

益生股份(002458)调研报告

推荐

首次评级

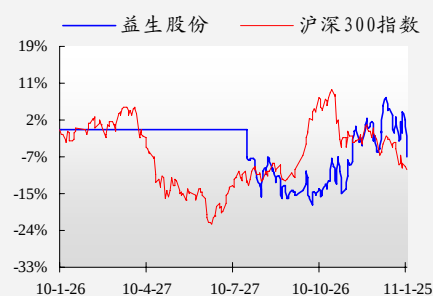
养殖业

发布时间: 2011 年 1 月 26 日

投资要点:

- 公司主要从事祖代种鸡的引进、饲养, 父母代种鸡的生产、销售, 是国内最大的白羽肉鸡引种企业。
- 益生股份处在国内白羽肉鸡企业的最高端, 公司与上游跨国育种公司形成了利益共享关系。
- 白羽肉鸡的育种技术完全掌握在 3 家国际育种公司手里, 高度集中的行业格局有利于长期维持高毛利水平。
- 2010 年是养鸡业的一个多年低谷, 父母代肉雏鸡、商品肉雏鸡价格都远低于最近 3 年的平均价格。2011 年价格逐渐恢复, 公司迎来业绩拐点。
- 公司未来向上游曾祖代鸡和禽类疫苗延伸, 盈利能力增强。
- 2010-2012 预期每股收益为 0.55 元、1.38 元和 1.66 元。
- 主营业务壁垒较高, 业绩迎来拐点, 给予“推荐”评级。

走势图



市场数据	2011-1-26
收盘价:	33.72 元
52 周最高价:	39.35 元
52 周最低价:	29.03 元
平均持仓成本:	35.84 元

基本数据	2010Q3
总股本 (万股):	10,800
流通 A 股 (万股):	10,800
每股收益 (元):	0.45
每股净资产 (元):	8.01
每股经营现金流 (元):	0.61
市净率:	4.21

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	36,548	9.97	8,116	14.47	1.00	47.78		
2010E	45,496	24.5	5,979	-26.00	0.55	6.86	61.3	
2011E	66,866	46.97	14,915	149.00	1.38	15.33	24.2	
2012E	83,178	24.40	17,898	20.00	1.66	16.30	20.3	

分析师: 钟大举

执业证书编号: S0550511010011

TEL: (8621)6336 7000 - 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: xxxx@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、公司概况

(一)、起源

益生股份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。外贸种禽公司原本是一家不足 40 人的小型企业。经过历次增资，公司股本由 147.5 万扩大为 8100 万。

公司 2010 年在中小板上市，公司总股本为 1.08 亿股，除了 2700 万社会公众股以外，其余股份由 26 名公司职员和高管持有，其中董事长曹积生持股比例为 51.46%。公司 26 名股东全部承诺股份锁定 3 年。

(二)、业务构成

公司的业务构成：祖代种鸡的引进、饲养，父母代种鸡的生产、销售，商品肉鸡的生产、销售，饲料的生产和销售，种猪和商品猪的饲养和销售。益生股份的祖代鸡业务集中在母公司，种猪等业务分别在 6 家子公司，这几家公司的规模都比较小。

表 1、益生股份主要子公司

子公司	持股比例	总资产	净利润	业务范围
益生堂药业	100%	971.49	-91.16	兽药、饲料添加剂
益生源乳业	100%	926.03	134.86	液态奶、乳酸饮料
鲁南种猪	100%	2120.5	-437.27	种猪、商品猪
荷斯坦奶牛繁育中心	70%	2760.8	-71.67	奶牛生产、销售
益生植物组培	60%	118.92	-45.75	植物组培技术研发
畜禽疾病研究院	100%	148.38	-69.24	禽病研究

资料来源：公司招股书

公司主营业务收入中，种鸡销售收入占 80%以上，贡献毛利 90%以上。

表 2、公司的主营业务构成

产品	收入（万元）	比例（%）	毛利（万元）	比例（%）
鸡	29724.91	81.33	11713.03	93.09
猪	3207.32	8.78	-64.87	-0.52
饲料	1302.09	3.56	185.13	1.47
其他	2313.64	6.33	749.34	5.96
合计	36547.96	100	12582.63	100

资料来源：公司招股书 3

二、主营业务分析

（一）、公司是国内最大的祖代鸡企业

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 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。

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。

（二）、处在国内养鸡产业链的高端

国内养鸡产业链一般分为 4 个层次，即源头公司、一级公司、二级公司和养殖户。其中源头公司是最关键的，相当于种子公司。一级公司也有相当的技术含量，需要做种鸡的选育，淘汰率较高。以白羽肉鸡为例，由美国进口祖代肉种鸡，每 100 只 D 系母鸡配套 26.5 只 C 系公鸡，35 只 B 系母鸡和 10.5 只 A 系公鸡。以平养方式进行种鸡生产，进入产蛋期后公鸡与母鸡的配比为 1: 10，C 系公鸡的选种淘汰率为 62.2%；以笼养人工授精方式时，公鸡与母鸡的配比是 1: 20，C 系公鸡的选种淘汰率为 81%，A 系公鸡的选种淘汰率为 83.3%。这就意味着通过这种淘汰最终可以选用最优秀的公鸡进行繁育生产，繁殖出更优秀的父母代肉种鸡后代。二级公司是一级公司的下游，主要业务是鸡苗孵化，技术含量不高。

益生股份居于一级公司的地位，在国内白羽肉鸡企业中处于最高端。目前，白羽肉鸡的育种技术完全掌握在 3 家国际育种公司手里，蛋种鸡育种被国内企业突破，黄羽肉鸡育种是我国独有。益生股份鸡类产品中 80%是白羽肉鸡，20%是蛋鸡，在白羽肉鸡中已经到达了最前端，蛋种鸡的优势稍弱。

表 3、养鸡产业链的上下游关系

产业链	种源	工作重点	主营业务
源头公司	原种鸡、曾祖代鸡	保种、纯化、选育	生产、销售祖代鸡
一级公司	祖代鸡，从源头公司引进	引种、选育、扩繁	生产、销售父母代鸡
二级公司	父母代鸡，从一级公司引进	引种、扩繁	生产、销售商品鸡苗
养殖企业（户）	商品鸡苗，从二级公司购进	饲养	生产、销售肉鸡、鸡蛋

资料来源：东北证券

（三）、技术垄断，主营业务保持较高毛利率

白羽肉鸡育种技术主要掌握在美国安伟捷育种公司和美国可宝公司，2009 年他们的

祖代种鸡在中国的市场占有率 76.4%和 23.60%技术高度垄断，国内公司从这两家公司引种，通常能获得较高的垄断毛利率。国内祖代白羽鸡企业共有 13 家，第一名是益生股份，2009 市场占有率为 29.43%，第二名是北京家禽育种公司，市场占有率为 23.6%，前两家合计为 53.03%，形成了一个寡头市场。

白羽肉鸡育种技术较为复杂，更受限于原种鸡的种质资源限制，国际育种公司对国内仅按套出售祖代鸡，国内科研机构无法作进一步的育种研究。正是这种原因，我们预计国内祖代鸡企业能维持较高的盈利水平。

蛋种鸡育种技术已经在国内扩散，国内公司的技术接近跨国公司。国外蛋种鸡育种公司有 3 家，国内有 4 家，年供应祖代鸡 60 万套，国内公司和国外公司市场占有率接近。而国内育种公司产能扩张较快，导致蛋种鸡毛利率较低。

三、2010 年是行业最低谷，公司业绩出现拐点

2010 年是养鸡业的一个多年低谷，父母代肉雏鸡、商品肉雏鸡价格都远低于最近 3 年的平均价格。2010 年父母代肉种鸡每套价格不到 12 元，2009-2007 年的平均价格在 16-20 元之间。2010 父母代蛋雏鸡最低达到 3 元/套，已经低于生产成本。商品肉雏鸡价格最低为 1 元，低于成本价。

2010 年，国内白羽肉鸡祖代鸡企业利润大幅下滑，下游生产商品雏鸡企业亏损。总体上看，上游企业仍占据优势。

2010 年 3 季度以后，情况已经好转，我们从益生股份了解的情况，公司 2011 年的新签订单已经上升到 16 元/套。

表 4、益生股份鸡产品历年均价

年度	2009	2008	2007
父母代肉雏鸡	16.58	19.58	16.26
父母代蛋雏鸡	6.72	9.63	6.68
商品肉雏鸡	1.95	2.33	2.08

资料来源：公司招股书

四、未来的成长

我国人均鸡肉消费量不足 10 千克，是发达国家 1/3 至 1/4，未来随着城市化进程，对鸡肉的消费量还会有较大的增长。祖代鸡行业的集中度会继续提高，未来可能会出现 2-3 家公司占领大部分市场份额的格局。益生股份目前的市场占有率约 30%，它的上游供应商安伟捷公司在中国的市场占有率将进 80%，公司继续扩大市场占有率有天然的优势。公司下游的肉鸡养殖行业也出现了集中趋势，大客户要求能够一次大批量供货，实现养殖过程中的“全进全出”，以便于疫病控制，下游客户优先选择大型供应商，公司作为中

国最大的祖代鸡企业是首选。

公司过去几年的雏鸡销售量保持 20-30% 的增长，我们预计未来公司年供货量维持在 20% 的稳定增长。

产业链的延伸。公司的另一发展战略是将产业链向上游延伸，希望能在曾祖代鸡业务上同外资合作，占据肉鸡产业链的更高端。我们知道随着产业链的上移，盈利水平大幅上升，通常父母代白羽肉雏鸡的毛利率是 30-60%，商品白羽肉雏鸡的毛利率是 20-30%，商品白羽肉鸡的毛利率是 3-7%，祖代商品白羽肉雏鸡的技术含量远高于以上代次雏鸡，应该有着更高的毛利率和壁垒。但该项业务的合作的不确定性较大，因为曾祖代鸡引进中国，中国企业有可能获得白羽肉鸡的育种技术，外资比较慎重。公司的第二个战略规划是利用公司在雏鸡疫病防疫方面的优势发展鸡病疫苗业务，在销售雏鸡的同时搭售疫苗，也是通过与外资合作的方式占领高端疫苗，该项业务突破的可能性较大。

我们预计公司业绩在保持 20% 的基本增长的基础上，会在新业务上有突破，实现“锦上添花”的效果。

五、业绩预测和投资建议

（一）、业绩预测

未来 3 年，益生股份主要产品增速均在 20% 以上，其中父母代蛋雏鸡、商品肉雏鸡基数较低，增长在 40% 以上。2010 年公司主要产品价格大幅低于正常水平，我们预计 2011-2012 将恢复正常。

表 5、公司主要产品销售预测

产品	项目	2009	2010E	2011E	2012E
父母代肉雏鸡	销售量（万套）	1249	1749	2099	2519
	均价（元/套）	16.58	12.00	16.00	16.00
	销售收入（万元）	20266	20991	33586	40303
父母代蛋雏鸡	销售量（万套）	505	1000	1300	1700
	均价（元/套）	6.72	7.00	8.00	8.00
	销售收入（万元）	3394	7000	10400	13600
商品肉雏鸡	销售量（万套）	3111	5000	7500	10500
	均价（元/套）	1.95	2.00	2.00	2.00
	销售收入（万元）	6065	10000	15000	21000
其他收入（万元）		6823	7505	7881	8275
合计收入（万元）		36548	45496	66866	83178

资料来源：东北证券

受产品价格波动影响，公司 2010 年业绩下降约 26%，2011-2012 恢复增长。2010-2012 年预期每股收益为 0.55 元、1.38 元和 1.66 元。

表 6、益生股份业绩预测

年度	2009	2010E	2011E	2012E
收入(万)	36548	45496	66866	83178
毛利率	34.43%	22.47%	31.19%	31.13%
毛利(万)	12584	10225	20859	25896
净利率	22.20%	13.14%	22.31%	21.52%
净利润(万)	8115	5979	14915	17898
每股收益(元)	0.75	0.55	1.38	1.66

资料来源：东北证券

(二)、投资建议

公司业务壁垒较高，业绩增长空间较大，给予“推荐”评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。