

益生股份(002458.sz)

父母代肉雏鸡量价齐升，11年公司业绩或大增

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020009

我们的观点:

公司是国内祖代、父母代肉鸡种鸡饲养龙头企业。目前公司父母代种鸡的全国市场占有率超过 30%，盈利能力较强。10 年 4 季度开始公司主要产品进入价格上涨周期，加上公司募投项目的产能释放，今年公司业绩大幅增长可期。今后公司将充分利用超募资金，将产业链逐渐向上游延伸，因此我们认为公司兼具规模扩张及产业链升级双重概念，且不排除在适合时机公司采取外延式扩张的可能。

公司投资看点：规模扩张助公司盈利

1、引种议价能力强、成本优势明显。2、今后公司将继续稳固其行业首席地位，提升其产品市场占有率，远期规划使公司市占率提升至国市场份额的 50%。3、品牌效应助公司销售增长，较高的技术、资金壁垒阻竞争对手前行。公司繁育各类鸡苗因成活率高，产蛋率高、抗病性高等过硬优势，倍受下游客户喜爱。公司已与国内知名肉鸡饲养企业建立长期合作关系。4、下游养殖效益提升，提振公司父母代肉雏鸡价格上涨。

盈利预测与投资评级

预计 2011-2013 年，公司营业收入分别为 7.41 亿元、8.75 亿元和 10.38 亿元；归属母公司净利润分别为 1.84 亿元、2.15 亿元和 2.49 亿元。按照公司配送除权后 1.4 亿股股本计算，2011-2013 年公司 EPS 分别为 1.31 元、1.53 元和 1.77 元，考虑到 2011 年养殖企业平均估值水平和公司处于产业链上游的溢价能力，给予公司 35 倍 PE，那么未来 1 年公司股票合理价格为 45.85 元/股，给予公司“买入”评级。

风险提示

疫病风险；父母代鸡苗价格波动风险；下游企业自繁种雏带来的扰动风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	365.48	458.99	740.77	875.40	1037.71
增长率(%)	9.97%	25.59%	61.4%	18.2%	18.5%
EBITDA(百万元)	181.96	215.62	406.95	486.76	556.58
净利润(百万元)	81.16	47.44	183.82	214.66	249.03
增长率(%)	14.47%	-41.55%	287.5%	16.8%	16.0%
每股收益(元)	1.002	0.439	1.309	1.529	1.774
市盈率	0.00	86.48	23.6	20.2	17.4
市净率	0.00	4.64	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	0.00	17.93	10.0	7.9	6.3

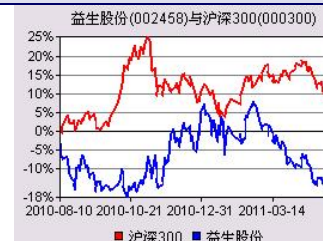
数据来源:山东益生种畜禽股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	32.17
目标价格(元)	45.85
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	-7.70%	-17.66%	-14.25%
沪深 300	-6.87%	-3.71%	9.07%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	140.40/35.10
主要股东:	曹积生
主要股东持股比例	51.46%

财务比率

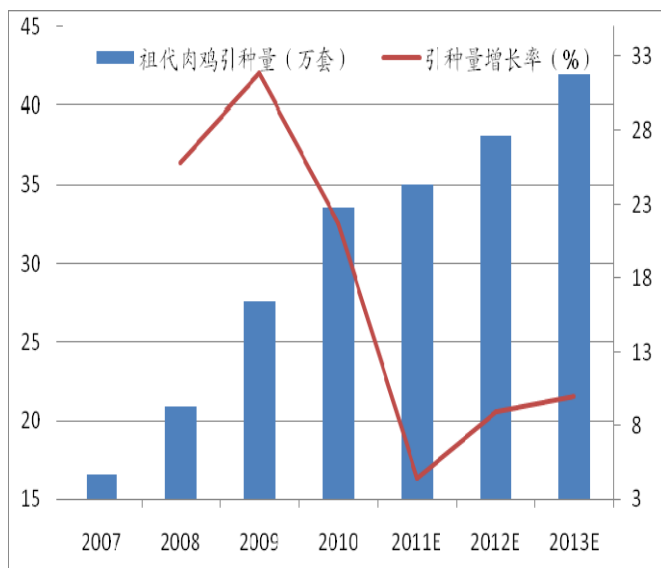
ROE	5.37%
ROA	7.01%
资产负债率	27.53%
每股净资产(元)	8.18
2010 年报数据	

祖代白羽肉种鸡饲养龙头

祖代白羽肉种鸡引种量四年蝉联首位

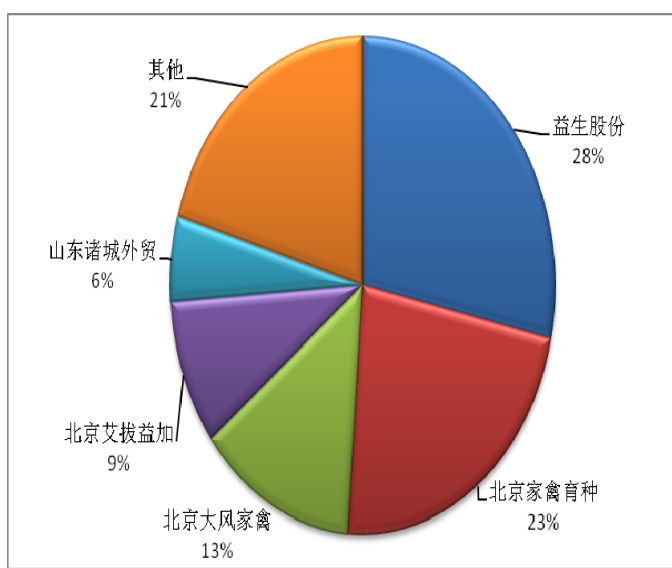
公司是国内祖代、父母代肉种鸡饲养龙头企业，公司祖代肉种鸡引种量连续四年位居国内首位。公司是农业部唯一批准的，能够同时从美国进口AA+和罗斯308两个国内需求量最大的肉种鸡品种的企业。且公司的繁育技术业内领先，公司一套祖代肉种鸡可繁育55套父母代肉种鸡，高于行业45-50套的平均水平。

图1：公司引种量变化与增长率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：2009年全国主要白羽鸡养殖企业引种情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司投资看点：规模扩张助公司盈利

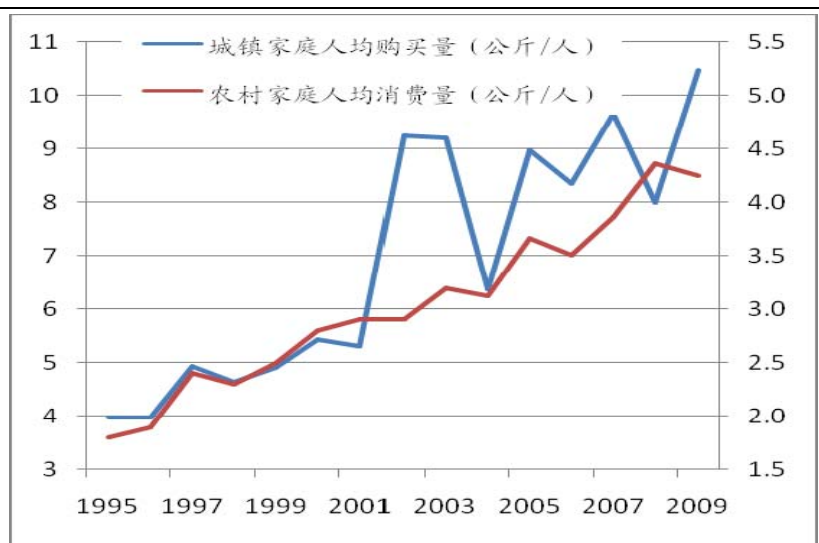
引种议价能力强、成本优势明显

公司年报数据显示，2010年公司祖代白羽肉种鸡累计引种量为33.5万套，约占我国总引种量的33.6%。公司作为全国引种量最大的企业，对上游的议价能力较强，公司引种签约价格长期稳定在25美金/套，且因公司引种量占其上游企业销售比重较高，因此其上游企业多采取赠送的方式给予公司优惠，因此公司实际引种价格是低于25美元/套的。另外公司的繁育技术业内领先，公司一套祖代肉种鸡可繁育55套左右的父母代肉种鸡，高于行业45-50套的平均水平，这也拉底了公司的父母代肉种鸡成本。

定位首席，期半壁江山

2007年-2010年公司祖代肉鸡引种量分别为16.6万套、20.9万套、27.6万套和33.5万套，近3年引种量复合增速高达26.38%，远高于我国白羽肉鸡年均8%的消费增速，凸现出公司产品需求旺盛。预计公司未来将继续定位全国父母代肉种鸡繁育第一企业，并将市占率提升至全国市场份额的50%，作为长期经营目标。

图3:我国城镇与农村家庭禽类消费量变化



数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

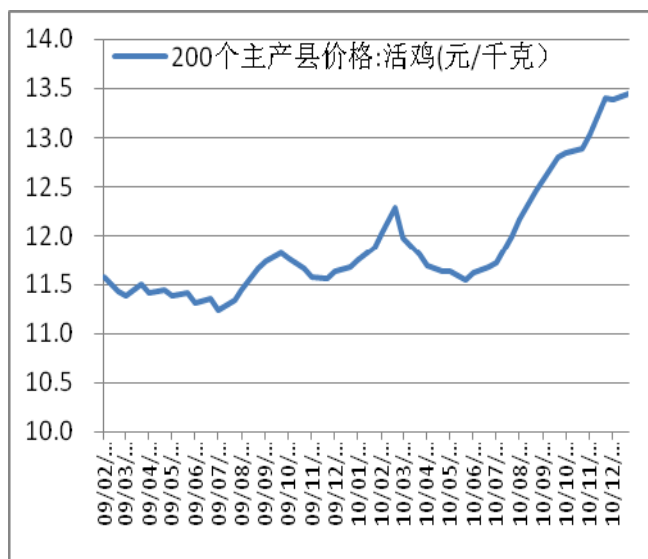
品牌效应助公司销售增长，较高的技术、资金壁垒阻竞争对手前行

我们认为养殖业育种与种植业育种的逻辑相似，下游客户更为看重的是公司产品给其带来的实际养殖效益。公司繁育各类雏鸡因成活率高，产蛋率高、抗病性高等过硬优势，倍受下游客户喜爱，且公司已与山东民和、青岛九联、山东仙坛、潍坊显合、六合集团、圣农发展等一批国内知名肉鸡一体化培育企业签订长期合约。

鸡肉价格连续上涨，带动肉雏鸡价格上涨

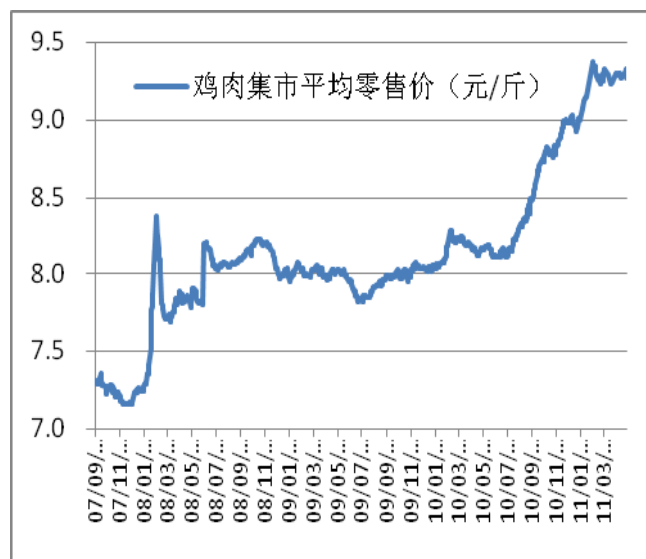
通胀及生猪价格走高提振下，鸡肉价格从2010年3季度开始逐渐回升，截至2011年4月末，主产区肉毛鸡均价4.67元/斤，环比上涨2.33%，同比上涨19.54%。受养殖周期影响，肉雏鸡价格从2010年4季度初开始反弹。截至2011年4月末，主产区肉雏鸡均价为3.32元/羽，环比上涨3.92%，同比上涨78.88%。

图4：主产区活鸡价格走势



数据来源：wind咨询、广发证券发展研究中心

图5：鸡肉集市平均价走势



数据来源：wind咨询、广发证券发展研究中心

我们认为，养殖效益好转、生猪价格上涨带动及原料成本支撑等多因共振下，我国肉鸡价格将保持涨势，作为上游的父母代肉雏鸡价格将受下游养殖效益的好转带动上涨。目前公司父母代鸡苗销售价格接近24元/套，较1季度的销售均价上涨超过40%，公司对3季度旺季销售价格信心较大，因此我们预计公司今年业绩将受主营产品，父母代雏鸡价格上涨带动而大幅增长。

图6：主产区肉雏鸡价格走势



数据来源：博亚和讯、广发证券发展研究中心

图7：主产区蛋鸡雏价格



数据来源：博亚和讯、广发证券发展研究中心

基本假设与投资评级

基本假设

1. 假设2011-2013年，公司祖代肉鸡苗引种量分别为35.0万套、38.1万套、41.9万头；按照每套祖代肉鸡繁育父母代雏鸡55套计算（其中每年有2%-3%的父母代鸡苗用于自繁规模扩大），预计2011-2013年公司父母代雏鸡销售量分别为1888.0万套、2034.2万套和2216.9万套。
2. 预计在通胀提振及需求好转带动下，公司父母代鸡苗销售价格为20元/套，2011-2013年父母代肉雏鸡毛利率因劳动成本与饲料成本上涨，分别为48.5%、43.9%和41.9%。
3. 预计公司2011-2013年，商品代肉雏鸡销售量分别为8223.8万套、10706.2万套和14364.3万套，毛利稳定在35%。
4. 预计商品代蛋雏鸡与其他收入基本维持稳定。

盈利预测与投资评级

预计2011-2013年，公司营业收入分别为7.41亿元、8.75亿元和10.38亿元；归属母公司净利润分别为1.84亿元、2.15亿元和2.49亿元。按照公司配送除权后1.4亿股股本计算，2011-2013年公司EPS分别为1.31元、1.53元和1.77元，考虑到2011年养殖企业平均估值水平和公司处于产业链上游的溢价能力，给予公司35倍PE，那么未来1年公司股票合理价格为45.85元/股，给予公司“买入”评级。