



2017-03-22

公司点评报告

增持/维持

益生股份(002458)

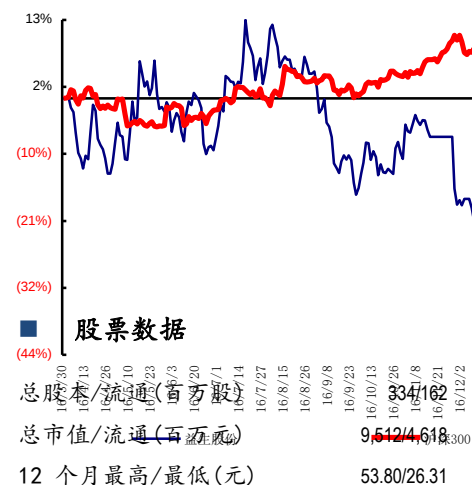
目标价: 35.4

昨收盘: 28.52

农林牧渔 畜禽养殖 II

益生股份年报点评：业绩反转主要受益于鸡苗价格大涨

■ 走势比较



相关研究报告：

《3季报点评：受益于鸡苗价格高企，业绩持续反转向上》
——2016/11/10

《益生股份调研报告：引种量不减，产能扩张有序》——2015/11/12

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511050002

事件：公司3月21日发布2016年年报，报告期内，实现营业收入16.11亿元，比上年同期增长166.62%；归属于上市公司股东的净利润5.62亿元，上年同期是亏损4亿元，EPS为1.7元，略低于预期。

1、父母代鸡苗价格大涨带动毛利率大幅上升。

公司是国内肉鸡育种行业的绝对龙头，主导产品是父母代肉鸡苗和商品代肉鸡苗，鸡苗业务是其主要的收入和利润来源。2016年，因前期祖代鸡引种量下降，父母代鸡苗价格和商品代鸡苗价格双双大幅上涨，统计数据显示，上述两产品全行业出场均价的同比涨幅分别是134.23%和110.86%。公司作为行业龙头，品牌和质量优势明显，产品价格应高于行业平均水平。我们估计公司上述两产品全年销售均价分别是42元/套和3.5元/羽，对应销量分别是1295万套和2.37亿羽。产品价格大涨推动鸡苗业务大幅扭亏为盈，毛利率由上年同期是-50.83%上升为47.05%。除鸡苗业务外，生猪和牛奶业务盈利状况也好于上年，SPF蛋及其他业务收入翻番，但由于基数小，占比少，这三项业务对整体业绩贡献比较有限。

2、2016年第4季度商品代鸡苗价格下跌，导致业绩增速略低于预期。由于前3季度父母代和商品代鸡苗价格大涨，导致全行业对后市行情普遍乐观，育种厂商们加大了强制换羽和延迟淘汰的力度，导致4季度父母代肉种鸡在产存栏逐月上升，商品代鸡苗价格逐渐下跌，拖累了公司4季度业绩表现，导致全年业绩略低于我们之前的预期。公司同时预告2017年1季度归属净利润约200-1000万元，同比环比均大幅下滑，主要原因是禽流感疫情和盲目强制换羽双重负面影响下的商品代鸡苗价格低迷。

3、祖代鸡引种继续受限，后市鸡苗价格行情有望维持强势。

2015/16年，国内祖代鸡引种量连续两年大幅下滑，主要原因是美、英、法等引种来源国先后爆发疫情影响了国内引种进程。进入2017年，疫情影响并未消退，因此，祖代鸡引种还将受限。一方面是2月末西班牙发生禽流感疫情，导致引种极为困难。而西班牙是目前主要的引种来源国。另一方面，之前封关的美国、法国、英国近期也有疫情，按照复关的流程，预计至少要到下半年才有可能对这些主要引种来源国复关。第三，虽然可以从波兰和新西兰这两个国家引种，但由于产能有限，引种量比较少，不能解决国内引种需求问题。综合来看，

我们判断 2017 年上半年全行业引种继续维持较低水平，预计引种量约 10-15 万羽，和去年同期基本持平。到下半年，如果对美、法、英继续封关，全年引种量可能不超过 30 万羽（包括益生新引进曾祖代产能的贡献）；如果美、英、法开关，引种量很可能大幅增长，但这部分产能对父母代鸡苗产量的影响也只能到 2018 年才能体现，因此总体判断 2017 年全年父母代鸡苗市场仍处于产不足需的状况，父母代鸡苗价格行情仍可以乐观以待。我们预计，全年价格波动区间是 30-80 元/套。至于商品代鸡苗市场，我们已经看到厂商已经经历了 16 年 4 季度和 17 年 1 季度的价格大幅下跌的洗礼，预计后市厂商的强制换羽行为会更加趋于理性，叠加父母代鸡苗供应减少的影响，市场供需将逐渐趋紧，推动商品代鸡苗价格触底反弹。我们预计，2017 年商品代鸡苗销售均价有望超过上年，达到 3.5-4 元/羽。

4、引进曾祖代开启了行业先例，后续产销量保障更有力。2016 年 11 月，公司与法国哈伯德国际育种公司签订合约，购买哈伯德曾祖代一日龄白羽肉鸡，合同价款是 1037.5 万美元，并于当月成功引种曾祖代 4163 套。此前，国外育种公司仅向国内提供祖代肉种鸡。因此，此举可谓开启了行业先河，体现了公司的实力和信心。简单测算，这部分曾祖代肉鸡将可为公司贡献约 12 万套以上的祖代肉种鸡，为后续 18、19 年的产品供应提供保障。

5、维持公司“增持”评级。在假设父母代鸡苗/商品代鸡苗销量分别是 1172 万套/1.8 亿羽的情况下，我们预计，2017 年公司可实现归属于母公司的净利润是 5.37 亿元，每股收益是 1.61 元/股，对应当前股价的 PE 是 17.7/倍。公司是肉鸡育种领域的绝对龙头，其业务的规模优势短期内难以被超越，且 17 年盈利水平有望维持高位，因此维持“增持”评级。

■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1611	1290	1321	1148
净利润(百万元)	560	537	399	215
摊薄每股收益(元)	1.69	1.61	1.20	0.65

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	68	101	891	1102	1364	营业收入	604	1611	1290	1321	1148
应收和预付款项	47	129	62	138	52	营业成本	831	887	647	795	860
存货	99	120	36	160	51	营业税金及附加	0	2	1	1	0
其他流动资产	12	19	28	24	16	销售费用	25	30	26	26	23
流动资产合计	226	368	1017	1424	1483	管理费用	62	85	90	92	80
长期股权投资	210	209	225	241	260	财务费用	60	27	4	(4)	(9)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(1)	1	1	0	1
固定资产	862	954	912	1091	1083	投资收益	(33)	(12)	31	34	36
在建工程	107	77	41	23	14	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	36	35	33	31	29	营业利润	(407)	566	553	444	229
长期待摊费用	9	9	9	9	9	其他非经营损益	(403)	561	591	458	244
其他非流动资产	305	285	203	207	210	利润总额	(403)	561	591	458	244
资产总计	1755	1937	2440	3026	3088	所得税	0	1	54	59	28
短期借款	983	141	0	0	0	净利润	(404)	560	537	399	215
应付和预收款项	202	188	127	247	149	少数股东损益	(3)	(2)	0	0	0
长期借款	70	0	172	229	179	归母股东净利润	(401)	562	537	399	215
其他负债	178	133	142	154	147						
负债合计	1433	463	441	629	475	预测指标					
股本	283	334	334	334	334		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
资本公积	448	981	981	981	981	毛利率	-37.6%	44.9%	49.9%	39.8%	25.1%
留存收益	(400)	162	687	1085	1301	销售净利率	-66.8%	34.8%	41.6%	30.2%	18.8%
归母公司股东权益	321	1471	2001	2400	2615	销售收入增长率	-28.2%	166.6%	-19.9%	2.4%	-13.1%
少数股东权益	0	3	3	3	3	EBIT 增长率	-621%	-270.9%	1.3%	-23.7%	-48.4%
股东权益合计	321	1474	2004	2403	2618	净利润增长率	-1835%	-238.7%	-4.1%	-25.7%	-46.0%
负债和股东权益	1755	1937	2445	3032	3093	ROE	-78.5%	62.4%	30.9%	18.1%	8.6%
						ROA	-22.6%	30.3%	24.5%	14.6%	7.0%
						ROIC	-21.9%	36.2%	31.4%	23.5%	11.8%
现金流量表(百万)						EPS (X)	(1.41)	1.69	1.61	1.20	0.65
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	PE (X)	(20.17)	16.92	17.72	23.86	44.17
经营性现金流	(261)	571	629	389	371	PB (X)	25.16	6.46	4.75	3.96	3.64
投资性现金流	(140)	(173)	147	(239)	(68)	PS (X)	13.38	5.90	7.37	7.20	8.28
融资性现金流	274	(368)	14	60	(41)	EV/EBITDA (X)	(41.37)	14.77	13.39	16.32	25.33
现金增加额	(127)	30	790	211	262						

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋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 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。