

审慎推荐-A (维持)

益生股份 002458.SZ

目标估值: 33.25-39.9 元

当前股价: 28.71 元

2011年8月16日

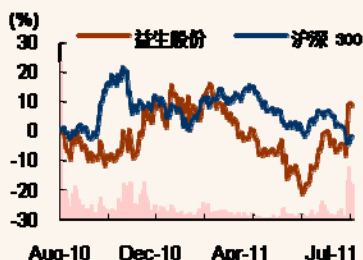
鸡苗价格高涨,下半年有望再超预期

基础数据

上证综指	2627
总股本(万股)	14040
已上市流通股(万股)	3510
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	10
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	10	2	8
相对表现	16	10	6



相关报告

- 1、《益生股份(002458) - 肉种鸡行业景气持续,龙头企业受益最大》2011/7/12
- 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
- 3、《益生股份(002458) - 占据中国禽业制高点》2010/7/27

黄琨

0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn
S1090511040040

研究助理

胡乔

010-57601853
huqiao@cmschina.com.cn

事件:

公司公布了半年报,今年上半年完成销售收入 3.22 亿元,同比增长 70%,实现营业利润 6254 万元,同比增长 168%,净利润 6276 万元,同比增长 151%。同时公告预计今年 1-9 月净利润同比增长 280-330%。

评论:

1、祖代鸡行业迎来春天,公司作为龙头业绩异常靓丽

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,行业极度低迷,而近两年引种趋于理性,均在 100 万套左右,供求已到达基本平衡甚至偏紧,因此行业整体盈利能力明显好转,而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。公司作为行业龙头,拥有规模大、成本低、技术领先的三大优势,业绩自然十分靓丽。关于行业及公司的详细分析请参考我们 7 月份的深度报告《益生股份(002458) - 肉种鸡行业景气持续,龙头企业受益最大》。

2、上半年父母代鸡苗价格持续高位,公司盈利水平大幅提升

今年以来父母代鸡苗价格逐渐升高,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,上半年平均价格高达 19.85 元/套,比去年全年平均价格 10.48 元/套高出近 90%,而成本方面,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%。销售价格涨幅远远高于成本涨幅,因此公司的盈利水平大幅提高。

3、三季度景气度持续,供过于求变为供求偏紧,全年有望持续高位

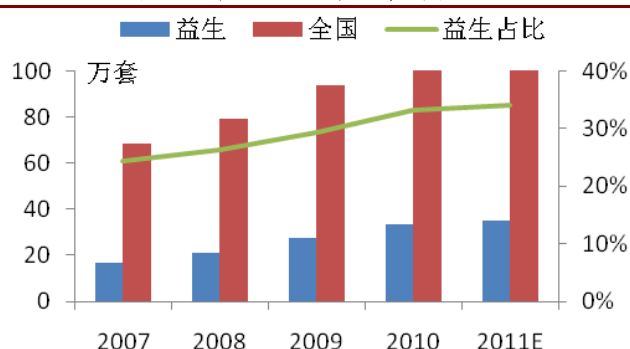
有三大因素支撑下半年父母代鸡苗价格继续维持高位: 1) 猪肉价格上涨拉动整个肉鸡产业链产品价格跟随上涨; 2) 下半年的鸡肉消费进入旺季,尤其是有中秋、国庆、元旦、春节等消费高峰; 3) 今年全国引种量与去年相比仅略微增加,而行业受疫病影响较为严重,祖代鸡繁殖能力下降,导致供求关系从过剩转为偏紧。因此我们认为父母代肉鸡苗行情并非短期行情,而是整个下半年都将维持高位,当然其中不排除中秋国庆高峰过后短期波动,但估计全年均价至少与上半年持平。此外,下半年销量也将较快增长,预计全年完成销售 1921 万套,比去年增长 16%。

4、投资建议

2011 年每股收益 1.33 元，给予 2011 年 25-30 倍 PE，对应目标价 33.25-39.9 元，维持“审慎推荐-A”投资评级。由于近几个月父母代与商品代鸡苗价格持续走强，而市场供求偏紧的现状超过我们之前的预计，因此我们上调盈利预测，预计公司 2011-13 年净利润分别为 1.87、2.06、2.35 亿元，同比增长 295%、10%、14%；每股收益分别为 1.33、1.47、1.67 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 33.25-39.9 元，维持“审慎推荐-A”投资评级。

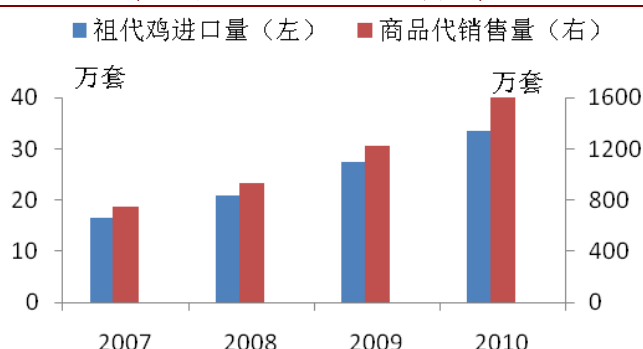
风险因素：大规模疫情爆发，玉米、豆粕等原材料价格大幅上涨。

图 1、引种量与市场份额均逐年增长



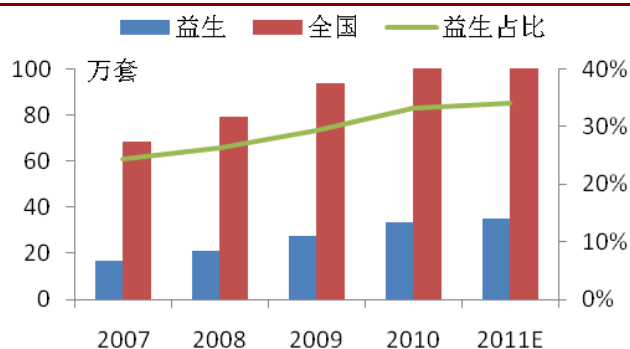
资料来源：公司招股书，招商证券

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

图 3、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 1、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

资料来源：招商证券

表 2、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	37.02	38.87
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	19.85	20	20.2
销售收入 (万元)	12,228	18,261	20,266	17,285	38,138	40,225	42,482
YOY	-	49%	11%	-15%	121%	5%	6%
毛利 (万元)	4,955	8,294	9,225	1,122	17,426	18,323	19,348
YOY	-	67%	11%	-88%	1453%	5%	6%
毛利率	41%	45%	46%	6%	46%	46%	46%
单位毛利 (元/套)	6.59	8.89	7.55	0.68	9.07	9.11	9.20
商品代肉雏鸡:							
销售量 (万只)	1,722	2,299	3,111	7,081	4,958	5,999	7436
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

资料来源: 招商证券

表 3、益生股份单季度及半年度利润表

单位：百万元	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	10H1	11H1
一、营业总收入	97	105	92	98	123	147	153	170	189	322
二、营业总成本	74	81	83	83	111	140	130	129	166	260
其中：营业成本	61	71	72	68	96	115	113	111	140	224
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业费用	4	3	3	4	3	5	4	5	7	9
管理费用	6	5	6	7	6	17	10	9	13	19
财务费用	2	2	3	4	5	3	3	4	6	6
资产减值损失	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	23	24	8	15	12	7	22	40	23	63
加：营业外收入	1	0	2	1	3	0	1	0	3	1
减：营业外支出	0	0	1	1	0	-1	1	0	2	1
五、利润总额	23	24	10	15	14	8	22	41	25	63
减：所得税	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
六、净利润	23	24	10	15	14	8	22	41	25	63
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	24	24	10	15	14	8	22	40	25	63
EPS	0.17	0.17	0.07	0.11	0.10	0.06	0.16	0.29	0.18	0.45
主要比率										
毛利率	37%	33%	22%	30%	22%	21%	26%	35%	26%	31%
营业费率	4%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	4%	3%
管理费用率	6%	5%	6%	8%	5%	12%	7%	5%	7%	6%
营业利润率	24%	23%	9%	15%	10%	5%	15%	24%	12%	19%
实际税率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
净利率	24%	23%	11%	15%	12%	6%	15%	24%	13%	20%
YOY										
收入增长率					27%	40%	67%	73%	16%	70%
营业利润增长率					-47%	-72%	166%	170%	-28%	168%
净利润增长率					-39%	-66%	125%	170%	-56%	153%

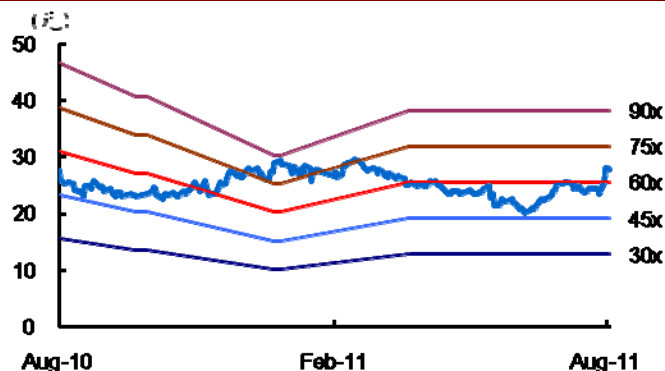
资料来源：公司公告，招商证券

表 4、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	715	792	890
二、营业总成本	265	287	417	534	591	661
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	28	31	35
管理费用	22	21	36	57	63	71
财务费用	8.0	9.8	14.1	9	8	6
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	182	201	229
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	187	206	235
减：所得税	0	0	0	0	0	0
六、净利润	71	81	48	187	206	235
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	187	206	235
股本	140	140	140	140	140	140
EPS	0.50	0.58	0.34	1.33	1.47	1.67

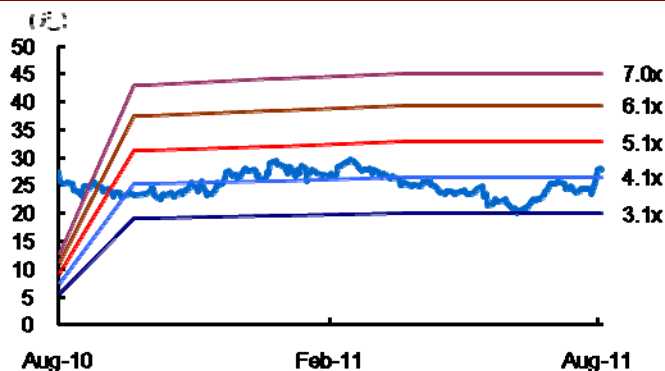
资料来源：公司公告，招商证券

图 4：益生股份历史 PE Band



资料来源：港澳资讯，招商证券

图 5：益生股份历史 PB Band



资料来源：港澳资讯，招商证券

参考报告：

- 1、《益生股份（002458）- 肉种鸡行业景气持续，龙头企业受益最大》 2011/7/12
- 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
- 3、《益生股份（002458）- 占据中国禽业制高点》2010/7/27

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	712	991	1251
现金	47	492	565	828	1068
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	3	5	5	6
应收款项	11	14	13	14	16
其它应收款	10	9	14	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	1389	1556	1747
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	339	489	662
少数股东权益	2	2	2	2	2
母公司所有者权益	231	884	1029	1179	1352
负债及权益合计	545	1222	1389	1556	1747

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	106	113	498	417	398
净利润	81	47	187	206	235
折旧摊销	0	0	219	215	171
财务费用	0	0	9	8	6
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	81	(12)	(15)
其它	25	66	2	(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	(112)	(54)	(58)
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	(42)	(56)	(62)
其他	87	590	(15)	(8)	(6)
现金净增加额	24	445	73	263	240

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	365	459	715	792	890
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	28	31	35
管理费用	21	36	57	63	71
财务费用	10	14	9	8	6
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	182	201	229
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	187	206	235
所得税	0	0	0	0	0
净利润	81	48	187	206	235
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	81	47	187	206	235
EPS (元)	0.58	0.34	1.33	1.47	1.67

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	10%	26%	56%	11%	12%
营业利润	17%	-47%	332%	10%	14%
净利润	14%	-42%	295%	10%	14%
获利能力					
毛利率	34.4%	23.5%	38.6%	38.3%	38.4%
净利率	22.2%	10.3%	26.2%	26.1%	26.4%
ROE	35.1%	5.4%	18.2%	17.5%	17.4%
ROIC	19.0%	4.9%	15.5%	15.0%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	57.3%	27.5%	25.8%	24.1%	22.5%
净负债比率	42.7%	20.9%	14.4%	13.5%	12.6%
流动比率	0.9	2.5	2.7	3.6	4.4
速动比率	0.7	2.4	2.5	3.4	4.3
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	53.5	59.0	59.4
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	0.58	0.34	1.33	1.47	1.67
每股经营现金	0.76	0.81	3.55	2.97	2.84
每股净资产	1.64	6.29	7.33	8.40	9.63
每股股利	0.14	0.17	0.30	0.40	0.44
估值比率					
PE	49.7	85.0	21.5	19.5	17.2
PB	17.5	4.6	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	16.3	14.0	7.2	6.9	7.2

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。