

分析师： 乔洋 (8627)65799581 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

鸡苗价格大涨带来业绩翻番，全年业绩超预期概率大

事件描述

益生股份（002458.SZ）今日公告2011 年半年度业绩报告：

✧ 上半年公司实现营业收入 3.22 亿元，同比增加 70.19%。

✧ 归属于上市公司股东的净利润 6268.89 万元，同比增加 152.61%；实现每股收益 0.33 元。

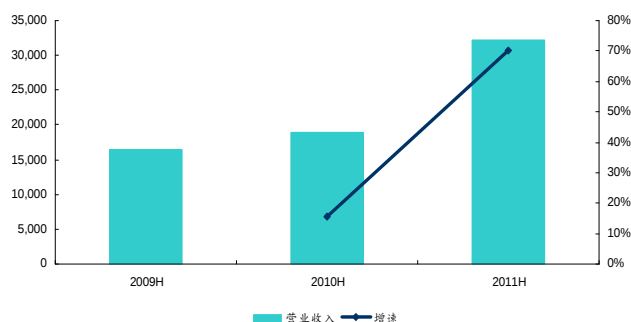
✧ 据市场数据显示，2011 年上半年父母代肉种雏鸡价格在 20 元/套左右，我们判断，由于供给趋紧、需求提升以及原材料价格上涨的传导促使 2011 年全年父母代肉种雏鸡均价至少为 20 元/套。同时，经历十年的几次行业低谷，祖代鸡养殖行业经历较大程度的整合，目前行业集中度相对较高。根据与行业内人士的沟通，今年行业利润相对较高，但是行业主体新增产能的积极性依然相对较低。鸡肉对猪肉的替代效应将滞后于猪价的回落，明年鸡肉需求仍可能相对旺盛，因此，我们判断 2012 年父母代肉鸡价格回落的空间较小。

✧ 我们认为,公司今年的业绩增长主要依靠行业景气带来的产品价格上涨,2012~2012 年业绩增长主要依靠募投项目产能释放。基于对公司募投项目投产的情况，以及对鸡苗价格周期的研判，我们预计 2011~2013 年 EPS 分别为 1.12、1.30 和 1.46 元。我们认为，公司处于种鸡行业上游，盈利相对稳定，且拥有产业链延伸计划，给予 30 倍 PE 相对合理；其次，今年全年父母代鸡苗的均价至少在 20 元/套左右，公司业绩超预期的概率较大，维持“推荐”评级。

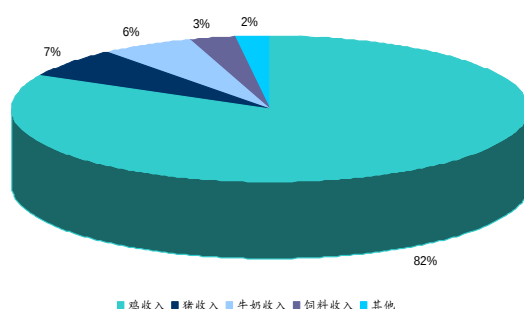
事件评论

第一，上半年公司实现营业收入3.22 亿元，同比增加70.19%

2011 年上半年公司实现营业收入 3.22 亿元，同比增加 70.19%。公司收入增长主要来源于鸡产品（包括父母代鸡苗和商品代鸡苗）价格的大幅上涨，销量与上年同期基本持平。

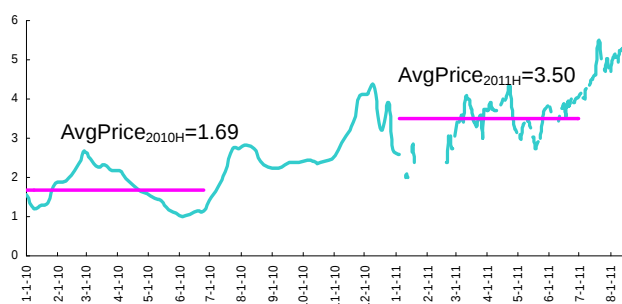
图 1: 2009H~2011H 营业收入（万元）及增速


资料来源：公司公告，长江证券研究部

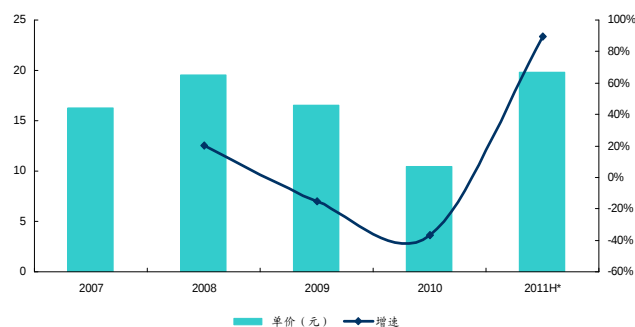
图 2: 2010 年各项业务收入构成


资料来源：WIND，长江证券研究部

2011 年上半年父母代鸡苗价格大幅回升，均价约为 19.85 元/套，较去年全年均价增长 66.39%；商品代雏鸡均价格约为 3.5 元/只，较去年同期增长 107.10%。

图 3: 国内商品代肉雏鸡售价（元/羽）


资料来源：公司公告，长江证券研究部

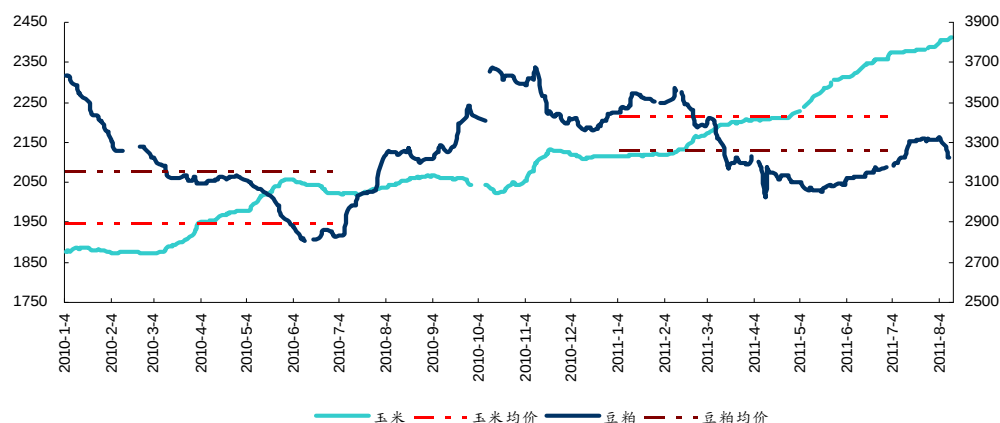
图 4: 07~11 年公司父母代肉种雏鸡销售均价（元/套）


资料来源：WIND，长江证券研究部

第二，毛利率较去年同期提升 4.42 个百分点

2011 年上半年公司综合毛利率水平为 30.62%，较去年同期上升 4.42 个百分点。上半年月玉米、豆粕价格较去年同期分别上涨 13.73%和 3.32%，人工成本增加了 20%左右。由于行业处于景气高点，并且公司在行业内拥有一席之地，产品价格上涨完全覆盖成本提升，并带来毛利率的大幅提升。

图 5: 2010~2011 年 1~6 月玉米和豆粕现货价 (元/吨)



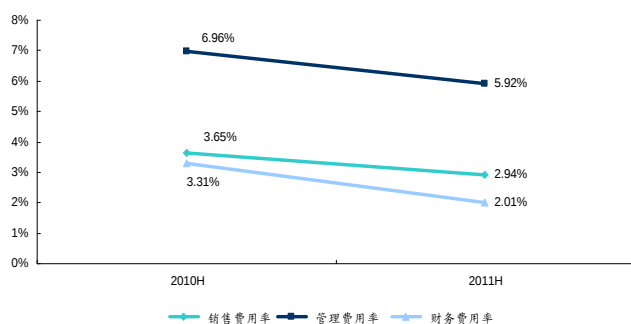
资料来源: WIND, 长江证券研究部

第三, 期间费用率小幅下降, 净利润大幅增加

✧ 公司上半年期间费用率为 10.86%, 小幅下降 3.06 个百分点。其中销售费用同比增长 37.16%, 主要系上半年市场推广规模扩大, 各项人工及运输费用有较大幅度提升; 管理费用同比增加 44.61%, 主要是因为管理人员工资提升所致; 财务费用增加 3.29%, 基本保持稳定。公司各项费用均有大幅提升, 由于销售收入增幅较大, 费用率反而下降。

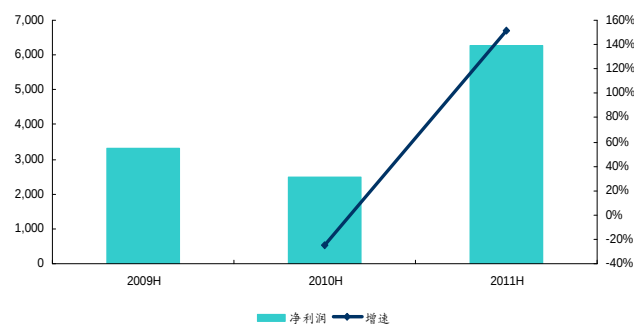
✧ 公司上半年实现净利润 6268.89 万元, 同比大幅提升 152.61%。

图 6: 2010H~2011H 三费率变化



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

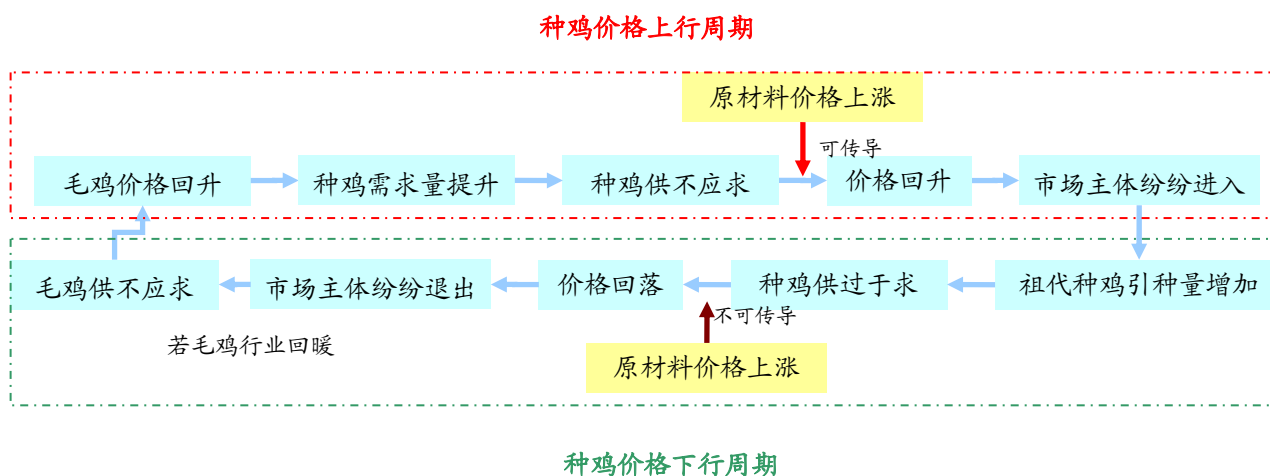
图 7: 2009H~2011H 净利润及增速



资料来源: WIND, 长江证券研究部

第四, 我们认为, 2011 年 3 季度鸡苗价格将维持高位

图 8：种鸡价格周期



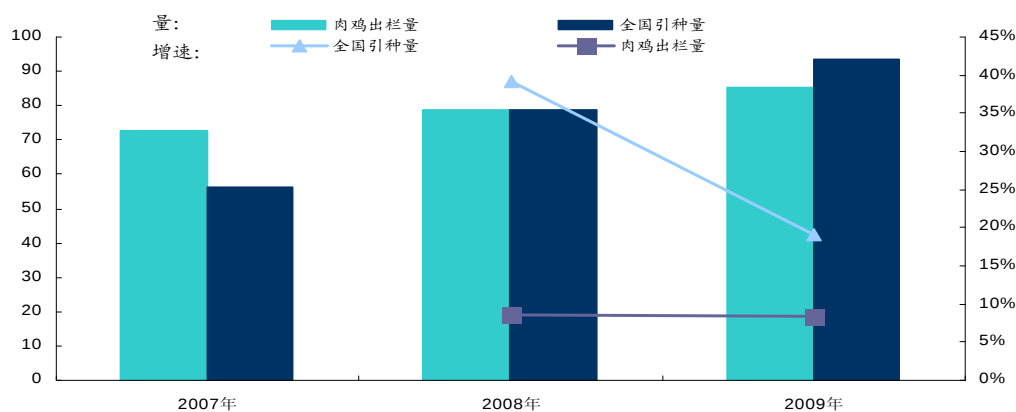
资料来源：长江证券研究部

我们认为，父母代鸡苗价格主要受到鸡苗价格周期影响，而形成价格周期的根本原因是供给、需求和原材料价格。

从供给的角度，祖代种鸡的生产周期决定，约半年前的祖代肉种鸡引种量决定当前的父母代肉种雏鸡供给。

据公开信息显示，2008~2009 年，全国祖代肉种鸡引种量大幅提升，导致国内肉鸡供应量的增幅远远高于需求量的增幅。2007~2009 年，引种量和全国肉鸡出栏量的平均增幅分别为 29.16%和 8.44%。

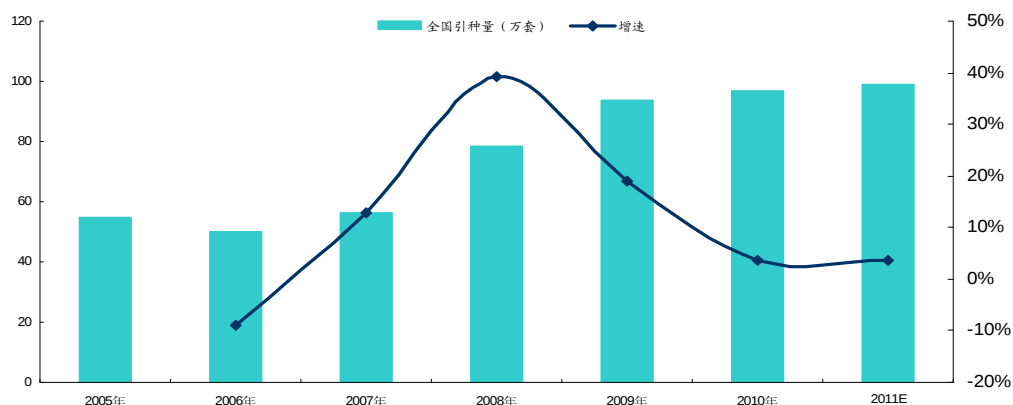
图 9：2007~2009 年全国祖代鸡引种量（万套）和肉鸡出栏量（亿只）



资料来源：公开信息，布瑞克,长江证券研究部

2010 年全国祖代肉种雏鸡引种量达到 97 万套，同比增长 3.63%，增速较 2009 年大幅下降 15.47 个百分点。供给过剩带来产品价格大幅下降，2010 年国内父母代鸡苗价格跌至低位（公司的鸡苗价格一般略高于其他公司，售价约为 10.48 元/套），而养殖成本高企（约为 10 元/套），导致一定数量的祖代鸡养殖主体退出市场。我们预计，2011 年引种量小幅增至 100 万套左右，增幅为 3%左右。

图 10：全国祖代肉种鸡引种量及同比增速（万套）

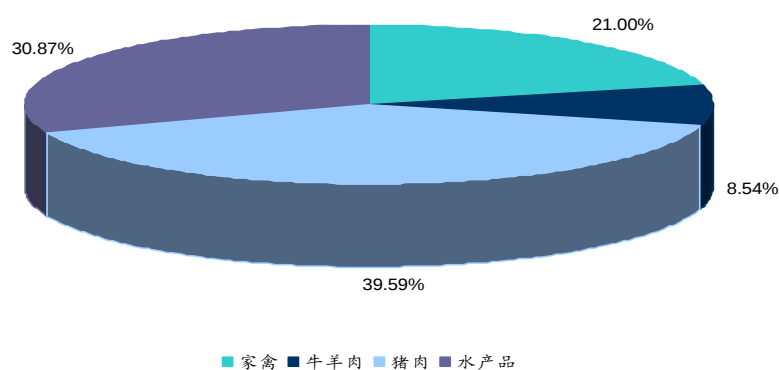


资料来源：公开信息，长江证券研究部

从原材料价格的角度，我们认为，在种鸡价格上升周期中种鸡供不应求的情况下，原材料价格的上涨可以由上游传导至下游，以保证种鸡环节的利润不因成本上涨而压缩；而在种鸡供过于求的情况下，原材料价格的上涨难以传导至下游，反而加大种鸡环节的利润压缩。基于前文的分析，2011 年父母代肉种雏鸡行业供给趋紧，因此原材料价格的上涨是支撑父母代肉种雏鸡价格提升的另一大因素。

从需求的角度，猪肉价格上涨，会带来一定的挤出效应，即消费者会转向猪肉的替代品——其他畜禽或者水产品的消费。在肉类消费中，猪肉消费占比约为 40%，鸡肉消费占比约为 21%，水产品约为 30%，因此，猪肉价格上涨，理论上水产品是最大的替代消费品，其次是鸡肉，牛羊肉受益最小；基于消费习惯判断，鸡肉是猪肉最大的替代消费品。

图 11：2007 年居民肉类消费量构成



资料来源：Wind，长江证券研究部

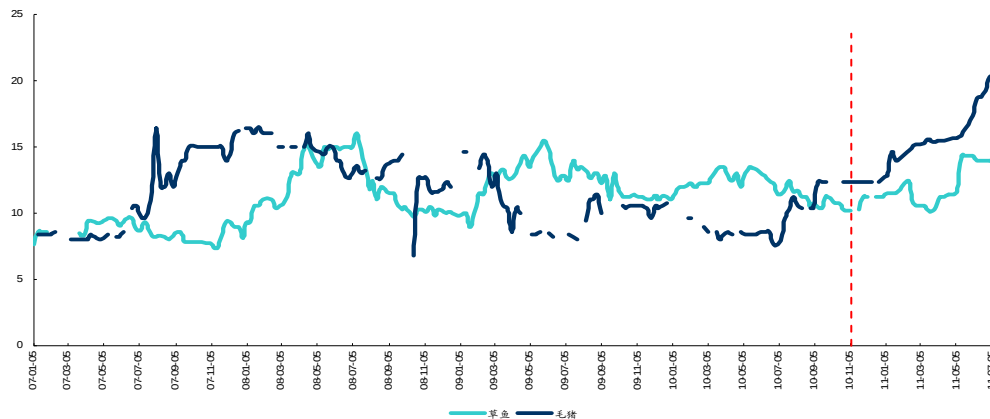
我们以 2011 年 1 月 7 日为计算基点，截至 7 月 8 日，生猪价格上涨幅度为 59.06%，草鱼价格上涨 21.74%，而白条鸡价格仅上涨 3.12%。

根据数据可以得出，草鱼价格在 2011 年 3 月 25 日到 2011 年 6 月 3 日价格涨幅达 40.19%，而该阶段生猪价格仅上涨 12.32%；6 月 3 日至 7 月 8 日，生猪上涨加速涨幅达 17.55%，而草鱼价格该阶段却下跌了 2.10%。

另外，我们需要考虑的一点是，水产主产区湖北、湖南、江西等地在 3 月份至 6 月初受旱灾严重，淡水渔业生产受灾严重，这也是草鱼价格在次期间大幅上涨的原因。

不过也不能排除由于鱼类价格先于生猪价格上涨，消费者消费水产品来替代猪肉的可能性较低；由以上分析可以得出结论，水产价格受生猪价格上涨的替代效用不是十分明显。

图 12：生猪和草鱼价格走势（单位：元/公斤）

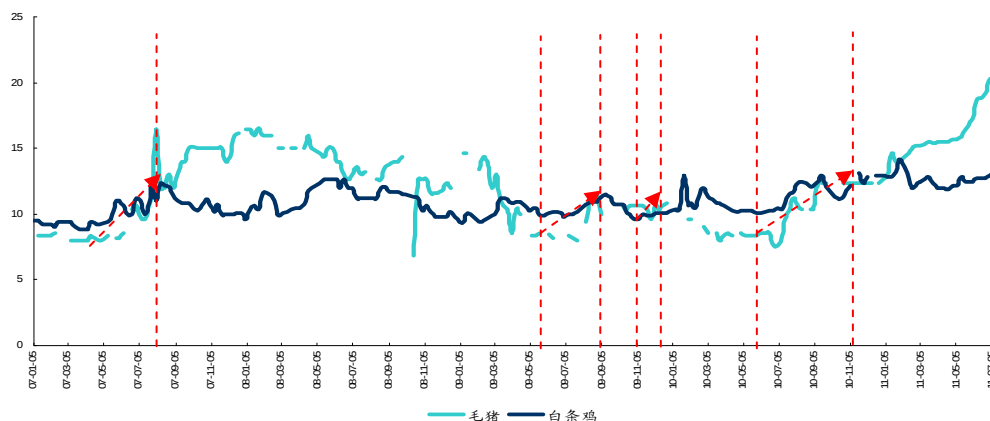


资料来源：Wind，长江证券研究部

因此，如果猪肉价格上涨确实带来替代效应的话，由于水产品价格高企，鸡肉确实最有可能成为替代消费品。6 月 3 日至 7 月 8 日，猪肉价格涨幅为 17.55%，白条鸡价格上涨了 5.6%。

从历史数据来看，生猪和白条鸡价格之间存在一定的联动性，侧面印证了相对于水产品，鸡肉对猪肉存在的替代效应更为强烈。

图 13：生猪和白条鸡价格上涨联动走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind，长江证券研究部

结论：据市场数据显示，2011 年上半年父母代肉种雏鸡价格在 20 元/套左右，我们判断，由于供给趋紧、需求提升以及原材料价格上涨的传导促使 2011 年全年父母代肉种雏鸡均价至少为 20 元/套。同时，经历十年的几次行业低谷，祖代鸡养殖行业经历较大程度的整合，目前行业集中度相对较高。根据与行业内人士的沟通，今年行业利润相对较高，但是行业主体新增产能的积极性依然相对较低。鸡肉对猪肉的替代效应将滞后于猪价的下落，明年鸡肉需求仍可能相对旺盛，因此，我们判断 2012 年父母代肉鸡价格回落的空间较小。

第五，投资逻辑—新增产能释放+长期产业链延伸

⊗ 公司业绩短期增长点在于产品价格上涨以及募投项目全部投产

据公司施工进度判断,公司募投项目之一的“4.6 万套祖代肉种鸡场”已经建成,于 2011 年开始养殖,预计将于 2012 年开始贡献业绩,第一年达产 50%左右,第二年全部达产,全部达产约贡献净利润 1000 万元, EPS 约 0.07 元。

募投项目之二“90 万套父母代肉种鸡项目”,我们判断目前已经完工约 15 万套产能;其余产能将于 2012 年完工,2013 年逐渐达产,预计 2013 年全部达产贡献商品雏鸡销量 8028 万只,贡献净利润 4200 万元, EPS 约 0.3 元。

我们认为,公司今年的业绩增长主要依靠行业景气带来的产品价格上涨,2012~2012 年业绩增长主要依靠募投项目产能释放。

⊗ 公司业绩长期增长点在于产业链延伸计划

在种鸡养殖行业的不断整合和调整中,公司作为规模最大的龙头企业是最有资本的并购者。我们认为,公司将力求做好祖代鸡养殖主业,产业链横向扩展和纵向延伸同时进行,一方面扩大自身产能,在行业洗牌中主动占领市场份额,另一方面向上游祖代和原种鸡行业延伸。

第六,盈利预测

基于对公司募投项目投产的情况,以及对鸡苗价格周期的研判,我们预计 2011~2013 年 EPS 分别为 1.12、1.30 和 1.46 元。我们认为,公司位于种鸡行业上游,盈利相对稳定,且拥有产业链延伸计划,给予 30 倍 PE 相对合理;其次,今年全年父母代鸡苗的均价在 20 元/套左右,公司业绩超预期的概率较大,维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	459	633	791	957	货币资金	492	134	79	96
营业成本	351	391	508	621	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	108	243	283	337	应收账款	23	31	48	58
% 营业收入	23.5%	38.3%	35.8%	35.2%	存货	42	47	61	74
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	76	85	88	107
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	15	25	33	40	流动资产合计	637	301	281	341
% 营业收入	3.3%	4.0%	4.2%	4.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	36	54	63	86	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.8%	8.5%	8.0%	9.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	14	7	5	6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.1%	1.1%	0.7%	0.7%	固定资产合计	427	743	1009	1122
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	27	25	24	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	42	156	181	204	其他非流动资产	131	131	131	131
% 营业收入	9.2%	24.6%	22.9%	21.3%	资产总计	1222	1201	1445	1618
营业外收支	6	3	3	3	短期贷款	175	0	62	34
利润总额	48	159	184	207	应付款项	33	37	48	59
% 营业收入	10.4%	25.1%	23.3%	21.6%	预收账款	12	17	21	26
所得税费用	0	0	0	0	应付职工薪酬	13	14	19	23
净利润	48	159	184	206	应交税费	9	17	21	24
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	8	11	13
的净利润	47.4	157.8	182.7	205.1	流动负债合计	250	94	181	179
少数股东损益	0	1	1	1	长期借款	80	80	80	80
EPS（元/股）	0.34	1.12	1.30	1.46	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	7	7	7	7
经营活动现金流净额	113	254	324	391	负债合计	337	181	268	266
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	884	1018	1173	1348
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	2	3	4	5
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	886	1021	1177	1353
固定资产投资	-259	-406	-408	-310	负债及股东权益	1222	1201	1445	1618
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-259	-406	-408	-310		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.338	1.124	1.301	1.461
股权融资	611	0	0	0	BVPS	8.18	9.42	8.36	9.60
银行贷款增加（减少）	-1	-175	62	-28	PE	149.80	45.03	38.90	34.64
筹资成本	14	-31	-33	-37	PEG	2.38	0.72	0.62	0.55
其他	-34	0	0	0	PB	6.18	5.37	6.06	5.27
筹资活动现金流净额	590	-206	29	-65	EV/EBITDA	32.73	27.66	21.70	17.51
现金净流量	445	-358	-55	17	ROE	5.4%	15.5%	15.6%	15.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。