



2015-11-12

公司调研报告

增持/首次

益生股份(002458)

目标价: 33.48

昨收盘: 29.3

农林牧渔 畜禽养殖 II

益生股份调研报告：引种量不减，产能扩张有序

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	285/146
总市值/流通(百万元)	8,336/4,263
12 个月最高/最低(元)	33.92/10.61

相关研究报告：

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

近期，我们到公司实地拜访调研，主要内容及观点如下：

1、发展战略：公司肉种鸡苗繁育业务发展成熟，未来或进军生物疫苗行业，形成“鸡苗+疫苗”的双主业发展格局。公司于2010年上市，主营业务是父母代和商品代肉种鸡苗的繁育，是国内规模最大的祖代肉种鸡养殖企业，常年祖代肉种鸡引种量占全行业的30%以上，规模优势非常明显。上市以后，公司制定实施了“上联下延中膨胀”的发展战略。随着战略措施的落地，公司鸡苗业务规模进一步扩大，祖代肉种鸡引种量及存栏量继续稳居行业第一，父母代肉种鸡存栏量也赶超民和等公司跻身行业前列，此外还积极延伸进入商品代肉鸡养殖及屠宰加工领域。未来，公司或谋求进军生物疫苗行业，向禽链生产资料领域挺进，打造“鸡苗+疫苗”协同发展的双主业发展格局。

2、肉鸡行业：当前肉种鸡存栏量大幅缩减，行业底部显现，景气上行周期即将来临。2014年，全行业祖代肉种鸡引种量是114万套，同比减少30%。2015年前9月，祖代肉种鸡引种量是50万套，由于对美进口禁令尚未解除，预计10-12月份引种量难有大幅增长，全年引种量将不超过80万套，同比减少30%左右。连续两年的引种量大幅下降传导至祖代及父母代肉种鸡养殖环节，导致存栏量逐渐减少。据统计，9月末全行业祖代肉种鸡在产存栏量是82万套，环比减少了15%以上，和2009年中期水平一致，之后的10-11年肉鸡行业上演了一波气势磅礴的上涨行情。我们判断：即使考虑到近两年的消费低迷因素，目前的祖代种鸡存栏量已经接近均衡水平的下限（80-100万套），行业底部区域已经显现。预计到2016年行业将由底部转入景气上行周期，主要动力来自于两个方面：第一是供给收缩将由祖代传导至父母代进而商品代，这个过程将贯穿2016年全年。如果对美进口禁令在16年上半年还不能解除，那么供给收缩还将延续至2017年；第二是麦当劳和百胜餐饮在15年单三季度的同店销售额同比大幅增长，快餐消费出现明显的企稳信号。未来随着行业正面宣传力度的加强和正确消费观念的建立，消费还有望进一步回暖。

3、公司鸡苗业务：引种量不减，产能扩张有序。在2015年，虽然行业引种总量减少，但公司引种未受进口禁令的影响，预计全年引种量约32万套，和2014年基本持平。除此之外，公司产能扩展有序，宝

泉岭项目 1 期、睢县项目目前建设进程都已过半，由于是边建边投，到 16 年这些项目即可以投入使用。引种和项目建设两方面保证了公司 16、17 年鸡苗繁育业务的正常开展。我们预计，15/16/17 年，公司商品代肉鸡苗销量分别是 22800 万羽/24000 万羽/26400 万羽，父母代肉鸡苗销量分别是 1430 万套/1680 万套/1741 万套。

4、SPF 蛋新业务：为长期布局打基础，短期盈利贡献有限。2014 年 11 月，公司宣布与美国吉胚公司（全球三大源种企业之一）合资成立公司开展 SPF 蛋业务。与 SPF 蛋主要是作为生物疫苗的原料使用，年需求量约 4000 万枚，行业体量小，但产品单价及盈利水平较高。据草根调研，SPF 蛋单枚售价 6-7 元，销售净利率是 20%以上。公司开展此项业务，固然有看中该项目盈利能力高的原因，但更多地还是为今后进军生物疫苗业务打下基础。目前，合资公司父母代种鸡存栏量约 3 万套，产品将于 2016 年上市，但预计收入和利润比较有限，对公司总体业绩贡献不大。

5、首次关注，给予“增持”投资评级。行业景气反转预期强烈，公司作为行业龙头，未来两年产品销量可温和放量，是最值得关注的标的。假设在 15/16/17 年，公司父母代肉种鸡苗销售均价分别是 11 元/套、19 元/套和 24 元/套；商品代肉种鸡苗销售均价分别是 1.6 元/羽、2.6 元/羽和 2.8 元/羽，我们预测归母净利润分别是-19304 万元、11542 万元和 25777 万元。在不考虑增发的前提下，基本每股收益分别-0.9 元、0.54 元、1.16 元。当前（2015/11/11）股价是 29.3 元，对应 16/17 年的估值分别是 54.3 倍和 25.3 倍。考虑到公司是国内肉鸡苗繁育行业的领军企业，规模优势十分显著，我们认为可以给予对应 17 年业绩 30 倍的估值，目标价是 33.48 元，因此给予增持评级。

■ 主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	842	677	1135	1348
净利润(百万元)	23	(193)	115	248
摊薄每股收益(元)	0.08	(0.90)	0.54	1.16

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	116	168	135	227	270	营业收入	503	842	677	1135	1348
应收和预付款项	38	50	38	77	52	营业成本	674	764	827	878	959
存货	90	104	88	119	108	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	12	37	(1)	62	11	销售费用	21	24	23	39	44
流动资产合计	256	359	260	485	441	管理费用	58	61	61	105	115
长期股权投资	146	168	180	194	208	财务费用	26	42	33	42	39
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	51	2	24	53	37
固定资产	816	874	817	962	931	投资收益	(3)	2	25	27	29
在建工程	93	71	38	21	13	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	29	38	31	19	10	营业利润	(330)	(49)	(266)	44	184
长期待摊费用	10	10	10	10	10	其他非经营损益	(289)	24	(227)	130	282
其他非流动资产	214	305	229	230	233	利润总额	(289)	24	(227)	130	282
资产总计	1563	1825	1565	1920	1846	所得税	0	0	(34)	14	34
短期借款	578	713	0	0	0	净利润	(289)	23	(193)	115	248
应付和预收款项	197	194	183	221	237	少数股东损益	(1)	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	172	229	179	归母股东净利润	(289)	24	(193)	115	248
其他负债	115	210	830	976	688						
负债合计	890	1117	1185	1425	1103						
股本	281	285	214	214	214	预测指标					
资本公积	413	433	400	400	400		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
留存收益	(23)	1	(223)	(108)	140	毛利率	-34.0%	9.2%	-22.2%	22.6%	28.9%
归母公司股东权益	671	704	390	506	754	销售净利率	-57.5%	2.8%	-28.5%	10.2%	18.4%
少数股东权益	2	3	3	3	3	销售收入增长率	-16.4%	67.4%	-19.6%	67.6%	18.8%
股东权益合计	673	707	394	509	757	EBIT 增长率	-1383%	-125.1	-394.6	-188.5	86.6%
负债和股东权益	1563	1825	1579	1934	1860	净利润增长率	-2813%	-108.0	-929.7	-159.8	114.7%
						ROE	-35.5%	3.4%	-35.1%	25.6%	39.1%
						ROA	-18.7%	1.4%	-11.4%	6.6%	13.2%
						ROIC	-24.3%	-0.5%	-16.5%	3.9%	13.6%
						EPS (X)	(1.03)	0.08	(0.90)	0.54	1.16
						PE (X)	(28.49)	354.58	(32.48)	54.32	25.31
						PB (X)	12.26	11.84	16.06	12.39	8.32
						PS (X)	16.36	9.90	9.26	5.52	4.65
						EV/EBITDA (X)	(45.60)	65.59	(78.77)	35.68	21.66

现金流量表(百万)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金流	(98)	70	(116)	204	501
投资性现金流	(293)	(178)	117	(246)	(74)
融资性现金流	139	173	(710)	14	(89)
现金增加额	(251)	64	(709)	(28)	339

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。