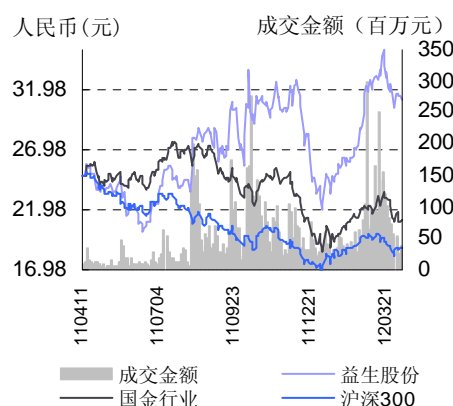


**益生股份 (002458.SZ)**
**肉禽鱼产品行业**
**评级: 持有 首次评级**
**公司研究**

市价(人民币): 31.15 元  
目标(人民币): 26.88-35.28 元

**长期竞争力评级: 高于行业均值**
**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	35.10
总市值(百万元)	4,373.46
年内股价最高最低(元)	35.31/20.15
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82


**快速切入产业链下游, 挖掘新的利润增长点**
**公司基本情况(人民币)**

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.439	1.667	1.675	1.923	2.588
每股净资产(元)	8.18	7.73	9.21	10.60	12.99
每股经营性现金流(元)	1.05	1.75	2.45	2.95	3.67
市盈率(倍)	86.47	14.42	18.60	16.20	12.04
行业优化市盈率(倍)	58.60	53.90	53.90	53.90	53.90
净利润增长率(%)	-41.55%	393.43%	0.47%	14.79%	34.62%
净资产收益率(%)	5.37%	21.56%	18.19%	18.14%	19.93%
总股本(百万股)	108.00	140.40	140.40	140.40	140.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- 公司是国内最大的父母代鸡苗生产商, 凭借优越的地理环境、高于行业平均 10% 的生产效率、以及规模化大客户和专业化技术服务等优势, 过去几年基本稳健成长的态势, 市场占有率逐步上升至 35% 以上。
- 公司正通过合资、参股等方式快速进入肉鸡产业链的下游环节以进一步扩大增长空间。(1) 从国际肉鸡行业来看, 产业链一体化及龙头规模化扩张是必然之趋势。下游优质企业进入祖代企业保证鸡苗质量, 上游企业进入集中度更低的下游。近两年来国内肉鸡巨头规模化扩张明显; (2) 由于祖代鸡苗行业集中度过高, 公司在该环节增长空间已经呈现边际递减之势。有鉴于此, 公司开始切入下游环节, 以扩大增长空间: 出资 30%, 与民和股份、六和集团等企业共同出资在安徽省萧县设立安徽益和种禽养殖有限公司, 建设 18 万套哈巴德祖代鸡项目; 在江苏省睢宁县投资建设 90 万套父母代肉种鸡项目, 年出栏约 7800 万羽商品肉鸡; 以参股方式对临沂市太合食品增资, 快速进入屠宰环节。
- 2013 年公司新增产能有望逐渐释放。(1) 募投项目预计 2013 年达产。90 万头父母代项目产能释放过半, 预计 2013 年全部达产; (2) 异地新合作项目预计 2013 年投产。公司 2011 年底附近启动了在安徽、江苏等华东地区的项目, 预计 2013 年左右开始释放产能。

**盈利预测、估值及投资建议**

- 盈利预测。我们预计 2012-2014 年净利润分别为 235.15 百万元、269.92 百万元和 363.38 百万元, 同比分别增长 0.47%、14.79% 和 34.62%, EPS 分别为 1.68 元、1.92 元和 2.59 元。
- 投资建议。A 股目前主要畜禽养殖类上市公司平均估值水平为 21x12PE, 结合 2012-13 年的行业周期性影响, 我们给予公司 16-21x12PE 的估值水平, 目标价 26.88-35.28 元, 首次给予“持有”的投资评级。

**风险**

- 商品代鸡苗价格处于低位的风险; 发生大规模鸡疫病的风险; 玉米、豆粕等饲料原料价格大幅上涨风险。

**陈振志** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030027  
(8621)61038213  
chenzhzh@gjzq.com.cn

**虞秀兰** 联系人  
(8621)61038294  
yuxl@gjzq.com.cn

## 内容目录

<b>公司盈利预测、估值及投资评级 .....</b>	<b>3</b>
盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 1.68 元、1.92 元和 2.59 元 .....	3
估值与投资建议：目标价 26.88-35.28 元，建议持有 .....	3
<b>公司概况：国内父母代鸡苗行业的龙头企业 .....</b>	<b>4</b>
<b>肉鸡产业链：规模化和一体化齐头并进 .....</b>	<b>4</b>
金字塔结构，产业链延伸是趋势 .....	4
龙头各地扩张，市占率加速提升 .....	6
父母代鸡苗环节：集中度缓慢提升的整合后期 .....	7
<b>公司站稳父母代鸡苗龙头地位，并向下游积极拓展 .....</b>	<b>9</b>
公司父母代龙头地位稳固 .....	9
依靠品质和合作，大力开拓下游 .....	10
<b>2013 年公司新增产能有望逐渐释放 .....</b>	<b>11</b>
2013 年异地项目逐渐投产 .....	11
其他业务自然增长 .....	12
<b>风险提示 .....</b>	<b>13</b>
<b>附录：三张报表预测摘要 .....</b>	<b>14</b>

## 公司盈利预测、估值及投资评级

盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 1.68 元、1.92 元和 2.59 元

- 根据猪肉和禽肉的价格周期和相关性，我们假设 2012-13 年父母代及商品代鸡苗价格均有所调整。
  - 假设 2012-2014 年父母代肉种雏鸡价格涨幅分别为 -7%、0% 和 10%。公司父母代肉鸡雏鸡销量增量均为 8%。
  - 假设 2012-2014 年商品代肉种雏鸡价格涨幅分别为 -3%、0% 和 8%。公司父母代肉鸡雏鸡销量增量依次为 40%、30% 和 30%。
  - 假设 2012-2014 年父母代蛋种雏鸡价格涨幅分别为 -5%、0% 和 10%。公司父母代蛋雏鸡销量增速年均为 5%。

图表1：主营业务盈利预测

父母代肉种雏鸡	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
平均售价（元/套）	16.3	19.6	16.6	10.5	22.6	21.0	21.0	23.1
增长率（YOY）		20.42%	-15.32%	-36.79%	115.65%	-7%	0%	10%
销售数量（万套）	752	933	1223	1649	1665	1798	1942	2097
增长率（YOY）		24.03%	31.08%	34.90%	0.95%	8%	8%	8%
销售收入（万元）	12228	18261	20266	17285	37629	37795	40818	48492
增长率（YOY）		49.34%	10.98%	-14.71%	117.70%	0%	8%	19%
毛利率	41%	45%	46%	31.4%	47.0%	44.0%	44.0%	45.0%
毛利润	4955	8298	9225	5430	17686	16630	17960	21821
商品肉雏鸡	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
平均售价（元/只）	2.08	2.33	1.95	2.55	3.5	3.4	3.4	3.7
增长率（YOY）		12.02%	-16.31%	30.77%	37.25%	-3%	0%	8%
销售数量（万只）	1,722	2,299	3,111	7,081	5879	8231	10700	13911
增长率（YOY）		33.48%	35.32%	127.62%	-16.96%	40%	30%	30%
销售收入（万元）	3586	5354	6064	18055	20578	27945	36328	51005
增长率（YOY）		49.31%	13.27%	197.76%	13.97%	36%	30%	40%
毛利率	33.6%	30.4%	24.2%	20.0%	41.0%	37.0%	38.0%	39.0%
毛利润	1205	1828	1746	3611	8437	10340	13805	19892
父母代蛋种雏鸡	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
平均售价（元/套）	6.68	9.63	6.72	6.14	7.98	7.58	7.58	8.34
增长率（YOY）		44%	-30%	-9%	30%	-5%	0%	10%
销售数量（万套）	197	253	505	547	506	531	558	586
增长率（YOY）		28%	100%	8.3%	-7.5%	5%	5%	5%
销售收入（万元）	1316	2435	3393	3357	4039	4029	4230	4886
增长率（YOY）		85%	39%	-1%	20%	0%	5%	16%
毛利率	-72.5%	-20.2%	21.9%	15.0%	20.0%	19.0%	18.0%	19.0%
毛利润	-954	-492	742	504	808	765	761	928

来源：公司公告、国金证券研究所

- 盈利预测结果：2012-2014 年 EPS 为 1.68 元、1.92 元和 2.59 元。
  - 我们预计 2012-2014 年主营收入分别为 830.81 百万元、933.58 百万元和 1187.61 百万元，同比增长 7.84%、12.37% 和 27.21%。
  - 预测未来三年净利润分别为 235.15 百万元、269.92 百万元和 363.38 百万元，同比分别增长 0.47%、14.79% 和 34.62%，EPS 分别为 1.68 元、1.92 元和 2.59 元。

估值与投资建议：目标价 26.88-35.28 元，建议持有

- A 股目前主要畜禽养殖类上市公司平均估值水平为 21×12PE，结合 2012-13 年的行业周期性影响，我们给予公司 16-21×12PE 的估值水平，目标价 26.88-35.28 元，首次给予“持有”的投资评级。

图表2: 可比公司估值水平

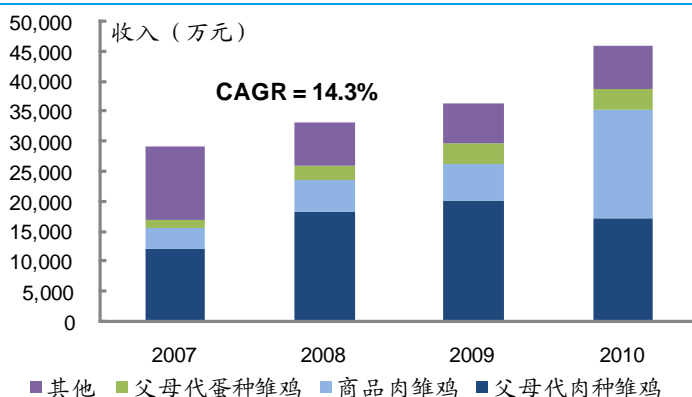
证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价	EPS		PE	
					2011E	2012E	2011E	2012E
002321	华英农业	23.23	16.27	15.80	0.58	0.79	27.24	20.00
002299	圣农发展	130.44	40.45	14.32	0.51	0.72	28.08	19.89
002234	民和股份	46.50	19.71	30.79	1.24	1.21	24.83	25.45
002477	雏鹰农牧	89.36	37.98	33.47	1.61	1.76	20.79	19.02
						平均	25.23	21.09

来源: 聚源一致预期、国金证券研究所

## 公司概况: 国内父母代鸡苗行业的龙头企业

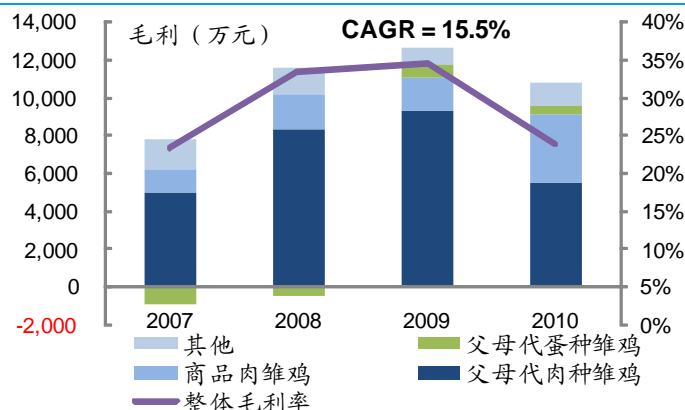
- 公司地处山东烟台市, 主营父母代鸡苗和商品代鸡苗等动物种苗的生产销售。公司为国内最大的父母代鸡苗生产商, 市场占有率高达 35% 以上。
- 公司在 2010 年共进口祖代肉鸡苗 33.5 万套, 2011 年销售父母代肉种雏鸡 1665.00 万套、父母代蛋种雏鸡 506.18 万套、商品雏鸡 5879.37 万只, 实现销售收入 7.70 亿元。从过去几年来看, 父母代肉种雏鸡和商品雏鸡为公司的主要盈利来源, 分别占毛利润的 50%-73% 和 14%-34%。
- 截止 2011 年底, 公司的控股股东和实际控制人为曹积生, 持股比例为 51.46%。

图表3: 公司收入主要来自于父母代和商品代肉鸡苗



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表4: 公司毛利率有一定的波动性



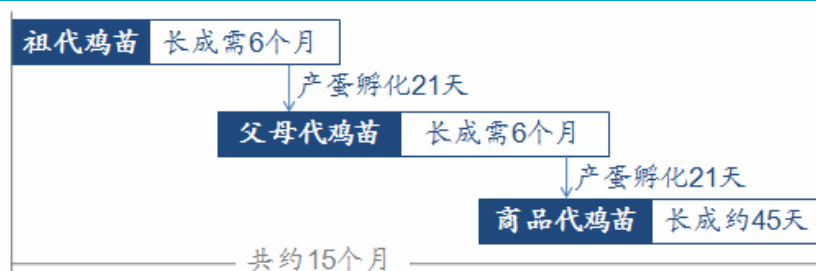
## 肉鸡产业链: 规模化和一体化齐头并进

### 金字塔结构, 产业链延伸是趋势

- 目前国内白羽肉鸡祖代鸡苗从国外引进, 鸡肉产业链主要包括父母代鸡苗孵化、商品代鸡苗孵化、肉鸡养殖与屠宰、深加工等环节。
- 每套祖代肉种鸡可生产约 50 套父母代肉种鸡, 每套父母代鸡苗可生产约 130 只商品肉鸡, 每只商品肉鸡需 45 天左右可长成重达 2.5 千克的成鸡, 屠宰后转化率约为 85%。据此计算, 一套祖代肉种鸡最终可以提供约 15.5 吨的鸡肉产品。
- 2009 年, 我国进口约 93.6 万套祖代肉鸡鸡苗, 产出约 4600 万套父母代鸡苗, 60 亿只商品代鸡苗, 最终鸡肉产量约为 1370 万吨。
- 产业链从上游到下游各环节规模呈金字塔型结构。

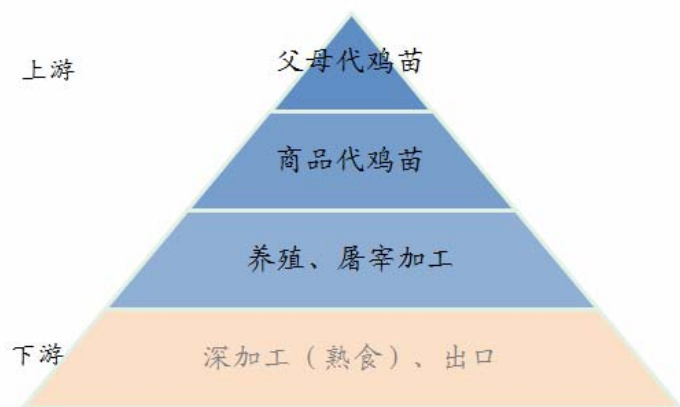
- 我们测算目前父母代鸡苗、商品代鸡苗和养殖环节市场规模约为 7.6、120 和 1400 亿元，从上游到下游呈巨大的扩张趋势。
- 目前熟食和深加工比例不足 5%，远低于国际肉鸡大国的比例，有良好的发展空间，但国内尚未形成广泛认可的大品牌。
- 大型肉鸡企业向产业链两端延伸是趋势。
  - 从市场集中度看，上游规模小、集中度较高，而下游的规模大且集中度低。因此往下游扩张是大型鸡苗公司的必然趋势。
  - 从疫病防治角度考虑，一些大型实力强的养殖企业意欲向上游的祖代和父母代扩张，例如圣农发展，但具有一定的技术壁垒。
  - 此外，产业链一体化有助于节约成本，减缓单个环节产品价格波动的冲击，但其对多个环节的管理能力要求价高，且占用资金较高。

图表5：白羽肉鸡生长周期



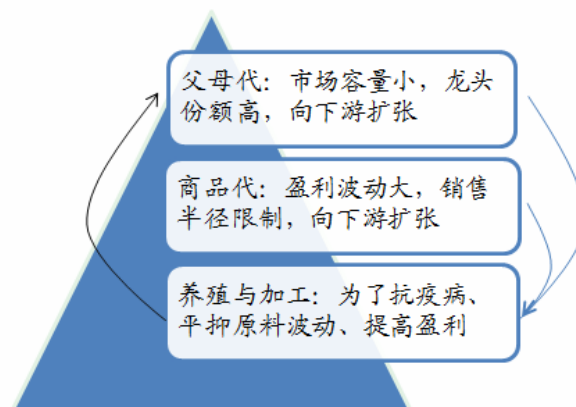
来源：国金证券研究所

图表6：肉鸡产业链规模呈金字塔状



来源：国金证券研究所

图表7：产业链延伸将是趋势



**图表8：白羽肉鸡产业链：商品代鸡苗的集中度远低于父母代鸡苗**

	目前规模	单价	市场规模 (亿元)	市场集中度	壁垒	龙头企业
父母代	4600万套	16.5元/套	7.6	CR5约85%	政府牌照、品牌等	益生
商品代鸡苗	60亿只	2元/羽	120	CR1<3%；出栏1万只以下的占比小于25%	品牌、孵化技术等	民和、六和
养殖和屠宰	1370万吨	1万元/吨	1370	CR5约10%	资金、养殖技术、卫生	六和、圣农
深加工	80万吨	高于鲜肉	测算大于200	-	品牌、渠道	-

来源：Wind、国金证券研究所

### 龙头各地扩张，市占率加速提升

- 目前商品代鸡苗、下游养殖的集中度较低，整合空间大。2010 年前十大肉鸡厂商产量占全国总产量的 12.07%，前五家肉鸡苗生产企业总的市场份额仅有 9.61%。
- 2010 年以来，行业进入集中度加速提升时期。饲料龙头、屠宰龙头、外资龙头通过合资纷纷大规模扩张，5000 万只以上的产能建设项目在华北、华东、东北各地开工。
- 从国外经验来看，我们认为肉鸡养殖的行业集中度提升是必然过程。美国与泰国的肉鸡养殖较发达，最终将形成几大巨头标准化工业养殖的状态。
- 目前鸡苗价格波动大，价格极低时中小企业退出，有利于行业加速整合。
  - 鸡苗价格波动大，尤其是商品代鸡苗。从理论上来看，父母代鸡苗需求由商品代鸡苗决定，商品代鸡苗需求由鸡肉需求拉动，根据替代效应鸡肉需求与猪价正相关，因此鸡苗需求与猪肉具有一定的正相关性。此外，短期需求因素还包括小规模养殖的农户频繁进出养殖环节。
  - 根据历史四年的鸡苗价格走势来看，虽然数月内波动大，但长期走势与猪肉价格波动接近。因此我们推测今年鸡苗价格将比去年承受更多的压力。
- 从国际肉鸡大国美国、巴西和泰国的经验来看，我们认为规模化和一体化是其共同特征。而严格的品质要求和标准化管理是出口的必经之路。

**图表9：2010 年以来各大巨头大量扩建 肉鸡养殖与加工项目**

	商品代鸡苗	养殖	屠宰
益生股份	山东与江苏共新增1.6亿只		
民和股份		山东新增4500万只	山东新增3600万只
圣农发展	福建外县扩张1亿只，从鸡苗孵化到屠宰销售		
六和集团	山东省6000万只鸡苗		
2010年其他主要项目	九牧食品5000万养殖项目；双汇与日本合资5000万只养殖加工项目；河北先正年屠宰6000万只项目；中红三融1亿只一体化项目；宝迪5000万只屠宰深加工项目等		
2011年其他主要项目	美国嘉吉在安徽省6480 万只项目；冠卓在河北5000万只项目；福喜(威海)7500万只项目；江西正邦屠宰6000万只项目；山西粟海饲养1.2亿只项目等		

来源：博亚和讯、国金证券研究所

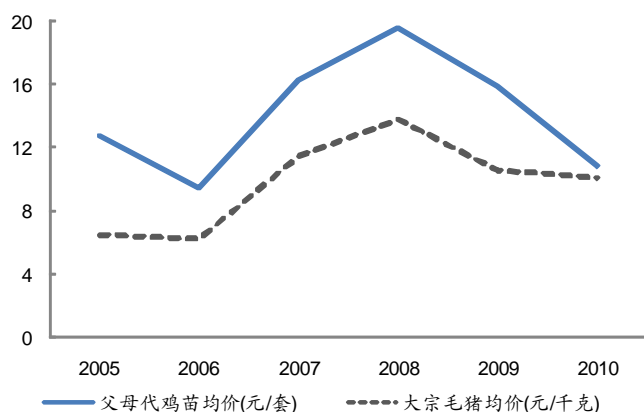


图表10：世界主要养鸡国家对比

	集中度	合同养殖比例	销售	出口	特征	优势
美国	CR4接近一半	占九成	整鸡销售小于15%	第一大出口国	侧重屠宰/流通环节；半成品最受欢迎；企业追求高效	集中度高；现代化水平高
泰国	集中度高高于中国	占一半	以出口为目标，集中在港口城市	第四大出口国；出口严格管理	饲料、屠宰龙头企业进入后易成为龙头；	品质管理严格，政府和协会支持，分产品出口到不同地区
巴西	-	-	60%通过超市	第二大出口国；主要面向欧洲，但配额不够，转向亚洲	起步晚发展快；没有受到禽流感影响	饲料和人工成本低；出口加工鸡肉为主
中国	CR10不足15%	-	整鸡销售比例较大	受禽流感影响，出口被限制	第二大生产国；疫病和食品安全管理不足；	人工成本较低

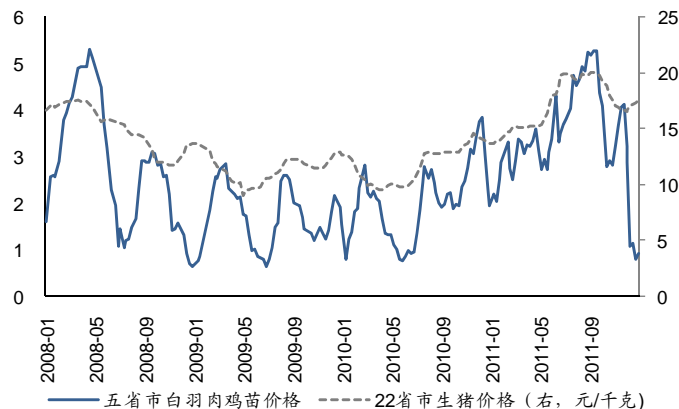
来源：国金证券研究所

图表11：父母代鸡苗年均价与猪肉年均价相关性较强

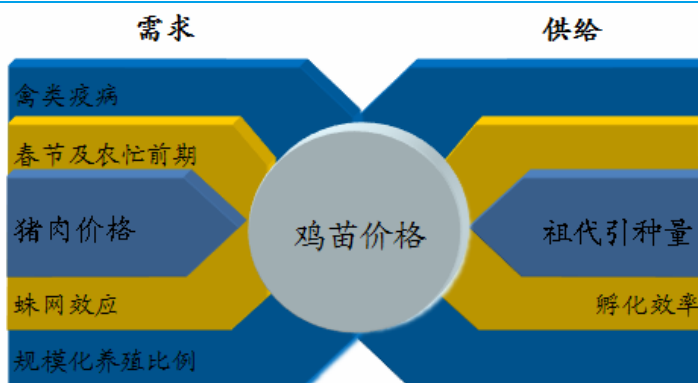


来源：神农网、国金证券研究所

图表12：商品代鸡苗价格均价与生猪价格相关性较强



图表13：鸡苗价格波动因素分析



来源：国金证券研究所

#### 父母代鸡苗环节：集中度缓慢提升的整合后期

- 我国白羽肉鸡占肉鸡产量 70%以上，白羽肉鸡的祖代全部是从国外引进的品种，黄羽肉鸡主要是由我国地方有色羽鸡种与引进品种杂交选育而成。目前我国白羽肉鸡主要为艾拔益加（AA）、罗斯、艾维茵等品种。

■ 父母代鸡苗的供需关系逐渐理性，有助于减少价格波动。

- 父母代鸡苗的需求增长主要来自于肉鸡存栏量规模扩大。受快餐饮食习惯等因素，鸡肉需求正逐步发展。据 FAO 统计 2010 年我国肉鸡产量为 81.6 亿羽，近五年复合增速约为 2.4%。
- 由于祖代鸡苗进口后约 6 个月才能产蛋，我们粗略的以（上一年进口套数+当年进口套数）/2 × 125 × 50 套计算发现，我国鸡苗供需状态逐渐由供给过剩转为紧平衡。

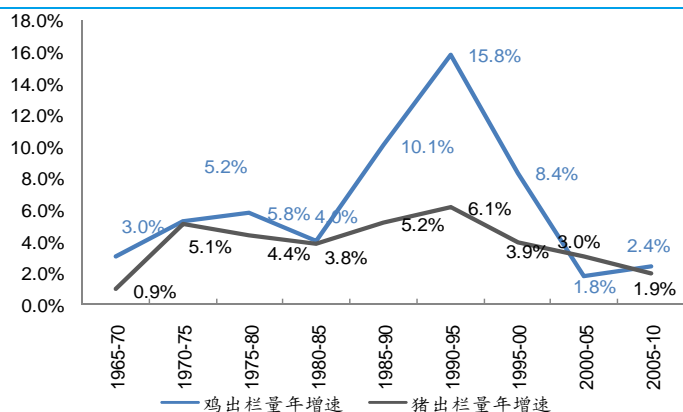
■ 目前父母代鸡苗行业已进入后期整合阶段，呈寡头竞争状态。我们判断其集中度将缓慢提升。

- 该行业已发展至成熟阶段，政府批准的业内企业已由 1994 年的 40 家整合至 2011 年的 12 家。
- 肉种鸡市场的竞争主要体现在五个方面：雏鸡质量、供种能力、技术服务水平、信誉度和价格。能够生产和提供健康的、高质量的父母代雏鸡是最大的竞争优势。
- 目前祖代肉种鸡引种量集中在少数企业手中，排名前 5 位占全国的比例大于 85%。随着工业化程度的不断提高，肉鸡行业已逐步向规模化方向发展，家禽养殖业的发展已快速转向现代化、规模化、标准化，规模化家禽养殖企业之间的竞争已成为主流。

■ 下游进入父母代鸡苗行业的壁垒和难度较大。

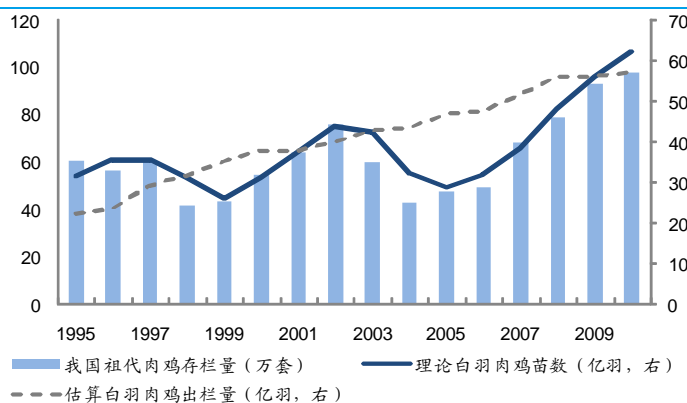
- **经营许可壁垒。**自 2006 年起，相关企业需获得种畜禽生产经营许可证，并对种畜禽的品种、技术力量、繁育设施设备等方面有所要求。
- **质量与品牌壁垒。**从购进父母代肉鸡苗到完成所有商品代肉鸡苗的销售，整个生产过程共需要 72 周。父母代鸡苗质量直接影响了一年多的经营风险，因此下游客户更偏好选择质量好与信誉好的大型品牌。
- **养殖与孵化技术壁垒。**对于市场关注的商品代鸡苗生产商进入上游的问题，我们认为祖代鸡的养殖与孵化技术更复杂，初期壁垒较高。
- **规模壁垒。**大型商品代鸡苗孵化公司与肉鸡养殖公司类似，对于养殖的父母代鸡苗要求是“全进全出”，同批次一次性规模要求较大，即对祖代鸡存栏量要求规模较大。这是小型父母代鸡苗公司无法拥有大型商品代鸡苗孵化客户的最主要原因之一。

图表14：我国鸡肉行业进入了稳步增长阶段



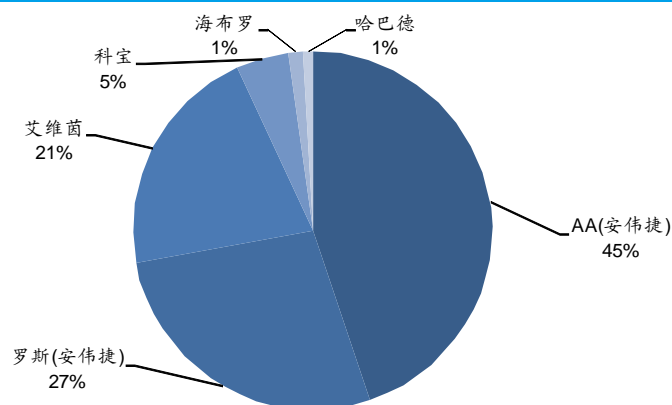
来源：FAO、国金证券研究所

图表15：祖代白羽鸡苗供给围绕需求的波动性较大



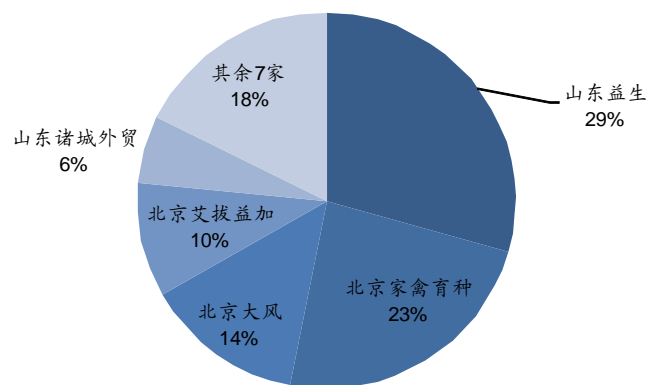


图表16：2007年我国祖代肉鸡引种品种分布



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表17：2009年父母代鸡苗CR5>82%，呈寡头垄断

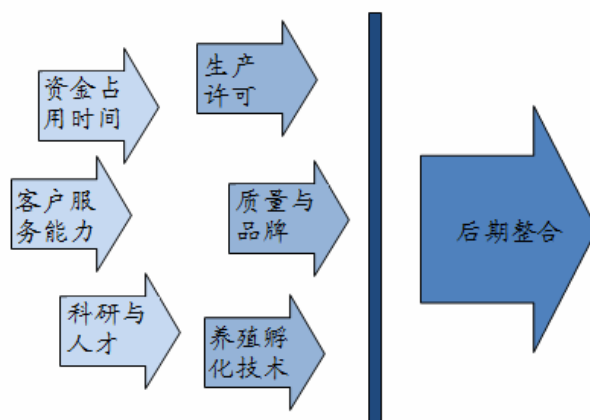


图表18：鸡苗产品的五大关键



来源：国金证券研究所

图表19：父母代鸡苗行业的主要进入壁垒



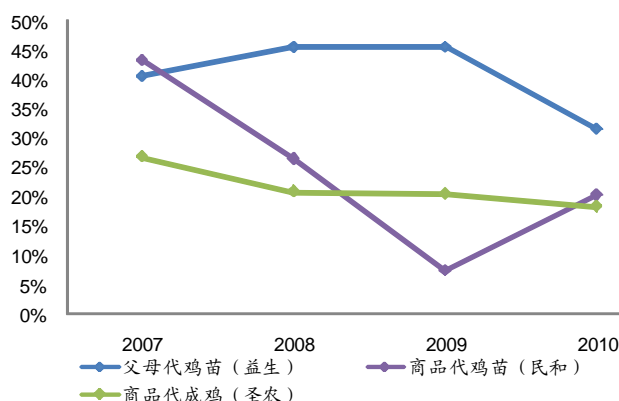
## 公司站稳父母代鸡苗龙头地位，并向下游积极拓展

### 公司父母代龙头地位稳固

- **品种最多，规模最大。**公司是唯一从AA+与罗斯308两个国内市场份额最大的祖代鸡品种进口的公司，2012年祖代新项目又将进口哈巴德品种。公司2009年祖代肉种鸡进口量27.55万套，占当年全国祖代肉种鸡更换量的29.43%，连续三年排名第一。
- **对上游的议价能力较强。**公司是艾伟杰公司在亚洲最大客户，每套祖代鸡进口价约为25美元/套，低于欧美/台湾等地区客户要价。在人民币对美元持续升值的情况下，安伟捷的祖代鸡产品的市场价格多次上调，而其对益生的美元销售单价仍然维持不变。后续进口哈巴德品种，将进一步提高议价能力。
- **同批次供种能力强。**公司种鸡单周可一次性供种约29万套。
- **生产效率高，产品质量优。**养殖管理和疫病控制优势。孵化、喂养和防疫等都是保证祖代种鸡生产健康和产品质量的关键技术。

- 公司位于我国 5 个无规定动物疫病示范区之一的胶东半岛，有助于减缓畜禽疫病的传播。此外，暖温带大陆性季风气候使得气候温和，为种鸡饲养提供了理想的气候环境。
- 公司每套祖代鸡可生产父母代 55 套，高于行业 45-50 套的水平，生产效率提高 10%。
- 公司重视产品质量，将生产、免疫及运输等各环节放在质量控制第一位。此外，公司是唯一进口红外断喙设备的公司，相比电断喙的方式减少了鸡苗应激和死亡率。
- **基于技术的客户服务优势。**公司专设技术服务部，指导客户选址建场，直接与客户鸡场人员一起参与育雏的全程服务。公司获得了下游六和、民和、九联等客户的“年度最佳种鸡供应商”认可。
- **纵向对比：**父母代鸡苗毛利率高于商品代鸡苗和商品代成鸡养殖，且波动性较小，在 CPI 下行年份有助于保持盈利的稳定性。
- **横向对比：**公司在地理条件、品种与规模、等方面优于行业第二大企业北京家禽种业有限公司。

图表20： 父母代鸡苗盈利能力高于下游企业



来源：公司年报、国金证券研究所

图表21： 父母代鸡苗生产龙头对比

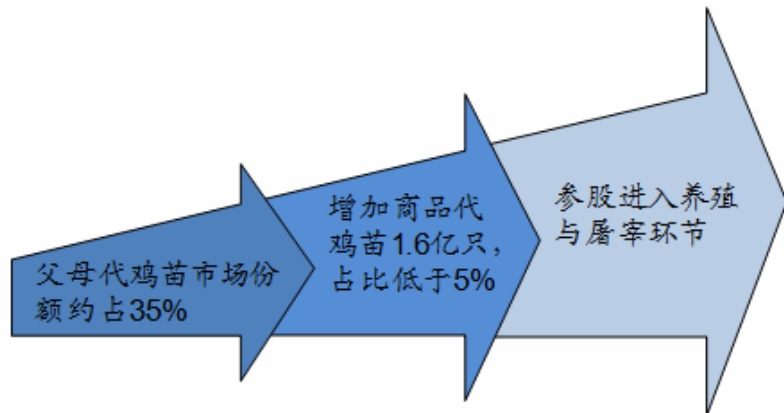
	成立时间	主要股东	主要品种	产能
益生股份	1997	国内独资	AA+、罗斯308	2010年产父母代1600多万套，商品代鸡苗7000多万只
北京家禽育种	1986	北京市大发畜产公司、泰国正大集团	科宝	年产父母代种雏1000多万套、商品代鸡苗1500万只
北京大风	2002	国内独资	罗斯308	祖代种鸡年引种约22万套

### 依靠品质和合作，大力开拓下游

- **公司依靠多年品牌信誉和产品品质开拓商品代鸡苗市场。**公司直接从进口祖代孵化，优质父母代生产出优质商品代鸡苗，长期以来公司在父母代鸡苗产品中积累的品牌和信誉有助于对市场开拓。
  - 公司在募投项目中扩产的 90 万头父母代种鸡项目，其生产的商品代鸡苗受到福喜（威海）的认可。福喜（威海）是由肯德基全球供货商福喜与当地华隆畜牧的合资公司，2012 年肉鸡出栏有望过亿只。
  - 此外公司还在异地扩张，在江苏省睢宁县投资 7800 万套项目，有利于开拓华东区市场。
  - 基于产品质量的稳定可靠，公司商品代鸡苗定价高于市场均价 0.2 元左右。销售方面，采用直销与经销商销售相结合的方式。
- **公司通过参股方式快速进入屠宰环节。**2012年3月，公司公告对临沂市太合食品增资4320万元，占太合食品增资后注册资本的10.53%。
  - 太和食品为山东省肉类食品行业 50 强企业，集肉鸡与肉鸭加工、肉鸡养殖、饲料加工为一体，日加工肉鸡约 20 万只。

- 参股屠宰对于目前公司来说一举多得：参股方式得以快速进入屠宰行业，有效减弱产业链波动；与龙头合作风险较小，避免了直接管理的经营风险；与下游的合作有助于拉动上游产品的销售。

图表22：公司逐步进入下游，延伸产业链



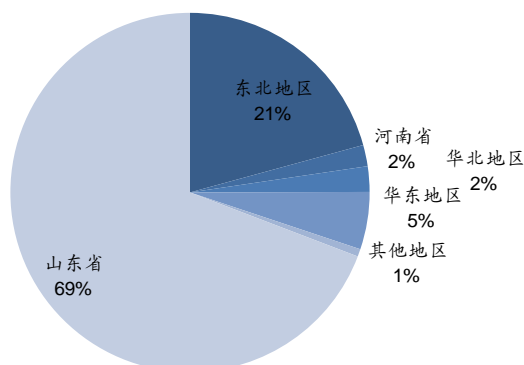
来源：公司公告、国金证券研究所

## 2013 年公司新增产能有望逐渐释放

### 2013 年异地项目逐渐投产

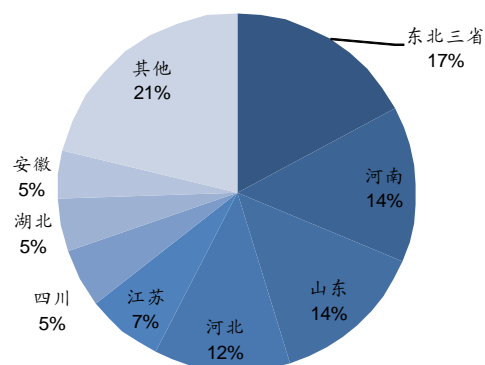
- **近期增长：本地募投项目有望2013年达产。**公司2010年募投项目全部用于建设90 万套父母代肉鸡鸡场建设和4.6万套祖代肉种鸡场建设项目。
  - 4.6 万套祖代肉种鸡场已建成，公司父母代总产能将接近 2000 万套。
  - 90 万套父母代项目产能释放过半，有望 2013 年全部达产，届时每年可提供约 8000 万只商品肉鸡。
- **远期增长：异地新合作项目预计2013年投产。**公司2011年底附近启动了在安徽、江苏等华东地区的项目，预计2013年左右开始逐渐释放产能。
  - 目前公司在山东省收入占比高达 69%，而在华东地区销售收入较少。华东地区作为主要禽蛋产区之一具有较好的扩张空间。
  - 公司出资 30%，与民和股份、六和集团共同出资在安徽省萧县设立安徽民益和种禽养殖有限公司，建设 18 万套哈巴德祖代鸡项目，将使得公司与民和、六和利益绑定更紧密，同时也使得产品销路有所保障。
  - 公司向江苏省睢宁县投资约 3.25 亿元，建设 90 万套父母代肉种鸡项目，年出栏约 7800 万羽商品肉鸡。

图表23: 2010年公司收入地区分布

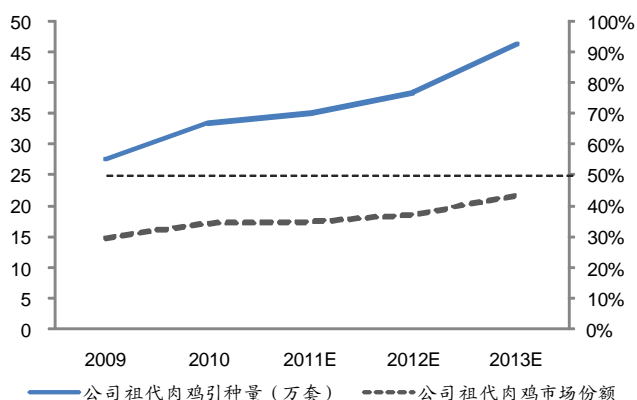


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表24: 全国禽蛋产量各省分布

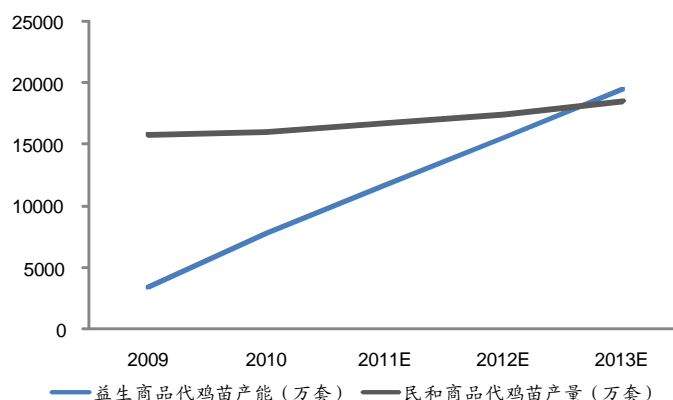


图表25: 父母代肉鸡鸡苗产能增长及市场份额



来源: 国金证券研究所

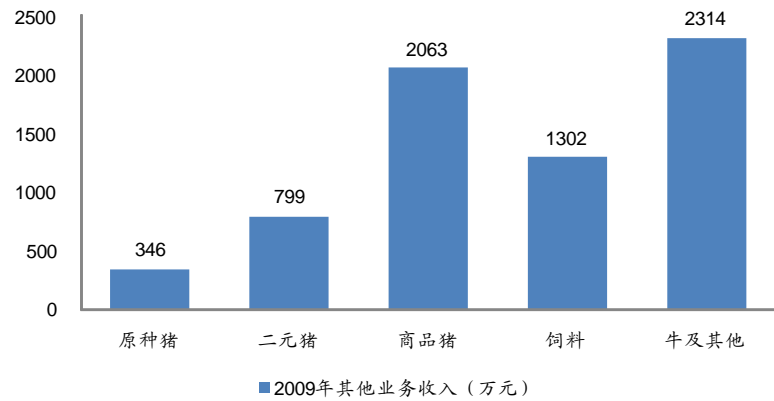
图表26: 益生商品代鸡苗扩张速度快



### 其他业务自然增长

- 蛋鸡父母代鸡苗行业短期较难改善, 公司维持市场进口引种粮第一。蛋鸡父母代鸡苗行业处于逐步整合阶段, 有望缓慢改善盈利。公司仍将继续保持国内种鸡进口量第一的地位, 2010年公司进口祖代蛋种鸡9.6万套。
- 其他动物良种等收入也将平稳增长。公司从事种猪、牛及乳品还有饲料等业务的收入, 2009年收入约为6823万元, 毛利率约为12.7%。

图表27: 2009年公司其他业务收入, 毛利率约12.7%



来源: 招股说明书、国金证券研究所

### 风险提示

- 商品代鸡苗价格处于低位的风险。由于龙头企业大规模扩大鸡苗产能, 若叠加猪肉急速下跌的风险, 鸡苗价格将处低位。
- 发生大规模鸡疫病的风险。随着我国动物防疫力度加强和防疫水平提高, 疫病在小范围时即被控制, 且禽类疫病控制难度低于猪疫病。
- 玉米、豆粕等饲料原料价格大幅上涨风险。



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>365</b>	<b>459</b>	<b>770</b>	<b>831</b>	<b>934</b>	<b>1,188</b>
增长率		25.6%	67.8%	7.8%	12.4%	27.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>-240</b>	<b>-351</b>	<b>-461</b>	<b>-523</b>	<b>-581</b>	<b>-726</b>
%销售收入	65.6%	76.5%	59.8%	62.9%	62.3%	61.2%
<b>毛利</b>	<b>126</b>	<b>108</b>	<b>310</b>	<b>308</b>	<b>352</b>	<b>461</b>
%销售收入	34.4%	23.5%	40.2%	37.1%	37.7%	38.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>营业费用</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-21</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>	<b>-29</b>
%销售收入	4.2%	3.3%	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%
<b>管理费用</b>	<b>-21</b>	<b>-36</b>	<b>-46</b>	<b>-50</b>	<b>-55</b>	<b>-65</b>
%销售收入	5.7%	7.8%	6.0%	6.0%	5.9%	5.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>90</b>	<b>56</b>	<b>242</b>	<b>233</b>	<b>271</b>	<b>364</b>
%销售收入	24.5%	12.3%	31.4%	28.1%	29.0%	30.6%
<b>财务费用</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-8</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>
%销售收入	2.7%	3.1%	0.98%	0.29%	0.6%	0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>79</b>	<b>42</b>	<b>234</b>	<b>231</b>	<b>265</b>	<b>358</b>
营业利润率	21.6%	9.2%	30.4%	27.8%	28.4%	30.2%
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>税前利润</b>	<b>81</b>	<b>48</b>	<b>234</b>	<b>236</b>	<b>271</b>	<b>364</b>
利润率	22.1%	10.4%	30.4%	28.4%	29.0%	30.7%
<b>所得税</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
所得税率	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>净利润</b>	<b>81</b>	<b>48</b>	<b>234</b>	<b>235</b>	<b>270</b>	<b>364</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>81</b>	<b>47</b>	<b>234</b>	<b>235</b>	<b>270</b>	<b>363</b>
净利率	22.2%	10.3%	30.4%	28.3%	28.9%	30.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>81</b>	<b>48</b>	<b>234</b>	<b>235</b>	<b>270</b>	<b>364</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>92</b>	<b>155</b>	<b>37</b>	<b>131</b>	<b>151</b>	<b>171</b>
<b>非经营收益</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-77</b>	<b>-104</b>	<b>-37</b>	<b>-20</b>	<b>-10</b>	<b>-25</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>106</b>	<b>113</b>	<b>246</b>	<b>344</b>	<b>415</b>	<b>515</b>
<b>资本开支</b>	<b>-170</b>	<b>-259</b>	<b>-160</b>	<b>-150</b>	<b>-124</b>	<b>-124</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-170</b>	<b>-259</b>	<b>-160</b>	<b>-151</b>	<b>-124</b>	<b>-124</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>611</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-46</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>113</b>	<b>-1</b>	<b>-173</b>	<b>49</b>	<b>-8</b>	<b>48</b>
<b>其他</b>	<b>-26</b>	<b>-20</b>	<b>-43</b>	<b>-5</b>	<b>-37</b>	<b>-39</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>87</b>	<b>590</b>	<b>-216</b>	<b>44</b>	<b>-91</b>	<b>9</b>
<b>现金净流量</b>	<b>24</b>	<b>445</b>	<b>-129</b>	<b>237</b>	<b>200</b>	<b>400</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>47</b>	<b>492</b>	<b>363</b>	<b>600</b>	<b>800</b>	<b>1,200</b>
<b>应收款项</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>69</b>
<b>存货</b>	<b>30</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>50</b>	<b>56</b>	<b>70</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>41</b>	<b>76</b>	<b>49</b>	<b>107</b>	<b>118</b>	<b>147</b>
<b>流动资产</b>	<b>139</b>	<b>637</b>	<b>517</b>	<b>805</b>	<b>1,028</b>	<b>1,486</b>
%总资产	25.6%	52.1%	40.7%	50.8%	57.6%	67.5%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>373</b>	<b>552</b>	<b>716</b>	<b>737</b>	<b>708</b>	<b>658</b>
%总资产	68.4%	45.1%	56.3%	46.5%	39.6%	29.9%
<b>无形资产</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>48</b>	<b>57</b>
<b>非流动资产</b>	<b>406</b>	<b>586</b>	<b>754</b>	<b>779</b>	<b>758</b>	<b>717</b>
%总资产	74.4%	47.9%	59.3%	49.2%	42.4%	32.5%
<b>资产总计</b>	<b>545</b>	<b>1,222</b>	<b>1,271</b>	<b>1,584</b>	<b>1,786</b>	<b>2,202</b>
<b>短期借款</b>	<b>82</b>	<b>175</b>	<b>80</b>	<b>145</b>	<b>137</b>	<b>185</b>
<b>应付款项</b>	<b>64</b>	<b>53</b>	<b>64</b>	<b>89</b>	<b>99</b>	<b>124</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>11</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>66</b>
<b>流动负债</b>	<b>157</b>	<b>250</b>	<b>167</b>	<b>290</b>	<b>295</b>	<b>376</b>
<b>长期贷款</b>	<b>151</b>	<b>80</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>313</b>	<b>337</b>	<b>184</b>	<b>290</b>	<b>295</b>	<b>376</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>231</b>	<b>884</b>	<b>1,085</b>	<b>1,293</b>	<b>1,488</b>	<b>1,824</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>545</b>	<b>1,222</b>	<b>1,271</b>	<b>1,584</b>	<b>1,786</b>	<b>2,202</b>

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.002	0.439	1.667	1.675	1.923	2.588
每股净资产	2.851	8.183	7.731	9.206	10.601	12.989
每股经营现金净流	1.314	1.048	1.753	2.453	2.954	3.666
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.200	0.200	0.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	35.15%	5.37%	21.56%	18.19%	18.14%	19.93%
总资产收益率	14.88%	3.88%	18.41%	14.84%	15.12%	16.50%
投入资本收益率	19.23%	4.93%	20.72%	16.16%	16.61%	18.05%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.97%	25.59%	67.84%	7.84%	12.37%	27.21%
EBIT增长率	18.89%	-37.12%	329.44%	-3.69%	16.19%	34.31%
净利润增长率	14.47%	-41.55%	393.43%	0.47%	14.79%	34.62%
总资产增长率	54.81%	124.17%	4.00%	24.63%	12.72%	23.33%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	10.7	10.0	7.9	10.5	10.5	10.5
存货周转天数	41.5	37.3	39.8	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	61.2	44.0	33.1	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	322.1	403.3	283.6	249.9	202.9	138.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	79.75%	-26.82%	-26.02%	-35.11%	-44.44%	-55.55%
EBIT利息保障倍数	9.2	4.0	31.9	98.4	46.8	64.9
资产负债率	57.34%	27.53%	14.45%	18.28%	16.51%	17.07%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	4	5	12
买入	0	5	9	9	22
持有	0	1	2	2	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.91	1.87	1.83

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券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, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B