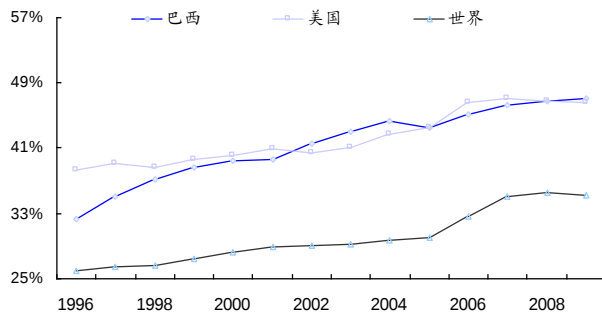
我们倾向于以两种估值方法的并集区间对益生股份定价，确定最终价格区间为 19.98~24.00 元/股，对应 09 年 EPS 的 P/E 为 20.0~24.0X，对应 10 年 P/E 为 26.6~32.0X，属市场合理水平。

鸡肉产业链：逐渐步入成熟期的畜禽产业

鸡肉消费进入稳定增长期，

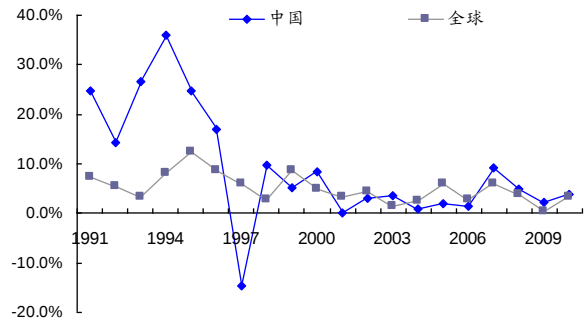
过去 20 多年间，鸡肉的消费量在全球范围内呈现快速增长的态势。世界年人均猪肉、鸡肉和牛肉的消费量在 2009 年分别为 15.67 千克、13.54 千克和 9.46 千克。其中鸡肉人均消费量比 15 年前增长 62.74%，超过了同期猪肉 31.68% 的增长率。

图 1：巴西、美国、世界鸡肉制品/肉质品消费占比（%）



资料来源：FAO，国信证券经济研究所

图 2：近 20 年全球与中国消费需求增速对比（%）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所

在中国，90 年代之前，鸡肉产品由于价格较高，供应量有限，只能作为逢年过节时的“珍馐”出现在餐桌上。90 年代之后，鸡肉制品供应瓶颈消除，行业迎来高速发展的阶段。随着居民收入水平的不断提升，鸡肉相对价格逐渐下降，这一“珍馐”终于变成了餐桌上的一道“家常菜”。

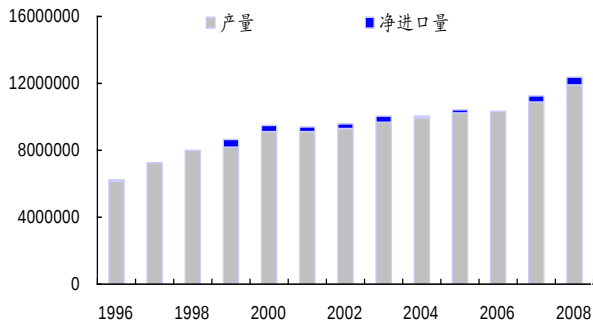
1990 年至 1998 年期间，中国肉鸡产业迎来新中国建立以来第一次高速发展的黄金时期，年均消费复合增速为：16.6%。1999 年至今，行业发展增速趋于稳定，年均复合增速为：3.5%。目前，中国已成为世界第二大鸡肉生产国、亚洲第一大鸡肉生产国，鸡肉产量从 1990 年的 266 万吨增长至 2008 年的 1265 万吨，20 年平均增长率为 9.31%；鸡肉消费量从 1990 年的 271 万吨增长至 2008 年的 1,283 万吨，年平均增长率达 9.20%。近 20 年，我国鸡肉年产量、消费量的增长速度均快于世界平均水平。目前，鸡肉已成为我国仅次于猪肉的第二大肉类消费品。

我国人均日鸡肉消费量已由 1990 年的 6.44 克增长至 2008 年的 26.43 克，年平均增长率达 8.16%，但与美国等发达国家相比，仍存在较大差距。未来国内鸡肉消费量仍有一定的成长空间，基于如下两个因素：

- 城市化进程的推进将加速中国居民整体饮食结构的调整速度，肉制品消费需求随之上升，鸡肉作为猪肉的主要低价替代品的需求将增加。目前占人口总量 2/3 的农村居民中至少有一半将增加鸡肉制品的消费需求。
- 消费观念的升级将使消费者更加青睐低热量、可快速加工的食品。鸡肉的高蛋白、低脂肪、低胆固醇、低热量特性，更加符合年轻人健康消费的需求。同时，KFC、麦当劳等快餐文化的推广也将增加鸡肉制品的需求量。

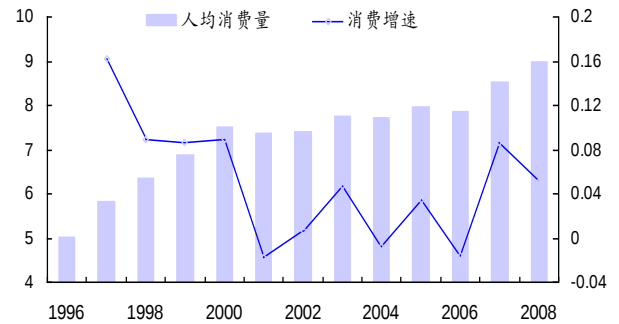
综合上述因素，预计未来我国鸡肉制品的消费增速在 5~8% 之间。

图 3: 中国肉鸡产量与净进口量



资料来源: 中国畜牧业协会, 国信证券经济研究所

图 4: 我国人均鸡肉消费量、消费增速



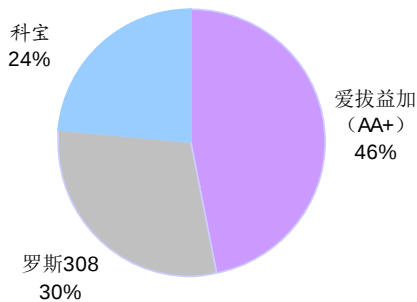
资料来源: 中国畜牧业协会, 国信证券经济研究所

技术制约上游产业环节, 中下游产业链规模化程度高

由于适应规模化养殖, 生产效率高、后期适合于深加工与分割销售等特点, 目前国际食用鸡肉产业链占据绝对主导地位的品种是白羽鸡。从纯系原种鸡繁育到曾祖代、组代、父母代肉种鸡的培养, 商品肉鸡的养殖和鸡肉的加工已形成一条完整的产业链条。

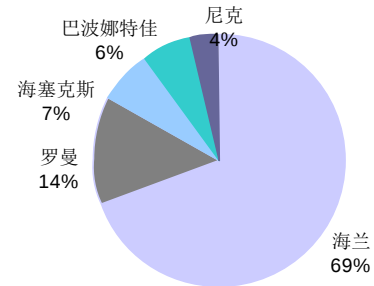
在我国, 近 20 年来白羽鸡的养殖加工已迅速形成现代化的产业链。但是, 由于基因发展历程较短, 科研力量的不足, 目前在我国的肉鸡良种繁育体系中, 处于最高层次的纯系原种、曾祖带、祖代肉种鸡繁育必须依赖进口, 因此, 中国鸡肉产业链的起点从祖代肉种鸡进口养殖、父母代肉种鸡繁育销售等中游环节作为产业链起点。目前中国引进的祖代肉种鸡和蛋种鸡的品牌十分集中, 因此在祖代种鸡供应等方面对国外供应商存在一定的依赖性。但是另一方面, 中国市场庞大的消费潜力也是国际种鸡寡头企业十分看重、因而愿意放弃一定议价能力的原因。

图 5: 中国市场祖代肉种鸡品牌占有情况



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

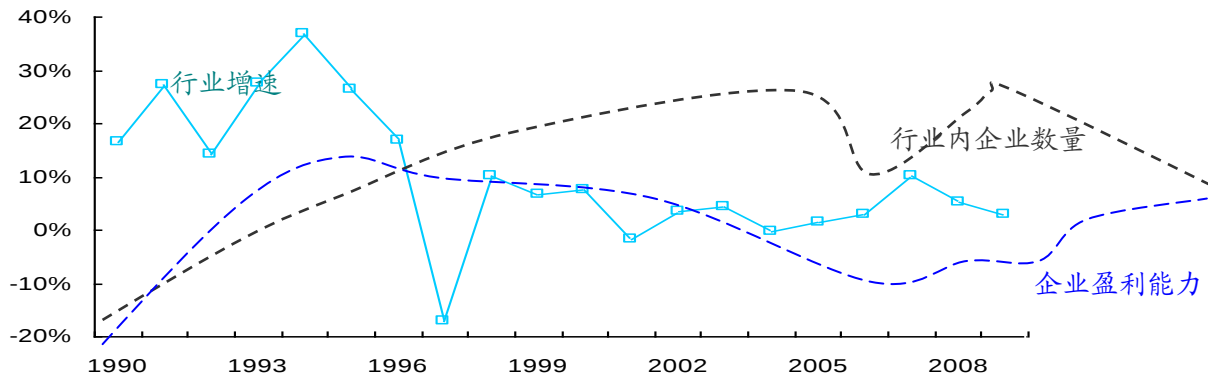
图 6: 中国市场祖代蛋种鸡品牌占有情况



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

经过 20 多年的市场竞争, 目前我国家禽养殖业的发展已进入了较成熟的市场化竞争阶段, 行业集中度逐渐提高。在中上游种鸡环节, 1994 年全国约有 40 家祖代肉种鸡养殖企业, 至 2009 年已整合至 13 家, 排名前 5 位的企业年引种量为 77.04 万套, 占全国的比例为 85.11%。在中下游养殖加工环节, 企业数量仍然较多, 但是单个养殖企业的规模也在不断扩大。与其他畜禽类产业链相比, 中国的鸡肉产业化程度已达到相当高的水平, 超过 70%。

图 7: 中国肉鸡制品行业发展趋势



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所

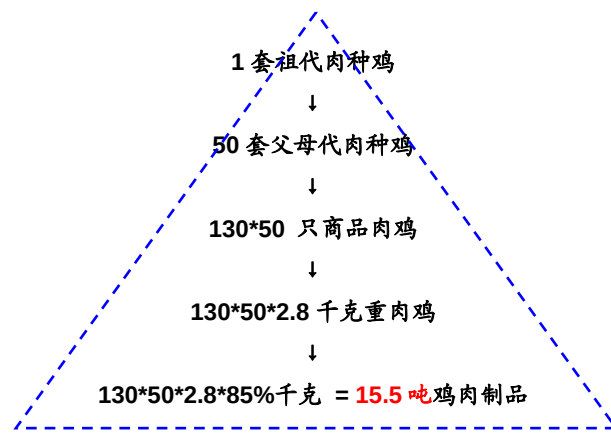
2015 年

种鸡放大效应明显, 未来 1~2 年有产能过剩隐忧

虽然中国肉鸡产业链的规模化程度已经达到较高水平, 但是行业仍然存在明显的周期波动: 由于种鸡生产产能有十分剧烈的放大效应, 而中下游养殖环节的行业集中度尚未达到很高的水平, 中小养殖户进入、退出市场的门槛不高, 因此上游供应量的波动能够十分轻易传导至下游市场, 造成终端鸡肉供应市场的过剩与不足。

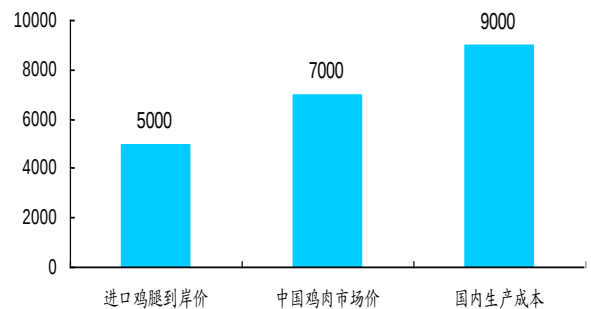
虽然中国对祖代肉种鸡的引进量绝对值并不大, 但由于种鸡的繁殖放大作用, 最终的产品数量是惊人的。按照肉鸡生产的一般标准, 每 1 套祖代肉种鸡可生产 50 套父母代肉种鸡, 每套父母代肉种鸡可生产 130~150 只商品肉鸡, 每只商品肉鸡在 45 天内可长成重达 2.8 千克的成品肉鸡, 成品肉鸡的屠宰率约为 85%, 据此计算, 一套祖代肉种鸡最终可以提供约 15.5~17.85 吨的鸡肉产品。

图 8: 可怕的放大效应



资料来源: 国信证券经济研究所

图 9: 08 年中美肉制品价格对比 (元/吨)

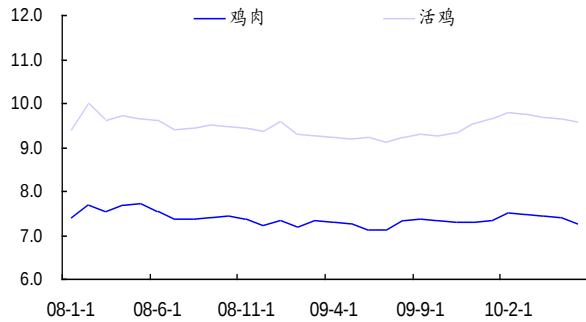


资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

根据中国畜牧业协会提供的数据, 2009 年中国引进的祖代种鸡数量已达 93.60 万套。如果按照这一数据计算, 即使停止继续进口祖代种鸡数量, 未来 1~2 年内下游肉鸡的实际供应量仍将超过中国内需市场的承载能力 10~20%。而从目前的养殖成本来测算, 国内肉鸡的生产成本要远高于国际进口价格, 因此出口销售基本无望, 甚至在未来 1~2 年内还有较为明显的进口压力。根据我们对市场的判断, 明年国内玉米价格仍将继续上涨, 因此, 肉鸡养殖的成本存在将进一步上升的压力。

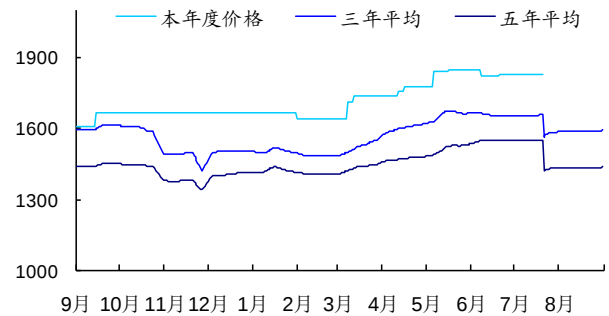
饲原粮成本继续上涨，鸡肉产成品市场价格持续低迷，两大压力都使我们判断国内肉鸡制品行业在未来 1~2 年内存在产能过剩的压力。上游种鸡产品的销售前景有较大的隐忧。

图 10: 最近三年国内鸡肉价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 11: 最近一年国内玉米价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

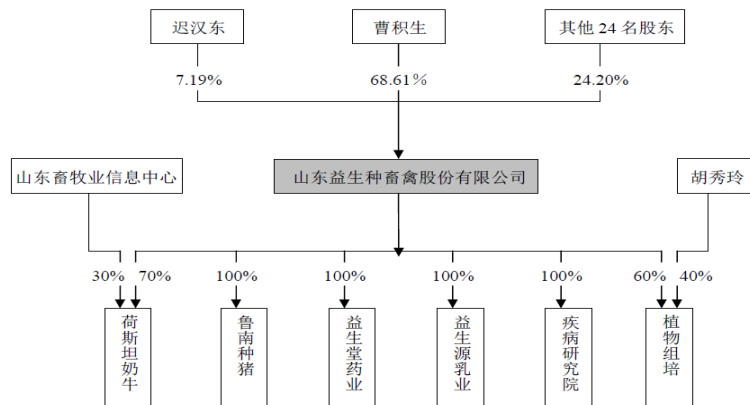
公司经营分析

公司概况及股权结构

烟台益生种畜禽股份有限公司前身为烟台益生种禽有限公司，由曹积生等 34 名自然人以现金出资设立。烟台益生的 34 名自然人股东为原烟台市对外经济贸易委员会下属的烟台市食品进出口公司的子公司——烟台外贸种禽公司的职工。1997 年，烟台益生受让了外贸种禽的全部资产。经过多次股权转让、变更，2007 年整体变更为股份有限公司，总股本 8100 万股。公司的实际控制人为曹积生、迟汉东等 26 名自然人股东，下设 5 个控股子公司，一个民办非企业单位。

益生股份此次将于中小板实施 IPO，拟公开发行不超过 2700 万普通股，占发行后总股本的比例不超过 25.0%，届时益生股份的总股本将扩大至 10800 万股。

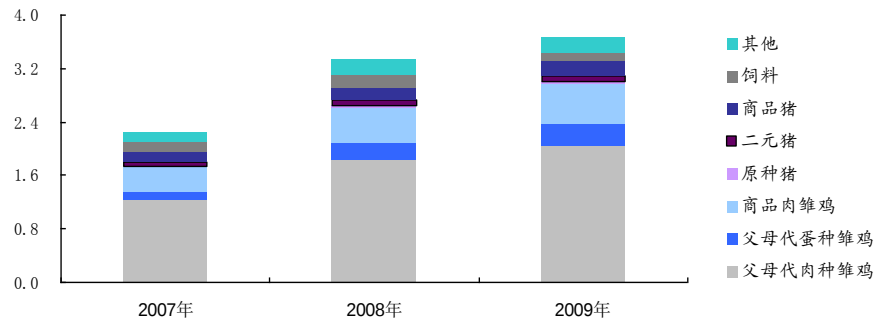
图 12: 公司股权结构



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

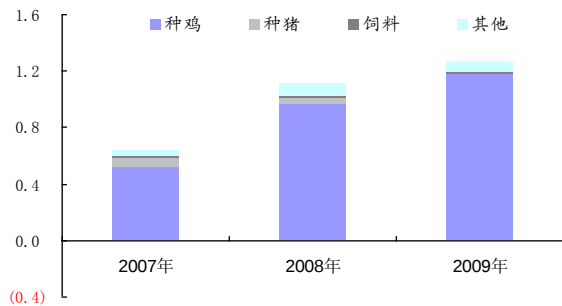
公司的主营业务是祖代种鸡的引进与饲养、父母代种雏鸡的生产与销售、商品肉雏鸡的生产与销售、饲料的生产和销售、种猪和商品猪的饲养和销售。在所生产的产品中，父母代种雏鸡、商品肉雏鸡的生产与销售占公司收入的较大比重。

图 13: 公司近三年收入构成 (亿元, %)



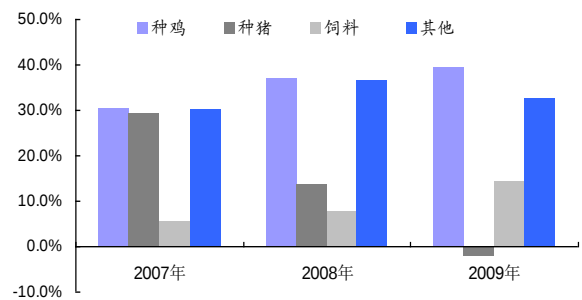
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 14: 公司近三年的毛利构成 (亿元, %)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 15: 各项业务毛利率



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

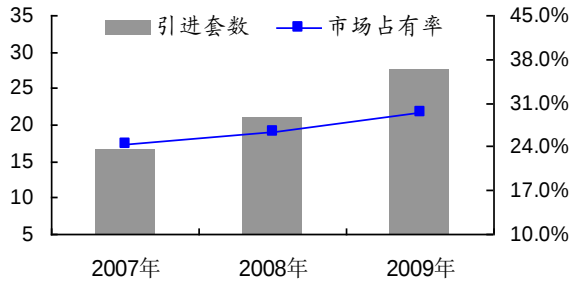
经营现状——中国最大的祖代种鸡培育者

公司主要从事祖代种鸡的引进和养殖、父母代种鸡雏鸡的生产和销售以及商品肉鸡雏鸡的生产和销售，处于白羽肉鸡完整产业链的中间环节。

公司是目前中国最大的白羽祖代肉种鸡养殖企业，也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。

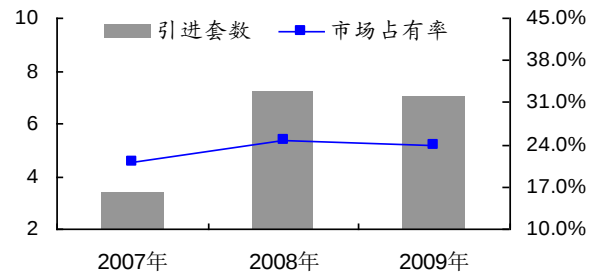
2007~2009 年，公司分别引进祖代肉种鸡 16.61、20.91、27.55 万套，中国市场占有率分别达到 24.30%、26.42%、29.43%；祖代蛋种鸡 3.41、7.21、7.00 万套，中国市场占有率分别达到 21.00%、24.79%、23.94%。行业龙头地位的优势十分明显，尤其在中国的禽类养殖大省——山东。

图 16: 公司近三年肉种鸡产能 (万套, %)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 17: 公司近三年蛋种鸡产能 (万套, %)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

公司在近 20 年的发展过程中, 奠定了规模和质量等方面的基础, 目前已成为国内众多知名一体化肉种鸡生产企业的供应商, 拥有包括: 山东民和、青岛九联、山东仙坛、潍坊显合、六和集团等优质客户。

公司竞争力分析

议价能力优势——高集中度造就强议价能力

公司无论是在向种鸡供应商采购环节还是向下游客户销售环节都有良好的议价能力。

在上游采购方面, 由于公司从美国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%, 亚洲市场的 21.5%, 中国市场 38.5% 的份额, 在全球客户中排名第一。为了抢占中国市场份额, 安伟捷对公司的祖代种鸡售价要低于其他客户均价 15% 左右, 同时在付款条件方面有一定的优惠。近年来在人民币对美元持续升值的情况下, 美国安伟捷生产的祖代肉种鸡产品的市场价格已经多次上调, 而其对本公司的美元销售单价仍然维持不变, 有效锁定了公司的采购成本。

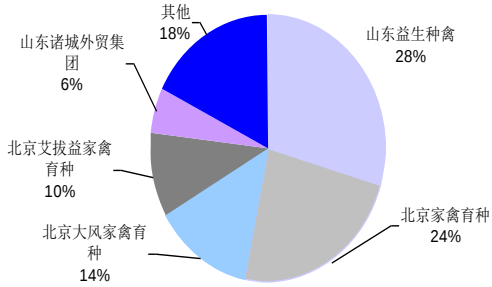
在下游销售方面, 由于公司市场占有率较高, 相比较而言, 客户群体市场规模较小, 因此公司主要采取市场化定价的方式销售, 成本转嫁的能力强于一般农业上游企业。

地理优势——自然环境适宜展开规模养殖

公司地处胶东半岛, 发展养殖业有两大先天优势:

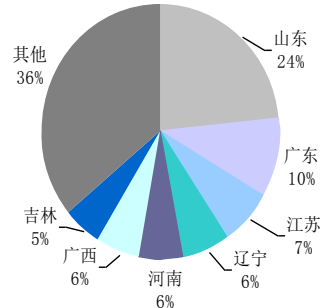
- 气候环境优势。公司饲养基地地处山东省烟台市和威海市, 位于我国 5 个无规定动物疫病示范区之一的胶东半岛, 防疫条件得天独厚。渤海和黄河的天然屏障以及胶东半岛狭长的地理特征, 对阻止和减缓畜禽疫病的传播起到了非常重要的作用, 是建设种畜禽场的理想场所。
- 产区优势。山东省我国最大的肉鸡生产和出口大省, 同时也是重要的粮食生产基地。由于靠近粮源, 养殖环境佳, 山东地区的禽类养殖业在最近 20 年发展迅速, 省内对肉种雏鸡的需求就远旺盛于其他地区。作为山东地区最大的种禽企业, 公司有先天的产区优势。

图 18: 中国种禽市场前五大企业占有率



资料来源: 中国畜牧业协会, 国信证券经济研究所

图 19: 2006 年各省肉鸡出栏量占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

管理优势——灵活高效的激励机制

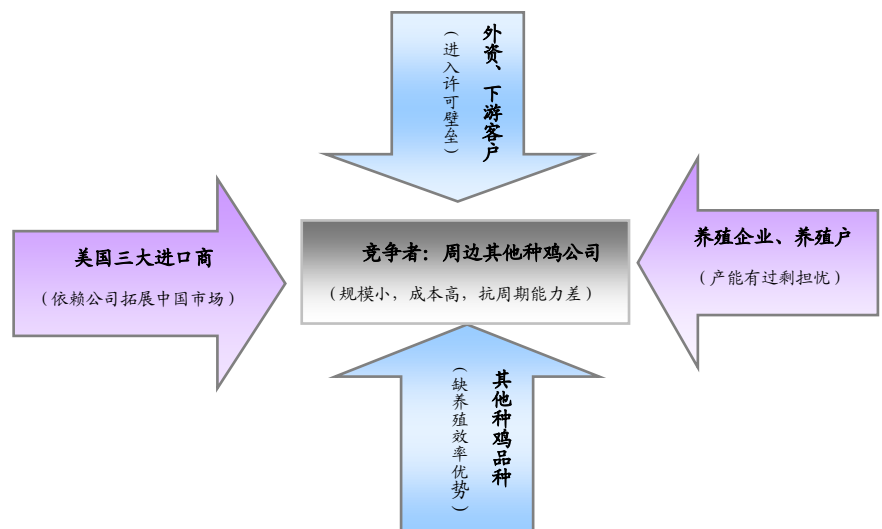
公司属于民营企业, 在数次股权调整过程中一直都坚持管理层持股。股权的分散与制衡, 有利于提高公司重大决策的科学性、合理性。作为一家管理层持股的民营企业, 其经营体制将更加高效、灵活, 这也是公司在过去 20 年快速发展的一大原因。

表 7: 部分高管持股名单 (股, %)

	股东名称	股份数 (万股)	持股比例 (%)	担任职务
1	曹积生	5557.41	68.61	董事长、总经理
2	迟汉东	582.39	7.19	第一副董事长、第一副总经理
3	耿培梁	332.91	4.11	第二副董事长、第二副总经理
4	李秀国	232.47	2.87	总督察员
5	卢强	204.12	2.52	董事会秘书
6	任浩升	174.96	2.16	动力保障部部长
7	杨建义	111.78	1.38	饲料厂副厂长

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 20: 公司波特五力模型分析



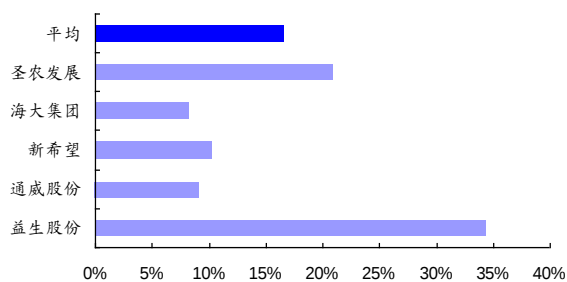
资料来源: 国信证券经济研究所

财务分析——同类上市公司比较分析

盈利能力强于一般畜牧类农业企业

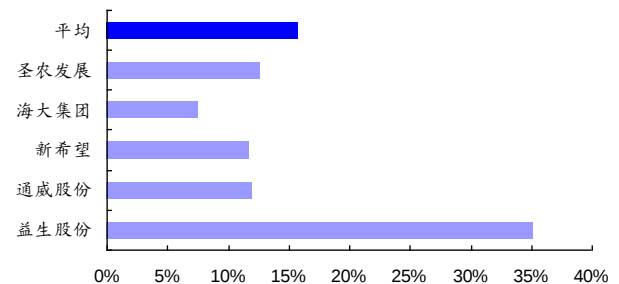
作为一家农业企业，公司的毛利率水平明显高于其他畜牧企业。主要是因为公司的主营业务是种禽引进销售，有一定的行业进入壁垒和规模优势，行业内竞争程度好于普通畜牧企业（以饲料加工为主）。即使与其他新上市的畜牧企业相比，公司净资产收益率仍然较高，远高于平均水平，体现出公司可为股东带来较高的利润回报。

图 21：毛利率比较（2009 年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 22：净资产收益率比较（2009 年）



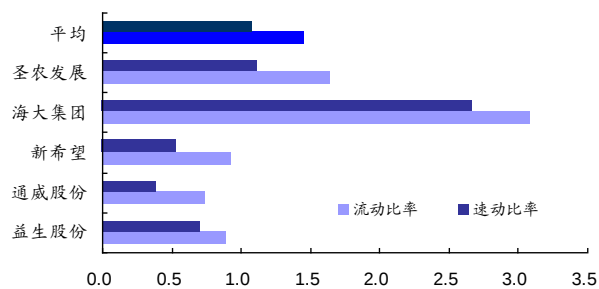
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

偿债能力一般

公司的流动比率、速动比率等指标在畜牧类农业公司中均比较一般，显示公司的短期偿债能力较弱。我们判断这与 09 年肉鸡养殖行业景气趋势开始向下有关。

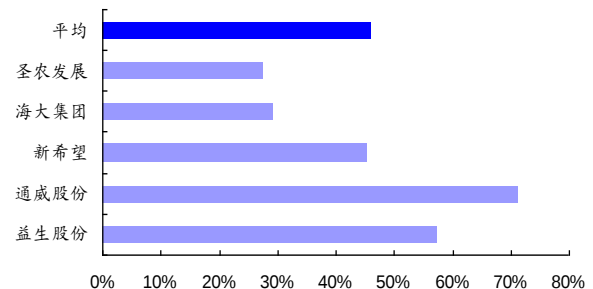
同时，公司的资产负债率较高，主要原因是公司处于业务发展的高速期，对资金的需求较大。

图 23：流动比率、速动比率对比分析（2009 年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

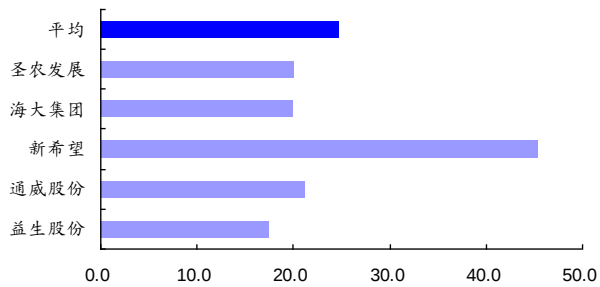
图 24：资产负债率比较（2009 年）



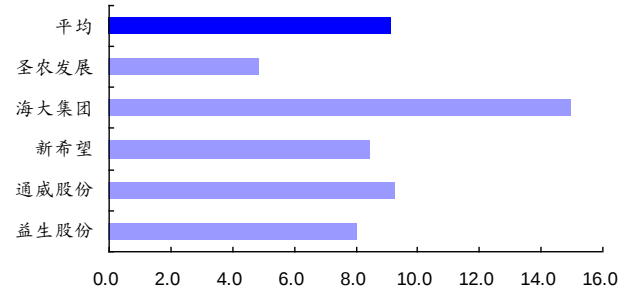
资料来源：Wind，国信证券经济研究所

应收账款周转率偏低

与其他畜牧类上市公司的平均水平相比，公司的应收账款周转率偏低。这主要是因为公司面对的大部分客户群属于大型父母代种鸡养殖企业，通常有一定的赊销期限。而国内其他畜牧类企业多以饲料加工为主，采用“现款现销”的模式，因此在应收账款周转情况上有一定的差异。

图 25: 应收账款周转率对比分析 (2009 年)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 26: 存货周转率比较 (2009 年)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

募集资金投资项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 2,700 万股, 占发行后总股本的 25.0%。募集的资金将用于: 90 万套父母代肉种鸡场建设; 4.6 万套祖代肉种鸡场建设。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 8028.8 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。项目总投资 2.73 亿元。

表 8: 募投项目分析 (万元)

项目名称	总投资	建设期	内含收益率	达产年收入	达产年净利润
90 万套父母代肉种鸡场建设项目	25086.49	3 年	26.35%	20458.14	5104.13
4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目	2259.45	3 年	31.85%	3704.84	1032.65

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

公司本次募集项目仍然立足于现有业务, 发挥已有的优势, 继续扩张规模, 进一步巩固、扩大在中国市场的份额, 强化核心业务的竞争优势。也为公司抵御本轮周期风险做好充足的资金储备。项目实施后, 公司将主要扩大父母代、商品代肉种鸡的规模, 下游产业链的延伸将有助于公司抵抗行业周期性波动来的风险。

盈利预测: 未来三年稳定增长

基本假设

根据对公司基本面的分析, 我们假设公司 2010-2012 年的营业收入增长率分别为 23.82%、14.57%和 14.69%, 销售费用率分别为 5.0%、5.0%和 5.0%, 管理费用率分别为 7.0%、7.0%和 7.0%, 毛利率分别为 31.20%、29.57%、29.18%。根据这些假设, 我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.75 元、0.87 元和 0.98 元。

表 9：利润预测表（百万）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	365	453	518	595
营业成本	240	311	365	421
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	15	23	26	30
管理费用	21	33	38	43
财务费用	10	1	(4)	(4)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	(3)	0	1
其他收入	0	0	0	0
营业外净收支	79	82	94	106
利润总额	2	0	0	0
所得税费用	81	82	94	106
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(0)	0	0	0

资料来源：国信证券经济研究所预测

核心判断的主要风险

- 1、未来 1~2 年行业存在产能过剩的情况，公司扩产后产品销售有一定的风险。
- 2、公司主营业务集中，一旦行业内出现严重的传染性禽类疾病，中下游养殖遭受的影响将会传导至公司种鸡的市场销售；
- 3、公司的养殖场同样面临传染性禽、畜类疾病出现的风险，如果疾病无法控制，将降低公司种畜的生产、销售数量、毛利率；

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	47	345	294	316	营业收入	365	453	518	595
应收款项	21	25	28	33	营业成本	240	311	365	421
存货净额	30	47	53	60	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	41	23	26	30	销售费用	15	23	26	30
流动资产合计	139	439	401	439	管理费用	21	33	38	43
固定资产	275	397	475	489	财务费用	10	1	(4)	(4)
无形资产及其他	25	24	23	22	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	106	106	106	106	资产减值及公允价值变动	(1)	(3)	0	1
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	545	966	1005	1055	营业利润	79	82	94	106
短期借款及交易性金融负债	82	50	40	35	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	52	54	61	69	利润总额	81	82	94	106
其他流动负债	23	30	34	38	所得税费用	0	0	0	0
流动负债合计	157	133	135	142	少数股东损益	(0)	0	0	0
长期借款及应付债券	151	(30)	(30)	(30)	归属于母公司净利润	81	81	94	106
其他长期负债	6	4	4	4					
长期负债合计	156	(26)	(26)	(26)					
负债合计	313	107	108	116					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益	231	857	895	937					
负债和股东权益总计	545	966	1005	1055					

现金流量表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	81	81	94	106
资产减值准备	1	(1)	0	0
折旧摊销	91	68	90	109
公允价值变动损失	1	3	0	(1)
财务费用	10	1	(4)	(4)
营运资本变动	(47)	4	(2)	(2)
其它	(2)	1	(0)	(0)
经营活动现金流	126	157	181	211
资本开支	(189)	(191)	(166)	(120)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(189)	(191)	(166)	(120)
权益性融资	0	594	0	0
负债净变化	121	(181)	0	0
支付股利、利息	(26)	(49)	(56)	(63)
其它融资现金流	(102)	(32)	(10)	(5)
融资活动现金流	87	332	(66)	(68)
现金净变动	24	298	(51)	22
货币资金的期初余额	24	47	345	294
货币资金的期末余额	47	345	294	316
企业自由现金流	(55)	(34)	11	87
权益自由现金流	(37)	(248)	5	86

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.00	0.75	0.87	0.98
每股红利	0.32	0.45	0.52	0.59
每股净资产	2.85	7.94	8.29	8.68
ROIC	24%	16%	14%	15%
ROE	35%	9%	10%	11%
毛利率	34%	31%	30%	29%
EBIT Margin	25%	19%	17%	17%
EBITDA Margin	50%	34%	35%	35%
收入增长	10%	24%	15%	15%
净利润增长率	14%	0%	15%	13%
资产负债率	58%	11%	11%	11%
息率	2.6%	5.0%	5.7%	6.4%
P/E	/	/	/	/
P/B	/	/	/	/
EV/EBITDA	/	/	/	/

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	