

白羽鸡业绩确定性延续，明年有望随猪扩大盈利

——益生股份（002458）2018 年半年报点评

2018 年 11 月 5 日

推荐/首次

益生股份

财报点评

孟维肖

分析师

执业证书编号：S1480518070002

Mengweixiao520@sina.com

010-66554040

事件：

公司近日公布第三季度财务报告，累计前 9 个月营业收入 9.45 亿元，同比增长 97.23%，营业成本 8.04 亿元，同比增长 17.53%，归母净利润 1.34 亿元，同比增长 172.37%，成本增幅低于收入，其中单三季度净利润 1.01 亿元，同比增长 254.26%。公司预期 18 年全年实现净利润 3.2-3.5 亿元，对比 17 年扭亏为盈。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	209.6	103.52	165.87	177.42	221.93	280.13	442.63
增长率（%）	-38.90%	-77.27%	-65.17%	-47.28%	5.89%	170.60%	166.86%
毛利率（%）	13.41%	-72.88%	-13.98%	-5.82%	17.66%	24.03%	33.66%
期间费用率（%）	17.17%	35.81%	8.25%	39.22%	11.56%	12.74%	4.85%
营业利润率（%）	-7.81%	-120.10%	-38.10%	-64.39%	3.08%	8.55%	22.92%
净利润（百万元）	3.23	-124.29	-65.79	-126.48	10.01	21.05	101.49
增长率（%）	-96.11%	-166.94%	-128.06%	-323.03%	210.07%	-116.93%	-254.26%
每股盈利（季度，元）	0.01	-0.37	-0.19	-0.37	0.03	0.06	0.30
资产负债率（%）	23.44%	30.68%	32.98%	42.86%	42.76%	43.97%	38.32%
净资产收益率（%）	0.22%	-8.83%	-4.92%	-10.32%	0.81%	1.67%	7.39%
总资产收益率（%）	0.17%	-6.12%	-3.29%	-5.90%	0.46%	0.93%	4.56%

观点：

➤ 市场行情整体回暖，产品销量价格齐增

据禽业协会数据显示，第三季度父母代鸡苗均价 33.6 元/套，同比上升 130.8%，商品代鸡苗均价 3.51 元/羽，同比增长 72.9%。究其原因：（1）国产父母代鸡苗供给量紧缩，18 年前三季度，我国父母代在产鸡苗存栏 2276.91 万套，同比下降 7.48%，后备父母代存栏 1010.31 万套，同比下降 11.25%，低于市场均衡水平；（2）进口鸡肉量政策性下降，6 月 8 日，商务部对巴西实施白羽肉鸡临时反倾销政策，使得进口量明显减少，利好国内肉鸡市场。二者共同作用，支撑苗价高位上行。另一方面，受第三季度中秋及国庆节氛围影响，中游养殖积极性高，鸡苗需求量大，销量增加。作为我国最大祖代鸡养殖公

司，受益于市场整体回暖，企业产品销量价格共同增涨，三季度业绩实现预期。

➤ 四季度行业势头不减，业绩有望更上层楼

15-17 年我国祖代鸡引种量连续三年低于 80 万套的市场需求，在此基础上，18 年引种量再创新低，据协会数据显示，1-7 月国内累计祖代引种（含益生国内产能）约 24.4 万套，同比下滑约 26%。同时，由于美、英、法等主要引种国家短期内复关无望，当前可引种国家新西兰、波兰又受到产能限制，预计 2018 年全年引种量或将介于 60 万套上下，上游供给端持续紧缩，对中间父母代及商品代鸡苗价格起到较好提振作用。同时，下游鸡肉消费旺盛，利好鸡苗销售。（1）19 年 2 月 5 日为农历新年，中间商或屠宰加工企业一般需要提前囤货，考虑到肉鸡养殖出栏至少需要 40-45 天时间，预计 11、12 月鸡苗类产品需求量大；（2）受非洲猪瘟等原因影响，9 月猪肉价格同比下降 2.4%，前三季度同比下降 10.3%，侧面反映出消费者对食用猪肉积极性下降，利好替代品鸡肉等销量增加。上游引种渠道受限影响供给预期，下游消费增加引导价格回暖，两头共同向中间传导，四季度业绩有望再次上升。

结论：

前三季度公司业绩符合预期增长，四季度行业景气度高，“首次”予以“推荐”评级。我们预计 18 年全年公司将售出父母代鸡苗 455 万套，平均 33.8 元/套，售出商品代鸡苗 2.7 亿羽，平均 3.04 元/羽。预计 2018-2020 年归母净利润为 390.46、405.74 及 422.28 亿元，EPS 为 1.16、1.20 及 1.25 元，对应 PE 分别为 12.0、11.6 以及 11.1 倍。

风险提示：

疾病风险，市场需求量不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表					单位: 百万元		利润表					单位: 百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	368	417	1495	2096	2693	营业收入	1611	656	1483	1538	1599		
货币资金	101	152	1127	1712	2316	营业成本	887	737	769	796	827		
应收账款	32	42	62	81	76	营业税金及附加	2	3	2	2	2		
其他应收款	17	57	129	134	139	营业费用	30	32	53	55	57		
预付款项	53	21	19	0	-11	管理费用	85	109	151	157	163		
存货	120	126	118	129	131	财务费用	27	16	72	75	78		
其他流动资产	0	4	4	4	4	资产减值损失	1.49	41.71	49.51	51.34	53.37		
非流动资产合计	1569	1727	1769	1769	1775	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
长期股权投资	209	164	187	175	181	投资净收益	-12	-40	-17	-17	-17		
固定资产	954	1080	1120	1145	1098	营业利润	566	-318	370	385	402		
无形资产	35	53	78	100	120	营业外收入	3.09	16.45	30.66	30.66	30.66		
其他非流动资产	32	25	23	27	25	营业外支出	8.25	11.28	7.25	7.25	7.25		
资产总计	1937	2144	3264	3866	4468	利润总额	561	-313	393	409	425		
流动负债合计	406	765	443	464	470	所得税	1	0	0	0	0		
短期借款	141	418	0	0	0	净利润	560	-313	393	408	425		
应付账款	164	144	144	151	156	少数股东损益	-2	-3	3	3	3		
预收款项	24	14	9	-5	-15	归属母公司净利润	562	-310	390	406	422		
一年内到期的非流	24	34	130	130	130	EBITDA	705	-164	558	592	617		
非流动负债合计	57	155	355	555	755	EPS（元）	1.70	-0.92	1.16	1.20	1.25		
长期借款	0	120	320	520	720	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
负债合计	463	919	797	1019	1225	成长能力							
少数股东权益	3	13	15	18	21	营业收入增长	167%	-59%	126%	3.70%	3.95%		
实收资本(或股本)	334	337	337	337	337	营业利润增长	-239%	-156%	-216%	4.16%	4.32%		
资本公积	981	1023	1901	1901	1901	归属于母公司净利润	-226%	4%	-226%	3.91%	4.08%		
未分配利润	103	-208	99	420	758	获利能力							
归属母公司股东权	1471	1212	2452	2829	3222	毛利率(%)	44.95%	-12.3%	16.67%	17.06%	16.79%		
负债和所有者权	1937	2144	3264	3866	4468	净利率(%)	34.75%	-47.7%	26.51%	26.56%	26.59%		
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润(%)	29.02%	-14.5%	11.96%	10.50%	9.45%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	38.20%	-25.6%	15.93%	14.34%	13.11%		
经营活动现金流	571	-141	550	693	728	偿债能力							
净利润	560	-313	393	408	425	资产负债率(%)	24%	43%	24%	26%	27%		
折旧摊销	112	138	0	124	128	流动比率	0.91	0.55	3.38	4.52	5.73		
财务费用	27	16	72	75	78	速动比率	0.61	0.38	3.11	4.24	5.45		
应付帐款的变化	0	0	-20	-19	6	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	-5	-14	-10	总资产周转率	0.87	0.32	0.55	0.43	0.38		
投资活动现金流	-173	-194	-229	-204	-218	应收账款周转率	57	18	29	21	20		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.07	4.26	10.29	10.41	10.40		
长期股权投资减少	0	0	-22	11	-6	每股指标（元）							
投资收益	-12	-40	-17	-17	-17	每股收益(最新摊薄)	1.70	-0.92	1.16	1.20	1.25		
筹资活动现金流	-368	397	654	97	94	每股净现金流(最新	0.09	0.18	2.89	1.73	1.79		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.41	3.59	7.27	8.38	9.55		
长期借款增加	0	0	200	200	200	估值比率							
普通股增加	50	4	0	0	0	P/E	8.20	-15.15	12.04	11.59	11.14		
资本公积增加	533	42	878	0	0	P/B	3.16	3.88	1.92	1.66	1.46		
现金净增加额	30	61	975	585	604	EV/EBITDA	6.69	-31.22	7.21	6.15	5.24		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

孟维肖

本科毕业于中国农业大学，南新罕布什尔大学硕士。先后就职于多中诚信国际、鹏元资信等多家债券评级机构 2 年债券评级工作经历及中航证券研究所 3 年农林牧渔研究经历。2018 年 7 月加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。