

审慎推荐-A (维持)

益生股份 002458.SZ

目标估值: 28.50-34.20 元

当前股价: 25.36 元

2011 年 7 月 12 日

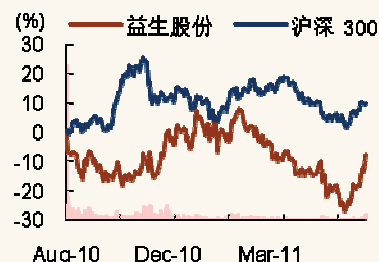
肉种鸡行业景气持续，龙头企业受益最大

基础数据

上证综指	2798
总股本(万股)	14040
已上市流通股(万股)	3510
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	9
每股净资产(MRQ)	6.5
ROE(TTM)	7.7
资产负债率	25.0%
主要股东	曹积生
主要股东持股比例	39.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	-12	39
相对表现	10	-10	18



相关报告

- 1、《益生股份(002458) - 占据中国禽业制高点》2010/7/27
- 2、《益生股份(002458) - 肉鸡养殖行业景气度高企，公司占据制高点发力》2011/4/22

黄琨

0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn
S1090511040040

研究助理

胡乔

010-57601853
huqiao@cmschina.com.cn

今年以来公司主要产品父母代及商品代鸡苗价格行情较好，盈利水平大幅提高，全国来看祖代鸡进口量基本稳定，供过于求形势好转，预计肉鸡养殖行情景气将持续一年以上，公司占据国内肉鸡养殖制高点，且积极向上下游扩张，受益明显。

- **全国最大的祖代肉种鸡养殖企业。**公司是唯一经农业部批准能同时引进 AA+ 与罗斯 308 两个国内市场份额最大的祖代肉种鸡品种并掌握相关繁育技术的公司，畜牧业协会委托拟定白羽父母代肉鸡的平养及笼养行业标准的公司。2010 年对外销售父母代肉种雏鸡 1649 万套，父母代蛋种雏鸡 547 万套，商品肉雏鸡 7081 万只，目前国内市场占有率接近 35%。
- **拥有规模大、成本低、技术领先的优势。**规模优势明显，单周可供种 35 万套，容易满足下游大客户需求；作为安伟捷的全球最大客户，占其市场份额超过 8%，议价能力强，引种成本全球最低；父母代和商品代鸡苗扩繁比例分别为 55 和 130 倍，高出行业水平 10%，领先的技术进一步降低了生产成本。
- **鸡苗价格高位运行，中报预增 145%-155%。**公司一季度实现归属母公司净利润 2221 万元，增长 125%。由于二季度以来父母代鸡苗价格持续高位，均价约 24 元/套，高于一季度的 17 元/套，更远高于去年均价 10.48，公司盈利水平大幅提升，中报预增大幅上调至 145-155%。
- **祖代鸡进口趋势放缓，供求已基本平衡。**2006-09 年全国祖代鸡引种量从 50 万套激增至 94 万套，导致供过于求，下游价格暴涨暴跌，而近两年引种趋于理性，均在 100 万套左右，供求基本平衡。上游的稳定有利于下游产品价格的稳定，将来价格暴涨暴跌的情形不复存在，行业景气有望维持一年以上。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级：**我们认为未来一年以上肉鸡行业将维持景气，公司作为产业链最上游的龙头，盈利能力明显提升。预计 2011-13 年每股收益 1.14、1.32、1.56 元，公司业绩弹性较大，若鸡苗价格持续高位，未来仍有超预期可能，维持“审慎推荐-A”投资评级，目标价 28.5-34.2 元。
- **风险提示：**大规模疫情爆发，玉米、豆粕等原材料价格大幅上涨。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收(百万元)	365	459	685	768	873
同比增长	10%	26%	49%	12%	14%
营业利润(百万元)	79	42	155	179	213
同比增长	17%	-47%	268%	16%	19%
净利润(百万元)	81	47	160	185	219
同比增长	14%	-42%	238%	16%	18%
每股收益(元)	0.75	0.44	1.14	1.32	1.56
PE	33.7	57.7	22.2	19.2	16.2
PB	11.9	3.1	3.5	3.1	2.7

资料来源：招商证券

正文目录

一、肉鸡产业链最顶端的行业龙头	3
二、三大优势：规模大、成本低、技术领先	4
三、供给趋稳，需求增加，行业景气向好	6
四、行情研判与盈利预测	9

图表目录

图 1、引种量与市场份额均逐年增长	4
图 2、历年引种量与父母代销量增长情况	4
图 3、肉鸡养殖规模化比例提升	5
图 4、肉鸡养殖行业规模化程度高于生猪和肉牛	5
图 5、父母代和商品代繁殖倍数均高于行业水平	6
图 6、国内引种量近两年已趋于稳定	7
图 7、全国仔猪、活猪、猪肉价格走势	8
图 8、全国活鸡价格走势	8
图 9、鸡肉消费年复合增长率 4.98%	9
图 10、猪肉消费年复合增长率 2.45%	9
图 11、1980 年以来禽肉在肉类消费中占比逐年提升	9
图 12、今年肉鸡苗价格走势	10
图 13、肉鸡养殖利润走势	10
图 14：益生股份历史 PE Band	12
图 15：益生股份历史 PB Band	12
表 1、益生股份近四年主营收入及毛利	3
表 2、2009 年全国祖代肉种鸡年更换量排名	4
表 3、白羽肉鸡行业完整产业链各环节及公司情况	6
表 4、今年祖代鸡供需已基本平衡	7
表 5、主要肉类品种营养成分对比	8
表 6、益生股份主营业务盈利预测	11
表 7、益生股份盈利预测总表	12

一、肉鸡产业链最顶端的行业龙头

益生股份是中国最大的白羽祖代肉种鸡养殖企业。公司的主营业务包括祖代种鸡的引进与饲养、父母代种雏鸡、商品肉雏鸡以及生猪、饲料的生产和销售。2010年，公司祖代肉种鸡引种量 33.53 万套，外销售父母代肉种雏鸡 1649 万套，父母代蛋种雏鸡 547 万套，商品肉雏鸡 7081 万只，目前国内父母代肉种雏鸡市场占有率接近 35%。由 1990 年全国 40 余家祖代肉种鸡经营企业中最小的一家，成为目前全国最大的祖代肉种鸡养殖企业，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祖代肉种鸡品种并掌握了上述两个品种的相关繁育技术、我国繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司，成为中国畜牧业协会委托拟定中国白羽父母代肉鸡的平养及笼养行业标准的公司。

表 1、益生股份近四年主营收入及毛利

单位：万元	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2010 年占比
主营业务收入	29,340	33,234	36,548	45,899	100%
鸡类产品	17,130	26,050	29,725	38,701	84%
父母代肉种鸡雏鸡	12,228	18,261	20,266	17,285	38%
商品鸡肉雏鸡	3,586	5,354	6,065	18,055	39%
猪产品	2,239	3,045	3,207	3,153	7%
饲料	1,634	1,733	1,302	1,265	3%
其他	1,407	2,406	2,314	2,781	6%
整车、备件等	4,554	-	-	-	-
煤	2,375	-	-	-	-
毛利	6,790	11,052	12,583	10,774	100%
鸡类产品	5,206	9,633	11,713	9,545	89%
父母代肉种鸡雏鸡	4,955	8,294	9,225	1,122	10%
商品鸡肉雏鸡	1,205	1,828	1,746	7,505	70%
毛利率	23.14%	33.25%	34.43%	23.47%	
父母代肉种鸡雏鸡	40.52%	45.42%	45.52%	6.49%	
商品鸡肉雏鸡	33.62%	34.14%	28.79%	41.57%	

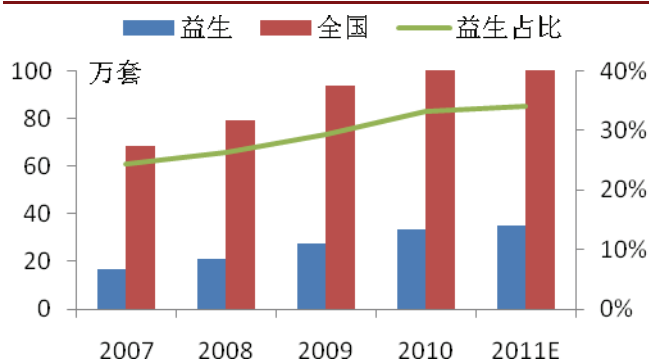
祖代肉种鸡引种量连续四年居全国第一。公司 2007-2010 年祖代肉种鸡进口量分别为 16.61、20.90、27.55 和 33.53 万套，占当年全国祖代肉种鸡更换量的百分比分别为 24.30%、26.42%、29.43%和 33%，祖代鸡引种量及父母代肉种雏鸡供应量连续四年居全国首位，罗斯 308 祖代蛋种鸡的单一规模上也居全国第一。

表 2、2009 年全国祖代肉种鸡年更换量排名

排名	公司名称	2009年更换量（万套）	市场份额（%）
1	山东益生种畜禽股份有限公司	27.55	29.43
2	北京家禽育种有限公司	22.09	23.60
3	北京大风家禽育种有限公司	12.80	13.67
4	北京艾拔益加家禽育种有限公司	9.20	9.83
5	山东诸城外贸集团公司	5.40	5.77
6	吉林德大有限公司	3.52	3.76
7	河北飞龙家禽育种有限公司	3.30	3.53
8	黑龙江省农垦祖代种鸡场	3.00	3.2
9	江苏海门艾拔益加家禽育种有限公司	2.25	2.40
10	吉林金星实业有限公司	2.0	2.14
11	吉林兴华饲料有限公司	1.0	1.07
12	河北天丰集团家禽育种有限公司	0.8	0.85
13	河南汤阴哈巴德家禽育种有限公司	0.7	0.75
	合计	93.61	100

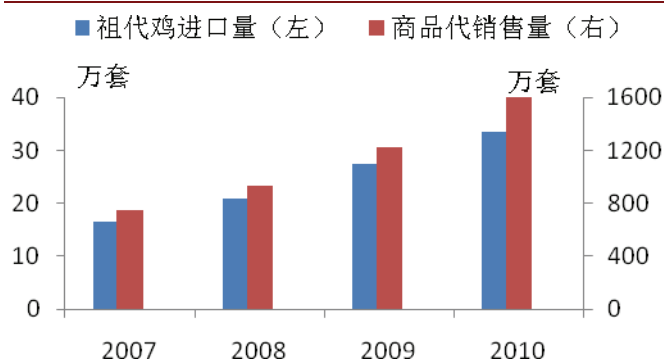
资料来源：公司招股书

图 1、引种量与市场份额均逐年增长



资料来源：公司招股书，招商证券

图 2、历年引种量与父母代销量增长情况

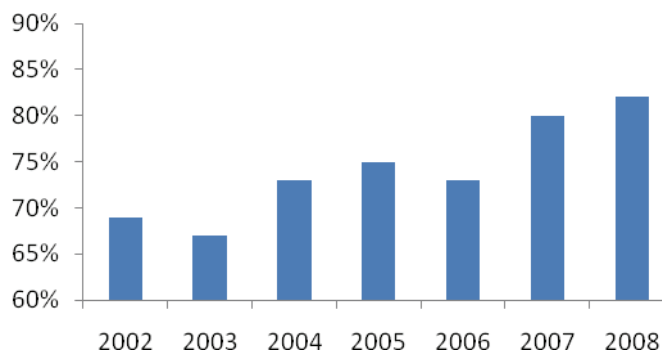


资料来源：公司招股书，招商证券

二、三大优势：规模大、成本低、技术领先

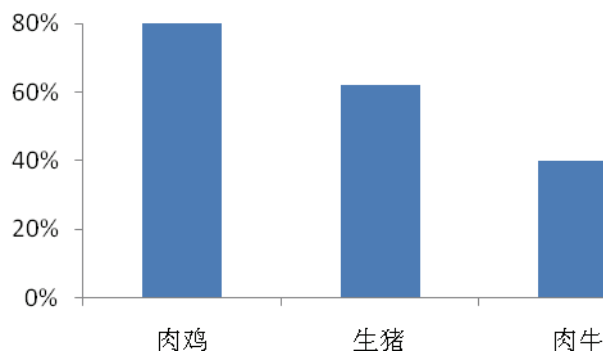
公司祖代鸡养殖规模全国最大，在下游养殖规模化发展趋势下优势越发明显。国内肉鸡养殖行业规模化集中养殖占比达 82%，远远领先于生猪养殖的 62%和肉牛养殖的 40%。现代规模化肉鸡养殖场均采用“全进全出”的养殖模式，采购父母代鸡苗对单一批次的供种规模要求较高，而公司一次性进口祖代种鸡批量大，可以在短期内提供更多的同批次祖代种鸡产出的父母代种雏鸡，单周可供种约 35 万套，完全符合下游规模化发展的需求。公司的规模优势对大型养殖企业的吸引力很大，经过几年的努力，已经发展了山东民和、青岛九联、山东仙坛、潍坊昱合、六和集团等许多大规模的优质客户，这些大型养殖企业往往会合理制定养殖计划，一般不会随着行情的起伏而随意改变计划，保证了公司下游需求的稳定性。由于种雏鸡的生物特性，一般情况下公司不能改变生产过程和生产能力，公司从购进祖代种鸡雏鸡开始，整个生产过程将按固有的规律进行，期间无法逆转或停顿，这是与工业生产最大的区别，因此客户需求的稳定性非常重要，长期稳定的客户资源对于祖代种鸡繁育企业的生存是必不可少的。

图 3、肉鸡养殖规模化比例提升



资料来源：中国畜牧业年鉴，招商证券

图 4、肉鸡养殖行业规模化程度高于生猪和肉牛

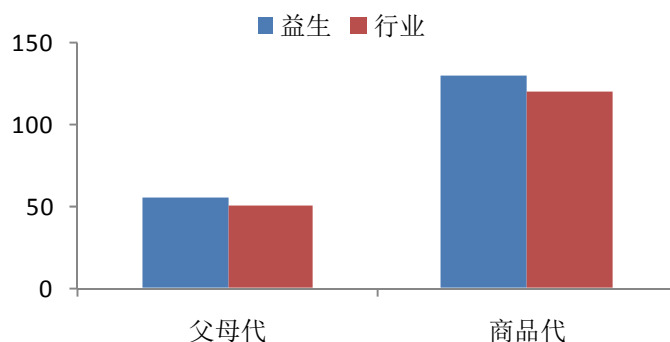


资料来源：中国畜牧业年鉴，招商证券

规模优势带来的另一个好处是对上游议价能力强，引种成本远低于行业水平。祖代肉种鸡行业集中度较高，上游祖代雏鸡供应商美国安伟捷占全世界 50% 以上的市场份额，而公司引进的祖代肉种鸡占美国安伟捷全世界祖代肉种雏鸡销售市场的 8.1%，占亚洲市场的 21.5%，占中国市场 38.5% 的份额，在安伟捷全世界客户中排名第一。因此公司与安伟捷建立了良好的合作关系，引种价格一直都是全球客户中的最低价，最近几年一直稳定在 25 美元/套左右，而相比之下，台湾进口种鸡价格是 38 美元/套，欧洲一些客户甚至超过 40 美元/套。考虑到人民币近几年不断升值的趋势，公司的引种成本实际上是逐年下降的。根据行业经验，祖代鸡养殖和父母代鸡苗销售的成本中，引种成本、饲料成本和人工、折旧等其它成本大致是各占三分之一，近年来玉米等饲料原材料价格与工人工资都不断上涨，公司将引种成本维持在行业最低水平就显得尤为重要。

常年从事祖代鸡养殖和生产积累的经验和技能保证公司生产率领先于行业其它公司，进一步降低了生产成本。公司多年从事专业化的祖代种鸡、父母代肉种鸡饲养和繁育，积累了丰富的饲养管理经验，通过对祖代种鸡和父母代肉种鸡饲养管理各个环节不断的生产实践和有针对性的技术研发，在孵化鉴别、饲养管理、疫病防治、饲料配方等各个环节的技术水平均处于行业领先地位，形成了公司独特的核心竞争力。比如公司目前拥有的祖代肉种鸡产蛋期笼养及其配套技术为国内首创，这一技术的运用使得祖代肉种鸡的生产效率提高了 10%：公司从祖代鸡到父母代的繁殖倍数是 55，高于全行业 45-50 的平均水平；从父母代到商品代的繁殖倍数是 130，也高于行业平均 120 的水平。另外，公司在生产中推广应用 REV（网状内皮细胞增生症——一种肿瘤性传染病）技术，使得一日龄父母代肉种鸡雏鸡具有了 REV 抗体，可抵抗 REV 病毒的感染，保证了公司的鸡苗抗病性和存活率，提高了公司产品的市场竞争力。

图 5、父母代和商品代繁殖倍数均高于行业水平



资料来源：公司资料，招商证券

三、供给趋稳，需求增加，行业景气向好

祖代种鸡的繁育生产环节处于国内肉鸡产业的最高层次，为我国畜禽种质国际输入与国内输出环节。现代化商品肉鸡生产必须经过从育种——祖代肉种鸡繁育生产——父母代肉种鸡繁育生产——商品肉鸡饲养的过程，相应肉鸡产业形成了包括纯系原种鸡、曾祖代肉种鸡、祖代肉种鸡、父母代肉种鸡、商品肉鸡和鸡肉产品的系统产业链条。中国白羽肉鸡产业经过近三十年的发展，已经形成了从祖代肉种鸡、父母代肉种鸡、商品肉鸡繁育饲养到屠宰、鸡肉食品加工及出口的完整体系，但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，因此我国的肉鸡良种繁育体系中，祖代肉种鸡繁育处于最高的层次。

表 3、白羽肉鸡行业完整产业链各环节及公司情况

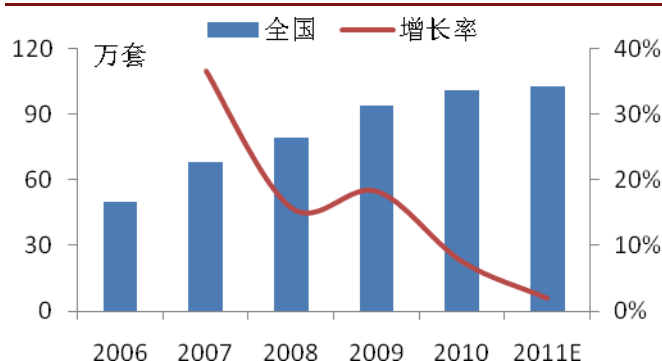
	原种代（曾祖代）种鸡养殖繁育 （销售祖代鸡雏）	祖代种鸡引种养殖，父母代雏鸡孵化 （销售父母代鸡雏）	父母代种鸡养殖繁育，商品代雏鸡孵化（销售商品代鸡雏）	商品代肉鸡养殖销售（用于屠宰加工）	商品代肉鸡屠宰加工（销售鸡肉）
代表公司	美国安伟捷、美国科宝、美国海兰国际、德国罗曼家禽等	山东益生、北京家禽育种、北京大风家禽	山东民和、诸城外贸（自用）、吉林德大（自用）、福建圣农（自用）	山东六和、亚太中慧、诸城外贸、吉林德大、山东鲁南牧工商、青岛九联、福建圣农	山东六和、诸城外贸、青岛九联、山东鲁南牧工商、福建圣农

资料来源：招商证券

祖代肉种鸡行业经过一轮扩张与整合，近两年已趋于稳定，供需基本平衡。祖代肉种鸡繁育技术和资金较门槛高，国内没有更上游的曾祖代环节，都是从国外引种，因此引种量的变化是影响国内供需关系的关键。我们认为，引起这一轮行业疯狂扩张和整合的关键事件是 2004-2006 年大规模流行的禽流感，疫情导致鸡肉需求量减少，肉鸡养殖业极度低迷，国内众多种鸡养殖企业受到疫病打击以及悲观情绪影响，纷纷减少种鸡的引进量，而 2007 年疫情影响逐渐消除后，鸡肉消费呈现出供不应求的局面，父母代肉种鸡和商品肉雏鸡价格显著上涨，各公司又希望抓住机会抢占空出来的市场，导致 2007-2009 全国的总引种量爆发式增长，三年复合增长率 23%，远高于鸡肉需求每年 5% 的增长速度，因此导致父母代鸡苗供应远远大于需求，价格暴跌。经过这一轮大规模的扩张与洗牌之后，行业整合至仅 12 家公司，集中度大大提高，而各公司也开始理性规划引种量，因此最近两年全国引种量基本维持在 100 万套上下，与需求量基本相当，

供需关系大为改善,因此我们预计未来几年父母代鸡苗价格再次出现前两年如此剧烈的波动可能性不大。

图 6、国内引种量近两年已趋于稳定



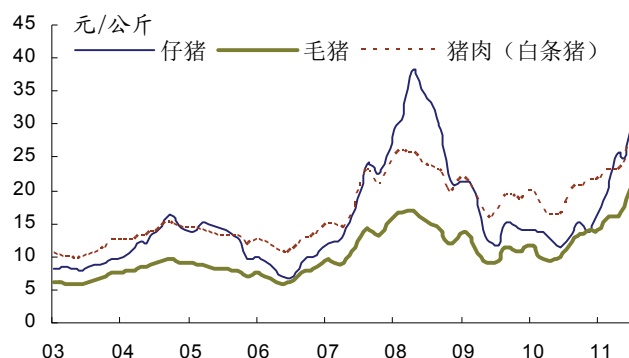
资料来源: 公司资料, 招商证券

表 4、今年祖代鸡供需已基本平衡

鸡肉产量 (万吨)	1320
每羽重量 (公斤)	2.3
商品代数量 (亿羽)	57
商品代繁殖倍数	120
父母代数量 (万套)	4783
父母代繁殖倍数	50
祖代需求量 (万套)	96
2011 年引种量 (万套)	100

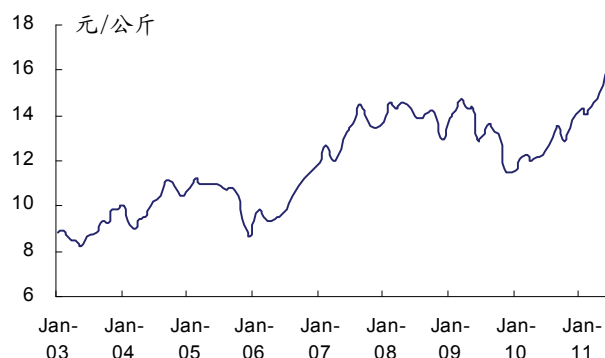
需求方面: 短期来看,猪肉价格持续上涨,鸡肉替代效应显现,再加上下半年节日较多,消费相对较旺。5 月份以来,生猪和猪肉价格在消费淡季反常规的快速上涨,主要原因一是饲料、人工等饲养成本上涨,二是去年养殖行情持续低迷,养殖户大量退出,存栏量处于非正常的低水平。虽然近期存栏量已经开始反弹,但考虑到从母猪补栏到肉猪出栏需要近一年的时间,我们认为生猪价格将高位运行到明年春节前后。受此影响,猪肉消费量受抑制,带动了鸡肉消费的上升,鸡价也跟着走高。我们预计鸡肉对猪肉的替代效应在未来几个月仍将持续,再考虑到中秋、国庆的节日因素,短时间内鸡肉消费旺盛,鸡价上行,肉鸡补栏需求增加,并将逐步传导至上游商品代鸡苗乃至父母代鸡苗的价格需求量。

图 7、全国仔猪、活猪、猪肉价格走势



资料来源：农业部，招商证券

图 8、全国活鸡价格走势



资料来源：农业部，招商证券

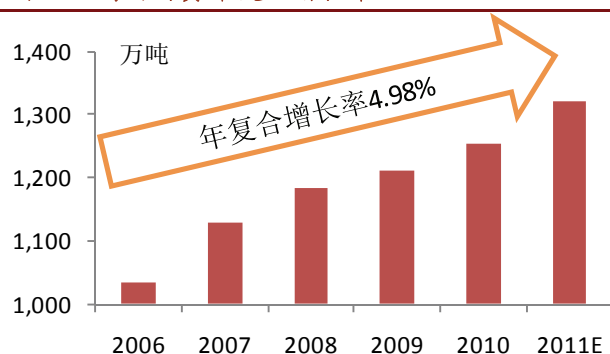
长期来看，鸡肉营养成分均衡合理，且饲养消耗粮食更少，更加符合健康饮食和节粮饲养的理念，消费量增长较快，将带动父母代鸡苗需求量增长。现在人们随着收入水平的提高，对饮食的要求不再仅限于吃饱吃好，更追求的是营养和健康。与在我国肉类消费中占比最大的猪肉相比，鸡肉的单位蛋白质含量较高、脂肪含量更低，而维生素以及各种微量元素的含量也大部分高于猪肉，因此营养成分更均衡、更合理，符合现代人的饮食诉求。另一方面，白羽肉鸡是各种人工大规模养殖的畜禽中饲料转化率最高的品种，平均每公斤白羽鸡肉仅需要 1.8 公斤饲料，相比之下，鸭肉需要 2.2 公斤，猪肉需要 3 公斤，牛肉需要 6 公斤，羊肉需要 7 公斤，也就是说每生产一公斤鸡肉要比猪肉节省 40% 的饲料用粮，因此在粮少人多的中国多消费鸡肉也有利于缓解粮食供给的紧张。从实际情况来看，鸡肉在肉类消费中的比例确实是逐年增大，2006 年以来鸡肉消费年复合增长率 4.98%，远高于同期猪肉 2.45% 的增长速度，中国居民肉类消费中，禽肉（主要是鸡肉）占比也从 1980 年的 6% 大幅提高到 2008 年的 25%。

表 5、主要肉类品种营养成分对比

	鸡肉	猪肉	牛肉	羊肉
热量(千卡)	167	395	125	203
蛋白质(克)	19.3	13.2	19.9	19
脂肪(克)	9.4	37	4.2	14.1
维生素 A(微克)	48	18	7	22
维生素 E(毫克)	0.67	0.35	0.65	0.26
烟酸(毫克)	5.6	3.5	5.6	4.5
钙(毫克)	9	6	23	6
镁(毫克)	19	16	20	20
锌(毫克)	1.09	2.06	4.73	3.22
钾(毫克)	251	204	216	232
硒(微克)	11.75	11.97	6.45	32.2

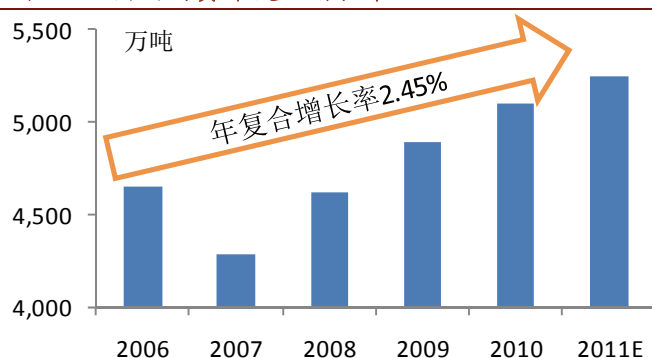
资料来源：飞华健康网

图 9、鸡肉消费年复合增长率 4.98%



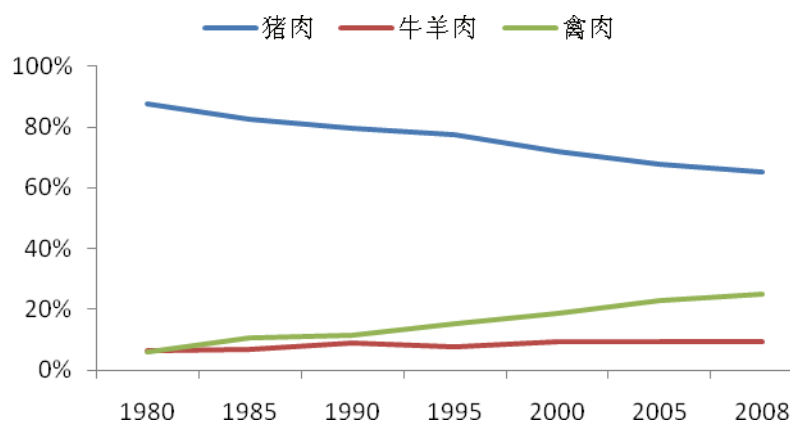
资料来源: USDA, 招商证券

图 10、猪肉消费年复合增长率 2.45%



资料来源: USDA, 招商证券

图 11、1980 年以来禽肉在肉类消费中占比逐年提升



资料来源: 中国统计年鉴, 招商证券

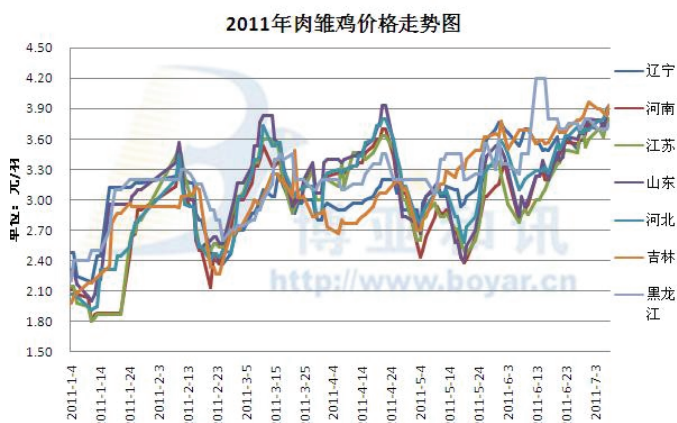
四、行情研判与盈利预测

父母代肉鸡苗: 今年以来销售价格逐渐升高, 从年初的 12 元/套上涨到 3 月份的 20 元/套, 之后就一直维持在 20 以上, 甚至有接近 30 元/套的超高价。我们预计公司一季度销售均价约 17 元, 二季度 24 元, 上半年平均在 20 元以上, 远高于去年的全年平均价格 10.48 元/套, 因此公司的盈利水平大幅提高。考虑到猪肉价格上涨拉动整个肉鸡产业链产品价格跟随上涨以及下半年的鸡肉消费进入旺季两大因素, 我们认为父母代肉鸡苗价格全年将维持高位, 公司全年平均销售价格约在 18.5 元/套, 比去年提高 77%。下半年随着养殖户为中秋、国庆、春节等消费高峰期集中大规模补栏, 以及公司本身产能的扩大, 销量还会有较快的增长, 按照全年能完成销售 1921 万套, 比去年增长 16%。成本方面, 按照行业经验, 引种成本、饲料成本以及人工等其它成本各占三分之一, 考虑到公司引种费用基本稳定在 25 美元/套, 实际成本将随人民币升值而小幅下降 5%, 饲料成本按玉米等主要原料价格上涨 15% 估算, 人工成本方面, 公司一线员工今年工资涨幅在 20% 左右, 综合来看, 公司父母代鸡苗成本今年约上涨 10%。

商品代肉鸡苗: 今年商品代肉鸡苗整体行情较好, 上半年均价约在 3 元/羽左右, 好于去年, 下半年逐渐进入消费旺季, 价格仍将维持较高水平, 保守估计全年均价在 2.8 元/羽左右。考虑到今年父母代价格持续向好, 公司生产重心主要放在父母代鸡苗的生产

和销售上,公司自留用于商品代生产的较少,因此商品代总销量不如去年,估计在 5000 万羽左右,其中包括 2618 万羽鉴别雏(鉴别雏即种鸡中因性别鉴定被淘汰做商品鸡苗的部分,按行业经验鉴别雏与父母代的比例约为 1:1.35)。

图 12、今年肉鸡苗价格走势



资料来源:博亚和讯,招商证券

图 13、肉鸡养殖利润走势



资料来源:博亚和讯,招商证券

盈利预测与投资建议: 2011 年每股收益 1.14 元,给予 30 倍 PE,对应目标价 34.2 元,维持“审慎推荐-A”投资评级。按照上文的价格行情预判,我们预计公司 2011-13 年销售收入分别为 6.85、7.68、8.73 亿元,分别同比增长 49%、12%、14%;实现净利润 1.60、1.85、2.19 亿元,同比增长 238%、16%、18%;每股收益分别为 1.14、1.32、1.56 元。考虑到祖代鸡行业经过近几年的整合,在集中度、供需关系等方面都大为好转,公司作为行业龙头,拥有规模、成本、技术、客户等多方面的优势,合理估值应为 2011 年 25-30 倍 PE,对应目标价 28.5-34.2 元,维持“审慎推荐-A”投资评级。

表 6、益生股份主营业务盈利预测

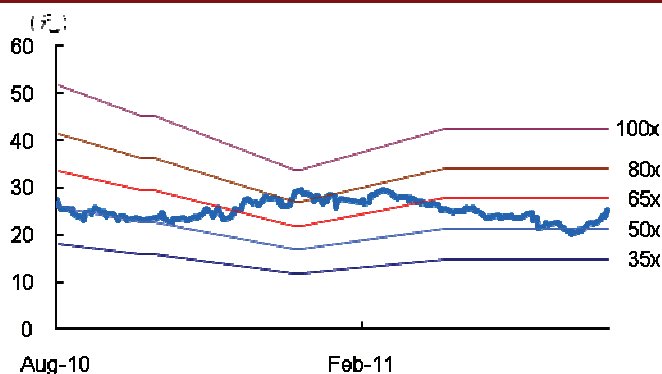
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
父母代肉种雏鸡:							
祖代肉种鸡进口量 (万套)	16.61	20.9	27.55	33.53	35.26	37.023	38.87415
销售量 (万套)	752	933	1,223	1,649	1,921	2,011	2,103
均价 (元/套)	16.26	19.58	16.58	10.48	18.5	19	19.5
销售收入 (万元)	12,228	18,261	20,266	17,285	35,544	38,214	41,010
YOY	-	49%	11%	-15%	106%	8%	7%
毛利 (万元)	4,955	8,294	9,225	1,122	14,832	16,316	17,883
YOY	-	67%	11%	-88%	1222%	10%	10%
毛利率	41%	45%	46%	6%	42%	43%	44%
单位毛利 (元/套)	6.59	8.89	7.55	0.68	7.72	8.11	8.50
商品代肉雏鸡:							
销售量 (万只)	1,722	2,299	3,111	7,081	4,958	5,999	7436.4056
均价 (元/只)	2.08	2.33	1.95	2.55	2.8	3	3.2
销售收入 (万元)	3,586	5,354	6,065	18,055	13,883	17,997	23,796
YOY	-	49%	13%	198%	-23%	30%	32%
毛利 (万元)	1,205	1,828	1,746	7,505	4,648	5,999	8,180
YOY	-	52%	-4%	330%	-38%	29%	36%
毛利率	34%	34%	29%	42%	33%	33%	34%
单位毛利 (元/只)	0.7	0.8	0.56	1.06	0.94	1	1.1
父母代蛋种雏鸡:							
销售量 (万套)	197	253	505	547	585	626	670
均价 (元/套)	6.68	9.63	6.72	6.15	6.15	6.15	6.15
销售收入 (万元)	1,316	2,435	3,394	3,360	3,595	3,847	4,116
YOY	-	85%	39%	-1%	7%	7%	7%
毛利 (万元)	-954	-489	742	917	670	717	767
单位毛利 (元/套)	-4.84	-1.93	1.47	1.68	1.15	1.15	1.15

表 7、益生股份盈利预测总表

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	332	365	459	685	768	873
二、营业总成本	265	287	417	530	589	660
其中: 营业成本	222	240	351	439	489	549
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
营业费用	13	15	15	27	30	34
管理费用	22	21	36	55	61	70
财务费用	8.0	9.8	14.1	9	8	7
资产减值损失	0	1	0	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	68	79	42	155	179	213
加: 营业外收入	7	2	7	7	7	7
减: 营业外支出	4	0	1	1	1	1
五、利润总额	71	81	48	160	185	219
减: 所得税	0	0	0	0	0	0
六、净利润	71	81	48	160	185	219
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	71	81	47.44	160	185	219
股本	108	108	108	140	140	140
EPS	0.66	0.75	0.44	1.14	1.32	1.56

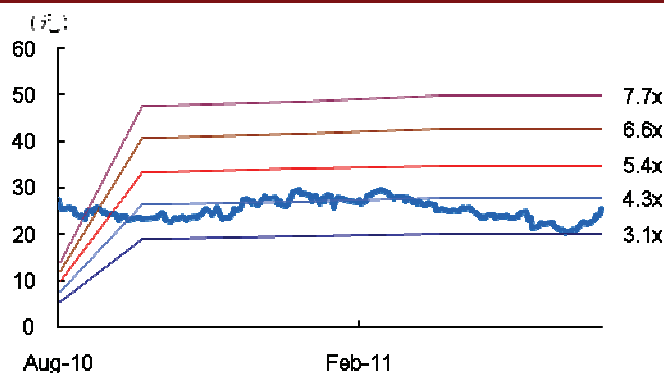
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 14: 益生股份历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯, 招商证券研发中心

图 15: 益生股份历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯, 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《益生股份（002458）- 占据中国禽业制高点》2010/7/27
- 2、《益生股份（002458）- 肉鸡养殖行业景气度高企, 公司占据制高点发力》2011/4/22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	139	637	694	960	1211
现金	47	492	549	798	1029
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	3	4	5	6
应收款项	11	14	12	14	16
其它应收款	10	9	13	15	17
存货	30	42	43	47	53
其他	41	76	73	81	91
非流动资产	406	586	678	565	496
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	224	383	477	368	302
无形资产	25	27	26	23	21
其他	156	176	175	174	173
资产总计	545	1222	1372	1526	1707
流动负债	157	250	267	274	282
短期借款	70	173	100	100	100
应付账款	52	33	42	46	52
预收账款	7	12	15	17	19
其他	28	32	110	110	110
长期负债	156	87	91	101	111
长期借款	151	80	90	100	110
其他	6	7	1	1	1
负债合计	313	337	358	375	393
股本	81	108	140	140	140
资本公积金	4	582	550	550	550
留存收益	146	193	321	458	622
少数股东权益	2	2	2	2	2
母公司所有者权益	231	884	1012	1149	1312
负债及权益合计	545	1222	1372	1526	1707

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	106	113	472	396	383
净利润	81	47	160	185	219
折旧摊销	0	0	219	215	171
财务费用	0	0	9	8	7
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	83	(12)	(15)
其它	25	66	1	(1)	1
投资活动现金流	(170)	(259)	(314)	(100)	(100)
资本支出	0	0	(314)	(100)	(100)
其他投资	(170)	(259)	0	0	0
筹资活动现金流	87	590	(102)	(46)	(52)
借款变动	0	0	(55)	10	10
普通股增加	0	0	32	0	0
资本公积增加	0	0	(32)	0	0
股利分配	0	0	(32)	(48)	(56)
其他	87	590	(15)	(8)	(7)
现金净增加额	24	445	57	249	230

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	365	459	685	768	873
营业成本	240	351	439	489	549
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	15	15	27	30	34
管理费用	21	36	55	61	70
财务费用	10	14	9	8	7
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	79	42	155	179	213
营业外收入	2	7	7	7	7
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	81	48	160	185	219
所得税	0	0	0	0	0
净利润	81	48	160	185	219
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	81	47	160	185	219
EPS (元)	0.75	0.44	1.14	1.32	1.56

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	10%	26%	49%	12%	14%
营业利润	17%	-47%	268%	16%	19%
净利润	14%	-42%	238%	16%	18%
获利能力					
毛利率	34.4%	23.5%	35.8%	36.4%	37.2%
净利率	22.2%	10.3%	23.4%	24.1%	25.1%
ROE	35.1%	5.4%	15.8%	16.1%	16.7%
ROIC	19.0%	4.9%	13.5%	13.8%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	57.3%	27.5%	26.1%	24.6%	23.0%
净负债比率	42.7%	20.9%	14.6%	13.8%	12.9%
流动比率	0.9	2.5	2.6	3.5	4.3
速动比率	0.7	2.4	2.4	3.3	4.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	8.8	9.8	10.4	10.9	10.9
应收帐款周转率	34.0	36.5	52.2	59.3	59.7
应付帐款周转率	6.0	8.3	11.8	11.1	11.2
每股资料(元)					
每股收益	0.75	0.44	1.14	1.32	1.56
每股经营现金	0.99	1.05	3.36	2.82	2.72
每股净资产	2.14	8.18	7.21	8.18	9.35
每股股利	0.14	0.23	0.30	0.34	0.40
估值比率					
PE	33.7	57.7	22.2	19.2	16.2
PB	11.9	3.1	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	14.6	12.5	6.8	6.5	6.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，6年证券从业经验，现于招商证券从事农业研究。

胡乔：上海交通大学生物专业学士、硕士，先正达公司两年农业行业经历，2010年加入招商证券从事农业研究。

招商证券农业研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师农林牧渔行业 2005 年度第三名、2006 年度第五名，《证券市场周刊》卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业 2010 年度第五名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。