

农业—畜牧养殖业

王义国

执业证书号: S0960200010020

0755-82026749

wangyiguo@cjis.cn

益生股份

002458

推荐

公司是养鸡行业里的最优标的

事件: 我们在8月下旬调研公司, 并参观了公司孵化鸡厂。

投资要点:

- **公司今年前九个月业绩高速增长** 今年前九个月在父母代鸡苗和商品代鸡苗价急剧上升(前者均价同比上涨120%, 后者均价上涨45%多)以及销量稳步上升影响下, 公司预计录得盈利1.58亿左右, 同比增幅300%多。公司占据行业产业链上端、规模大、成本低和技术领先, 在养鸡业转为景气后业绩集中爆发, 上半年公司毛利率和净利率分别为31%和19%, 远高于养鸡业的下端公司民和股份和圣农发展(见图表3)。
- **国内对鸡肉强劲需求延长养鸡业的景气阶段** 基于鸡价波动与猪价波动高相关性, 我们之前有个判断是猪价高位运行持续到2012年中。目前来看, 养鸡业的景气仍会持续一段时间。国内对鸡肉这一相对安全食品的强劲需求, 推动国内白羽肉鸡产量每年保持8.6%复合增长率。养鸡业规模化、工业化和集中度要比养猪业来得高, 这会产生一个结果, 就是鸡价波幅要比猪价波幅小, 鸡价相对猪价抗跌, 同样鸡价涨幅不如猪价涨幅(见图表5)。
- **公司是养鸡行业里的最优标的** 我们认为养鸡行业上端祖代肉种鸡(大都引进)和父母代肉种鸡在国内已进入相对垄断阶段, 上端公司利润进入快速增长后会获得稳定利润。公司借助稳固行业地位、专业与有责任感的管理层以及未来相对清晰的发展战略, 取得竞争优势, 成为养鸡行业的最优标的。我们去年用同一标准选出养猪业的最优标的“雏鹰农牧”。
- **给予推荐评级** 我们预测公司11-13年的盈利为2.29亿、2.45亿和2.61亿元, 未来三年盈利保持确定增长, 我们计算公司内在价值为35元, 相当于11和12年22倍和20倍市盈率。公司现有估值比产业链下端民和股份和圣农发展的估值还要低, 股票现价相对公司内在价值有一定折让, 为此我们给予“推荐”评级。

6-12个月目标价: 35元

当前股价: 28.39元

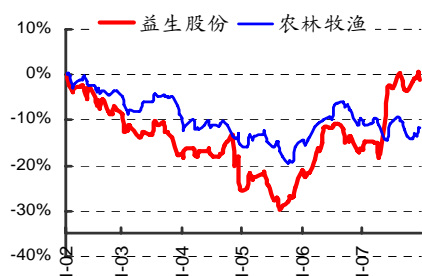
评级调整: 首次报告

基本资料

上证指数	2612
总股本(百万)	140
流通股本(百万)	35.1
总市值(亿)	39.7
11EPS 预测	1.5
每股净资产(元)	6.5
资产负债率	21%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
益生股份	19	21	-1
农业行业指数	1	-1	-12



相关报告

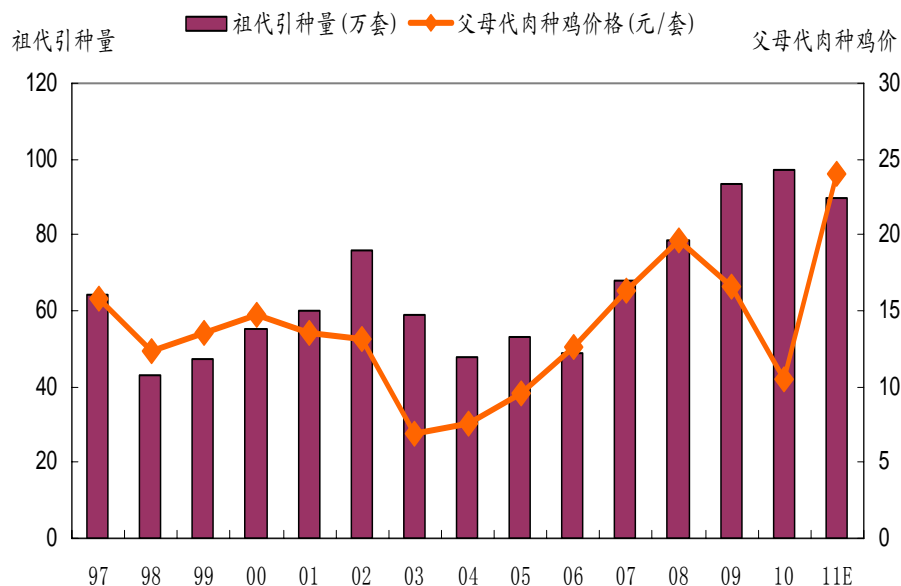
主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	459	827	897	1000
同比(%)	26%	80%	8%	12%
归属母公司净利润	47	229	245	261
同比(%)	-42%	383%	7%	6%
毛利率(%)	23.5%	38.6%	37.4%	36.1%
ROE(%)	5.4%	21.2%	18.5%	16.4%
每股收益(元)	0.44	1.63	1.75	1.86
P/E	64.64	17.41	16.26	15.28
P/B	3.47	3.69	3.01	2.51
EV/EBITDA	18	9	8	10

资料来源: 中投证券研究所

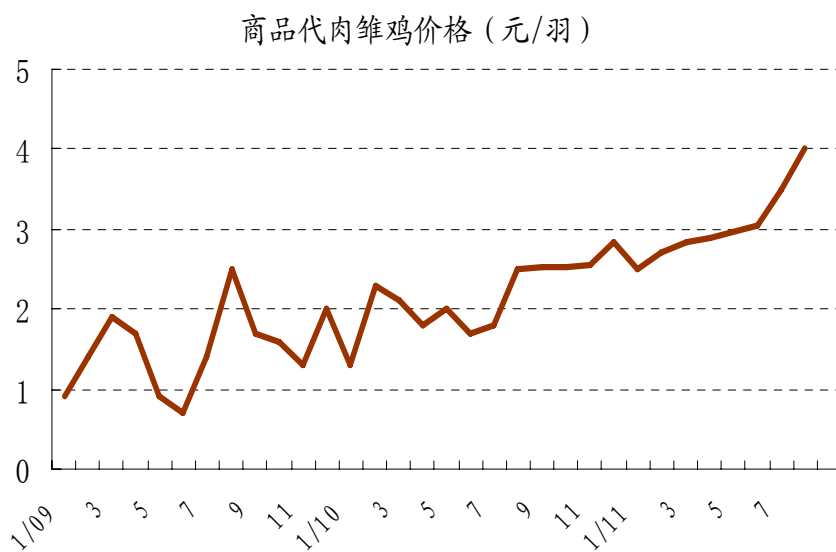
风险因素: 养鸡业出现大规模疫情; 产品和原料价格波动超过我们的预期。

图表 1: 祖代引种量和公司父母代肉种鸡价格呈供求决定价格关系



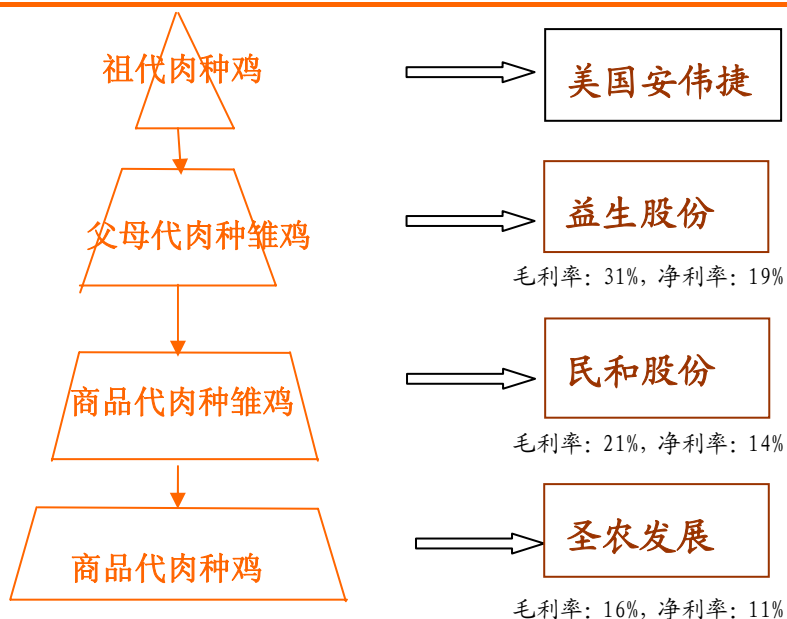
来源: 公司报告、中投证券研究所

图表 2: 商品代鸡苗价格近期走势



来源: 鸡病专业网、农业部、中投证券研究所

图表 3: 公司处于养鸡行业金字塔水平上端 (附: 2011 年上半年毛利率和净利率比较)



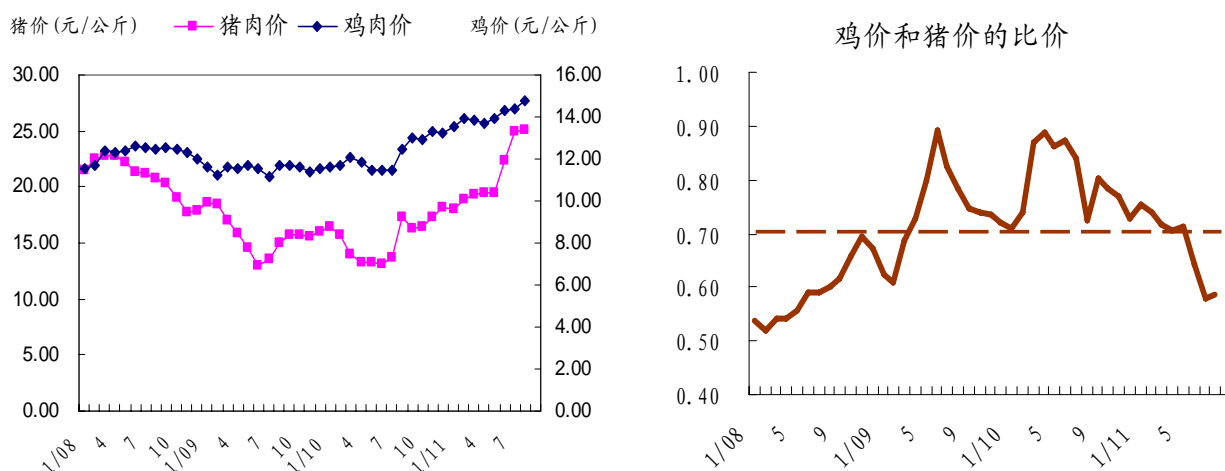
来源: 公司报告、中投证券研究所

图表 4: 益生股份季度经营分析

单位:	2 0 1 0					2 0 1 1				
亿元	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	1Q	2Q	3Q	4Q	全年 E
收入	0.915	0.978	1.231	1.466	4.590	1.525	1.695	/		8.27
毛利率	21.8%	30.2%	21.7%	21.4%	23.4%	26.0%	34.7%	/		38.6%
净利润	0.098	0.149	0.144	0.082	0.473	0.222	0.405	约 0.95		2.29
净利率	10.7%	15.2%	11.7%	5.6%	10.3%	14.4%	23.6%	/		27.7%

来源: 公司报表、中投证券研究所

图表 5: 鸡价相对猪价抗跌, 同样鸡价涨幅不如猪价涨幅



来源: 农业部、中投证券研究所

表 6: 公司分产品收入和毛利率预测表

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
1. 父母代肉雏鸡						
引种量(万套)	20.90	27.55	33.53	35.00	40.00	41.00
销量(万套)	932.60	1222.5	1649.3	1984.5	2268.0	2324.7
价格(元/套)	19.58	16.58	10.48	23.00	22.00	22.00
收入	182.60	202.69	172.85	456.44	498.97	511.44
单位成本	10.69	9.03	9.67	11.00	12.00	12.00
成本	99.69	110.39	159.49	218.30	272.16	278.97
毛利率	45.40%	45.54%	7.73%	52.17%	45.45%	45.45%
2. 商品代肉雏鸡						
销量(万只)	2298.80	3111.04	7080.58	7930.00	8660.00	11360.00
价格(元/只)	2.33	1.95	2.55	3.10	3.00	3.00
收入	53.56	60.67	180.55	245.83	259.80	340.80
单位成本	1.56	1.39	1.49	1.75	1.90	2.00
成本	35.86	43.24	105.50	138.78	164.54	227.20
毛利率	33.05%	28.72%	41.57%	43.55%	36.67%	33.33%

3. 父母代蛋雏鸡

引种量(万套)	7.21	7.19	9.57	10.00	11.00	11.00
销量(万套)	252.84	504.87	546.74	700.00	770.00	770.00
销售均价(元/只)	9.63	6.72	6.14	6.40	6.20	6.20
收入	24.35	33.93	33.57	44.80	47.74	47.74
单位成本	11.34	5.25	5.37	5.70	5.60	5.60
成本	28.67	26.51	29.36	39.90	43.12	43.12
毛利率	-17.76%	21.88%	12.54%	10.94%	9.68%	9.68%

4. 其它

收入	71.84	68.23	72.02	80.00	90.00	100.00
成本	57.65	59.53	59.69	70.40	81.00	90.00
毛利率	19.75%	12.75%	17.12%	12.00%	10.00%	10.00%

合计收入	332.35	365.51	458.99	827.07	896.51	999.98
增长率		9.98%	25.57%	80.19%	8.40%	11.54%
合计成本	221.88	239.67	354.04	467.37	560.82	639.29
成本率		65.57%	77.13%	56.51%	62.56%	63.93%

来源：公司报告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	637	952	1318	1561	营业收入	459	827	897	1000
现金	492	562	901	1088	营业成本	351	508	561	639
应收账款	14	66	72	80	营业税金及	0	0	0	0
其它应收款	9	25	27	30	营业费用	15	25	27	30
预付账款	76	163	179	205	管理费用	36	50	52	58
存货	42	112	112	128	财务费用	14	14	11	10
其他	3	25	27	30	资产减值损	0	1	1	1
非流动资产	586	508	438	456	公允价值变	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	383	265	214	227	营业利润	42	230	245	261
无形资产	27	54	54	54	营业外收入	7	2	3	3
其他	176	190	170	175	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	1222	1460	1757	2017	利润总额	48	230	246	262
流动负债	250	290	340	338	所得税	0	0	0	1
短期借款	173	100	150	150	净利润	48	230	246	261
应付账款	33	61	67	77	少数股东损	0	1	1	1
其他	44	129	123	111	归属母公司	47	229	245	261
非流动负债	87	87	88	89	EBITDA	211	430	495	384
长期借款	80	80	80	80	EPS (元)	0.44	1.63	1.75	1.86
其他	7	7	8	9	主要财务比				
负债合计	337	377	428	427	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2	3	3	4	成长能力				
股本	108	140	140	140	营业收入	25.6%	80.2%	8.4%	11.5%
资本公积	582	550	550	550	营业利润	-46.7	446.1%	6.8%	6.4%
留存收益	193	390	635	896	归属于母公	-41.6	382.6%	7.1%	6.4%
归属母公司股东权	884	1080	1325	1586	获利能力				
负债和股东权益	1222	1460	1757	2017	毛利率	23.5%	38.6%	37.4%	36.1%
现金流量表					净利率	10.3%	27.7%	27.3%	26.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	5.4%	21.2%	18.5%	16.4%
经营活动现金流	113	225	491	358	ROIC	8.5%	30.9%	35.3%	35.2%
净利润	48	230	246	261	偿债能力				
折旧摊销	155	186	239	113	资产负债率	27.5%	25.8%	24.4%	21.2%
财务费用	14	14	11	10	净负债比率				
投资损失	0	0	0	0	流动比率	2.55	3.28	3.88	4.62
营运资金变动	-104	-203	-6	-28	速动比率	2.38	2.90	3.55	4.24
其它	0	-2	1	1	营运能力				
投资活动现金流	-259	-117	-179	-140	总资产周转	0.52	0.62	0.56	0.53
资本支出	259	82	170	130	应收账款周	34	20	13	13
长期投资	0	0	0	0	应付账款周	8.29	10.79	8.75	8.88
其他	0	-35	-9	-10	每股指标				
筹资活动现金流	590	-39	27	-30	每股收益(最	0.34	1.63	1.75	1.86
短期借款	103	-73	50	0	每股经营现	0.81	1.61	3.50	2.55
长期借款	-71	0	0	0	每股净资产	6.29	7.69	9.44	11.30
普通股增加	27	32	0	0	估值比率				
资本公积增加	578	-32	0	0	P/E	64.64	17.41	16.26	15.28
其他	-47	34	-23	-30	P/B	3.47	3.69	3.01	2.51
现金净增加额	445	70	339	187	EV/EBITDA	18	9	8	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

王义国: 中投证券研究所农业行业分析师, 4 年行业经历, 10 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 中粮屯河、好当家、新赛股份、东凌粮油、开创国际、山下湖、西王食品、雏鹰农牧等等

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434