



农林牧渔

Farming&forestry&animal
husbandry & fishery

2010 年 07 月 30 日

发行数据	
发行价格(元)	--
发行规模(百万股)	27
发行后总股本(百万股)	108
发行方式	网下询价+网上申购
发行日期	
主承销商	安信证券
行业	农林牧渔

益生股份 (002458) 新股定价报告

——国内最大的祖代种鸡养殖企业 合理的价格区间
为 24.5-29.4 元

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	332.34	365.48	433.26	518.24	604.93
增长率(%)		9.97	18.55	19.61	16.73
归属母公司股东的净利润(百万元)	70.90	81.16	83.99	105.38	132.91
增长率(%)		14.47	3.49	25.47	26.12
每股收益-摊薄(元)	0.66	0.75	0.78	0.98	1.23

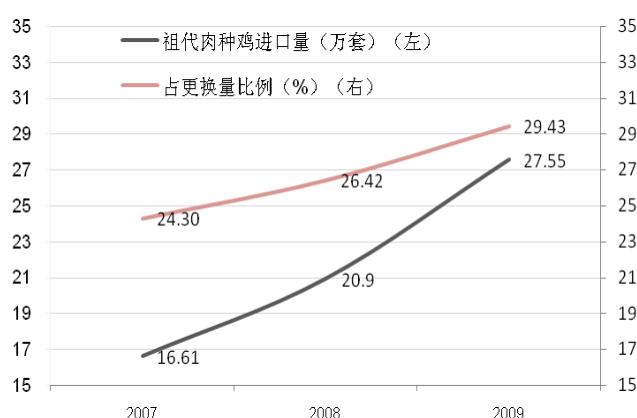
- **公司是中国最大的祖代种鸡养殖企业，连续三年市场排名第一。**
07-09 年公司祖代肉种鸡进口量分别为 16.61 万套、20.90 万套和 27.55 万套，占当年全国祖代肉种鸡更换量的百分比分别为 24.30%、26.42% 和 29.43%; 祖代蛋种鸡进口了 3.41 万套、7.21 万套和 7.00 万套祖代蛋种鸡，占同期全国进口祖代蛋种鸡年更换量的比例分别为 21%、24.79% 和 23.94%。
- **07-09 年公司主营业务收入分别为 29,338 万元、33,234 万元、36,548 万元，年复合增长率 12%，实现净利润 4,544 万元、7,081 万元和 8,076 万元，年复合增长率 33%。父母代肉种鸡、蛋种鸡和商品雏鸡是公司主要收入利润来源。2009 年三者占公司总营收分别为 55%、9% 和 17%，总计 2.97 亿元，三者毛利总计 1.17 亿元，占比高达 92%。**
- **鸡肉消费稳定增长将拉动种鸡产业发展。**1996-2008 年人均鸡肉消费量已由 5.01 千克增加到 8.97 千克，但还未达到目前世界的平均消费水平(13.5 千克)。随着我国经济的持续发展和居民生活水平的不断提高，人均鸡肉消费量提高的空间巨大。鸡肉消费的增长，必然拉动上游种鸡产业的发展。
- **募集资金投向。**公司本次拟公开发行 2,700 万股，所募集资金将全部用于建设 90 万套父母代肉种鸡场建设项目和 4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目。
- **估值和投资建议。**我们预估公司 10-12 年全面摊薄 EPS 为 **0.78 元、0.98 元和 1.23 元**。参考华英农业、圣农发展和民和股份等同类上市公司，我们给予 10 年 32-37 倍 PE，上市后合理的价格区间为 **24.5-29.4 元**。
- **风险提示：**1、畜禽疾病风险；2、原料成本波动风险

一、中国最大的祖代种鸡养殖企业

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 祖代肉种鸡品种并掌握了上述两个品种的相关繁育技术，繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司。

07-09 年公司祖代肉种鸡和祖代蛋种鸡市场占有率连续三年排名第一。公司祖代肉种鸡进口量分别为 16.61 万套、20.90 万套和 27.55 万套，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%；祖代蛋种鸡进口了 3.41 万套、7.21 万套和 7.00 万套祖代蛋种鸡，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%。

图表 1 公司 07-09 年祖代肉种鸡进口数量



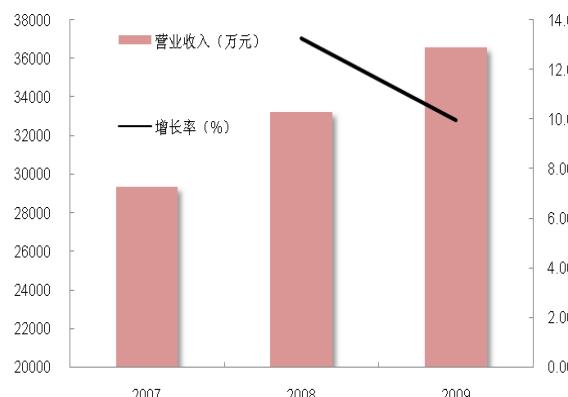
图表 2 公司 07-09 祖代蛋种鸡进口数量



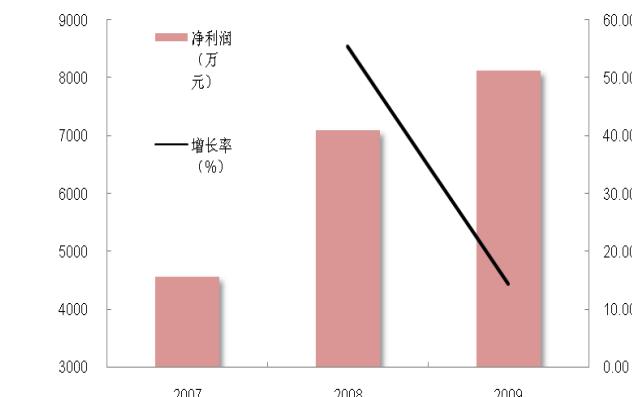
资料来源：公司招股意向书

近三年，公司主营业务收入分别为 29,338 万元、33,234 万元、36,548 万元，年复合增长率 12%，实现净利润 4,544 万元、7,081 万元和 8,076 万元，年复合增长率 33%。

图表 3 公司近三年营收复合增长率 12%



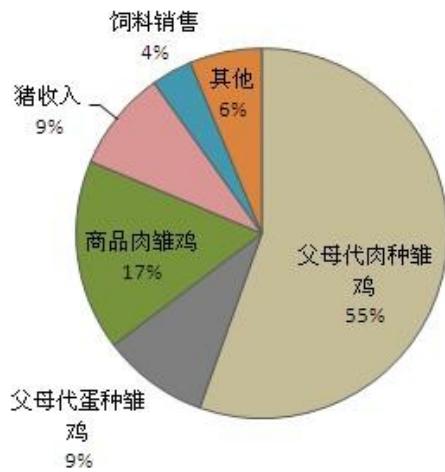
图表 4 公司近三年净利润复合增长率 33%



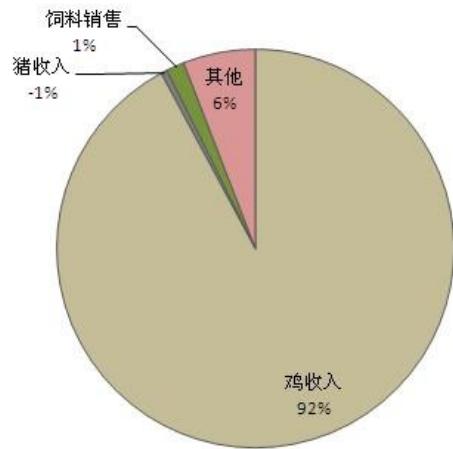
资料来源：公司招股意向书

父母代肉种鸡、蛋种鸡和商品雏鸡是公司主要收入利润来源。2009年三者占公司总营收分别为 55%、9% 和 17%，总计 2.97 亿元，三者毛利总计 1.17 亿元，占比高达 92%。

图表 5 09 年公司父母代肉种鸡营收占比 55%



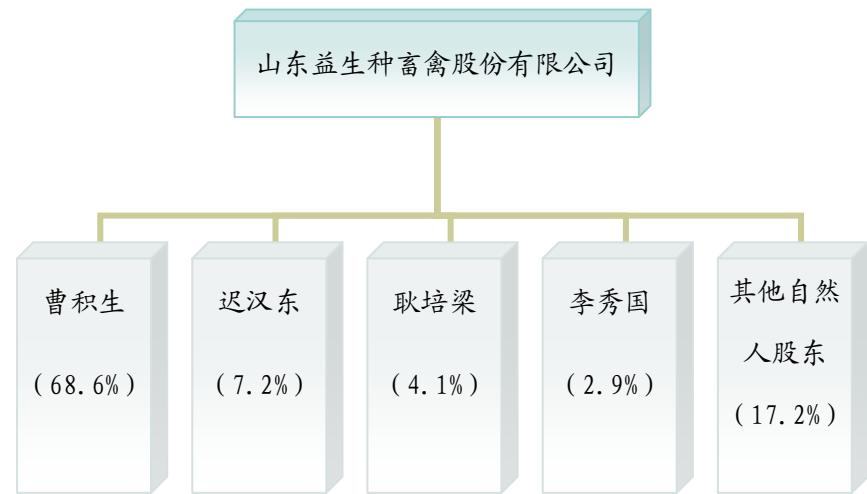
图表 6 09 年公司鸡收入占毛利 92%



资料来源：公司招股意向书

公司前身为烟台外贸种禽公司，07 年整体变更为山东益生种畜禽股份有限公司。公司 IPO 之前总股本为 8,700 万股，股东为 26 名自然人。曹积生持有发行前公司 5,557 万股股权，为公司实际控制人。本次发行 2,700 万股后，曹积生实际控制公司将近 51.5% 的股份，仍未公司实际控制人。

图表 7 公司股权结构图



资料来源：公司招股意向书

二、鸡肉消费增长将拉动种鸡需求

鸡肉消费稳定增长将拉动种鸡产业发展。近二十年来，我国鸡肉生产与消费量均有显著提高，1996-2008 年人均鸡肉消费量已由 5.01 千克增加到 8.97 千克。尽管我国的人均鸡肉消费量正在呈不断上升的趋势，但还未达到目前世界的平均消费水平(13.5 千克)。

目前我国已形成了以白羽肉鸡为主的食用肉鸡结构。城乡居民的鸡肉食品中约有 75% 来源于肉鸡，25% 来源于淘汰蛋鸡。其中白羽肉鸡在食用鸡中已居于主导地位，约占肉鸡产量 80%。

图表 8 我国鸡肉消费稳定增长



随着我国经济的持续发展和居民生活水平的不断提高，人均鸡肉消费量提高的空间巨大。尤其是城镇化进程的加快和农民收入的增长，必将拉动包括鸡肉在内的动物蛋白的需求。中国畜牧业协会禽业分会预计 2015 年我国的鸡肉消费量将达到 1,551 万吨，年人均鸡肉消费量达到 11 千克（以 14.1 亿人口计算）。鸡肉消费的增长，必然拉动上游种鸡产业的发展。

近年来，公司从美国安伟捷育种公司、美国海兰国际公司分别引进祖代肉种鸡和祖代蛋种鸡，建有现代化种鸡养殖场 31 个、孵化场 4 个、饲料厂 2 个。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。2009 年公司向市场供应父母代肉种雏鸡、父母代蛋种雏鸡分别为 1,222.60 万套和 504.87 万套。

此外，山东是我国养鸡的主要地区，占全国养殖量的 30% 以上。山东具有得天独厚的条件：一是地处粮食特别是饲料粮的产区，饲料价格相对较低；二是靠近消费大城市，交通便利，便于产品集散；三是气候条件比较适合畜禽养殖。

我国祖代肉种鸡养殖企业较为集中。1994 年，我国尚有 40 家祖代肉鸡生产企业，共饲养祖代肉种鸡 45 万套，目前行业内相关企业已整合至 13 家。公司成为祖代肉种鸡引种量最大的企业，2009 年引种总量约为 27.55 万套，第二位是北京家禽育种公司的 22.10 万套。目前祖代肉种鸡引种量集中在少数企业手中，排名前 3 位的企业年引种量为 62.44 万套，占全国的比例为 67%。

图表9 2009年中国祖代肉种鸡更换量排名

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	23.60
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	黑龙江省农垦祖代鸡种场	3	3.20
9	江苏海门艾拔益加家禽育种公司	2.25	2.40
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	河南汤阴巴德家禽育种有限公司	0.7	0.75
合计		93.61	100.00

资料来源：公司招股意向书

三、募集资金投向

公司本次拟公开发行 2,700 万股，所募集资金将全部用于建设 90 万套父母代肉种鸡场建设项目和 4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目。

公司投资建设 90 万套父母代肉种鸡场建设项目，内容包括新建父母代肉种鸡场 5 座，新建孵化场 1 座。项目建成后，年更新父母代肉种鸡 60 万套，存栏达到 90 万套，年生产商品肉鸡雏鸡 8,029 万套。本项目所需父母代肉种鸡每年需更新雏鸡 60 万套，计划分四批引进。父母代肉种鸡雏鸡从公司自有祖代种鸡孵化场引进。

4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目，内容包括新建祖代肉种鸡场 1 座，改扩建祖代肉种鸡场 2 座、育雏育成鸡场 1 座、孵化场 1 座。项目建成后，祖代肉种鸡年更新量 4.6 万套，存栏量 6.9 万套，年生产父母代种雏鸡 230 万套。

图表10 募集资金投向

项目名称	投资时间计划			项目总投资
	第一年	第二年	第三年	
90 万套父母代肉种鸡场建设项目	13,735	10,828	523	25,086
4.6 万套祖代肉种鸡场建设项目	1,012	989	259	2,259
合计	147,48	11,817	782	27,346

资料来源：公司招股意向书

四、估值和投资建议

我们预估公司 10-12 年全面摊薄 EPS 为 **0.78 元、0.98 元和 1.23 元**。参考华英农业、圣农发展和民和股份等同类上市公司，我们给予 11 年 25-30 倍 PE，上市后合理的价格区间为 **24.5-29.4 元**。

图表 11 行业公司估值比较

简称	最新收盘价(元)	总市值(亿元)	每股收益(元)		市盈率	
			2010E	2011E	2010E	2011E
民和股份	14.32	15.39	0.34	0.62	42	23
华英农业	19.35	28.44	0.48	0.69	40	28
圣农发展	29.4	119.06	0.66	0.98	43	30

资料来源：wind

图表 12 主营业务预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
父母代肉种雏鸡						
生产量(套)	7,575,574	9,382,390	12,494,736	14,993,683	17,242,736	18,967,009
增长率(%)		23.85	33.17	20.00	15.00	10.00
自用量(套)	55,406	55,399	268,770	299,874	344,855	379,340
销售量(套)	7,520,168	9,326,991	12,225,966	14,693,810	16,897,881	18,587,669
外销比例(%)	99.27	99.41	97.85	98.00	98.00	98.00
均价(元/套)	16.26	19.58	16.58	16.00	16.50	17.00
销售收入(万元)	12,228	18,261	20,266	23,510	27,882	31,599
增长率(%)		49	11	16	19	13
父母代蛋种雏鸡						
生产量(套)	1,970,705	2,528,365	5,048,710	5,503,094	6,053,403	6,537,676
增长率(%)		28.30	99.68	9.00	10.00	8.00
自用量(套)	0	0	0	0	0	0
销售量(套)	1,970,705	2,528,365	5,048,710	5,503,094	6,053,403	6,537,676
外销比例(%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
均价(元/套)	6.68	9.63	6.72	6.50	7.00	7.50
销售收入(万元)	1,316	2,435	3,394	3,577	4,237	4,903
增长率(%)		85	39	5	18	16
商品肉雏鸡						
生产量(套)	17,221,403	22,987,980	31,110,378	43,554,529	56,620,888	73,607,154
增长率(%)		33.48	35.33	40.00	30.00	30.00
自用量(套)	0	0	2,800	0	0	0
销售量(套)	17,221,403	22,987,980	31,107,578	43,554,529	56,620,888	73,607,154
外销比例(%)	100.00	100.00	99.99	100.00	100.00	100.00
均价(元/套)	2.08	2.33	1.95	2.00	2.00	2.00
销售收入(万元)	3,586	5,354	6,065	8,711	11,324	14,721
增长率(%)		49	13	44	30	30
鸡收入小计						

生产量(套)	26,767,682	34,898,735	48,653,824	64,051,306	79,917,027	99,111,839
自用量(套)	55,406	55,399	271,570	299,874	344,855	379,340
销售量(套)	26,712,276	34,843,336	48,382,254	63,751,433	79,572,172	98,732,499
外销比例(%)	99.79	99.84	99.44	99.53	99.57	99.62
均价(元/套)	6	7	6	6	5	5
销售收入(万元)	17,130	26,050	29,725	35,798	43,443	51,224
增长率(%)		52.07	14.11	20.43	21.36	17.91
销售成本(万元)	11,924	16,416	18,012	23,269	27,804	32,271
毛利(万元)	5,206	9,633	11,713	12,529	15,640	18,953
毛利率(%)	30.39	36.98	39.40	35.00	36.00	37.00
原种猪						
销售量(套)	951	1,939	1,239	1,300	1,400	1,500
单价(元/头)	2,318	2,634	2,790	2,800	2,850	2,900
销售收入(万元)	220.45	510.72	345.64	364.00	399.00	435.00
增长率(%)		131.67	-32.32	5.31	9.62	9.02
二元猪						
销售量(套)	5,247	4,093	5,660	5,700	5,850	6,000
单价(元/头)	1,288	1,601	1,411	1,450	1,500	1,550
销售收入(万元)	676.07	655.12	798.56	826.50	877.50	930.00
增长率(%)		-3.10	21.90	3.50	6.17	5.98
商品猪						
销售量(套)	15,646	17,053	24,262	25,000	26,000	27,000
单价(元/头)	858	1,102	850	900	950	1,000
销售收入(万元)	1,342.04	1,878.98	2,063.12	2,250.00	2,470.00	2,700.00
增长率(%)		40.01	9.80	9.06	9.78	9.31
猪收入小计						
销售量(套)	21,844.00	23,085.00	31,161.00	32,000.00	33,250.00	34,500.00
增长率(%)		5.68	34.98	2.69	3.91	3.76
销售收入(万元)	2,239	3,045	3,207	3,528	3,881	4,269
增长率(%)		36.02	5.34	10.00	10.00	10.00
销售成本(万元)	1,589	2,633	3,272	3,246	3,570	3,927
毛利(万元)	649.88	412.01	-64.87	282.2439279	310.4683207	341.5151528
毛利率(%)	29.03	13.53	-2.02	8.00	8.00	8.00
饲料						
销售收入(万元)	1,634	1,733	1,302	1,500	1,500	1,500
增长率(%)		6	(25)	15	0	0
销售成本(万元)	1,547	1,603	1,117	1,380	1,380	1,380
毛利	87	130	185	120	120	120
毛利率(%)	5	8	14	8	8	8
其他						
销售收入(万元)	8336.19	2405.6	2313.64	2500	3000	3500
销售成本(万元)	7489.47	1529.58	1564.3	1750	2100	2450
毛利(万元)	846.72	876.02	749.34	750	900	1050
毛利率(%)	10.16	36.42	32.39	30.00	30.00	30.00
主营合计						

销售收入(万元)	29,338.46	33,233.60	36,547.96	43,326.06	51,823.92	60,492.66
销售成本(万元)	22,548.70	22,181.81	23,965.33	29,645	34,854	40,028
毛利(万元)	6789.76	11051.79	12582.63	13,681.55	16,969.97	20,464.29
毛利率(%)	23.14	33.25	34.43	31.58	32.75	33.83

资料来源：金元证券研究所

图表 13 利润表预测

单位：百万元

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	332.34	365.48	433.26	518.24	604.93
其中：营业收入	332.34	365.48	433.26	518.24	604.93
二、营业总成本	264.65	286.61	345.77	409.77	469.03
其中：营业成本	221.82	239.65	296.45	348.54	400.28
营业税金及附加	0.14	0.14	0.16	0.20	0.02
销售费用	13.05	15.33	16.90	20.77	24.41
管理费用	21.91	20.69	24.84	31.07	35.07
财务费用	8.04	9.75	6.33	8.04	8.04
资产减值损失	(0.31)	1.04	1.09	1.15	1.21
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	67.69	78.87	87.49	108.47	135.90
加：营业外收入	7.12	2.24	4.93	4.76	3.98
减：营业外支出	3.83	0.22	1.57	1.88	1.22
四、利润总额	70.97	80.90	84.13	105.58	133.14
减：所得税费用	0.16	0.14	0.15	0.20	0.24
五、净利润	70.81	80.76	83.99	105.38	132.91
归属于母公司所有者的净利润	70.90	81.16	83.99	105.38	132.91
少数股东损益	(0.08)	(0.40)	0.00	0.00	0.00
六、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	0.88	1.00	0.78	0.98	1.23
(二)全面摊薄每股收益(元)	0.66	0.75	0.78	0.98	1.23

资料来源：金元证券研究所

五、风险提示

1、畜禽疾病风险：除了自有畜禽在养殖过程中发生疾病给公司带来的风险外，若畜禽养殖行业一旦出现安全事件或某个区域爆发疫病，将会导致出现消费者对相关产品的心理恐慌，降低相关产品的总需求量，直接影响公司的产品销售，给公司的经营带来损失。

2、原料成本波动风险：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。若公司玉米、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。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票 投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大 盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价 格在未来 6 个月内相对大 盘变动幅度为 -5% ~ +5%;

减持: 股票价 格在未来 6 个月内相对大 盘变动幅度为 -5% ~ -15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表金元证券研究所的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.