

益生股份(002458.sz)

公司未来成长来自于拉长产业链

熊峰 农林牧渔 研究员

电话: 0755-82083888-816

eMail: xf@gf.com.cn

在国内白羽鸡产业链中公司处于最前端

白羽祖代肉种鸡是国内的最高端,目前尚不拥有曾祖代以上代次,益生股份目前是全国最大的祖代种鸡饲养企业。公司父母代肉种鸡、父母代蛋种鸡在国内的市场占有率连续三年排名第一,09年祖代肉种鸡和蛋种鸡的进口量分别为27.55万套和7万套,市场占有率分别为29.43%和23.94%。09年向市场供应父母代肉种雏1222.6万套,父母代蛋种雏504.87万套。

我国白羽鸡产业前景光明

随着产业的发展,集约化的饲养程度越来越高,我国在总的饲养量不断增加的情况下,祖代鸡场和父母代鸡场的企业数量却在明显的减少,已由90年代的祖代鸡厂家40多家,减少到13家。我国前十位的肉鸡生产企业累计生产仍不到全国总产量的12%,而美国前十位肉鸡生产企业生产了全国72.3%的鸡肉。由此可见,我国的肉鸡行业整合度潜力巨大。而且目前我国已成为鸡肉净进口国。

公司未来成长来自于拉长产业链

一是发挥现有核心竞争优势,把祖代鸡业务做的更大更强,更进一步的巩固在行业内的主导地位;二是往上游延伸,发挥公司在国际几大育种公司业务中的规模优势,强强联合,力争将曾祖代乃至原种引入国内,确保种源供应;三是往下游延伸,重点扩大下游商品代肉雏鸡产量,这有助于提高盈利稳定性。

风险因素

防疫风险、食品安全的风险、原料供应的风险、来自外国供应商的风险。

盈利预测与投资建议

公司未来三年的业绩成长主要看募投项目投产。我们预计公司2010年——2012年EPS分别为0.77元、1.02元和1.32元。考虑到公司在我国祖代肉种鸡养殖领域的龙头地位,以及公司随时可能与国际几大育种公司强强联合,将曾祖代乃至原种引入国内,我们按2011年35倍的市盈率,公司一年内的目标股价为35.7元,我们给予该公司“买入”投资评级。

公司评级

买入

当前价格(元)	30.20
目标价格(元)	35.70
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-3.64%	-16.25%	-16.25%
沪深300	-1.34%	3.59%	-6.62%

股票数据

总股本(万股)	10,800.00
流通A股(万股)	2,160.00
主要股东:	
	曹积生
主要股东持股比例	51.46%
流通A股比例	20.00%

财务比率

ROE	35.15%
ROA	20.20%
资产负债率	57.34%
每股净资产(元)	2.87

2009年报数据。

2010年9月21日，我们到全国最大的祖代种鸡饲养企业益生股份进行了实地调研。

一. 在国内白羽鸡产业链中公司处最前端

白羽祖代肉种鸡是国内的最高端，目前尚不拥有曾祖代以上代次，原因如下：

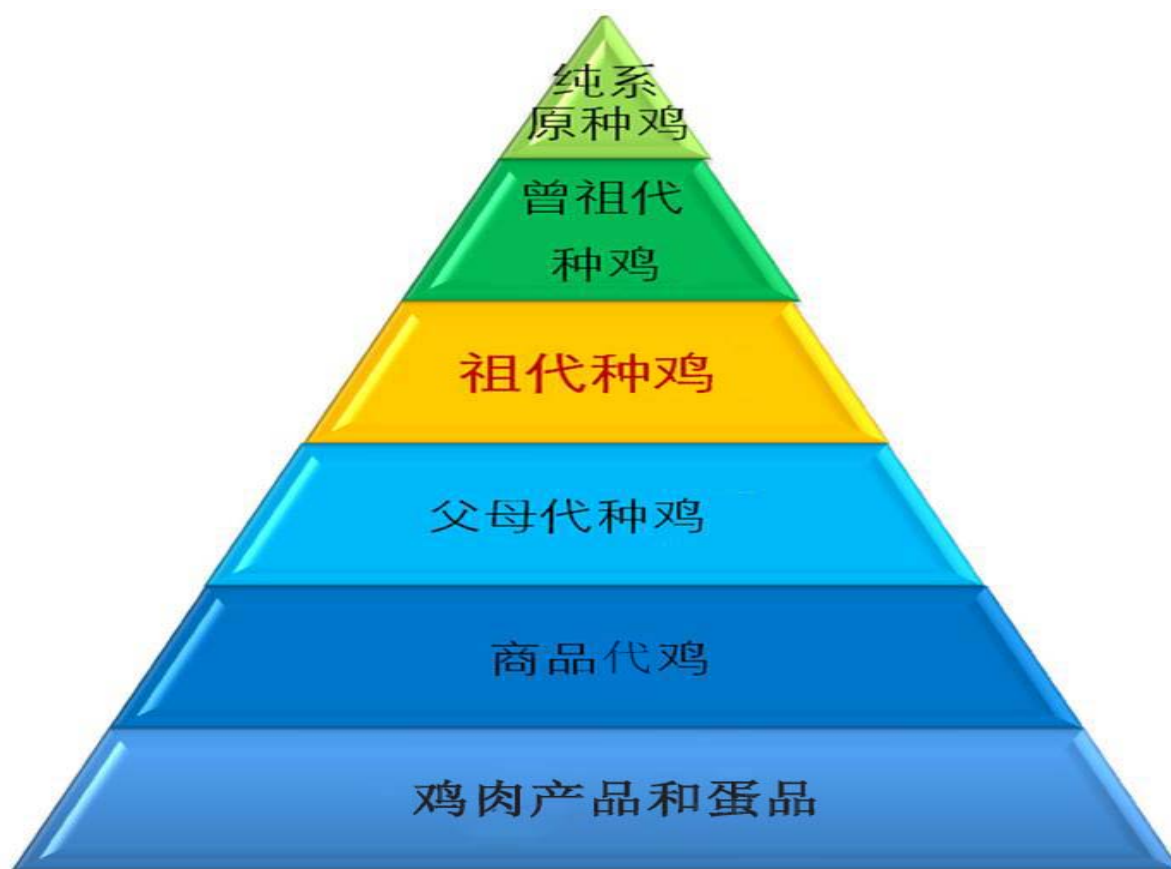
- 1、国内尚无庞大的基因库，而国外公司的育种历史均达60年以上。
- 2、世界育种资源已高度整合，国际顶尖科学家均在国外几大育种公司。
- 3、目前国内企业在育种方面的人力和财力尚未成熟。

经过几十年的整合，目前全球只剩三家育种公司，分别为：安伟捷（Aviagen）、科宝（Cobb）和哈伯德（Hubbard）。安伟捷公司在全球市场占有率 51%。

祖代种鸡在整个产业链育种方面具有重要的承上启下作用。较下游客户，其技术水平和管理要求更高。进入门槛较严，需经省级验收、农业部审批（设施、环境、技术力量及生产规模）。而且农业部对进口总量有一定程度的控制。

益生股份目前是全国最大的祖代种鸡饲养企业。它是以“祖代种业”为核心竞争力的农业产业化国家重点龙头企业，是中国白羽父母代肉种鸡饲养标准制定单位，是世界肉鸡和蛋鸡两个最大家禽育种公司美国安伟捷和美国海兰公司的全球最大客户。

图1: 白羽鸡产业链



数据来源：公司招股说明书

二. 公司靠规模和技术取胜

1.行业地位

公司父母代肉种鸡、父母代蛋种鸡在国内的市场占有率连续三年排名第一，09年肉种鸡和蛋种鸡的进口量分别为27.55万套和7万套，市场占有率分别为29.43%和23.94%。09向市场供应父母代肉种雏1222.6万套，父母代蛋种雏504.87万套。公司是：

中国畜牧业协会副会长单位

中国畜牧业协会禽业分会会长单位

中国畜牧业协会猪业分会副会长单位

中国白羽父母代肉种鸡平养及笼养标准制定单位

公司还是唯一经农业部批准，能同时从美国进口AA+和罗斯308的两个国内市场份额最大、品种最多、规模最大的祖代肉种鸡饲养企业。

2.行业发展趋势

白羽肉鸡属外导型产业，是将国外整个产业完整复制并引入国内，产

品是按出口标准的要求生产和加工，而后带动国内销售，其起点高、要求严、发展迅猛。中国白羽肉鸡产业，经过近三十年的发展—形成产业链最长、体系最完整、现代化、规模化、标准化、集约化程度最高的产业。更是拉动农民致富最直接和最明显的产业。

随着产业的发展，集约化的饲养程度越来越高，我国在总的饲养量不断增加的情况下，祖代鸡场和父母代鸡场的企业数量却在明显的减少。90年代的祖代鸡引种量仅是现在的一半，但祖代场家就有40多家，而目前引种量已达90多万套，厂家却只有13家。本公司父母代客户的引种量也由2000年的平均每户1.1万套，增加到2009年的2.4万套。国内大型的祖代场和父母代场的饲养及加工设备完全可与国外公司媲美。

尽管我国肉鸡产业经营规模不断扩大，企业数量不断减少，但我国前十位的肉鸡生产企业累计生产仍不到全国总产量的12%，而美国前十位肉鸡生产企业生产了全国72.3%的鸡肉。由此可见，我国的肉鸡行业整合度潜力巨大。

我国鸡肉产量和鸡肉消费量呈现明显的上升态势，特别是近年来鸡肉消费量已超过鸡肉生产量，我国自产鸡肉已完全不能满足鸡肉消费的需求，据中国畜牧业协会禽业分会数据显示，自2004-2009年，我国从全球进口的禽肉及制品累计超过530万吨。仅2007-2009年三年时间鸡肉净进口量就分别为41万吨、51.2万吨、89万吨，可见我国肉鸡行业存在巨大的发展空间。

表1: 巨大的国内消费市场不断增加

	1984年	2008年	增长幅度
鸡肉总消费量（万吨）	135.8	1191.1	877%
人均鸡肉消费量（kg）	1.03	8.97	

数据来源：公司招股说明书

表2: 白羽鸡节粮特征明显

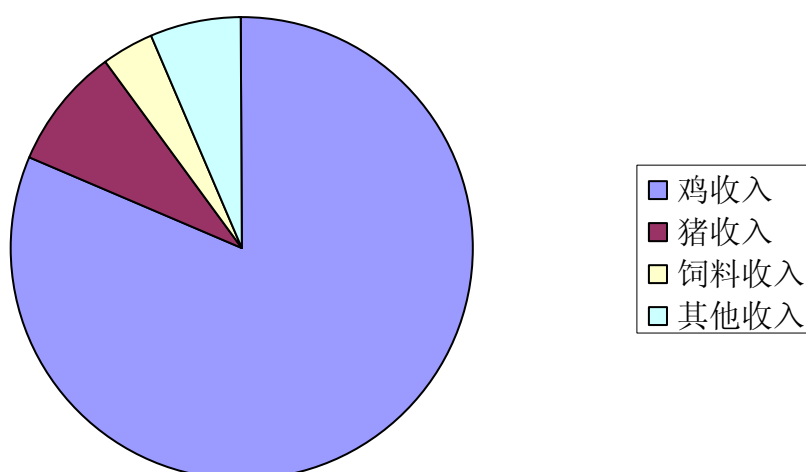
	白羽肉鸡与黄羽肉鸡相比		白羽肉鸡与猪相比较	
	白羽肉鸡	黄羽肉鸡	白羽肉鸡	猪
料肉比	1.75:1	2.5:1	1.75:1	2.8:1
单位重量白羽肉鸡节粮	0.75	0	1.05	0
08年黄羽鸡、生猪生产		约500万吨		4020万吨
换成白羽肉鸡将节粮	375万吨折合93.75亿元		4221万吨折合1055亿元	

数据来源：公司招股说明书

3. 公司业务构成及增长情况

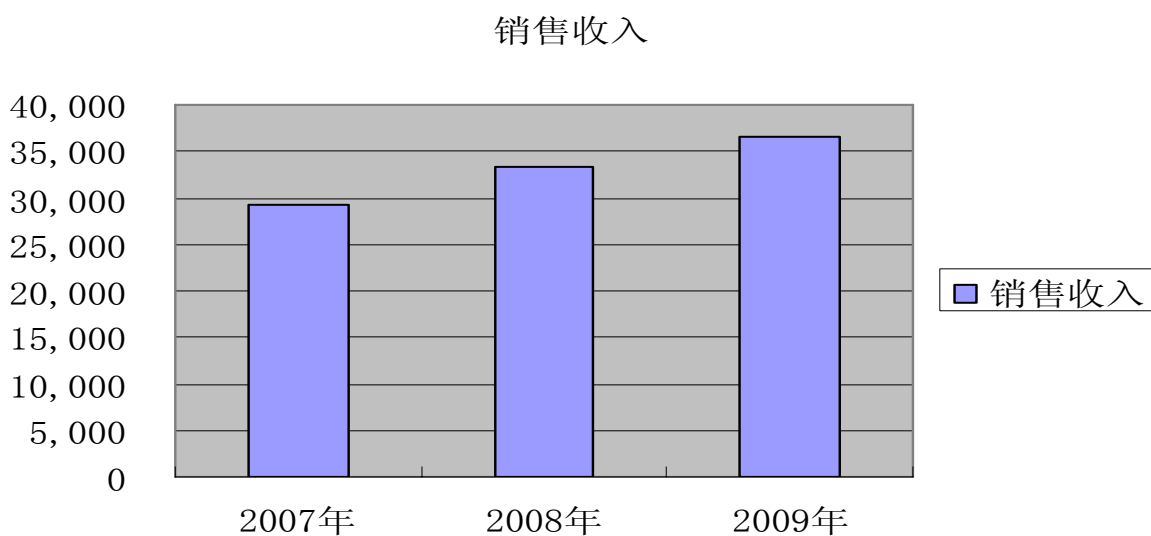
目前，国内只有本公司是唯一经中国农业部批准，能够同时从美国进口两个肉种鸡品种并掌握了两个品种的相关繁育技术，是我国繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司，繁育水平在国内处于领先地位。公司从引种数量、产品质量、价格、品种供应等方面都具有显著的竞争优势，这种优势进一步促使公司对市场的种鸡供应量和供应品种逐年增加。

图2：近三年主营业务收入构成



数据来源：公司招股说明书

图3：近三年主营业务收入



数据来源：公司招股说明书

三. 公司未来成长来自拉长产业链

1、发挥现有核心竞争优势，把祖代鸡业务做的更大更强，更进一步的巩固在行业内的主导地位，募投项目更新祖代肉种鸡4.6万套完成后，3-5年内市场占有率达到35%以上。并在产业链内实施相应业务拓展，借助资本市场优势，整合国外资源、利用国内市场，发挥企业在行业中的影响力，寻找新的增长点，进行疫苗、SPF蛋（无特定病原蛋）、畜牧设备的研发及合资生产等，增加综合效益。

2、往上游延伸。发挥公司在国际几大育种公司业务中的规模优势，强强联合，力争将曾祖代乃至原种引入国内，确保种源供应，洋为中用、为国所用、利润共享（利润最高点）。

3、往下游延伸。重点扩大下游商品代肉雏鸡产量，有助于提高盈利稳定性。2009 年公司对外销售父母代肉种雏鸡 1,222.60 万套，父母代蛋种雏鸡 504.87 万套，商品肉雏鸡3,110.76 万只，募投项目是在此基础上新增商品肉雏鸡产量 258%和父母代肉雏鸡产量19%。募投项目重点不在父母代肉种鸡而在商品代肉鸡，一是因为近三年我国祖代肉种鸡进口量的增长远高于需求的增长，进口量的持续大幅增长将带来整个肉鸡产业的供应压力；二是因为商品代肉鸡的潜在需求巨大，新增产量在山东即可消化近80%。

四. 风险因素

1. 防疫风险

公司主营业务为鸡和猪等畜禽良种的生产和销售。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。

2. 食品安全的风险

由于乳制品和禽类食品涉及食品安全，而近几年市场上与食品安全有关的问题时有出现，在伤害消费者购买积极性的同时也进一步加重了消费者的恐慌心理。因此包括三聚氰胺在内的食品安全等问题在一定程度上使消费者对购买和食用相关产品产生了消费信心不足，在一定时间内仍将可能对公司的经营产生影响。

3. 原料供应的风险

在公司畜禽产品的生产成本中，饲料占据一定比重，饲料主要由玉米、豆粕、油脂及各种营养添加剂组成，目前难以用其它原材料代替。玉米、大豆等农产品价格受到国内和国际粮食播种面积与产地气候等因素影响较大，一旦播种面积大幅减少或气候反常以及国家农业政策发生重大变化，都将会导致农产品减产并引发价格上涨从而增加公司的采购成本，因此如果公司玉米、豆粕等主要原材料供应不足或者价格上涨幅度

较大，将可能对公司未来经营业绩产生影响。

4. 外国供应商的风险

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。如果在短期内没有从其他国家进口的渠道或未能与其他育种公司建立合作，将会影响公司引进祖代种鸡的进度，并对公司业务造成影响，公司因而面临依赖国外供应商的风险。

五. 盈利预测与投资建议

我们假设公司未来三年所用的祖代种鸡均仍需从国外进口；假设公司主要产品毛利率仍保持不变。那么公司未来三年的业绩成长主要看看募投项目投产。

表3: 募投项目投产后业绩预测						单位: 万元		
2010年			2011年			2012年		
收入	毛利率	净利润	收入	毛利率%	净利润	收入	毛利率%	净利润
44200	28.70	8300	55500	29.2	11000	70250	29.40	14200

数据来源：首次公开发行股票路演推介

按以上预测和目前10800万的总股本，公司2010年——2012年EPS分别为0.77元、1.02元和1.32元。考虑到公司在我国祖代肉种鸡养殖领域的龙头地位，以及公司随时可能与国际几大育种公司强强联合，将曾祖代乃至原种引入国内，我们按按2011年35倍的市盈率，公司一年内的目标股价为35.7元，我们给予该公司“买入”投资评级。

资产负债表					利润简表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
报表项目	2008	2009	2010E	2011E	报表项目	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	24	47	350	150	营业收入	332	365	442	555
应收账款	10	11	12	13	营业成本	222	240	315	392
预付款项	15	41	45	45	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	4	10	10	10	销售费用	13	15	18	20
存货	25	30	35	35	管理费用	22	21	28	35
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	8	10	0	0
流动资产合计	78	139	452	252	资产减值损失	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	146	224	380	484	投资收益	0	0	0	0
在建工程	17	42	80	80	营业利润	68	79	81	108
生产性生物资产	70	98	150	300	营业外收入	7	2	2	2
无形资产	19	25	30	35	营业外支出	4	0	0	0
长期待摊费用	7	7	8	9	利润总额	71	81	81	81
递延所得税资产	0	0	0	0	所得税费用	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	净利润	71	81	83	110
非流动资产合计	273	406	650	908	归属于母公司净利润	71	81	83	110
资产总计	352	545	1100	1160	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	85	70	50	30	EPS (元)	0.88	1.00	1.02	1.32
应付账款	29	52	62	50	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
预收款项	10	7	10	10	现金流量简表 单位: 百万元				
应付职工薪酬	7	10	10	10	报表项目	2008	2009	2010E	2011E
应交税费	2	3	3	0	经营活动现金流量	86	106	113	124
应付利息	0	0	0	0	投资活动现金流量	-121	-170	-330	-270
其他应付款	4	5	5	0	筹资活动现金流量	46	87	590	50
其他流动负债	0	0	0	0	现金及现金等价物净增加额	11	24	303	-200
流动负债合计	142	157	150	100	期末现金余额	24	47	350	150
长期借款	30	151	50	50	每股经营活动现金流(元)	1.06	0.96	1.05	1.15
长期应付款	5	2	2	2	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
专项应付款	0	0	0	0	主要财务指标				
预计负债	0	0	0	0	指标项目	2008	2009	2010E	2011E
其他非流动负债	3	3	0	0	营业收入增长率%	13	10	15	20
非流动负债合计	38	156	52	52	营业利润增长率%	66	17	15	20
负债合计	180	313	250	150	毛利率%	33	34	28.7	29.2
股本	81	81	108	108	营业利润率%	20	21	22	22
资本公积	4	4	526	586	净利润率%	21	22	22	22
盈余公积	10	18	60	90	净资产收益率%	50	39	25	25
未分配利润	75	128	150	230	总资产收益率%	27	20	15	15
少数股东权益	2	2	2	2	流动比率%	0.56	0.89	0.85	0.8
负债股东权益总计	352	545	1100	1160	资产负债率%	51	57	22.7	13
每股净资产(元)	2.12	2.87	7.65	8.25	所得税税率%	0	0	0	0

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

益生股份(002458)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。