

合理价格区间

23.7~27.65 元

合理询价区间

21.33~24.9 元

发行基本情况

发行前总股本	8100 万股
发行数量	2700 万股
发行后总股本	10800 万股
实际控制人	曹积生
实际控制人持股	51.46% (发行后)

主要财务数据

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	365	428	528	624
(+/-)	9.97%	17.05%	23.33%	18.28%
归属于母公 司的净利润	81	85	112	140
(+/-)	14.47%	5.33%	31.44%	24.69%
每股收益 (元)	0.75	0.79	1.04	1.30

研发部

邵明慧
SAC 执业证书编号: S0690200010032

联系人: 农业食品研究小组
Tel: 010-68858132
Email: ranlingli@cnpsec.com

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

位于产业链最上游的祖代肉鸡养殖者

——益生股份 (002458) 新股定价报告

摘要:

- **最大的祖代肉鸡养殖者。**公司是目前中国最大的祖代种鸡养殖企业,是唯一经农业部批准,能够同时从美国进口 AA+与罗斯 308 两个国内市场份额最大的祖代肉种鸡品种并掌握了上述两个品种的相关繁育技术的公司。截至 2009 年 12 月底,公司祖代肉种鸡存栏 39.66 万套,祖代蛋种鸡存栏 10.76 万套,父母代肉种鸡存栏 26.13 万套。在祖代种鸡的引种方面,公司 2007-2009 年祖代肉种鸡进口量占当年全国祖代肉种鸡更换量的百分比分别为 24.30%、26.42%和 29.43%,市场占有率连续三年排名第一。
- 公司 2009 年收入 3.65 亿元,三年复合增长率为 11.61%;净利润 8116 万元,三年复合增长率为 33.37%。
- **祖代肉种鸡养殖行业集中度高,产能略过剩。**从需求来看,我国鸡肉消费市场容量还有较大的成长空间。从行业集中度来看,不同于下游商品鸡养殖行业分散的状况,我国祖代肉种鸡养殖企业已整合至 13 家,集中度高,其中前五家企业的市场份额达 81.7%。但 2007 年以来,祖代种鸡的引种量快速增加,2009 年国内祖代种鸡引种量 93.6 万套,比 2006 年增加了近 30 万套,过快引进使产能略有过剩。
- **公司产销呈上升态势。**2007-2009 年,公司父母代肉种鸡的销量由 7520 万只上升至 1.22 亿只;商品肉雏鸡由 1722 万只上升至 3111 万只。我们预计,随着公司 IPO 项目产能释放,公司未来三年销量仍将呈上升态势。
- **公司竞争优势:** (1) 产业链最上游的位置优势。公司业务处于国内肉鸡产业链的最高端,具有明显的位置优势; (2) 技术优势; (3) 规模优势; (4) 稳定的供应商和议价能力优势。
- **募投项目: 扩大规模。**所募集资金将用于: (1) 建设 90 万套父母代肉种鸡场建设项目,新增商品肉雏鸡 8,028.80 万只,相当于 2009 年销量的 2.6 倍; (2) 4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目,新增父母代肉种鸡年产量 230 万套,相当于 2009 年销量的 18%。
- **盈利预测和估值。**我们预计以 IPO 发行后股本 10800 万股全面摊薄后,公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.79 元、1.04 元和 1.3 元。我们认为,去年下半年新上市的华英农业和圣农发展与公司的业务接近,我们以这两家公司的估值水平为参考,结合最新市场的估值,建议给予公司 2010 年业绩 30~35 倍的 PE 较为合理,对应的公司每股合理估值区间为 23.7~27.65 元。建议询价区间为 21.33~24.9 元。

目 录

一、国内最大的祖代肉种鸡养殖企业	3
1.1 基本情况	3
1.2 公司业务构成及行业地位	4
1.3 公司盈利概况	6
二、行业分析	6
2.1 白羽肉鸡行业概况	6
2.2 鸡肉需求增长空间大	7
2.3 祖代肉种鸡养殖——行业集中度高、产能扩张或过快	8
三、公司业务分析	9
3.1 公司业务处于产业链上游	10
3.2 公司产品产销概况-产能扩张之路	10
3.3 公司竞争对手及公司竞争优势	12
3.3.1 产业链位置优势	12
3.3.2 技术优势	12
3.3.3 规模优势	13
3.3.4 稳定的供应商和议价能力优势	13
四、募投项目——扩大规模	14
五、盈利预测和估值	14
5.1 盈利预测	14
5.2 估值	16
5.3 风险提示	17

图表目录

图表 1: 公司 IPO 前后股权结构	3
图表 2: 公司股权及资产结构	4
图表 3: 公司收入与毛利构成 (2009 年)	5
图表 4: 公司鸡产品收入构成 (2009 年)	5
图表 5: 公司收入与净利润概况 (2007-2009)	6
图表 6: 国外育种公司及其品牌在中国的市场占有率	7
图表 7 各国鸡肉人均消费量 (单位: 克/日)	7
图表 8 不同收入水平下肉及水产品摄入量变化图	8
图表 9 2010、2015 年我国白羽肉鸡产量预测	8
图表 10 我国祖代肉种鸡养殖企业及市场份额	9
图表 11 我国历年祖代肉种鸡引种量	9
图表 12 肉鸡产业链及公司所处环节	10
图表 13: 公司鸡产品收入构成 (2009 年)	10
图表 14: 公司主营产品销量 (2007-2012 年)	11
图表 15: 公司主营产品售价 (2007-2012 年)	12
图表 16: 公司募集资金投向	14
图表 17: 产品收入的盈利预测假设	15
图表 18: 公司盈利预测表	16
图表 19: 可比公司估值水平	17

一、国内最大的祖代肉种鸡养殖企业

1.1 基本情况

公司是 2007 年由山东益生种畜禽有限公司整体变更设立的股份有限公司。主营业务包括祖代种鸡的引进与饲养、父母代种雏鸡的生产与销售、商品肉雏鸡的销售、饲料的生产和销售、种猪和商品猪的饲养和销售。主要产品为父母代种雏鸡和商品肉雏鸡。

公司此次发行股份 2700 万股，占发行后总股本的 25%（发行后总股本为 10800 万股）。公司控股股东和实际控制人是公司董事长曹积生，持股比例为发行前股份的 68.61%（发行后的 51.46%），本次发行股份前，公司其余股东为 25 名自然人。

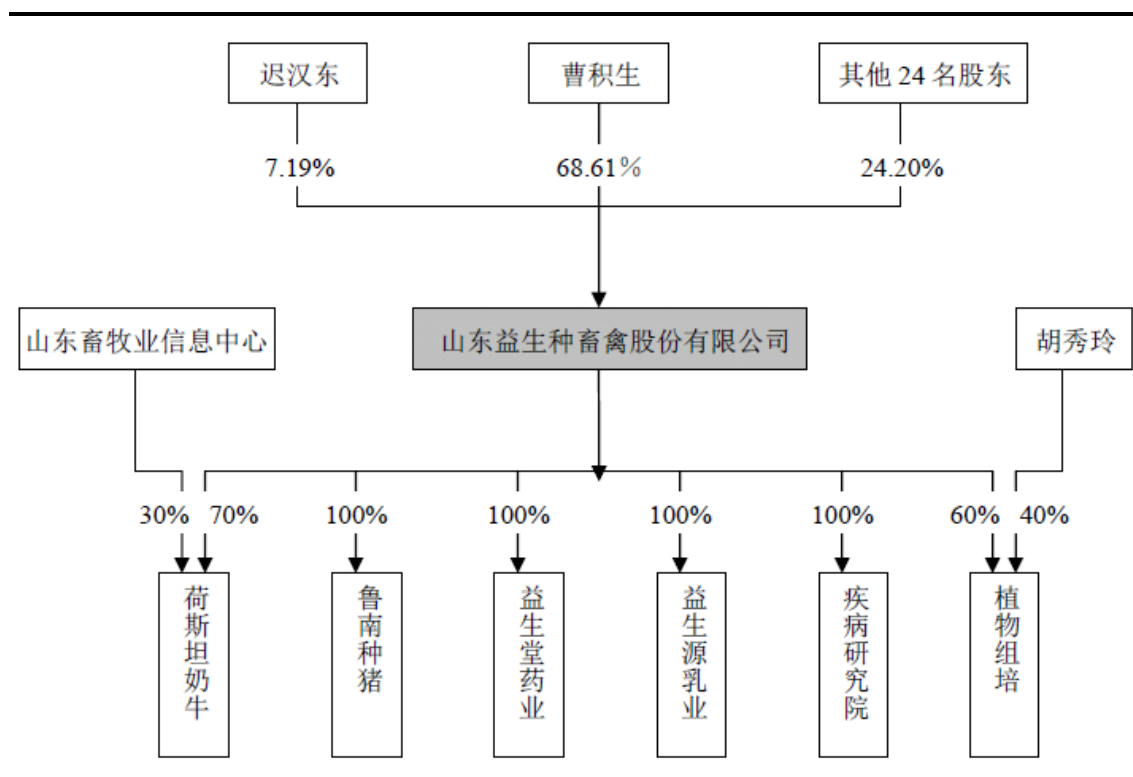
图表 1：公司 IPO 前后股权结构

股东	发行前		发行后	
	持股数量(万股)	持股比例 (%)	持股数量(万股)	持股比例 (%)
曹积生	5,557.41	68.61%	5,557.41	51.46%
迟汉东	582.39	7%	582.39	5.39%
其他 24 名自然人股东	1,960.20	24.20%	1,960.20	18.15%
合计	8,100.00	100.00%	8,100.00	75.00%
本次发行股	-	-	2700	25%

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

公司下有三家全资子公司、两家控股子公司和一家民办非企业单位。三家全资子公司分别为鲁南种猪、益生堂药业和益生源乳业。公司资产结构如下图所示：

图表 2：公司股权及资产结构

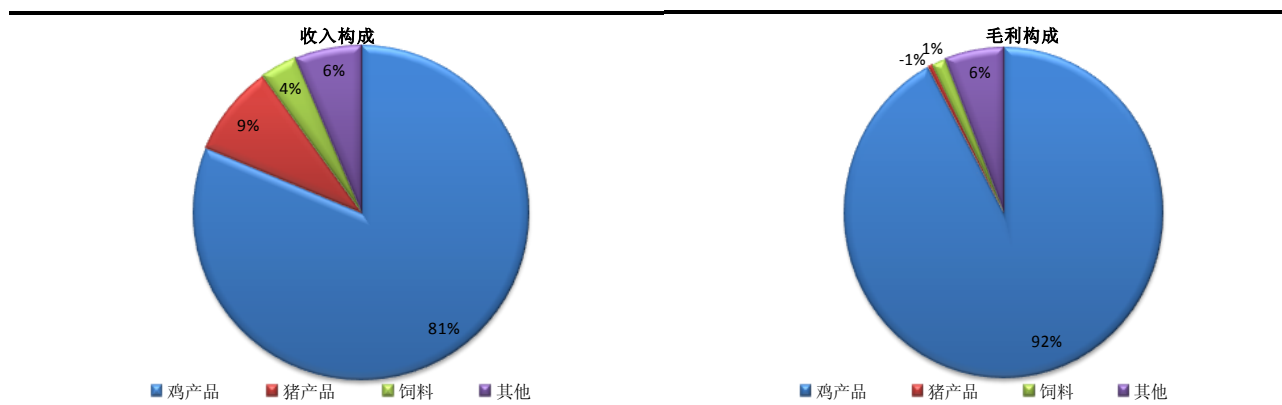


数据来源：中邮证券研发部 公司公告

1.2 公司业务构成及行业地位

公司主要收入和毛利都来源于鸡产品，2009 年，鸡产品在收入中占比 81%，在毛利中占比达 92%。

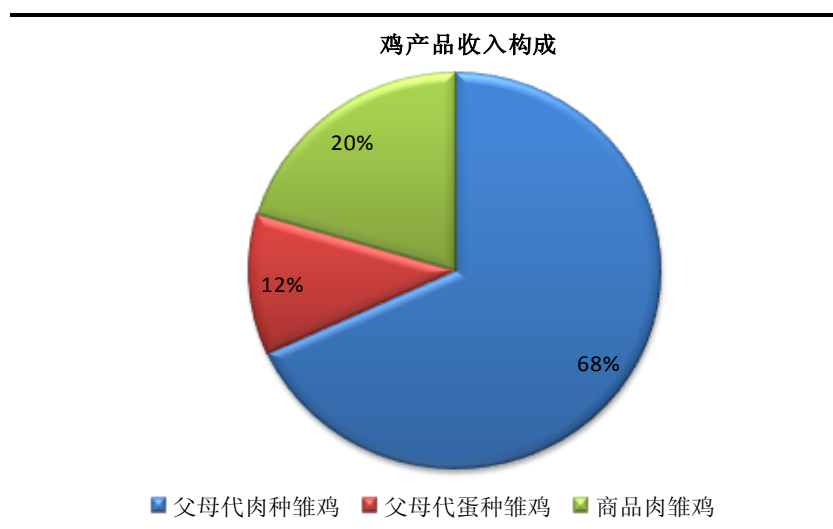
图表 3：公司收入与毛利构成（2009 年）



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

公司鸡产品包括父母代肉种雏鸡、父母代蛋种雏鸡和商品肉雏鸡，2009 年，三者在鸡产品中的收入占比分别为 68%、12%和 20%。

图表 4：公司鸡产品收入构成（2009 年）



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

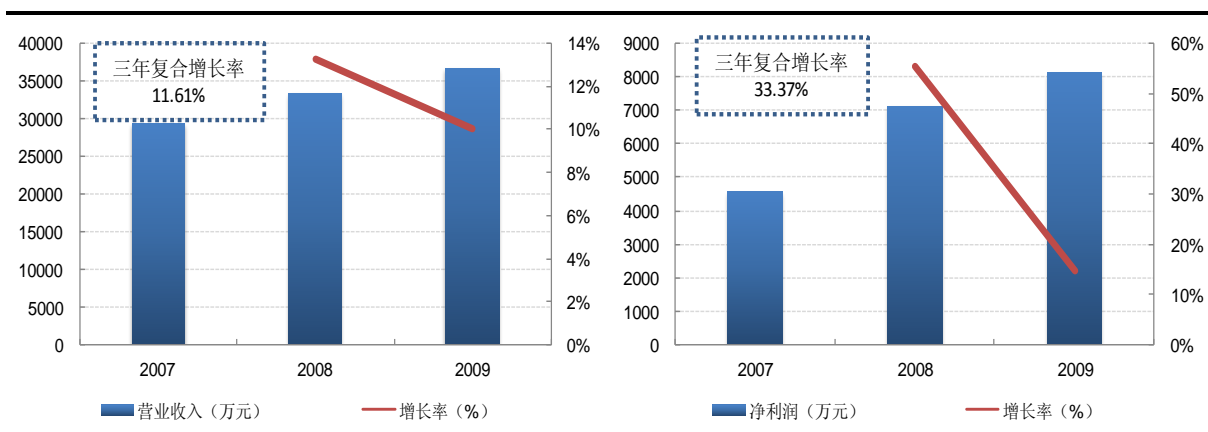
公司是目前中国最大的祖代种鸡养殖企业，是唯一经中国农业部批准，能够同时从美国进口 AA+与罗斯 308 两个国内市场份额最大的祖代肉种鸡品种并掌握了上述两个品种的相关繁育技术的公司。截至 2009 年 12 月底，公司祖代肉种鸡存栏 39.66 万套，祖代蛋种鸡存栏 10.76 万套，父母代肉种鸡存栏 26.13 万套。2009 年公司对外销售父母代肉种雏鸡 1,222.60 万套，父母代蛋种雏鸡 504.87 万套，商品肉雏鸡 3,110.76 万只。

在祖代种鸡的引种方面，公司 2007 年-2009 年祖代肉种鸡进口量占当年全国祖代肉种鸡更换量的百分比分别为 24.30%、26.42%和 29.43%，市场占有率连续三年排名第一。

1.3 公司盈利概况

公司 2009 年收入 3.65 亿元，三年复合增长率为 11.61%；净利润 8116 万元，三年复合增长率为 33.37%。

图表 5：公司收入与净利润概况（2007-2009）



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

二、行业分析

2.1 白羽肉鸡行业概况

白羽肉鸡是我国肉鸡的主导产品，在我国鸡肉消费结构中，肉鸡占鸡肉的 75%，而白羽肉鸡又占肉鸡的 80%。

目前，我国白羽肉鸡品种有三个：艾拔益加（AA+）、罗斯（Ross）308 和科宝（Cobb）。这三个品种都是从国外引进的。

白羽肉鸡产业链从纯系原种鸡繁育开始，随着生物繁衍的代际进程，肉鸡产业形成了包括纯系原种鸡、曾祖代肉种鸡、祖代肉种鸡、父母代肉种鸡、商品肉鸡和鸡肉产品的系统产业链条。其中，纯系原种鸡、曾祖代肉种鸡的养殖是最重要的环节，这个环节主要在国外，国内尚没有。（肉鸡产业链请参见图表 12）

目前，国外主要的肉种鸡育种企业包括美国安伟捷育种公司、美国科宝育种公司、法国哈伯德育种公司等。2009 年主要育种公司及其各品种祖代肉种鸡在中国市场占有率情况如下表所示：

图表 6：国外育种公司及其品牌在中国的市场占有率

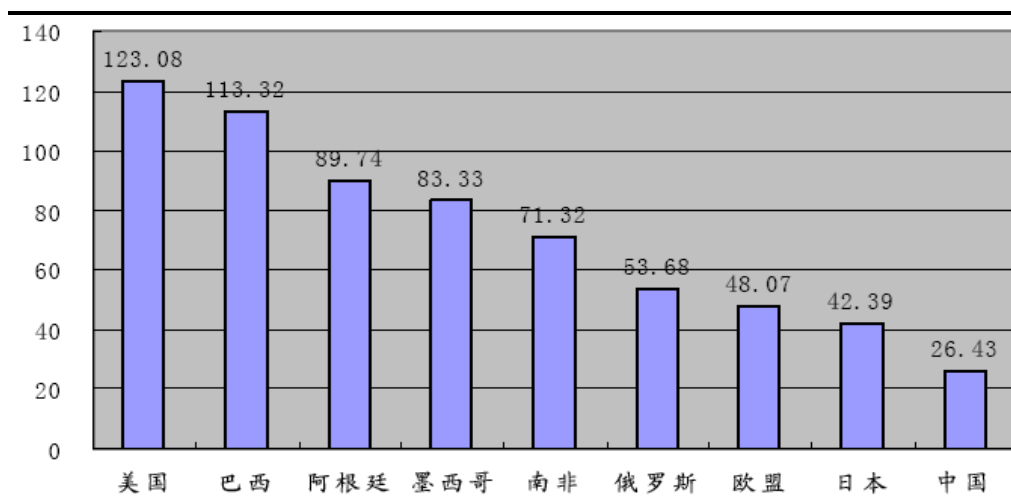
公司名称	品种	市场占有率
美国安伟捷育种公司	艾拔益加（AA+）	46.86%
	罗斯308	29.54%
美国科宝公司	科宝	23.60%

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

2.2 鸡肉需求增长空间大

2008 年我国人均鸡肉日消费量约为 26.43 克,相当于 1990 年人均日消费量 6.44 克的 4 倍,但与美国等国家相比,这一水平还是非常低的。我们认为,随着我国收入水平提高、人口增长以及消费升级,我国鸡肉消费市场容量还有较大的成长空间。

图表 7 各国鸡肉人均消费量（单位：克/日）

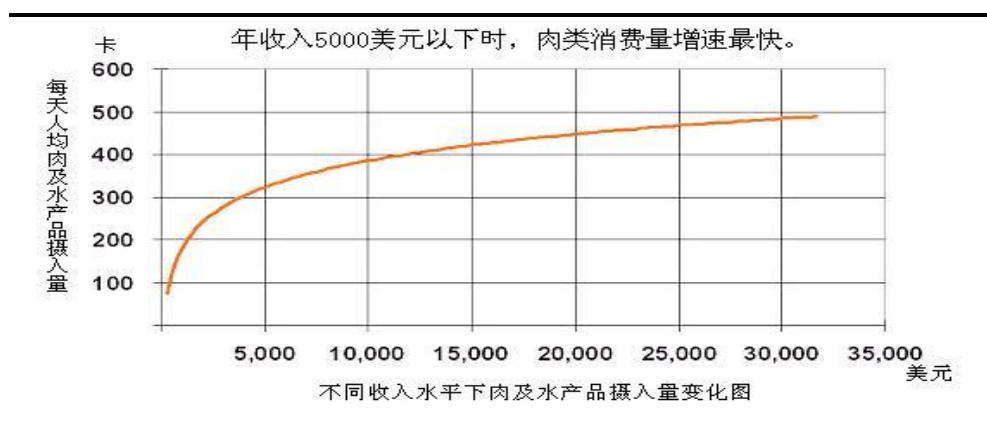


数据来源：招股说明书 中邮证券研发部

首先,相对于牛肉和猪肉等红肉产品,属于白肉的鸡肉符合健康食品的消费理念。从 10 年来世界牛肉生产和消费量逐年下降的情况看,消费者在追求美食的同时,更加重视饮食对健康的作用。可以相信,随着消费升级,鸡肉消费将持续增长。

其次,根据世界银行和联合国粮农组织的研究报告,随着收入的增加,居民对动物蛋白的需求量相应增加。但在 5000 美元收入水平的档次,这个趋势表现得最为明显,以后,随着收入增加,动物蛋白消费量虽然也保持同步增长,但增速明显放缓。我国目前的收入水平尚处于 5000 美元以下的档次,随着收入的增加,对动物蛋白的需求量将快速同步增长。

图表 8 不同收入水平下肉及水产品摄入量变化图



数据来源：世行研究报告，中邮证券研发部

根据相关预测，2010 年我国的人均鸡肉消费量将达到 9.5 公斤，鸡肉总需求量将预计可达到 1301.5 万吨。预计 2015 年我国的鸡肉消费量将进一步提高可达到 1551 万吨。

图表 9 2010、2015 年我国白羽肉鸡产量预测

	人口（亿）	人均消费量（公斤）	总需求量（万吨）	商品鸡数量（亿只）
2010	13.7	9.5	1301.5	40
2015	14.1	11	1551	48

资料来源：博亚和讯，中邮证券研发部

3.3 祖代肉种鸡养殖——行业集中度高、产能扩张或过快

我国祖代肉种鸡养殖较为集中，2009 年已整合至 13 家。目前祖代肉种鸡引种量集中在少数企业手中，2009 年排名前 5 位的企业年引种量占全国的的比例为 81.70%。

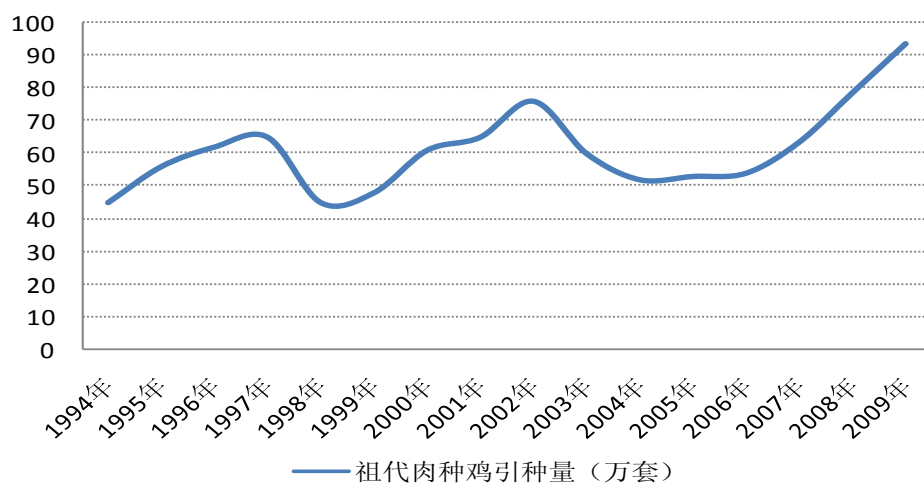
图表 10 我国祖代肉种鸡养殖企业及市场份额

排名	公司名称	2009年更换量（万套）	市场份额（%）
1	山东益生种畜禽股份有限公司	27.55	29.43
2	北京家禽育种有限公司	22.09	23.6
3	北京大风家禽育种有限公司	12.8	13.67
4	北京艾拔益加家禽育种有限公司	9.2	9.83
5	山东诸城外贸集团公司	5.4	5.77
6	吉林德大有限公司	3.52	3.76
7	河北飞龙家禽育种有限公司	3.3	3.53
8	黑龙江省农垦祖代种鸡场	3	3.2
9	江苏海门艾拔益加家禽育种有限公司	2.25	2.4
10	吉林金星实业有限公司	2	2.14
11	吉林兴华饲料有限公司	1	1.07
12	河北天丰集团家禽育种有限公司	0.8	0.85
13	河南汤阴哈巴德家禽育种有限公司	0.7	0.75
合计		93.61	100

资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

但我们也看到，2007 年以来，国内祖代种鸡引种量增幅较大，2009 年祖代肉种鸡引种 93.6 万套，比 2007 年增加了 30 万套，过多引种使供给略有过剩。

图表 11 我国历年祖代肉种鸡引种量



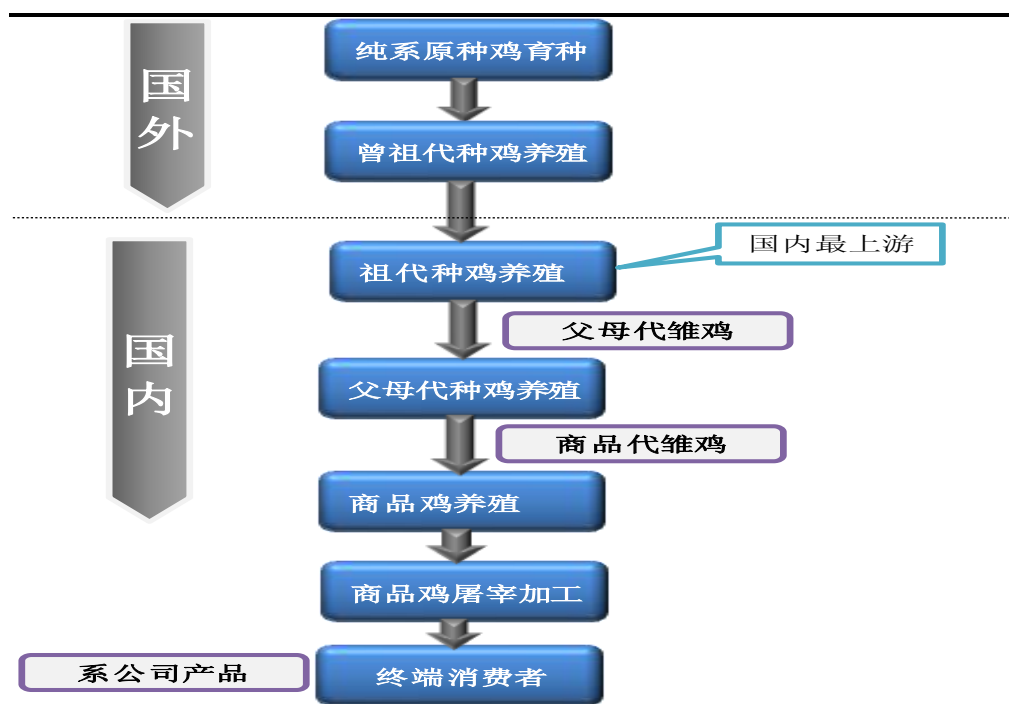
资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

三、公司业务分析

3.1 公司业务处于产业链上游

公司主营业务是祖代种鸡的养殖繁育，如下图所示，这处于整个肉鸡产业链的上游环节和国内肉鸡产业链的最上游。

图表 12 肉鸡产业链及公司所处环节



数据来源：农业部，中邮证券研发部

公司主要产品是父母代肉种雏鸡、父母代蛋种雏鸡和商品肉雏鸡。公司肉鸡的主要品牌是艾拔益加（AA+）、罗斯 308，蛋鸡的主要品牌是海兰。

图表 13：公司鸡产品收入构成（2009 年）

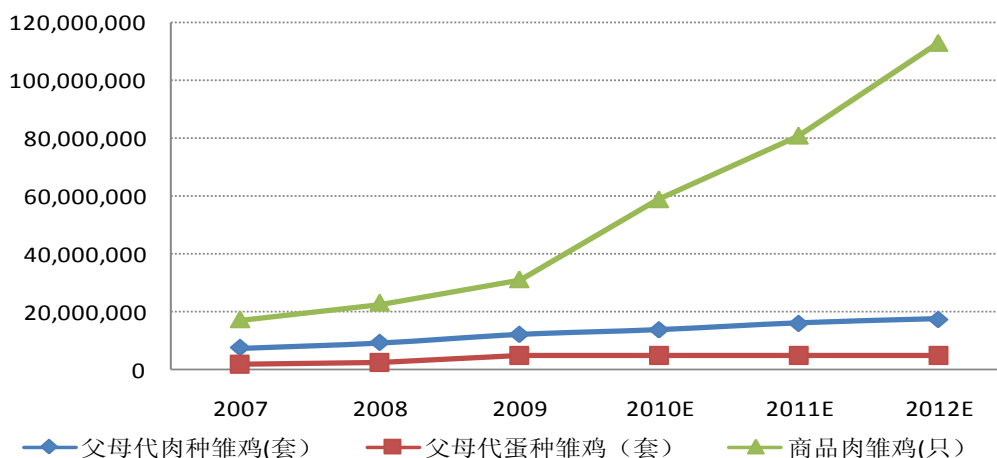
产品类别	主要品种	用途	主要消费群体
父母代肉种雏鸡	艾拔益加（AA+）、罗斯308	生产商品肉鸡	父母代肉种鸡场
父母代蛋种雏鸡	海兰褐（HL）	生产商品蛋鸡	父母代蛋种鸡场
商品肉雏鸡	艾拔益加（AA+）、罗斯308	饲养后提供给屠宰厂	商品肉鸡场

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

3.2 公司产品产销概况-产能扩张之路

销量上，2007-2009 年，公司三大产品都呈上升态势。父母代肉种雏鸡的销量由 7520 万只上升至 1.22 亿只；父母代蛋种雏鸡的销量由 197 万套上升至 505 万套；商品肉雏鸡由 1722 万只上升至 3111 万只。我们预计，随着公司 IPO 项目产能释放，公司未来三年销量仍将呈上升态势。

图表 14：公司主营产品销量（2007-2012 年）

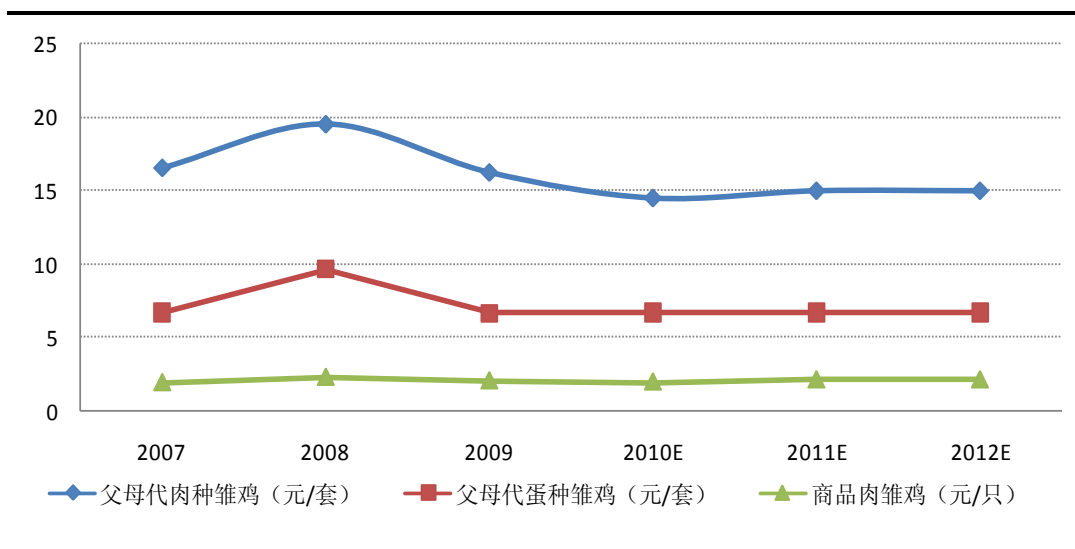


数据来源：中邮证券研发部 公司公告

价格上，2007-2009 年，公司三大产品都呈现先升后降的趋势。2009 年，公司父母代肉雏鸡价格 16.26 元/套，较 2008 年下降 17%。价格降幅较大，一方面是因为受金融危机导致的下游需求影响，鸡肉价格下行，肉鸡养鸡户养殖需求下降。肉鸡产业链的价格传导由下至上，一般是从鸡肉价格的变化向上游传递；另一方面，是由于 2007 年以来祖代肉种鸡引进较多，产能略有过剩，供求失衡，导致价格下行。2009 年全国祖代肉种鸡引种 93.6 万套，比 2007 年增加了 30 万套。公司 2009 年引种 28 万套，比 2007 年增加 11 万套。

公司父母代肉雏鸡的价格一直是山东市场定价的标杆，公司父母代肉雏鸡具有一定溢价，高于市场平均价格。为谨慎起见，我们预计未来三年公司父母代肉雏鸡价格维持在 15 元/套的水平。

图表 15：公司主营产品售价（2007-2012 年）



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

3.3 公司竞争对手及公司竞争优势

公司的竞争对手主要是国内其他 12 家祖代肉鸡养殖企业（见图表 10），如北京家禽育种有限公司、北京大风家禽育种有限公司。

我们认为公司在同行业内有如下竞争优势：

3.3.1 产业链位置优势

以目前中国尚无纯系原种肉种鸡育种技术的现状来看，在未来相当长的一段时期内，公司所从事的业务在国内将处于一个产业链的顶端环节，是中国肉鸡产业链的源头，在国内的肉鸡产业链中处于最高端。目前行业内竞争有序、行业集中度较高，与下游产业相比产品经济附加值高。同时，作为我国白羽肉鸡产业的起始环节，祖代肉种鸡的饲养在产业链中占据举足轻重的地位，受到国家产业政策的特别照顾，抵御风险的能力更强，在产业链中处于优势地位。

3.3.2 技术优势

公司具有在行业内处于领先地位的优势技术：

（1）祖代肉种鸡育雏育成期平养、产蛋期笼养及其配套技术

公司于 2004 年研发成功祖代肉种鸡笼养及配套技术，并于 2006 年全面用于生产。笼养的好处可简单描述如下：第一，使受精率从全程平养工艺下的 86% 提高到了 95% 以上，生产成

绩因此提高了近 10 个百分点；第二，产蛋期笼养可使饲养密度提高约 20%，充分利用饲养空间，土地和鸡舍利用率提高约 20%，与同等饲养规模的饲养场相比，可节约 20%左右的土建投资；第三，笼养方式比平养方式每只鸡每天可节省约 5%的饲料；第四，笼养技术提高了种鸡产蛋期的成活率，产蛋期种鸡全程死亡淘汰率控制在 10%以下，各项生产指标均高于其它饲养方式。

（2） 鉴别公母的翻肛鉴别技术

翻肛鉴别技术是指在雏鸡出壳 24 小时之内通过人工翻肛门鉴别公母的技术，公司鉴别员经过严格的培训后上岗，鉴别准确率在 98%以上，鉴别速度达到每小时 1,000 只。

（3） 红外线断喙技术

公司独家从美国引进远红外线自动断喙注射系统，为雏鸡进行断喙和疫苗注射。与传统的断喙方法相比，红外线断喙不会切断或烧灼喙部、不造成任何组织创面和出血、不会导致细菌感染、大大减少了鸡只应激，断喙尺度准确可靠。

3.3.3 规模优势

公司是全国最大的祖代种鸡养殖企业，在祖代种鸡养殖和繁育父母代种雏鸡方面保持市场占有率第一。

公司同时拥有国内市场份额最大的两大肉鸡品种（AA+与罗斯 308）的生产与销售业务，且两品种单一规模均居全国首位，是我国繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司。

规模优势使得公司一次性进口祖代种鸡批量大，可以在短期内提供更多的同批次祖代种鸡产出的父母代种雏鸡，可以更好地满足下游大型生产企业的旺盛需求。目前公司祖代肉种鸡同批次进口量约 5.4 万套，一个批次单日产蛋量最大可满足 2.02 万套父母代肉种雏鸡的供种要求，公司单周可一次性供种 29 万套。同时，由于大型的父母代种鸡场引种必须依赖与大型的祖代鸡场，因此公司在市场低迷时期能够比其他小型祖代种鸡场保持更高的产销率

3.3.4 稳定的供应商和议价能力优势

公司是世界最大家禽育种公司美国安伟捷在全世界最重要的客户之一。公司在 2007、2008 和 2009 年分别从该公司引进祖代肉种鸡 16.61 万套、20.90 万套和 27.55 万套，根据美国安伟捷提供的统计数据，公司 2009 年引进的祖代肉种鸡占美国安伟捷全世界种鸡销售市场的 8.1%，占亚洲市场的 21.5%，占中国市场 38.5%的份额，在美国安伟捷全世界客户中排名第一。公司长期以来与美国安伟捷密切合作，目前已形成长期稳定的合作关系，减少了上游供应进口的风险。

由于公司进口种鸡数量多，对供应商的销售有较大影响，从而为进行商业谈判赢得了主动权，相比我国其他祖代种鸡饲养企业，公司在祖代种鸡采购价格和付款条件方面获得了更大的优惠。例如，近年来在人民币对美元持续升值的情况下，美国安伟捷生产的祖代肉种鸡产品的市场价格已经多次上调，而其对本公司的美元销售单价仍然维持不变。

四、募投项目——扩大规模

公司拟公开发行 2,700 万股，所募集资金将用于：（1）建设 90 万套父母代肉种鸡场建设项目；（2）4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目。

其中 90 万套父母代肉种鸡场建设项目年更新父母代肉种鸡 60 万套、存栏量 90 万套、年提供商品肉鸡雏鸡 8,028.80 万只；4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目年更新祖代肉种鸡 4.6 万套、存栏量 6.9 万套，父母代肉种鸡雏鸡年产量 230 万套。

募投项目总投资 27345.94 万元，分配如下表所示：

图表 16：公司募集资金投向

序号	项目名称	总投资 (万元)	年更新量 (万套)	年存栏 量	占现有存栏 量比例	新增产能	新增产能相当于 2009年销量	达产收 入(万)	达产净利 润(万)
1	90万套父母代肉种鸡场建设项目	25086.49	60	90	344.43%	商品肉鸡雏鸡 8,028.80万只	258.10%	20458.1	5104.13
2	4.6万套祖代肉种鸡场建设项目	2259.45	4.6	6.9	17.40%	父母代肉种鸡 雏鸡年产量 230万套	18.81%	3704.84	1032.65

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

公司募投项目落实后，将扩大公司现有产品的产能，特别是商品肉雏鸡的产能。从上表可以看出，90 万套父母代种鸡相当于现有存栏量的 3.4 倍，新增 8028.8 万只商品肉雏鸡相当于 2009 年销量的 2.6 倍。4.6 万套祖代肉种鸡建设也将使公司每周供应同质化父母代种雏鸡 23 万套，更好地满足下游大型企业对父母代肉种雏鸡和商品肉雏鸡规模化供应的强烈需求。

募投项目达产后，公司商品肉雏鸡的产能增加较多，但其销售不成问题。据公司招股说明书，截至目前公司已经与多家下游客户签订了《产品销售意向书》，肉鸡雏鸡购买意向总量已经超过 12,000 万只。

项目达产后将新增净利润 6137 万元，相当于公司 2009 年净利润的 76%。

五、盈利预测和估值

5.1 盈利预测

我们假定，公司募投项目将在 2010 年完全达产。

图表 17：产品收入的盈利预测假设

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
父母代肉种雏鸡						
销售量（套）	7,520,168	9,326,991	12,225,966	13,840,000	16,120,000	17,530,000
均价（元/套）	16.26	19.58	16.58	14.50	15.00	15.00
销售收入（万元）	12,227.79	18,261.39	20,266.47	20068	24180	26295
毛利率(%)	40.52%	45.42%	45.52%	44.30%	44.60%	44.60%
收入同比增长(%)		49.34%	10.98%	-0.98%	20.49%	8.75%
父母代蛋种雏鸡						
销售量（套）	1,970,705	2,528,365	5,048,710	5,048,710	5,048,710	5,048,710
均价（元/套）	6.68	9.63	6.72	6.7	6.72	6.72
销售收入（万元）	1,316.43	2,434.89	3,393.69	3383	3393	3393
毛利率(%)	-72.50%	-20.07%	21.86%	0.00%	0.00%	5.00%
收入同比增长(%)		84.96%	39.38%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
商品肉雏鸡						
销售量（只）	17,221,403	22,987,980	31,107,578	58,900,000	81,000,000	113,200,000
均价（元/只）	2.08	2.33	1.95	2	2.15	2.15
销售收入（万元）	3,585.58	5,353.51	6,064.75	11780	17415	24338
毛利率(%)	33.62%	34.14%	28.79%	31.80%	32.20%	33.70%
收入同比增长(%)		49.31%	13.29%	94.24%	47.84%	39.75%

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

我们预计，以 IPO 发行后股本 10800 万股全面摊薄后，公司 2010-2012 年的净利润分别为 8548 万元、11236 万元和 14010 万元，EPS 分别为 0.79 元、1.04 元和 1.3 元。

图表 18：公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	33,234	36,548	42,781	52,761	62,403
增长率(%)	13.27%	9.97%	17.05%	23.33%	18.28%
毛利率(%)	33.25%	34.43%	31.22%	32.58%	33.76%
减：营业税金及附加	14	14	17	21	25
销售费用	1305	1533	1797	2216	2621
管理费用	2191	2069	2396	2955	3495
财务费用	804	975	791	950	1092
期间费用率(%)	12.94%	12.53%	11.65%	11.60%	11.55%
资产减值损失	-31	104	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	6769	7887	8353	11047	13832
增长率(%)	66.06%	16.53%	5.91%	32.24%	25.22%
加：营业外收入	712	224	200	200	200
减：营业外支出	383	22	22	22	22
利润总额	7097	8090	8531	11225	14010
增长率(%)	#REF!	13.99%	5.46%	31.57%	#REF!
利润率(%)	21.35%	22.13%	19.94%	21.27%	22.45%
减：所得税费用	16	14	9	11	14
实际税负比率(%)	0.22%	0.17%	0.10%	0.10%	0.10%
净利润	7081	8076	8523	11213	13996
归属母公司所有者的净利润	7090	8116	8548	11236	14010
增长率	55.38%	14.47%	-	-	-
净利润率(%)	21.33%	22.21%	19.98%	21.30%	22.45%
少数股东损益	-8	-40	-26	-22	-14
总股本(万股)	41907	41907	41907	41908	41908
每股收益(元)	0.66	0.75	0.79	1.04	1.30

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

5.2 估值

我们认为，去年下半年新上市的华英农业和圣农发展与公司的业务接近，我们以这两家公司的估值水平为参考，这两家公司的发行市盈率均值为 42 倍，动态发行市盈率为 37 倍。结合最新市场的估值，我们建议给予公司 2010 年业绩 30~35 倍的 PE 较为合理，对应的公司每股合理估值区间为 23.7~27.65 元。建议询价区间为 21.33~24.9 元。

图表 19：可比公司估值水平

	发行价	EPS			PE		
		2009	2010E	2011E	2009		
圣农发展	19.75	0.53	0.6	0.91	37	33	22
华英农业	16.98	0.37	0.41	0.63	46	41	27
均值					42	37	24

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

5.3 风险提示

（1）畜禽大规模爆发疫病的风险。这种风险一方面是公司所在区域出现疫病的风险；一方面是大规模出现疫病后导致产品价格下行的风险。

（2）产品价格波动风险。下游需求和祖代肉种鸡引种量的变动，会使公司产品未来价格具有不确定性，而产品价格波动对公司业绩将产生影响。

（3）依赖国外供应商的风险

（4）玉米等原材料价格波动的影响。

中邮证券投资评级标准：

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。

公司简介：

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介：

■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。