

益生股份(002458.SZ)

构造多赢格局的一步妙棋

评级: 增持
前次: 增持
目标价(元):
37.05-38.88 元
分析师
联系人
谢刚
胡彦超

S0740510120005

农林牧渔行业

021-20315178

021-20315176

xiegang@r.qlzq.com.cn

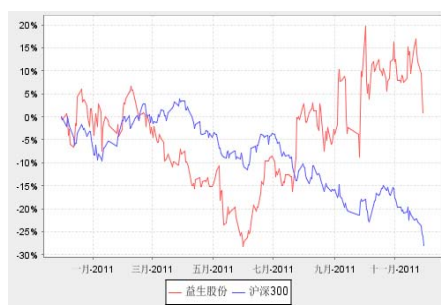
huyc@r.qlzq.com.cn

2011 年 12 月 15 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)	28.30
市值(百万元)	3973.32
流通市值(百万元)	993.33

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

- **益生股份公告: 与六和集团、民和股份、寿光田汇合资设立安徽益和, 投资 18 万套祖代肉鸡养殖项目。**
- 投资项目的具体内容包括: (1) 项目位于安徽萧县, 总占地面积约 210 亩, 养殖规模为 18 万套祖代种鸡, 建设模式为四个生产场、两个隔离场及一个孵化场; (2) 由六和、益生、民和、田汇按 30: 30: 30: 10 比例现金出资 6000 万设立, 由于田汇为六和控股子公司, 新希望六和实际拥有 40% 的权益; (3) 首任总理由六和委派, 公司按六和管理方式运营, 益生和民和提供技术支持。
- 我们认为, 这次投资将大大提升益生对上游供应商的谈判能力, 并实现公司和下游大客户更加紧密的利益捆绑, 因此可谓是对对外投资方面的一招妙棋。
- 从产业角度看, 益生股份原来仅从全球最大的安伟捷育种引进祖代鸡, 预计本次萧县项目将改为饲养哈巴德祖代鸡, 益生将向上游供应商证明自己可以在上游四家供应商中进行选择, 而供应商失去益生就失去了中国市场近 1/3 的市场份额, 据此益生可要求上游供应商在曾祖代育种技术引进方面作出更多让步。
- 目前全球白羽肉鸡 (broiler) 曾祖代技术基本由安伟捷、科宝、哈巴德、优利四家公司垄断, 哈巴德公司是禽类育种行业第二, 肉鸡育种行业第三, 其父母代种禽在 EMEA(欧洲中东非洲)市场占有率为 25%。尽管肉鸡育种行业地位仅次于安伟捷和科宝, 但在中国市场迟迟未能打开, 而对手安伟捷和科宝在中国占据了 97.8% 的市场份额, 处于绝对领先, 因此, 我们认为本次合资对益生、哈巴德来说多赢效应明显。
- 益生是美国安伟捷育种全球最大的客户, 占其中国市场销量的 40-50%, 相对其他企业对上游客户有更强的议价能力。益生近年来祖代引种价格一直稳定在 25 美元/套, 远远低于台湾同行 38 美元/套, 欧洲同行 40-50 美元/套的引种价格, 相比我国其他祖代种鸡饲养企业, 益生在祖代种鸡采购价格和付款条件方面优惠明显。本次同哈巴德合作意味着益生开始凭借自身市场地位, 进一步强化了对上游供应商的话语权。

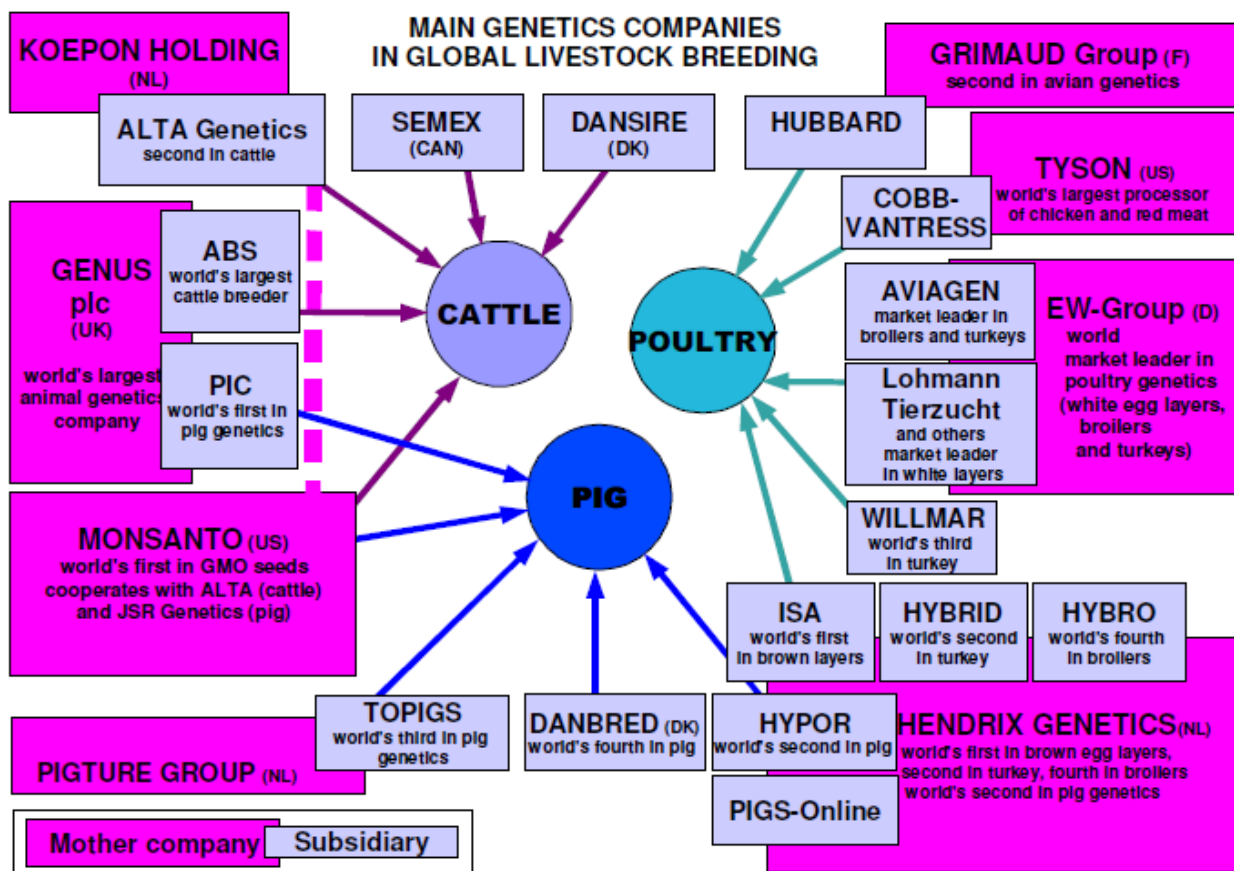
- 萧县项目将使益生同下游的民和股和、六和集团利益绑定更加紧密。民和主要从益生采购父母代鸡苗、而六和的一部分 AA+ 品种的父母代鸡苗也是向益生采购，因此本次合作有助于益生和下游企业利益绑定更加紧密，同时也使得合资新公司的产品销量也有了良好的保障。
- 萧县项目 18 万套祖代产能将使行业总产能在目前基础上增加 18%，2012 年不会行业过剩，但 2013 年是否过剩需要观察竞争对手情况。国内禽类占饮食结构比例已经超过 30%，近年来肉鸡产量年均增长 8.6%，今年高猪价下肉鸡产量预计超过 10%。据我们了解，2011 年全年国内祖代引种量增长不超过 10%，明年行业供给增长不会超过 10%，随着行业容量的自然扩大，明年不会出现明显的过剩；新增 18 万套产能在 2013 年下半年起部分释放，静态看并不会造成行业过剩，但要视益生及其竞争对手 2012 年扩产策略而定。
- 按 30% 权益比例计算，萧县项目将使益生权益产能在 2011 年基础上增加 17%，预计将于 2013 年下半年投产。假设 2012Q4 开始引种，32 周后进入产蛋高峰，21 日孵化，则 2013 年 Q3 部分投产概率较大，基于项目建设时点的不确定性，我们在盈利预测中暂不考虑新增项目的利润贡献。
- 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、萧县项目均预计到 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，核心原因在于父母代鸡苗价格在沿着“猪肉→鸡肉→商品代鸡苗→父母代鸡苗”的价格传导链条下相较猪肉价格存在 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 个月的滞后，等同于有了近 6 个月的盈利高增长保护期，因此风险可控、收益弹性大。
- 考虑到合资项目产生盈利尚需时日，我们暂时维持益生 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 2011x13PE 和 2011x11PE，估值处于农业股最低端。
- 益生特点：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基本上就是行业见底的标志，此时通常竞争对手因为深陷亏损泥潭而开始缩减引种量，导致行业供求关系缓解，进而价格开始恢复反弹。
- 益生是国内拥有引种规模、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。
- 基于益生在鸡苗产业链上日益增强的核心竞争优势，以及盈利增长的持续性和稳健性，我们继续看好益生股份未来表现，目标价 37.05-38.88 元，对应 2011x18PE 和 2012x15PE，维持公司“增持”评级。

图表 1：哈巴德中国市场占有率 0.9%，远低于安伟捷和科宝，

原种公司名称	品种	品种国内市场占有率	引种代表公司	2009 年引种量合计为 93.61 万套	目标客户
美国安伟捷育种公司	艾拔益加 (AA+)	44.8%	益生股份	29.4 万套	正大系统较少，其余都是公司目标群
	罗斯 308	27.3%			
美国科宝公司 (泰森控股)	艾薇因	21.0%	北京家禽育种	23.6 万套	主要销往正大集团系统
	科宝	4.7%			
美国哈巴德公司	哈巴德	0.9%	河南汤阴哈巴德家禽育种	0.7 万套	
优利 (荷兰泰高控股)	海布罗	1.3%			

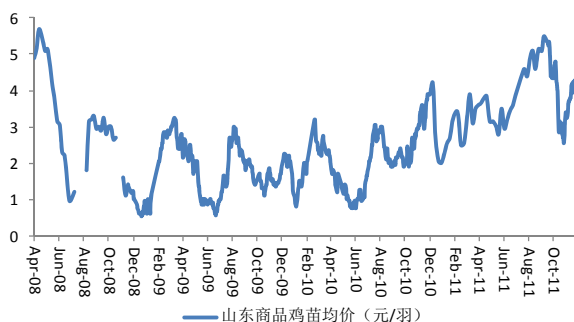
来源：农业部畜牧司、齐鲁证券研究所

图表2：白羽肉鸡育种四强——安伟捷 AVIGEN、科宝 COBB、哈巴德 HABBARD、海布罗 HYBRO



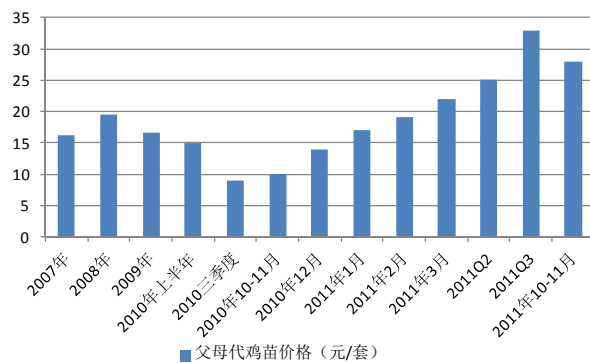
来源：USDA、齐鲁证券研究所

图表3：山东地区商品代鸡苗季节性回落

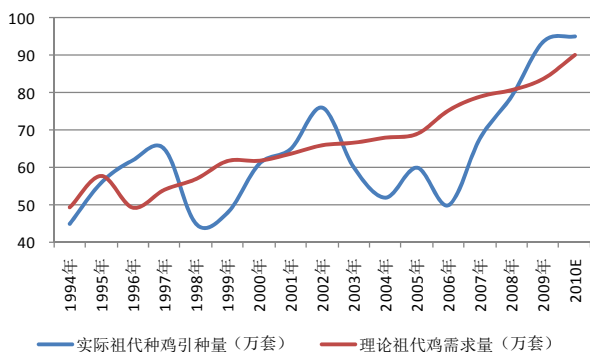


来源：齐鲁证券研究所

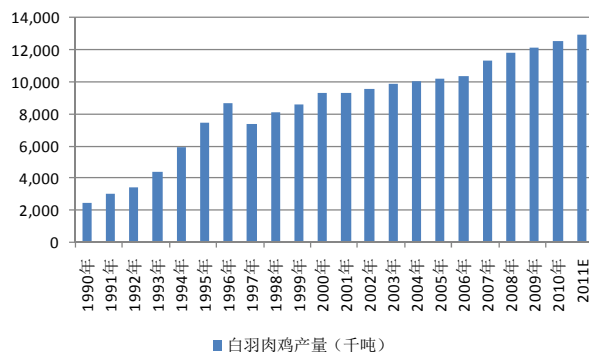
图表4：父母代鸡苗均价回落至27-28元/套



来源：齐鲁证券研究所

图表 5: 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 6: 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 7: 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 8：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