

证券研究报告

公司研究——季报点评

益生股份（002458.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：持有，2013.03.21

康敬东 行业分析师

执业编号：S1500510120009

联系电话：+86 10 63081261

邮箱：kangjingdong@cindasc.com

相关研究

《行业复苏阻力犹在》2013.03

《父母代鸡苗价格年底或将回暖》

2012.10

《行业低迷 业绩承压》2012.08

《鸡业新贵 快速崛起》2011.08

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

鸡业前景堪忧 去库存路漫漫

2013 年 10 月 29 日

事件：近期益生股份发布三季度报告，我们点评如下。

点评：

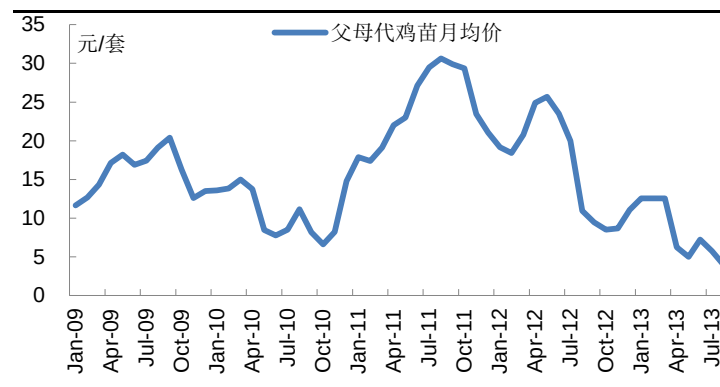
- **公司业绩大幅滑坡。**今年前三季度公司实现收入 3.92 亿元，较去年同期下降 15.68%；主营业务利润亏损 1.06 亿元，较去年同期下降 2.03 亿，归属母公司净利润亏损 1.47 亿元，较去年同期下降 1.89 亿元。上市以来首度亏损，经营活动产生的现金流量-1308 万元，较去年同期下降 1.39 亿元。公司预计 2013 年亏损 1.7~2 亿元，相当于 EPS 亏损 6~7 毛。
- **鸡苗价格惨跌。**今年 8 月国内父母代白羽鸡苗月均价格仅 3.95 元/套，创历史新低，相当于 2011 年 8 月时最高价的 1/8。年初时价格为 12.5 元/套，直到 8 月几乎是一路下滑，可以用惨不忍睹来形容。蛋鸡苗价格相对稳定，今年以来总体在 3 元/只附近，仅是同期鸡蛋价格 9 元/公斤的 1/3，从 2004 年以来两者价差总体在放大。今年以来毛鸡和蛋鸡养殖利润多数时间在亏损，目前蛋鸡养殖利润亏损 10.22 元/羽，今年以来平均为 4.87 元/羽；毛鸡养殖利润亏损 0.17 元/羽，年内平均 0.52 元/羽；白羽鸡场孵化利润当前为 8 分钱/羽，今年内平均为 2 毛//羽。
- **祖代鸡引入量过大以及疫情不断导致鸡苗价格长期低迷。**2011~2012 年我国从国外引进祖代鸡分别比 2009 年多引进 20 和 40 万套。40 万套祖代鸡对应的商品代鸡雏就是 26 亿只。供给过剩的同时还伴随着“速生鸡风波”、一轮又一轮的禽流感、行业外资金的大举进入、兽药以及公司+农户模式的尴尬。上述因素综合起来导致鸡业长期持续亏损，尽管有业内人士认为当前正值去库存化阶段，但我们判断这种说法有些牵强，对于源头在外，行业秩序仍然存在较多瑕疵，食品安全压力远未缓解的鸡业来说，即便是龙头企业，要想彻底翻身仍然任重道远。我们认为公司逆势扩张的步伐乃至方向都值得重新定位。
- **盈利预测及评级：**考虑到公司所处行业面临疫情以及安全方面的潜在风险仍然较大，以及鸡苗价格下跌幅度超出此前预期，12 年引种量大增导致的行业库存过剩短期难以消化，消费市场疲弱可能长期维持，行业内部秩序仍需改善，我们下调公司未来三年 EPS 至 -0.66/0.09/0.56 元，较前次预期分别下降 486%/82%/31%，维持公司“持有”评级。
- **风险因素：**食品安全事件反复，生猪恢复周期延迟。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	770.38	601.42	522.42	798.52	1015.99
增长率 YoY %	67.84	-21.93	-13.14	52.85	27.23
归属母公司净利润(百万元)	234.06	11.16	-184.49	24.34	155.93
增长率 YoY%	393.43	-95.23	-1753.12	-113.19	540.68
毛利率%	40.20	14.86	-18.11	17.99	27.71
净资产收益率 ROE%	23.77	1.09	-19.28	3.15	19.56
每股收益 EPS(元)	0.83	0.04	-0.66	0.09	0.56
市场一致预期 EPS(元)	1.68	0.37	-0.32	0.41	0.86
市盈率 P/E(倍)	10	211	-13	97	15
市净率 P/B(倍)	2.2	2.5	3.0	2.9	2.5

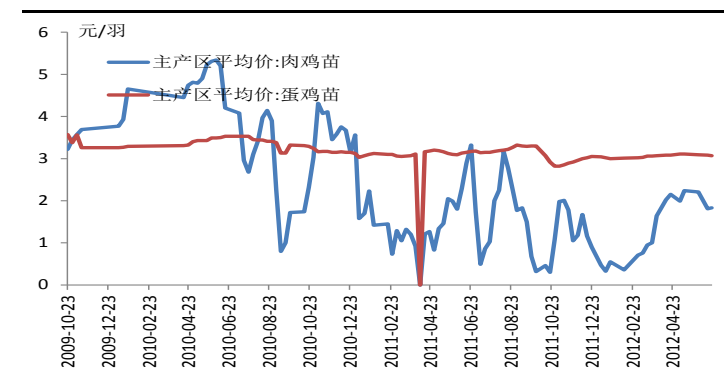
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2013 年 10 月 28 日收盘价

图 1: 全国父母代鸡苗月均价



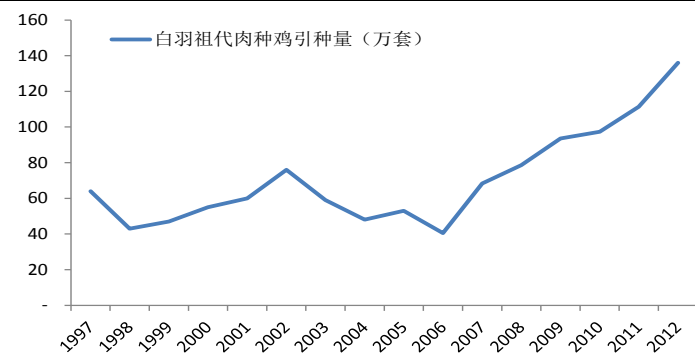
资料来源: 信达证券研发中心

图 2: 主产区商品代肉蛋鸡苗价格走势



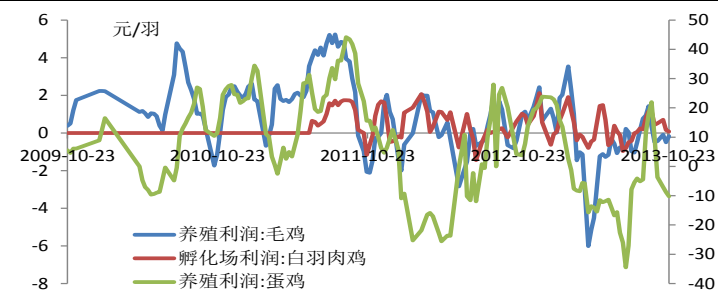
资料来源: 信达证券研发中心

图 3: 全国白羽祖代肉种鸡引种量



资料来源: 信达证券研发中心

图 4: 2009 年以来鸡业养殖利润变动



资料来源: BRIC 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	517.02	484.57	484.75	552.13	681.57
现金	362.90	354.68	317.72	367.04	471.53
应收账款	18.85	1.90	7.22	11.03	14.03
其它应收款	19.32	11.46	11.53	17.62	22.42
预付账款	49.24	40.63	57.44	60.95	68.35
存货	58.44	60.80	75.75	80.38	90.14
其他	8.27	15.10	15.10	15.10	15.10
非流动资产	754.12	1,041.34	1,010.32	976.85	942.02
长期投资	0.00	65.21	65.21	65.21	65.21
固定资产	456.62	660.86	673.39	685.42	651.32
无形资产	29.93	27.28	25.00	22.80	20.35
其他	267.57	288.00	246.72	203.42	205.13
资产总计	1,271.14	1,525.91	1,495.07	1,528.98	1,623.59
流动负债	166.73	545.48	699.14	708.70	647.39
短期借款	0.00	431.45	581.45	581.45	506.45
应付账款	50.44	68.35	74.94	79.52	89.17
其他	116.29	45.69	42.75	47.73	51.76
非流动负债	16.95	22.71	22.71	22.71	22.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.95	22.71	22.71	22.71	22.71
负债合计	183.68	568.19	721.85	731.41	670.10
少数股东权益	2.03	0.56	0.56	0.56	0.56
归属母公司股东权益	1,085.43	957.16	772.67	797.01	952.94
负债和股东权益	1271.14	1525.91	1495.07	1528.98	1623.59

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	770.38	601.42	522.42	798.52	1,015.99
同比	67.84%	-21.93%	-13.14%	52.85%	27.23%
归属母公司净利润	234.06	11.16	-184.49	24.34	155.93
同比	393.43%	-95.23%	-1753.12%	-113.19%	540.68%
毛利率	40.20%	14.86%	-18.07%	18.03%	27.75%
ROE	23.77%	1.09%	-21.33%	3.10%	17.82%
每股收益(元)	0.83	0.04	-0.66	0.09	0.56
P/E	10	211	-13	97	15
P/B	2.17	2.46	3.04	2.95	2.47
EV/EBITDA	4.45	36.29	-29.31	24.44	11.26

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	770.38	601.42	522.42	798.52	1,015.99
营业成本	460.67	512.03	616.84	654.57	734.00
营业税金及附加	0.26	0.23	0.21	0.32	0.41
营业费用	21.49	20.60	19.85	23.96	24.38
管理费用	45.85	49.44	47.02	63.88	71.12
财务费用	7.58	9.71	27.55	32.35	29.70
资产减值损失	0.55	0.99	0.50	0.92	1.36
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-0.49	0.00	0.00	0.00
营业利润	233.99	7.93	-189.55	22.53	155.02
营业外收入	2.32	6.78	5.28	4.79	5.62
营业外支出	1.93	3.93	2.27	2.71	2.97
利润总额	234.38	10.78	-186.54	24.61	157.67
所得税	0.25	0.11	-2.05	0.27	1.73
净利润	234.13	10.66	-184.49	24.34	155.93
少数股东损益	0.07	-0.50	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	234.06	11.16	-184.49	24.34	155.93
EBITDA	281.75	76.65	-100.01	119.93	253.72
EPS (摊薄)	0.83	0.04	-0.66	0.09	0.56

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	246.16	71.89	-130.33	112.66	242.37
净利润	234.13	10.66	-184.49	24.34	155.93
折旧摊销	36.34	48.83	56.15	60.44	63.42
财务费用	11.03	17.04	30.39	34.89	32.64
投资损失	3.10	0.00	0.49	0.00	0.00
营运资金变动	-36.83	-8.50	-33.98	-9.41	-12.63
其它	1.50	3.37	1.62	2.41	3.02
投资活动现金流	-159.61	-274.75	-26.25	-28.45	-30.25
资本支出	-159.61	-209.05	-26.25	-28.45	-30.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-65.70	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-216.03	180.76	119.61	-34.89	-107.64
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-172.60	351.45	150.00	0.00	-75.00
支付利息或股息	43.43	156.58	30.39	34.89	32.64
现金净增加额	0.00	-22.10	-36.97	49.33	104.49

分析师简介

康敬东，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

农林牧渔行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
北大荒	600598	东方海洋	002086	金新农	002548
亚盛集团	600108	益生股份	002458	万向德农	600371
好当家	600467	登海种业	002041	南宁糖业	000911
海大集团	002311	荃银高科	300087	大北农	002385

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。