

益生股份(002458.SZ)

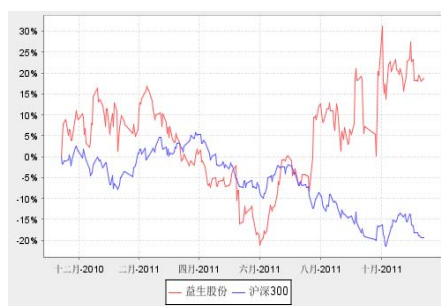
投资睢宁县父母代肉种鸡养殖项目点评

评级: **增持** 前次: **增持**
 目标价(元): **37.05-38.88**
 分析师: 谢刚 联系人: 胡彦超
 S0740510120005 农林牧渔小组
 021-20315178 021-20315176
 xiegang@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn
 2011年11月29日

基本状况

总股本(百万股)	140.40
流通股本(百万股)	35.10
市价(元)	30.40
市值(百万元)	4268.16
流通市值(百万元)	1067.04

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	365.48	458.99	920.96	1,103.0	1,311.0
营业收入增速	9.97%	25.59%	100.65	19.77%	18.87%
净利润增长率	14.47%	-41.55%	538.31	14.59%	10.96%
摊薄每股收益(元)	1.00	0.44	2.16	2.47	2.74
前次预测每股收益(元)	1.00	0.44	2.16	2.47	2.74
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	0.00	86.47	14.10	12.30	11.09
PEG	0.00	—	0.03	0.84	1.01
每股净资产(元)	2.85	8.18	8.15	10.27	12.61
每股现金流量(元)	1.31	1.05	3.78	4.19	4.61
净资产收益率	35.15%	5.37%	26.46%	24.06%	21.74%
市净率	0.00	4.64	3.73	2.96	2.41
总股本(百万元)	81.00	108.00	140.40	140.40	140.40

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

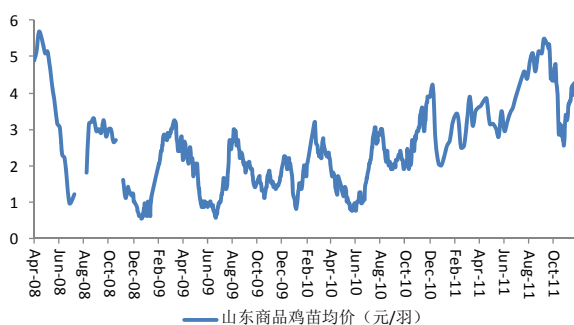
- **益生股份晚间公告: 公司和江苏省睢宁县林牧渔业局签署了《父母代肉种鸡养殖项目投资框架协议》, 将在睢宁投资约 2.5 亿元建设 90 万套父母代养殖场, 以及配套饲料、孵化等项目。**
- 投资项目的具体内容包括: (1) 新建 9 个父母代肉种鸡场, 每个场可饲养父母代种鸡 10 万套, 合计产能规模 90 万套, 达产后可年生产商品代肉鸡苗 7800 万羽; (2) 配套建立商品鸡苗孵化场, 15 万吨饲料加工厂; (3) 预计建设周期 18 个月; (4) 预计项目投资额为 2.2-2.5 个亿。
- **睢宁项目标志着公司产业链向下延伸战略的坚定执行。**本次 90 万套+募投项目 90 万套父母代养殖项目完全达产后, 公司父母代饲养产能将达到祖代鸡产能的 8%-10%。通过产业链向下延伸一个环节, 益生将有能力在父母代鸡苗市场低迷时, 自行饲养部分父母代肉鸡消化产能; 未来通过向市场提供商品代肉雏鸡, 拥有一定调节产品销售时间的能力, 也避免了单一产品价格大幅波动对公司的不良影响, 增强盈利稳定性。
- **睢宁项目是公司掌控畜牧土地资源, 进行异地扩张的一大步。**通常来说, 畜牧企业异地扩张的一个瓶颈在于土地资源的取得, 由于畜牧企业对当地所得税和增值税贡献较小, 一般较难得到当地政府的支持。但本次投资得到睢宁县在土地和政策上的大力支持。根据投资框架协议, 睢宁县将协助公司申请项目立项、土地备案, 转让土地购置及相关手续、环评、工商注册、税务登记等相关手续; 根据《睢发【2008】29 号文——投资优惠政策》规定: 固定资产投入 5000 万元-1 亿元的工业项目, 每亩仅收取土地费用 2 万元; 营业税和土地使用税、城市建设税地方留成部分返还 50%-100%; 所有规费全部减免。
- **睢宁项目的实施有助于开拓中部、南方市场。**益生核心销售区域主要集中于东北和山东地区, 本次睢宁项目位于苏北, 接近安徽、山东、河南、江苏四省交界, 未来产品将主要辐射中部和南方市场进行辐射。

- 我们判断 2012 年父母代鸡苗价格中枢仍将维持较高水平。由于睢宁项目预计到 2014 年才能贡献业绩，目前影响公司利润的核心仍是父母代鸡苗的价格波动。目前父母代鸡苗均价从前期高点回落 20% 至 27-28 元/套，但毛利率仍高达 50%。展望明年，我们判断父母代鸡苗价格中枢仍将维持 20 元/套以上的较高水平，核心原因在于价格在沿着猪肉→鸡肉→商品代鸡苗→父母代鸡苗的价格传导链条下存在 6 个月时滞，即使 2012Q2 全国猪价向下拐点预期形成，但仍然距离父母代鸡苗向下拐点的形成有近 6 个月的时间保护期。
- 维持 2011-13 年盈利预测。根据对景气周期和价格的判断，我们预计 11-13 年公司净利润 3.03、3.47、3.85 亿元，同比增长 538%、15%、11%，对应 EPS 为 2.16、2.47、2.74 元，目前股价对应 2011x14PE 和 2011x12PE，估值处于农业股最低端。
- 基于益生的核心竞争力和盈利稳健性，我们维持对益生股份的“增持”评级，目标价 37.05-38.88 元，对应 2011x18PE 和 2012x15PE。
 - 益生是拥有引种规模、技术领先、服务和品牌优势等核心竞争力的企业。规模优势使公司对上游供应商有更强的议价能力，对下游客户有更大的黏性；产品品种、性能、产量三大技术优势业内居首；优质产品加优质服务使下游客户对公司产生较强的产品依赖和技术依赖。由于竞争优势突出，公司国内市场占有率连续四年第一且呈稳步提升的态势，预计未来公司市场占有率将从 34% 进一步提高到 40% 以上。
 - 益生的盈利向上有弹性，向下有黏性。不同于商品代鸡鸭苗养殖企业价格波动后盈利出现大亏和大赚两种极端，益生的父母代鸡苗没有出现大幅亏损现象。作为拥有规模和成本优势的行业领袖，历史经验表明一旦父母代鸡苗价格触及益生的盈亏平衡线就是行业见底的标志，此时竞争对手已经深度亏损、开始缩减引种量。

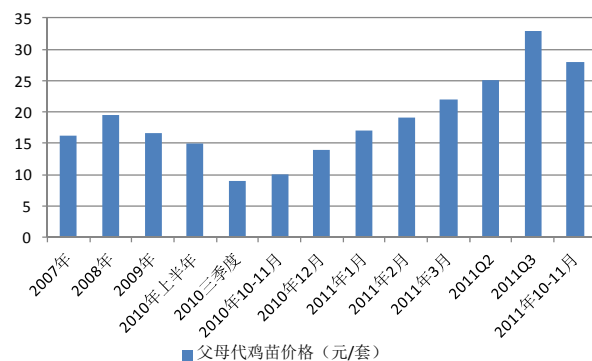
图表 1：睢宁项目将辐射中部、南方市场



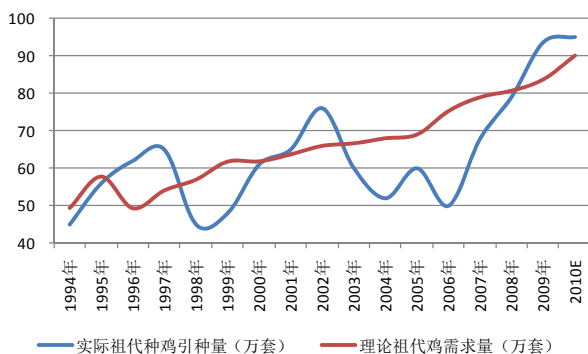
来源：百度地图、齐鲁证券研究所

图表 1: 山东地区商品代鸡苗近期大幅反弹


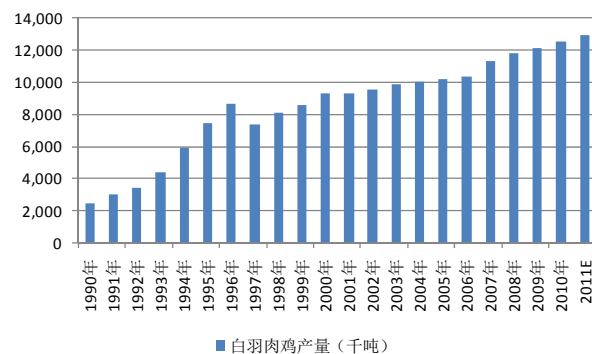
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 父母代鸡苗均价回落至 27-28 元/套


来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 2010 年祖代鸡引种量由过剩转向平衡


来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 我国白羽肉鸡产量复合增长率达 8.6% 左右


来源: USDA、齐鲁证券研究所

图表 3: 父母代鸡苗核心业务假定

父母代肉雏鸡	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
引种量 (万套)	16.61	20.90	27.55	33.53	35.26	38.00	40.66
yoy		26%	32%	22%	5%	8%	7%
生产量 (套)	7,575,574	9,382,390	12,494,736	16,493,400	19,600,900	20,737,640	22,310,750
自用量 (套)	55,406	55,399	268,770	373,382	450,000	675,000	900,000
销售量 (套)	7,520,168	9,326,991	12,225,966	16,493,400	19,150,900	20,062,640	21,410,750
销量yoy		24%	31%	35%	16%	5%	7%
外销比例 (%)	99.3%	99.4%	98.1%	100.0%	97.7%	96.7%	96.0%
均价 (元/套)	16.26	19.58	16.58	10.48	25.00	26.00	27.00
销售收入 (百万元)	122.28	182.62	202.71	172.85	478.77	521.63	578.09
销售成本 (百万元)	72.73	99.68	110.43	159.41	246.79	284.40	333.86
单位成本 (元/套)	9.67	10.69	9.03	9.67	12.89	14.18	15.59
毛利额 (百万元)	49.55	82.95	92.27	13.44	231.98	237.23	244.23
毛利率	40.5%	45.4%	45.5%	7.8%	48.5%	45.5%	42.2%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4：益生股份销售收入预测表

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
父母代肉雏鸡							
平均售价（元/套）	16.26	19.58	16.58	10.48	25.00	26.00	27.00
增长率（YOY）	—	20.42%	-15.32%	-36.79%	138.55%	4.00%	3.85%
销售数量（套）	7,520,168	9,326,991	12,225,966	16,493,400	19,150,900	20,062,640	21,410,750
增长率（YOY）	—	24.03%	31.08%	34.90%	16.11%	4.76%	6.72%
销售收入（百万元）	122.28	182.62	202.71	172.85	478.77	521.63	578.09
增长率（YOY）	—	—	11.00%	-14.73%	176.99%	8.95%	10.82%
毛利率	40.52%	45.42%	45.52%	7.78%	48.45%	45.48%	42.25%
销售成本（百万元）	72.73	99.68	110.43	159.41	246.79	284.40	333.86
增长率（YOY）	—	37.05%	10.79%	44.35%	54.82%	15.24%	17.39%
毛利（百万元）	49.55	82.95	92.27	13.44	231.98	237.23	244.23
增长率（YOY）	—	67.41%	11.24%	-85.43%	1625.93%	2.26%	2.95%
占总销售额比重	41.68%	54.95%	55.46%	37.66%	51.99%	47.29%	44.09%
占主营业务利润比重	72.99%	75.03%	73.31%	12.76%	56.96%	50.93%	46.80%
商品代肉雏鸡							
平均售价（元/套）	2.08	2.33	1.95	2.55	4.00	4.15	4.30
增长率（YOY）	—	12.02%	-16.31%	30.77%	56.86%	3.75%	3.61%
销售数量（套）	17,221,403	22,987,980	31,107,578	70,805,800	80,461,215	108,995,814	138,119,513
增长率（YOY）	—	33.48%	35.32%	127.62%	13.64%	35.46%	26.72%
销售收入（百万元）	35.82	53.56	60.66	180.55	321.84	452.33	593.91
增长率（YOY）	—	49.53%	13.25%	197.65%	78.25%	40.54%	31.30%
毛利率	33.62%	33.14%	28.79%	41.73%	50.47%	47.49%	44.25%
销售成本（百万元）	23.78	35.81	43.20	105.20	159.40	237.52	331.08
增长率（YOY）	—	50.61%	20.62%	143.55%	51.52%	49.01%	39.39%
毛利（百万元）	12.04	17.75	17.46	75.35	162.45	214.81	262.83
增长率（YOY）	—	47.39%	-1.61%	331.47%	115.58%	32.24%	22.35%
占总销售额比重	12.21%	16.12%	16.60%	39.34%	34.95%	41.01%	45.30%
占主营业务利润比重	17.74%	16.06%	13.87%	71.53%	39.89%	46.12%	50.37%
父母代蛋雏鸡							
平均售价（元/只）	6.68	9.63	6.72	6.14	6.15	6.30	6.50
增长率（YOY）	—	44.16%	-30.22%	-8.63%	0.16%	2.44%	3.17%
销售数量（只）	1,970,705	2,528,365	5,048,710	5,467,400	6,686,750	6,650,000	6,650,000
增长率（YOY）	—	28.30%	99.68%	8.29%	22.30%	-0.55%	0.00%
销售收入（百万元）	13.16	24.35	33.93	33.57	41.12	41.90	43.23
增长率（YOY）	—	84.96%	39.34%	-1.05%	22.50%	1.88%	3.17%
毛利率	-72.68%	-17.78%	21.93%	12.60%	12.00%	12.00%	12.00%
销售成本（百万元）	22.73	28.68	26.49	29.34	36.19	36.87	38.04
增长率（YOY）	—	26.16%	-7.63%	10.77%	23.34%	1.88%	3.17%
毛利（百万元）	-9.57	-4.33	7.44	4.23	4.93	5.03	5.19
增长率（YOY）	—	-54.75%	-271.81%	-43.14%	16.67%	1.88%	3.17%
占总销售额比重	4.49%	7.33%	9.28%	7.31%	4.47%	3.80%	3.30%
占主营业务利润比重	-14.10%	-3.92%	5.91%	4.02%	1.21%	1.08%	0.99%
其他							
销售收入	122.10	71.84	68.23	72.02	79.22	87.14	95.86
增长率（YOY）	—	-41.17%	-5.02%	5.55%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	12.99%	19.75%	12.75%	17.12%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本	106.25	57.65	59.53	59.69	71.30	78.43	86.27
增长率（YOY）	—	-45.74%	3.26%	0.27%	19.44%	10.00%	10.00%
毛利	15.86	14.18	8.70	12.33	7.92	8.71	9.59
增长率（YOY）	—	-10.54%	-38.69%	41.75%	-35.73%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	41.62%	21.61%	18.67%	15.69%	8.60%	7.90%	7.31%
占主营业务利润比重	23.36%	12.83%	6.91%	11.70%	1.95%	1.87%	1.84%
销售收入小计（百万元）	293.37	332.37	365.52	458.99	920.96	1103.00	1311.09
销售成本小计（百万元）	225.49	221.82	239.65	353.65	513.68	637.21	789.25
毛利（百万元）	67.88	110.55	125.87	105.35	407.28	465.79	521.83
平均毛利率	23.14%	33.26%	34.44%	22.95%	44.22%	42.23%	39.80%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308