

益生股份 (002458)

公司研究/调研简报

受益鸡苗价格大涨

民生精品---调研简报/农林牧渔行业

2011 年 4 月 4 日

一、事件概述

近日我对益生股份 (002458) 展开了实地调研, 就鸡苗价格波动、引种量、募投项目进展及肉鸡发展空间等问题与公司董秘卢总进行了交流。

二、分析与判断

➤ 鸡苗价格同比大幅上升

父母代鸡苗和商品代鸡苗的毛利占公司主营利润比重在 90% 左右, 2011 年父母代鸡苗和商品代鸡苗的销售价格同比大幅攀升。去年第一季度父母代鸡苗价格在 12-13 元/套, 今年达到 18-20 元/套, 同比涨幅超过 50%; 去年第一季度商品代鸡苗价格约 1.8 元/只, 而今年超过 3.5 元, 同比涨幅达到 100%。公司采用以产定销的方式, 通常提前 1-2 个月确定销售价格, 对大客户有一定价格优惠, 对于小客户则是价高者得。

➤ 祖代肉种鸡苗引种量年增速 10% 左右

祖代肉种鸡苗存在巨大的乘数效应 (1 套祖代肉种鸡苗可产生 50 套父母代鸡苗, 1 套父母代鸡苗可产生 130 只商品鸡), 为避免肉鸡产业链价格剧烈波动, 农业部谨慎对待引种量的增加, 公司祖代肉种鸡苗引种量平稳增长, 年增速接近 10%。2010 年公司引进祖代肉种鸡苗 33.5 万套, 考虑路途损耗, 实际值为 32 万套, 2011 年计划引种 35-36 万套。祖代鸡苗的引种量通常在前一年年底确定, 于次年分批次引入; 引进祖代鸡苗 25 周后即可产蛋, 产蛋期为 41 周, 总周龄为 66 周。

➤ 90 万套父母代肉种鸡场建设将于 2014 年全部达产

公司上市两大募投项目: (1) 4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目, 已建成; (2) 90 万套父母代肉种鸡场建设项目, 指年存栏量 90 万套父母代肉鸡, 年更替 60 万套父母代肉鸡。该项目去年已有小厂建成, 生产出约 2200 万只商品代鸡苗, 今年难有新增产能释放。我们估计公司将于 2012 年陆续饲养 90 万套父母代鸡苗, 2013 年 5、6 月份可开始产蛋并陆续达产, 2014 年有望全部达产。

➤ 山东和东北仍将是公司主市场

截至目前, 山东和东北地区仍是公司的主市场。2010 年山东地区的销售收入占公司总收入的 69.2%, 东北地区占比为 20.8%。公司在河南市场的销售进度较慢, 计划让政府部门的人做公司代理发展当地业务。由于烟台和威海是我国最适宜养鸡的地区, 且祖代鸡苗有

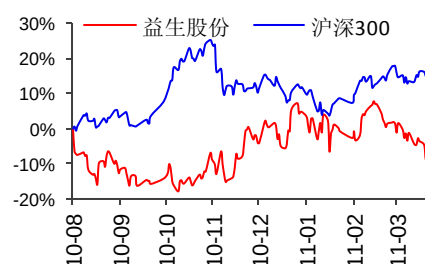
谨慎推荐 首次评级

合理估值: 35.0-37.5 元

交易数据 (2011-4-4)

收盘价 (元)	33.47
近 12 个月最高/最低	39.45/29.03
总股本 (百万股)	108
流通股本 (百万股)	27
流通股比例%	25.0%
总市值 (亿元)	36.15
流通市值 (亿元)	9.04

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 王莺

执业证书编号: S0100510120001

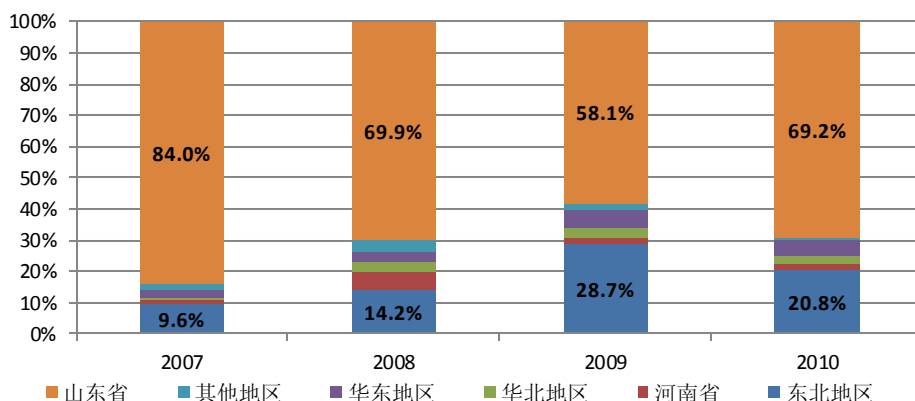
电话: 13816716806

Email: wangying_yjs@mszq.com

相关研究

地域适应性，公司仍将会把山东和东北地区作为主市场。

图 1: 营业收入区域占比图

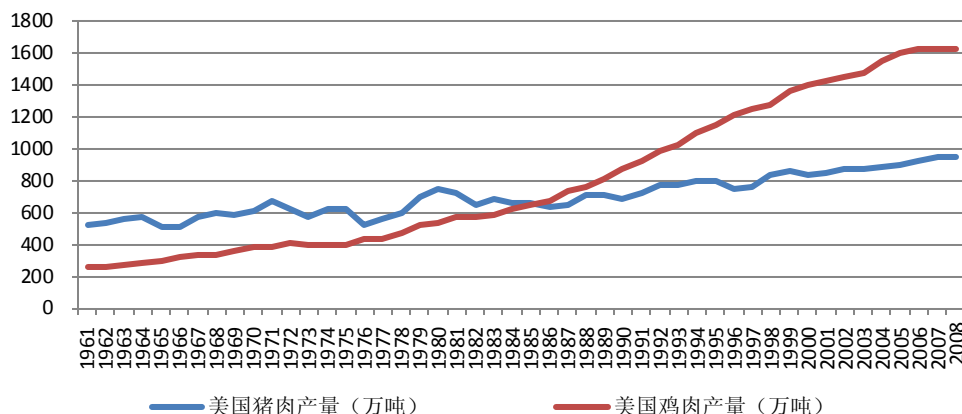


资料来源：公司公告，民生证券研究所

➤ 美国曾与中国一样，以消费猪肉为主

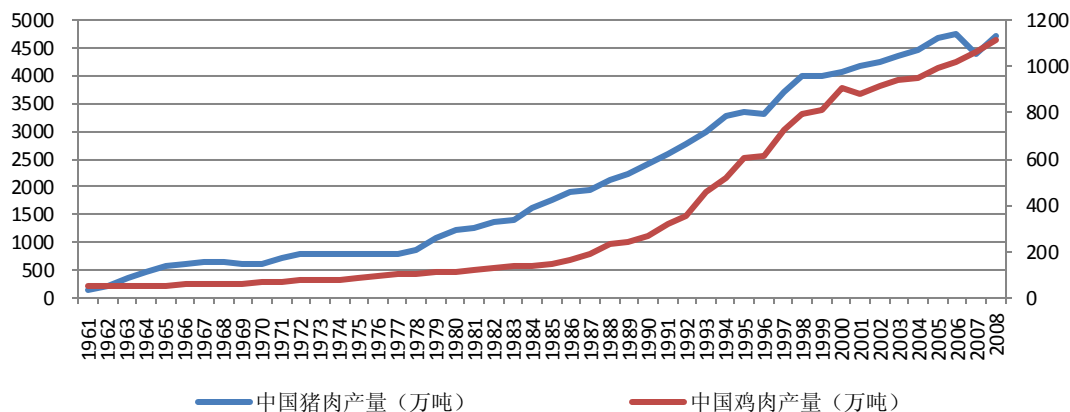
中国以消费猪肉为主，但肉鸡凭借其饲养周期短、饲料转化率高等优点，发展潜力巨大。以美国为例，美国在 1985 年前也以猪肉消费为主，但自 1986 年开始鸡肉产量超过猪肉。

图 2: 美国猪肉和鸡肉产量走势图



资料来源：FAO，民生证券研究所

图 3: 中国猪肉和鸡肉产量走势图



资料来源：FAO，民生证券研究所

三、盈利预测与投资建议

今年一季度鸡苗价格同比出现大幅上涨,其中,父母代鸡苗价格同比涨幅超过 50%,商品代鸡苗价格同比涨幅超过 100%,4-5 月份祖代鸡苗已突破 20 元/套,商品代鸡苗价格仍维持高位。现假设 2011 年父母代鸡苗均价 19 元/套,商品代鸡苗均价 3 元/羽,预计 2011-2013 年公司分别实现营业收入 6.25 亿元、5.71 亿元和 6.18 亿元,归属于母公司股东净利润分别为 1.35 亿元、1.03 亿元和 1.13 亿元;实现每股收益分别为 1.25 元、0.96 元和 1.05 元。现给予公司 2011 年 28-30 倍 PE,对应目标价 35.0-37.5 元。

四、风险提示

鸡苗价格出现大幅波动;

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	459	625	571	618
增长率(%)	25.59%	36.19%	-8.66%	8.25%
归属母公司股东净利润(百万元)	47	135	103	113
增长率(%)	-41.55	184.37	-23.47	9.65
每股收益(元)	0.51	1.25	0.96	1.05
毛利率(%)	23.5%	35.2%	31.9%	31.9%
净资产收益率 ROE(%)	17.7%	36.2%	21.0%	18.9%
每股净资产(元)	2.85	4.10	5.06	6.12
PE	65.63	26.80	35.01	31.93
PB	11.76	8.16	6.61	5.47
EV/EBITDA	31.93	14.25	17.21	15.99

资料来源:民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	459	625	571	618	货币资金	0	0	30	49
减：营业成本	351	405	389	421	应收票据	3	4	4	4
营业税金及附加	0	0	0	0	应收账款	14	19	17	19
销售费用	15	21	19	20	预付账款	76	104	95	102
管理费用	36	49	45	49	其他应收款	9	12	11	12
财务费用	14	14	14	14	存货	42	49	47	50
资产减值损失	0	0	0	0	其他流动资产	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	144	188	204	237
二、营业利润	42	136	104	114	长期股权投资	0	0	0	0
加：营业外收支净额	6	0	0	0	固定资产	364	403	381	359
三、利润总额	48	136	104	114	在建工程	44	44	44	44
减：所得税费用	0	0	0	0	无形资产	23	20	18	15
四、净利润	48	136	104	114	其他非流动资产	0	0	0	0
归属于母公司的利润	47	135	103	113	非流动资产合计	431	468	443	419
五、基本每股收益 (元)	0.51	1.25	0.96	1.05	资产总计	575	656	647	655
主要财务指标					短期借款	110	110	110	110
项目	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	31.93	14.25	17.21	15.99	应付账款	33	38	37	40
成长能力：					预收账款	12	14	14	15
营业收入同比	25.6%	36.2%	-8.7%	8.2%	其他应付款	7	7	7	7
营业利润同比	-46.7%	223.4%	-23.5%	9.6%	应交税费	9	9	9	9
净利润同比	-40.9%	184.4%	-23.5%	9.6%	其他流动负债	0	0	0	0
营运能力：					流动负债合计	172	179	177	181
应收账款周转率	36.51	37.78	31.28	34.06	长期借款	151	151	151	151
存货周转率	12.80	13.80	12.01	12.75	其他非流动负债	3	3	3	3
总资产周转率	1.60	1.02	0.88	0.95	非流动负债合计	154	154	154	154
盈利能力与收益质量：					负债合计	326	333	331	335
毛利率	23.5%	35.2%	31.9%	31.9%	股本	108	108	108	108
净利率	10.3%	21.6%	18.1%	18.3%	资本公积	4	4	4	4
总资产净利率 ROA	16.6%	22.0%	15.9%	17.5%	留存收益	193	328	432	545
净资产收益率 ROE	17.7%	36.2%	21.0%	18.9%	少数股东权益	2	3	3	4
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	307	443	547	661
流动比率	0.84	1.05	1.15	1.31	负债和股东权益合计	633	776	877	995
资产负债率	56.7%	50.8%	51.1%	51.1%	现金流量表				
长期借款/总负债	46.2%	45.2%	45.5%	45.0%	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	30	138	155	143
每股收益	0.51	1.25	0.96	1.05	投资活动现金流量	(161)	(62)	0	0
每股经营现金流量	0.28	1.28	1.43	1.32	筹资活动现金流量	26	(14)	(14)	(14)
每股净资产	2.85	4.10	5.06	6.12	现金及等价物净增加	(105)	62	140	128

资料来源：民生证券研究所

分析师与行业专家简介

王莺, CFA, 英国布里斯托大学经济金融专业硕士, 金融学学士。2005年2月加入元大京华证券(香港)上海代表处从事行业研究工作, 2007年10月加入华泰柏瑞基金, 先后负责金融、食品饮料和农业行业研究; 2010年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹瑭	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	
联系人	栾晓莎		
电话	010-85127892		
手机	13811313398		
E-mail	luanxiaosha@mszq.		

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层, 100005;

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室;

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。