

一鸡唱响红天下

益生股份 (002458)

定价区间: 23.1-26.95 元

新股分析报告

2010年7月21日 星期三

农林牧渔小组

张先萍

021-50586660-8633

证书编号: S0630207110042

zxp@longone.com.cn

李臣燕

010-59707122

1cy@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

发行数据

发行前总股本(万股)	8100
本次发行股数(万股)	2700
发行后总股本(万股)	10800

财务指标

每股收益(元/股)	1.00
每股净资产(元/股)	2.87
净资产收益率(%)	39.34%
资产负债率(%, 母公司)	55.20%

申购要点

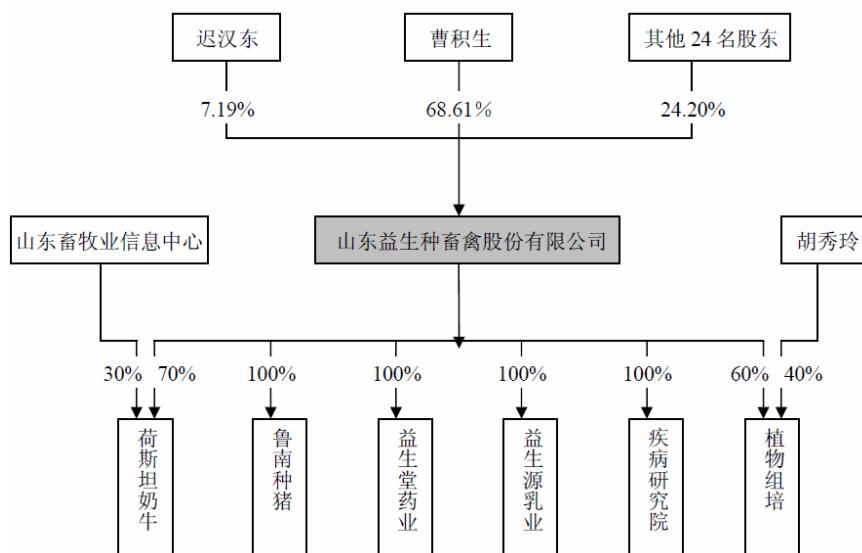
- **企业概况:** 公司是目前中国最大的祖代种鸡养殖企业。目前在祖代肉种鸡引进数量上保持规模优势, 且在 AA+与罗斯 308 两品种的单一规模上均居全国首位。在祖代种鸡的引种方面, 公司 2007 年-2009 年祖代肉种鸡和祖代蛋种鸡进口量均连续三年排名第一, 是唯一经中国农业部批准, 能够同时从美国进口 AA+与罗斯 308 两个国内市场份額最大的祖代肉种鸡品种并掌握了上述两个品种的相关繁育技术, 是我国繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司。公司的种鸡繁育水平在国内外处于领先地位, 在产品质量、价格、品种供应等方面具有显著的竞争优势。
- **行业前景:** 鸡肉消费量的不断增加主要来源于以下三个方面的因素: 1、人口的不断增长, 尤其是城市化进程加速带来的城市生活人口的迅速增加; 2、收入水平的提高带来对动物蛋白需求量的增长; 3、价格优势。鸡肉料肉比低, 生产效率高, 是节粮畜牧的首选。成本优势使得鸡肉特别适合中国现阶段人民消费水平。
- **核心竞争优势:** 公司核心管理层专业性强、稳定性高、富有凝聚力的管理团队, 是公司发展的核心驱动力量。公司多年以来专业从事种畜禽养殖业务, 拥有行业内领先的技术和成熟的经验。获得了在行业内处于领先地位的优势技术。规模优势使得公司一次性进口祖代种鸡批量大, 不仅获得对上游祖代种鸡提供商更强的议价能力, 而且对下游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。
- **定价区间与申购建议:** 我们预测公司 2010-2012 年净利润分别为 8282 万、10878 万和 14117 万, 其 CARG 为 19.45%, 摊薄后 2010-2012 年 EPS 分别为 0.77、1.01 和 1.31。综合市场可比公司的整体市盈率水平, 我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 30-35 倍, 对应的询价区间为 23.1-26.95 元之间。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

本次发行前，公司共有 26 名股东，均为自然人。具体情况见图 1。

图 1：IPO 前益生股份股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

曹积生先生是公司的控股股东和实际控制人，在本次发行前持有公司 68.61% 的股权，按发行后的股本计算，持有公司 51.46% 的股权，仍拥有绝对控股地位。

1.2 公司主营业务

公司的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。公司主要产品为父母代种鸡雏鸡和商品肉雏鸡。

公司是目前中国最大的祖代种鸡养殖企业。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%，；祖代蛋种鸡进口量占同期全国进口祖代蛋种鸡年更换量的比例分别为 21%、24.79% 和 23.94%，两者市场占有率均连续三年排名第一。

公司作为全国最大的祖代肉种鸡繁育企业，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，是我国繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司，公司目前在祖代肉种鸡引进数量上保持规模优势，且在 AA+与罗斯 308 两品种的单一规模上均居全国首位。公司

2009 年从安伟捷引进的祖代肉种鸡数量在其全世界客户排名中位居第一。公司的种鸡繁育水平在国内外处于领先地位，在产品质量、价格、品种供应等方面具有显著的竞争优势。

公司在国内种鸡养殖行业处于上游环节，在种鸡规模和质量等方面拥有优势。目前公司已成为国内众多知名一体化肉种鸡生产企业的供应商，拥有一大批诸如山东民和、青岛九联、山东仙坛、潍坊昱合、六和集团等优质客户。通过十几年的发展，公司产品已得到了行业内客户的广泛认同，销售网络辐射全国各地，在国内市场中占有明显优势。

2. 行业背景

2.1 行业市场空间和发展动力

种禽提供商的下游是肉鸡或蛋鸡生产商，鸡肉和蛋品的消费量和增长速度决定了种禽提供商的发展空间。

近十几年来，我国鸡肉生产与消费量均有显著提高。中国鸡肉产量从1990年的266.32万吨增加到2009年的1,370万吨，增幅达414.42%。

1996-2008年人均鸡肉消费量已由5.01千克增加到8.97千克。近年来我国出现鸡肉消费量已超过鸡肉产量的情况，自产鸡肉不能完全满足鸡肉消费需求，鸡肉净进口的数量逐年增加，2009年达到了89万吨。

鸡肉消费量的不断增加主要来源于以下三个方面的因素：1、人口的不断增长，尤其是城市化进程加速带来的城市生活人口迅速增加；2、收入水平的提高带来对动物蛋白需求量的增长；3、价格优势。鸡肉料肉比低，生产效率高，是节粮畜牧的首选。成本优势使得鸡肉特别适合中国现阶段人民消费水平。

我国人均鸡肉消费量与世界其他国家和地区相比，如加拿大、欧盟、巴西和中国台湾地区等，均还有较大的差距。预计2015年我国的鸡肉消费量将达到1,551万吨。

2.2 行业竞争的情况

在全国种鸡饲养总量稳步增加的同时，种鸡场及种鸡饲养企业数量呈下降趋势，市场集中度在逐步上升。目前全国从事祖代肉种鸡养殖的企业只有13家，祖代肉种鸡引种量集中在少数企业手中，排名前5位的企业年引种量为77.04万套，占全国的比例为85.11%。

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、商品代雏鸡是最大的竞争优势，也是企业存亡的关键所在。随着父母代肉种鸡场和商品肉鸡场饲养规模的不断扩大，一次性大规模供种的能力越发成为企业的竞争优势。技术服务的组织和手段是维护客户，建立与客户长期、互信伙伴关系的重点，适时、有效的技术服务可以使客户的生产水平得以保证，从而获得更长期稳定的商业合作。企业信誉度的积累，可以使公司在市场上树立良好的形象。价格的竞争虽然已经不再是最重要的手段，但在某些时段内，依然可以起到作用，但使用价格战略，必须有有效的成本控制能力作保证。

3、公司竞争优势分析

3.1 管理团队专业和稳定的优势

专业性强、稳定性高、富有凝聚力的管理团队，是公司发展的核心驱动力量。公司核心管理层均毕业于山东农业大学畜牧兽医专业，良好的专业背景和专业型管理优势使公司主营业务长久以来获得稳健发展。中高层生产管理人员同样是多年从事种畜禽生产业务的专业型领导者，技术水平突出、管理经验丰富，充分保证了公司生产和市场管理的效率和效果。自设立以来，公司核心管理团队保持稳定。

专业使管理更有效率，稳定使专业和管理效率得以累积，二者结合促使公司迅速发展。

3.2 技术与研发优势

公司多年以来专业从事种畜禽养殖业务，拥有行业内领先的技术和成熟的经验。首先，通过对祖代种鸡和父母代肉种鸡饲养管理各个环节不断的生产实践和有针对性的技术研发，获得了在行业内处于领先地位的优势技术；其次，种鸡代次越高对养殖技术要求越高，技术优势除了体现在公司自身的饲养生产中，还体现在对下游客户的技术服务方面。凭借处于肉鸡产业链顶端造就的技术优势，公司为下游客户提供高品质产品的同时，向客户提供保证其父母代肉种鸡饲养顺利进行的技术。无论在祖代肉种鸡或父母代肉种鸡饲养中，公司均具备业内领先的技术力量。

另外，公司与国内多个著名的科研院所建立了良好的合作关系，为技术研发奠定了良好的基础，同时也为公司技术人员的进修与培训建立了良好的渠道。公司与国外的生产和科研机构建立了经常性的联系，公司起着在国内示范和推广国外先进生产管理技术的纽带作用。公司的生产管理技术与国外的先进技术完全同步。新的先进技术在公司使用验证后，通过公司的宣传培训网络再辐射到全国。因此，公司的技术管理水平走在全国前列。

3.3 规模和品种优势

经过十几年的努力，本公司已经发展成为全国最大的祖代种鸡养殖企业，目前公司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。规模优势使得公司一次性进口祖代种鸡批量大，不仅获得对上游祖代种鸡提供商更强的议价能力，而且对下游而言，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。

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，可以更好地适应市场需求，降低经营风
险，同时有效增强了公司在行业内的竞争实力。

4、公司财务分析

4.1 收入、利润结构分析

近三年公司主营业务收入来自于五项业务：鸡、猪、饲料、整车和备件、煤。其中，整车和备件业务与煤业务只在 2007 年的收入中有体现，且占比不大。2007-2009 年鸡收入占比分别为 58.39%，78.38%，81.33%，始终为公司的主要收入来源。从毛利来看，2007-2009 年鸡毛利额占比分别为 76.67%，87.17%，93.09%，占比不断提高，主营业务比较突出。

4.2 盈利能力分析

1、收入增长

公司鸡收入近年来上升较快，2007-2009 年分别为 17,129.81 万元，26,049.79 万元，29,724.91 万元。增长的原因一方面是畜禽养殖大环境的利好，另一方面得益于生产规模扩大。

2、毛利变化

毛利额随收入增长扩大，且增速大于收入的增速。2008 和 2009 年收入同比增速分别为 52.07% 和 14.11%，但同期毛利的增速分别为 85.05% 和 21.59%，显示出公司盈利能力的增强，同期毛利率在上升。通过对比同行业上市公司的毛利水平(见表 2)，我们发现公司的毛利率显著高于同行业：

表 2：益生股份与同行业上市公司毛利率对比表

上市公司	2009 年度	2008 年度	2007 年度
民和股份 (002234)	3.54%	14.52%	24.25%
圣农发展 (002299)	20.46%	20.89%	26.77%
华英农业 (002321)	12.66%	13.02%	16.96%
平均	12.22%	16.14%	22.66%
益生股份	39.40%	36.98%	30.39%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

肉禽行业的生产过程主要为两部分，一部分是禽类的孵化和养殖，另一部分是屠宰和肉制品加工，孵化和养殖部分的利润水平相对较高，屠宰和肉制品加工的利润水平相对较低。由于公司从事的种鸡繁育及销售业务产品附加值较高，因此销售毛利率明显高于肉鸡养殖的毛利率。在国内，父母代肉种鸡雏鸡的销售处于产业链的最高端，毛利率也最高。

公司 2009-2007 年末的资产负债率分别为 55.20%、48.31% 和 54.64%，资产负债率偏高。但公司息税折旧摊销前利润和利息保障倍数两项指标均较高，近三年公司当年利润足以支付当年银行借款利息，公司盈利能力较

强，因此，公司的偿债能力有保障。

表3：公司其他财务指标

其他财务指标	2009年12月31日	2008年12月31日	2007年12月31日
流动比率	0.89	0.56	0.46
速动比率	0.70	0.38	0.30
应收账款周转率	31.89	31.47	27.41
存货周转率	8.8	10.41	9.57
资产负债率(母公司, %)	55.20	48.31	54.64
	2009年度	2008年度	2007年度
息税折旧摊销前利润(万元)	10601.70	9101.89	5853.95
利息保障倍数	9.03	8.98	10.17
每股经营活动的净现金流量(元)	1.31	1.07	1.47
基本每股收益(元/股)	1.00	0.88	0.56
加权平均净资产收益率(%) (扣非)	39.34	49.96	42.80

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 畜禽疾病发生和传播及发生安全事件的风险

疾病尤其是高致病性禽流感、猪瘟等恶性传染病一旦出现并大面积传播，将会给公司的生产经营带来较大的影响，主要包括：1、大规模的疫情将导致大量鸡、猪的死亡或者生产成绩的大幅下降；2、不论爆发在公司内外，疫情都会给养殖场的生产带来持续性的影响，防疫和净化都将增加生产成本，进而降低效益；3、消费者对畜禽疾病可能引发的人体生命安全问题的担心，可能导致消费心理恐慌，降低相关产品的总需求量，影响公司的产品销售。

同样，公司所从事的畜禽养殖行业与食品息息相关，一旦出现安全事件将可能引起消费恐慌，进而直接影响公司的产品销售。

5.2 原材料供应和价格变动的风险

在公司畜禽产品的生产成本中，饲料占据一定比重，饲料主要由玉米、豆粕、油脂及各种营养添加剂组成，目前无法以其它物品代替。随着公司生产规模的进一步扩大，玉米、豆粕等原材料的采购量还将继续增加。玉米、大豆等农产品价格和产量受播种面积与产地气候的影响较大，一旦播种面积大幅减少或气候反常以及国家农业政策发生重大变化，都将会导致农产品减产并引发价格上涨从而增加公司的采购成本，因此如果公司玉米、豆粕等主要原材料供应不足或者价格上涨幅度较大，将可能对公司未来经营业绩产生影响。

5.3 依赖国外供应商及其育种技术的风险

目前世界范围内的原种鸡种源控制于欧美少数几家育种公司手中，中国所用的祖代种鸡均需从国外进口。因此在祖代种鸡供应等方面对国外供应商存在一定的依赖。一旦供应商由于疫病或其他原因减少或停止输出种鸡雏鸡，公司将不能进口足量的祖代种鸡。如果在短期内没有从其他国家进口的渠道或未能与其他育种公司建立合作，将会影响公司引进祖代种鸡的进度，并对公司业务造成影响。

6、募集资金投向

项目概览

本次 IPO 计划发行 2,700 万股，募集资金拟投资于表 4 所列的 2 个项目，项目投资总额 27,345.94 万元，全部使用募集资金。

表 4：益生股份募集资金投向

单位：万元

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金	投资回收期(年)	达产后预计年新增收入	内部收益率(%)
90 万套父母代肉种鸡场建设项目	25,086.49	25,086.49	5.17	20,458.14	26.35
4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目	2,259.45	2,259.45	4.52	3,708.84	31.95
合计	27,345.94	27,345.94	-	-	-

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

募投对公司做大做强的影响——提高规模经济效益，规避市场风险

项目的实施将从横向扩展公司父母代肉种鸡雏鸡和商品肉鸡雏鸡的生产规模，使公司生产能力和市场份额得以巩固和扩大；从纵向上延伸公司的业务链条，进一步增加公司商品鸡雏鸡的业务比重，使公司产业延伸战略和经营规模扩张战略得以实现。

项目的实施使父母代肉种鸡饲养规模得到提升的同时，相应地增加了对公司生产的父母代肉种雏鸡的需求，消化了公司父母代肉种鸡产能。这在一定程度上可以调节父母代肉种雏鸡价格阶段性下跌的风险，避免了市场价格波动对公司的不良影响。

市场对募投带来的规模扩大的消化能力——对规模化供应的强烈需求和购买的明确意向

随着我国肉鸡养殖行业集约化进程的发展，商品鸡饲养企业单体规模日益扩大，越来越迫切地需要大规模同批次的雏鸡供应。因为大规模同批次的雏鸡供应具有可以大大提高肉鸡企业生产效率、降低生产成本、降低经营风险。降低肉鸡屠宰加工企业风险的四大优势而成为下游大型企业的强烈需求。在募集资金投资项目达产后，公司将实现每周供应同质化父母代肉种雏鸡 23 万套的供种能力，可以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。

募投扩大导致的规模增加部分已有明确的客户需求及产品购买意向。公司下游的父母代种鸡生产企业和商品肉鸡生产企业对雏鸡反应出旺盛需求；多家从事规模化肉鸡屠宰加工的企业希望通过本公司获得稳定的、大批量的肉雏鸡供应，并以联合农户饲养或自建肉鸡养殖基地等方式保证足量肉鸡的稳定来源。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。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、不考虑募投的增收，公司原有业务在 2010、2011、2012 年同比均实现 10% 的增长。;
- 2、募投的增收情况根据公司募投预测，项目建设期两年，第三年达产。由于公司没有公布募投已投资建设情况，假设 2010、2011 年为建设期，2012 年达产。
- 3、谨慎起见，假设其他业务维持 2009 年的收入水平。
- 4、公司产品价格和原料成本价格没有大幅波动。
- 5、公司现享有的税收优惠政策不变。

表 6：益生股份盈利预测

单位：元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	293,400,539.75	332,336,180.70	365,479,555.41	432,875,000.00	515,772,500.00	670,759,750.00
其中：营业收入	293,400,539.75	332,336,180.70	365,479,555.41	432,875,000.00	515,772,500.00	670,759,750.00
二、营业总成本	252,787,654.43	264,650,300.12	286,608,512.15	351,801,900.00	408,666,584.00	531,168,506.40
其中：营业成本	225,487,048.68	221,818,324.92	239,653,273.40	290,026,250.00	345,567,575.00	449,409,032.50
营业税金及附加	86,948.25	137,087.96	135,743.07	173,150.00	206,309.00	268,303.90
销售费用	10,508,002.99	13,054,226.14	15,333,885.27	17,315,000.00	20,630,900.00	26,830,390.00
管理费用	14,522,885.77	21,906,131.73	20,689,533.38	34,630,000.00	30,946,350.00	40,245,585.00
财务费用	4,546,218.48	8,040,980.36	9,753,853.67	8,657,500.00	10,315,450.00	13,415,195.00
资产减值损失	-2,363,449.74	-306,450.99	1,042,223.36	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
三、其他经营收益	146,889.91					
四、营业利润	40,759,775.23	67,685,880.58	78,871,043.26	81,073,100.00	107,105,916.00	139,591,243.60
加：营业外收入	5,424,428.69	7,115,623.68	2,242,801.48	5,000,000.00	5,000,000.00	5,000,000.00
减：营业外支出	671,484.25	3,834,471.79	218,129.15	3,000,000.00	3,000,000.00	3,000,000.00
五、利润总额	45,512,719.67	70,967,032.47	80,895,715.59	83,073,100.00	109,105,916.00	141,591,243.60
减：所得税费用	61,251.80	156,177.41	137,760.79	249,219.30	327,317.75	424,773.73
六、净利润	45,451,467.87	70,810,855.06	80,757,954.80	82,823,880.70	108,778,598.25	141,166,469.87
总股本	81,000,000.00	81,000,000.00	81,000,000.00	108,000,000.00	108,000,000.00	108,000,000.00
每股收益	0.56	0.88	1	0.77	1.01	1.31

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司处于畜禽养殖产业链上游，毛利率高。同时行业大规模同批次的雏鸡供应模式对处于行业龙头的公司十分有利，强者恒强。

同时募投项目有助于公司进一步扩大规模，同时增强对市场风险的调控能力，我们认为公司的销售收入将会在近三年内呈现明显增长。

基于上述考虑，再综合可比公司的整体市盈率水平，我们给与公司
2010年EPS市盈率区间为30-35倍，对应的询价区间为23.1-26.95元之间。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

李臣燕,农林牧渔行业分析师,中国人民大学经济学硕士,9年证券从业经验,2010年2月加盟东海证券。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性	In-Line:	预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避	Cautious:	预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来6个月股价涨幅为10% - 20%
中性	Neutral:	预期未来6个月股价涨幅为-10% - +10%
减持	Sell:	预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而导致与事实不完全一致,敬请关注公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,公司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,公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址:上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122