

分析师： 乔洋 (8621)68751126 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爆发式增长

事件描述

益生股份（002458.SZ）今日公告2011年第三季度业绩报告：

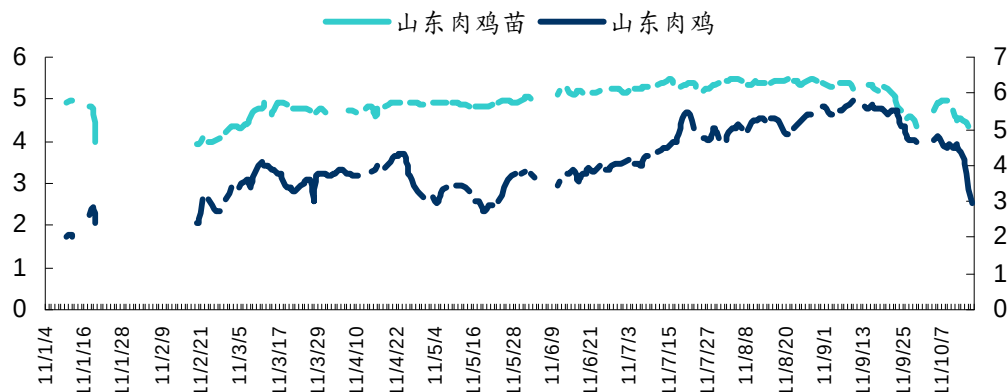
- ✧ 第三季度公司实现营业收入 2.76 亿元，同比增加 124.51%；归属于上市公司股东的净利润 1.38 亿元，同比增加 857.88%；实现每股收益 0.98 元。
- ✧ 前三季度共实现营业收入 5.98 亿元，同比增长 91.59%；归属于上市公司股东的净利润 2.01 亿元，同比增加 411.87%；实现每股收益 1.43 元。
- ✧ 公司预告 2011 年度净利润同比变动幅度的预计范围为 400%~450%，归属于上市公司股东的净利润为 2.37~2.61 亿元，EPS 为 1.69~1.86 元
- ✧ 基于对公司募投项目投产的情况，以及对鸡苗价格周期的研判，我们预计 2011~2013 年 EPS 分别为 1.80 元、1.59 元和 1.76 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，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，第三季度公司实现营业收入2.76 亿元，综合毛利率较去年同期增加34.55个百分点

- ✧ 2011 年第三季度公司实现营业收入 2.76 亿元，同比增长 124.51%。公司收入增长主要源于产品价格大幅提升，第三季度公司父母代鸡苗价格较第二季度提升 30%左右，我们预计今年全年父母代鸡苗均价较去年提升 100%以上。

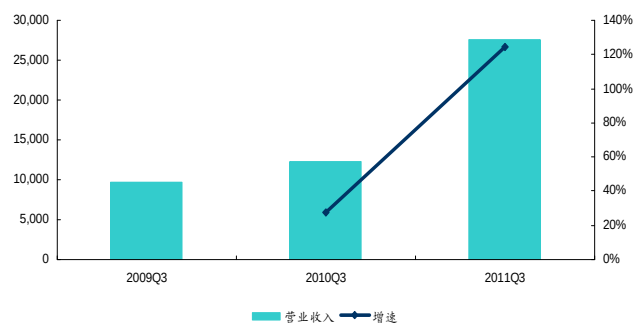
图 1: 2011 年山东肉鸡及肉鸡苗价格 (元/斤、元/羽)



资料来源: 中国鸡蛋网, 长江证券研究部

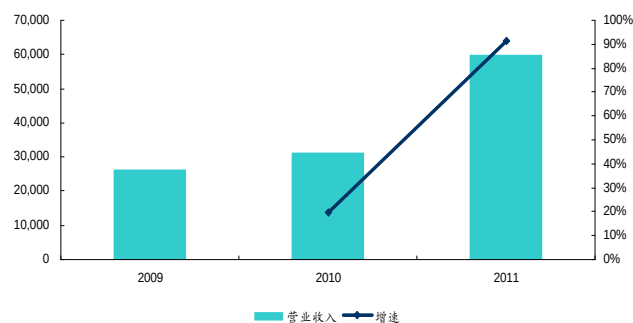
✧ 前三季度公司累计实现营业收入 5.98 亿元, 同比增长 91.59%。

图 2: 2009 ~ 2011 年公司三季度营业收入 (万元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

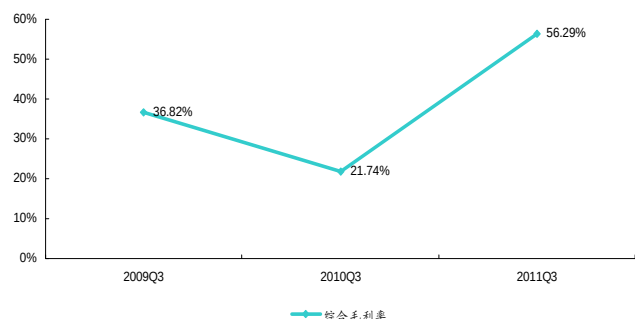
图 3: 2009 ~ 2011 年公司前三季度营业收入 (万元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

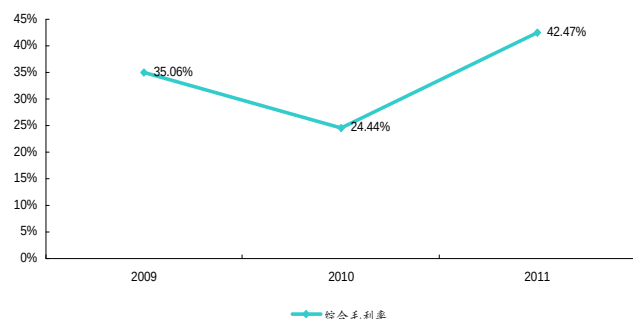
✧ 今年第三季度公司综合毛利率水平为 56.29%, 较去年同期增长 34.55 个百分点。今年前三季度公司综合毛利率水平为 42.47%, 较去年同期增长 18.03 个百分点。毛利率大幅增长的主要原因是三季度产品销售价格上涨所致。

图 4: 2009 ~ 2011 年公司三季度综合毛利率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 2009 ~ 2011 年公司前三季度综合毛利率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

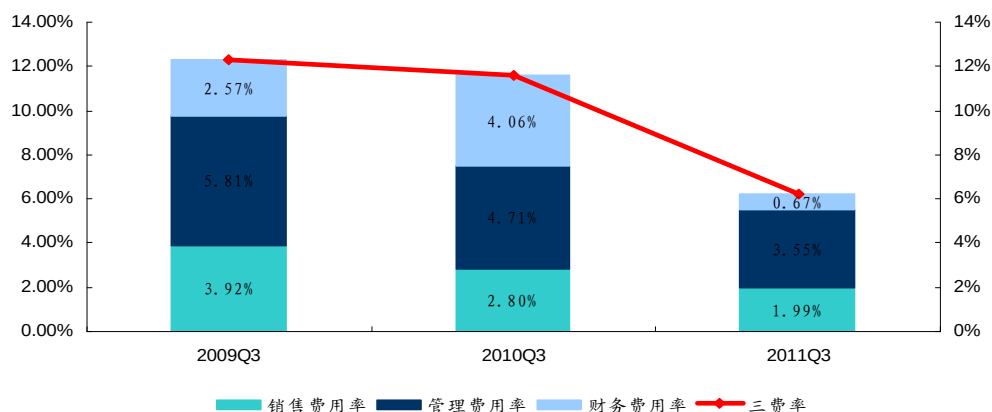
第二, 第三季度公司财务费用上升, 综合期间费用率较去年同期下降 5.37%

✧ 2010 年第三季度公司实现销售费用 548.65 万元, 较去年同期增长 59.31%, 增长原因为公司销售规模扩张带来

的人员工资、运输费用增加所致。管理费用 980.19 万元，同比增长 68.96%，主要系管理人员工资增加所致。财务费用 185.35 万元，同比大幅减少 62.90%。

- ✧ 第三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.99%，3.55%和 0.67%；分别较去年同期费用率下降 0.81，1.17 和 3.39 个百分点。第三季度综合期间费用率为 6.20%，较去年同期下降 5.37 个百分点。

图 6：第三季度公司三项费用率同比有较大幅度减少



资料来源：Wind，长江证券研究部

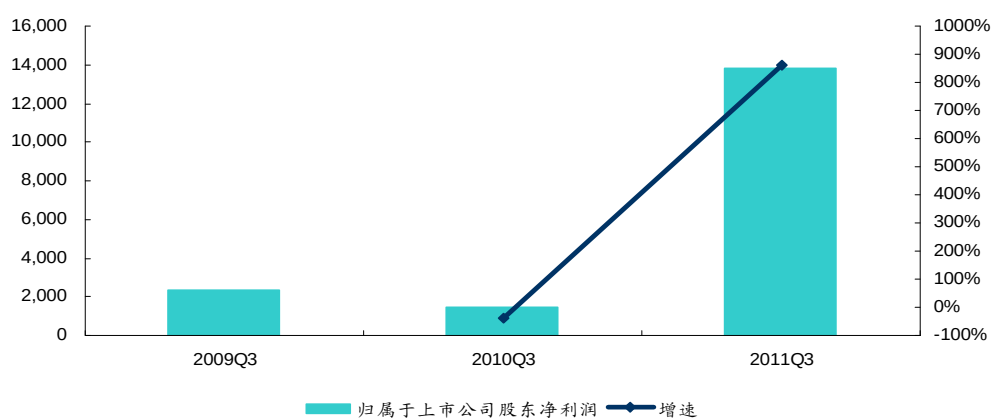
第三，前三季度公司支付给职工以及为职工支付的现金同比上升，支付税费和资产减值损失均有大幅增加

- ✧ 支付给职工以及为职工支付的现金比上年同期增加 54.88%，主要原因是公司员工人数增加及工资上调所致。
- ✧ 支付的各项税费比上年同期增加 331.94%，主要原因是公司分配现金股利，代扣代缴个人所得税增加所致。
- ✧ 资产减值损失比上年同期增加 107.83%，主要原因是应收账款、其他应收款增加，相应计提坏账准备增加所致。

第四，第三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.38 亿元，同比增加 857.88%

- ✧ 由于报告期内营业成本和财务费用大幅增长，第三季度公司实现营业利润 1.39 亿元，同比增加 1057.60%。第三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.38 亿元，同比增加 857.88%，净利润大幅增长主要由销售收入增幅大于费用增幅所致。

图 7：第三季度归属于上市公司股东净利润（万元）及增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

- ✧ 公司预告 2011 年度净利润同比变动幅度的预计范围为 400%~450%，归属于上市公司股东的净利润为 2.37~2.61

亿元，EPS 为 1.69~1.86 元

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，2012~2013 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 1.80 元、1.59 元和 1.76 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，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	704	804	953	货币资金	492	222	139	221
营业成本	351	373	479	578	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	108	331	324	375	应收账款	23	35	48	57
% 营业收入	23.5%	47.0%	40.4%	39.4%	存货	42	45	57	69
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	76	81	83	100
% 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	22	34	40	流动资产合计	637	387	333	453
% 营业收入	3.3%	3.2%	4.2%	4.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	36	51	64	86	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.8%	7.3%	8.0%	9.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	14	7	4	4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.1%	1.0%	0.5%	0.4%	固定资产合计	427	744	1009	1123
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	250	222	245	其他非流动资产	131	131	131	131
% 营业收入	9.2%	35.5%	27.7%	25.7%	资产总计	1222	1288	1498	1731
营业外收支	6	4	3	3	短期贷款	175	0	0	0
利润总额	48	254	225	248	应付款项	33	35	45	55
% 营业收入	10.4%	36.1%	28.0%	26.1%	预收账款	12	19	22	26
所得税费用	0	0	0	0	应付职工薪酬	13	14	17	21
净利润	48	254	225	248	应交税费	9	24	23	27
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	8	10	12
的净利润	47.4	252.4	223.6	246.4	流动负债合计	250	99	118	140
少数股东损益	0	1	1	1	长期借款	80	80	80	80
EPS（元/股）	0.34	1.80	1.59	1.75	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	356	362	432	负债合计	337	186	205	227
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	884	1098	1288	1498
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	5	6
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	886	1102	1293	1504
固定资产投资	-259	-407	-408	-310	负债及股东权益	1222	1288	1498	1731
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-259	-407	-408	-310		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.338	1.797	1.593	1.755
股权融资	611	0	0	0	BVPS	8.18	10.17	9.18	10.67
银行贷款增加（减少）	-1	-175	0	0	PE	149.80	28.16	31.77	28.84
筹资成本	14	-45	-37	-41	PEG	2.05	0.38	0.43	0.39
其他	-34	0	0	0	PB	6.18	4.98	5.52	4.74
筹资活动现金流净额	590	-220	-37	-41	EV/EBITDA	32.73	19.95	19.05	15.61
现金净流量	445	-271	-83	82	ROE	5.4%	23.0%	17.4%	16.4%

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。