

误解的肉鸡行业 低估的种鸡龙头

益生股份 (002458) 评级: 买入 (首次)

股价: 30.9 元

目标价位: 43.2 元

深度报告

2010 年 10 月 8 日 星期五

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

lcy@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

投资要点

- ❑ **被低估的种鸡龙头:** 公司处于肉鸡产业链最上端, 毛利水平高, 盈利能力强, 且多年来保持行业龙头地位。近年来公司业绩平稳增长, 每股收益复合增长率为 21%。但在畜禽类上市公司中, 公司的市盈率远远低于行业平均水平, 与公司的盈利能力和行业地位严重不符。
- ❑ **被误解的肉鸡行业:** 肉鸡行业是一个完全竞争的市场, 但并不是一个已饱和的市场。无论从近年来生产一直没有满足消费, 种鸡下游扩张迅速的情况来看, 还是从长期人口增长和人均消费增加带来消费量的增加来看, 肉鸡行业都远不是已饱和的行业。
- ❑ **投资建议:** 我们对 2010 年至 2012 年每股收益进行预测, 分别为 0.80 元、1.08 元、1.30 元。以行业当前平均估值情况, 结合公司肉鸡产业链最上端龙头的行业地位, 我们给予其 2011 年 40 倍的市盈率, 则公司的股价应为 43.2 元, 对比当前股价 30.9 元, 尚有 40% 的上涨空间, 给予“买入”评级。

6 个月目标价位	43.2
升值潜力 (%)	40
目标价确定日期:	10.10.08

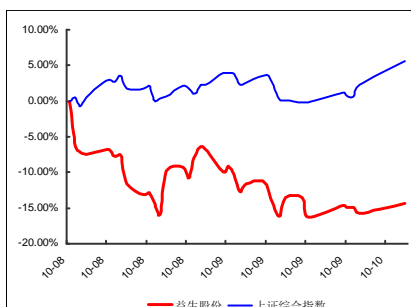
重要数据

总股本(亿股)	1.08
流通股本(亿股)	0.216
总市值(亿元)	33.372
流通市值(亿元)	6.6744

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-4.39%	-6%
3 个月	-	-
6 个月	-	-

个股相对上证综指走势图



主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	293.4	332.3	365.5	446.2	576.0	680.2
营业收入增长率 (%)		13.3%	10.0%	22.1%	29.1%	18.1%
营业利润 (百万元)	40.8	67.7	78.9	83.1	114.1	138.0
营业利润增长率 (%)		66.1%	16.5%	5.3%	37.4%	20.9%
净利润 (百万元)	45.6	70.9	81.2	85.9	116.9	140.7
净利润增长率 (%)		55.4%	14.5%	5.9%	36.1%	20.3%
营业利润率 (%)	13.9%	20.4%	21.6%	18.6%	19.8%	20.3%
每股收益 (元)	0.42	0.66	0.75	0.80	1.08	1.30
每股净资产 (元)	0.97	1.57	2.14	2.93	4.02	5.32
PE (X)	73.1	47.1	41.1	38.8	28.5	23.7
PB (X)	31.8	19.7	14.5	10.5	7.7	5.8
ROE (%)	43.5%	41.8%	35.1%	27.1%	27.0%	24.5%

风险提示:

疫病风险: 疫病的发生将可能从资产和销售价格两方面对公司造成影响。

价格风险: 市场上畜禽产品供给过剩或需求不足将导致价格下跌。

正文目录

1. 肉鸡行业饱和了吗?	3
1.1 我国肉鸡行业的发展足迹.....	3
1.2 肉鸡行业未来五年的发展空间.....	4
1.2.1 鸡肉为何成为肉类生产大国第一大消费肉类?	5
1.2.2 中国鸡肉消费市场	7
1.2.3 对祖代鸡引种过量的看法	8
1.2.4 中国鸡肉生产市场	10
1.2.5 原料价格上涨对鸡肉生产的影响	12
1.3 对近期肉鸡市场运行趋势的分析.....	12
1.4 小结.....	13
2. 种鸡龙头的优势能够保持或扩大吗?	13
2.1 公司的行业地位和核心竞争力.....	13
2.2 强者恒强的产业特性.....	14
2.3 48 小时下公司特有的区位优势带来的发展空间	15
3. 公司盈利预测.....	17
4. 投资建议与风险提示	18
4.1 投资建议.....	18
4.2 风险提示.....	19

图形目录

图 1. 商品肉鸡生产链及主要生产商	3
图 2. 我国鸡肉生产量与消费量	4
图 3. 我国猪肉生产量 (万吨)	4
图 4. 美国肉类消费结构变化 (百分比)	5
图 5. 1996 年巴西肉类消费结构	5
图 6. 2009 年巴西肉类消费结构	5
图 7. 世界肉类消费结构变化.....	6
图 8. 2007 年国内企业祖代鸡引种份额	16
图 9. 2009 年国内企业祖代鸡引种份额	16
图 10. 2007-2009 年公司主营业务毛利额	17

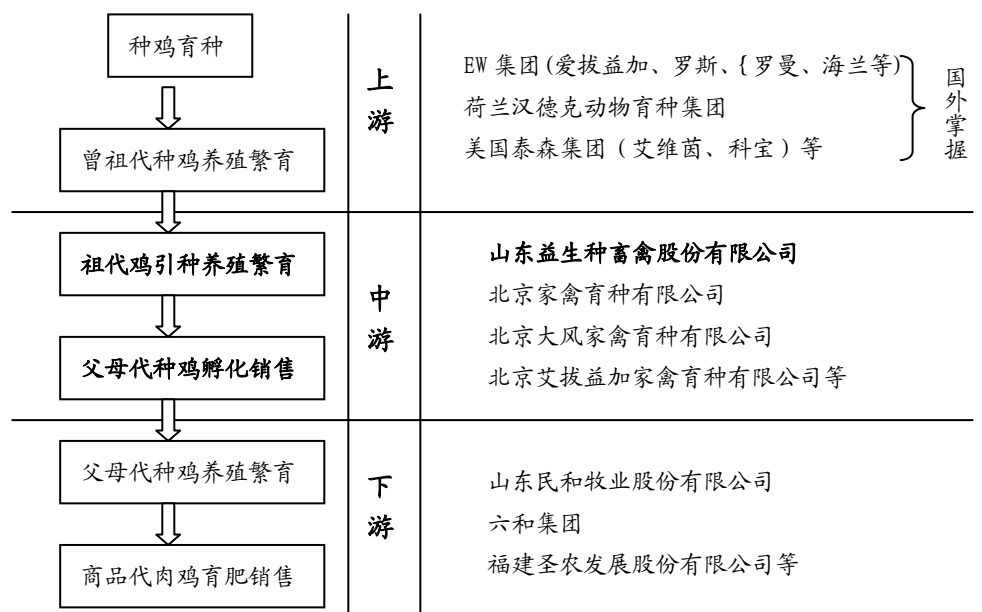
表格目录

表 1. 2006 年世界各国人均鸡肉消费量	7
表 2. 中国人口增长与预测	8
表 3. 中国鸡肉消费量预测	8
表 4. 肉鸡祖代鸡引种套数与鸡肉产量关系表	9
表 5. 近五年来我国鸡肉贸易进出口情况	10
表 6. 2009 年 13 家祖代鸡养殖企业情况	15
表 7. 公司的种鸡养殖业务盈利预测	17
表 8. 公司盈利预测	18
表 9. 公司与同行业上市公司估值水平对比	18

1. 肉鸡行业饱和了吗？

作为国内最高代次的祖代种鸡养殖企业，下游的父母代种鸡养殖对父母代雏鸡的需求是制约益生股份发展的直接因素。但归根结底，国内肉鸡产业的规模和发展速度决定着益生股份的发展空间和速度。

图1. 商品肉鸡生产链及主要生产商



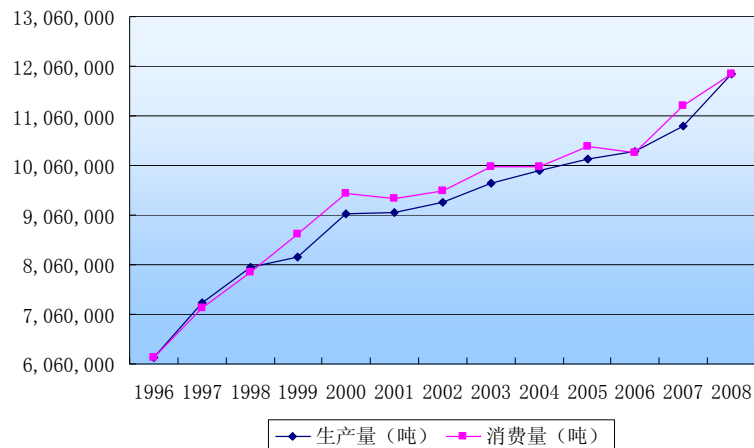
资料来源：东海证券研究所，公司公告

1.1 我国肉鸡行业的发展足迹

经过 20 多年的发展，中国肉鸡产业以高效率、低成本的优势，迅速发展成为中国农牧业领域中产业化程度最高的行业。

我国的鸡肉总产量由 1996 年的 618.4 万吨增长到 2008 年的 1,189.5 万吨，13 年复合增长率达 5.16%。2007 年，我国的肉鸡产量占肉类总产量的 15.5%，比 1984 年的 6.2%提高了 9.3%。从 1995 年开始，中国肉鸡产量超过欧盟，成为仅次于美国的第二大肉鸡生产国。与此同时，鸡肉在中国已成为仅次于猪肉的第二大肉类消费品。

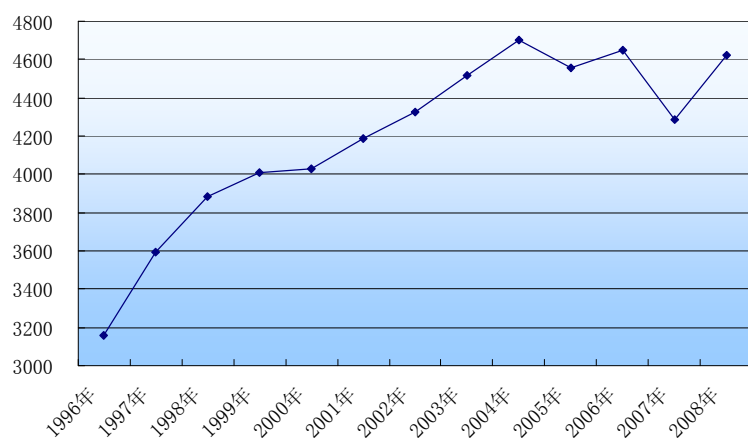
图2. 我国鸡肉生产量与消费量



资料来源: 东海证券研究所, 公司公告

与同时期的猪肉产量相比, 鸡肉产量保持了更快的增长速度。1996-2008年, 猪肉生产的年均复合增长率为 2.97%, 明显低于鸡肉 5.16% 的复合增长率。

图3. 我国猪肉生产量 (万吨)



资料来源: WIND 资讯, 东海证券研究所

可以看到, 十多年来, 肉鸡行业一直保持了较快的增长速度, 并且这种势头还将持续。

1.2 肉鸡行业未来五年的发展空间

肉鸡行业较快的增长速度能够保持多久呢?

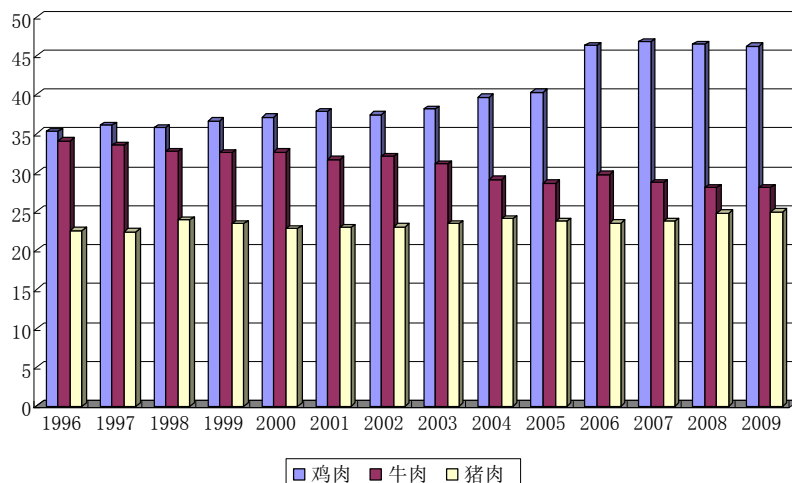
1.2.1 鸡肉为何成为肉类生产大国第一大消费肉类？

在 1996-2007 年的 12 年间，全球的鸡肉产量增长最快，增长 52.7%，年均递增 3.6%，增速高于肉类的总体增长速度和第一肉类品种-猪肉的增长速度。

根据国际粮农组织公布的统计数字，2007 年世界最大的 3 个肉类生产国分别是中国、美国和巴西，产量分别达到 6865 万吨，4181 万吨和 2008 万吨，三国的肉类产量占世界总产量的 49.45%。这三个肉类生产大国包括了发达和发展中国家，且均为消费大国，对它们肉类消费结构变动趋势的分析可以粗略判断世界肉类消费结构变动趋势。

美国的鸡肉生产和消费早在 1996 年就已经超过原有的第一消费品种——牛肉，并一直保持高于猪肉等其他肉类消费量的增长速度。从产量的年均递增率看，鸡肉 12 年的年均递增率达到 2.3%，牛肉为 0.2%，猪肉为 2.1%。

图4. 美国肉类消费结构变化（百分比）



资料来源：东海证券研究所，公司公告

巴西从 1996 年始鸡肉消费量超过牛肉，生产量从 2002 年始超过牛肉成为巴西第一大肉类生产品种，12 年间鸡肉的消费量增长高达 55%。

图5. 1996 年巴西肉类消费结构

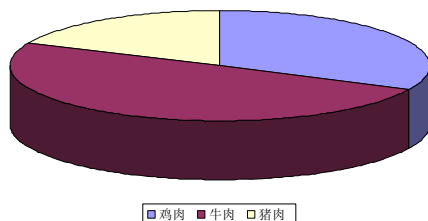
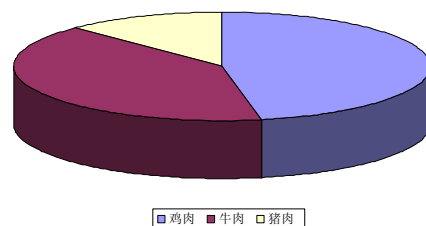


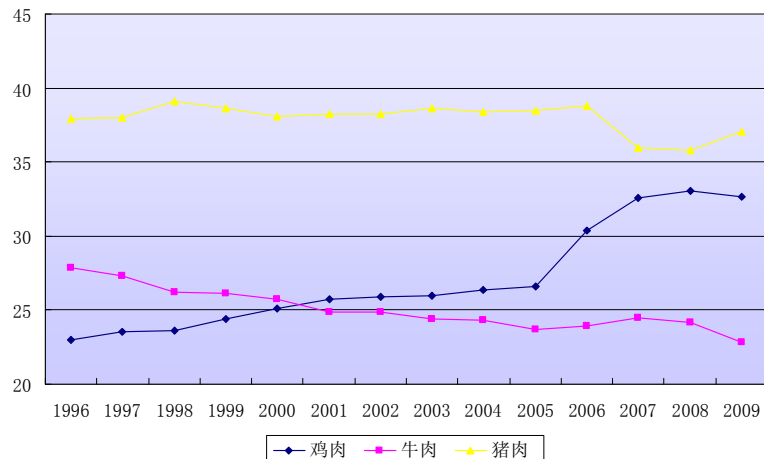
图6. 2009 年巴西肉类消费结构



资料来源：东海证券研究所，公司公告

从世界范围来看，以猪肉、牛肉为代表的红肉消费逐年递减，而以鸡肉为代表的白肉消费正在逐年递增。尤其是近年来随着健康饮食概念的推广，消费者在追求美食的同时，更加重视饮食对健康的作用，使得这种变化趋势从 2005 年以来更为显著。

图7. 世界肉类消费结构变化



资料来源：东海证券研究所，公司公告

虽然直至目前我国肉类消费结构中猪肉仍占据绝对的优势地位，但随着经济的发展，肉类消费结构也同世界趋势一样发生着变革。传统肉类消费结构中的主流消费品种猪肉从 1982 年的 83.6% 一路下降到 2006 年的 64.6%，而鸡肉在肉类消费结构中的比重却从 1982 年的 5% 持续上升到 2006 年的 13%。

鸡肉为何成为世界范围产量增长最快的肉类呢？原因在于其固有品质。

(1) 白肉更健康

相对于牛肉和猪肉等红肉产品，鸡肉具有高蛋白、低胆固醇、低脂肪和低热量等白肉特点，符合健康食品的基本条件。同时，鸡肉没有宗教和民族的消费禁忌，相对其他肉类拥有更大的消费群体。

(2) 易熟，适合生产快餐食品

生活节奏的加快导致对快餐的需求量快速增加。鸡肉相对猪肉和牛肉易熟，加工时间短，更适合快餐制作工艺的要求和标准，而成为快餐食品的主要肉类原料。

(3) 料肉比低，转化效率高

在常规生产情况下，肉鸡、猪和牛的饲料转化效率分别是：1.75:1，2.9:1 和 6.5:1，即，鸡肉相比猪肉、牛肉单位产品的生产成本更低，生产效率更高。畜牧业最大的成本是饲料，饲料转化效率越高，越能够节省饲料，降低成本。在玉米等原料价格居高不下的情况下，鸡肉生产显然更为经济。

1.2.2 中国鸡肉消费市场

我国鸡肉产量居全球第二，鸡肉消费量全球第一，但人均鸡肉消费水平很低。猪肉为主的肉类消费习惯，“肉鸡含有激素”等观念误导等原因使我国的人均鸡肉消费水平与国际水平相比还有很大差距。

表1. 2006 年世界各国人均鸡肉消费量

	美国	加拿大	欧盟	巴西	中国 台湾	世界 平均	中国
鸡肉消费量 (kg/人)	43.67	32.14	15.6	33.3	28	10.1	8

资料来源：中国畜牧业协会禽业分会

从表 1 我们可以看到这种差距，也同时看到了我国肉鸡行业的发展空间，我们认为，国内鸡肉消费市场必将继续以较高的速度扩张。

从世界主要国家的经济发展趋势来看，随着经济的增长和国民生活水平的提高，肉类消费结构将趋于均衡，理性、均势的消费理念将更加明显，鸡肉消费将会呈现逐步上升的趋势，并有可能超过与其他肉类消费持平。

以美国为例，美国曾是牛肉消费为主导的国家。从 20 世纪 60 年代以来，鸡肉的消费量始终保持着平稳的增长。1986 年，鸡肉人均消费量为 27.48kg，超过猪肉成为第二大肉类消费品；2003 年，人均消费鸡肉 42.15kg，超过牛肉成为第一大肉类消费品。2005 年人均消费鸡肉比 1990 年增长了 39.19%，远远高于猪肉、牛肉的消费量。巴西、欧盟等国的肉类消费结构变化也基本呈现类似的趋势。

中国的肉鸡产业也不可避免地遵循着这一发展趋势。虽然从 20 世纪 80 年代以来，中国的鸡肉消费已呈现出快速增长的发展势头，但发展至今，中国的鸡肉消费仍处于较低的水平，与世界平均水平相比也有较大的差距。肉类消费结构的改变是一个长期的过程，美国用了四十多年才完成了鸡肉消费的主导。但肉类消费市场的这一内在规律将驱使这个差距逐步缩小，中国庞大的消费潜能和快速增长的经济实力将为缩小这种差距提供源源不断的能量，这一过程将为中国肉鸡产业发展提供足够空间。

肉鸡消费市场的增长是消费人口的增加和人均消费水平提高两方面的综合影响的结果。

我国人口由于基数大，即便以较低的速度增长，每年新增人口也是不小的数字。同时由于城镇化进程加速，越来越多的生产人口正转变为消费人口。考

考虑到生育高峰的出现，我们假设 2008 年后人口每年以 0.9% 的速度增长，以此简单对中国人口进行预测。

表2. 中国人口增长与预测

年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
人口数 (万人)	122,389	123,626	124,761	125,786	126,743	127,627	128,453
年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
人口数 (万人)	129,227	129,988	130,756	131,448	132,129	132,802	
年份	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
人口数 (万人)	133,997	135,203	136,420	137,648	138,887	140,137	141,398

资料来源：中国统计年鉴 2009 东海证券研究所

经济发展带来的消费升级使得人均鸡肉消费量也不断提高。1996-2008 年人均鸡肉消费复合增长率为 4.58%，出于谨慎，我们假设 2009-2015 年市场以复合增长率为 2.5% 的速度增长，据此对人均消费鸡肉增长情况进行预测，从而得到 2010-2015 年的鸡肉消费量。

表3. 中国鸡肉消费量预测

鸡肉	消费量 (吨)	人口 (万人)	人均消费 (千克)
2010	12,741,693	135,203	9.42
2011	13,177,777	136,420	9.66
2012	13,628,786	137,648	9.90
2013	14,095,232	138,887	10.15
2014	14,577,641	140,137	10.40
2015	15,076,561	141,398	10.66

资料来源：中国统计年鉴 2009 中国畜牧业协会禽业分会 东海证券研究所

美国食品与农业政策研究所 (FAPRI) 对全球鸡肉消费情况的预计数据认为中国 2014 年人均消费鸡肉 9.9 公斤，与之相比，我们的数据偏乐观。但考虑到美国食品与农业政策研究所 (FAPRI) 的预测数据是在 2005 年做出的，时间较久，且近些年来中国城市化进程加快，实际需求增长很快，因此不做修正，以下计算继续采纳表 3 内数据作为基础。

1.2.3 对祖代鸡引种过量的看法

1、77 周的倒推——由消费量计算得到的祖代鸡引种量

按照肉鸡生产的一般标准（参考中国畜牧业协会对 2006-2008 年我国白羽肉鸡计算的相关数据），每 1 套祖代肉种鸡可生产 50 套父母代肉种鸡，每套父母代肉种鸡可生产 120 只商品肉鸡，每只商品肉鸡在 45 天内可长成重达 2.5 千克的成品肉鸡，成品肉鸡的屠宰率约为 85%，据此计算，一套祖代肉种鸡最终可以提供约 12.75 吨的鸡肉产品。

从一日龄祖代鸡引进开始计算，约 32 周进入正常集中产蛋期（约 80%-90% 的鸡开产），种蛋需 3 周孵化成父母代种雏鸡，父母代种鸡同样约 32 周进入正常集中产蛋期，3 周孵化期后商品代肉鸡雏鸡产生，以中国目前饲养主流品种和平均饲养水平约 45 天后上市。这样，从祖代鸡引进到商品代上市，共计约 77 周。即正常情况下 1 年 3 个月商品代肉鸡开始上市，1 年 6 个月左右大量上市，2 年 2 个月左右结束上市（按祖代鸡 66 周淘汰计算）。

按照表 3 的预测，2015 年鸡肉消费将达到 1507.7 万吨，则需要约 118.25 万套祖代鸡。以 2015 年 2 月开始大量上市时间来倒推，则这些祖代鸡需要在 2013 年 8 月开始引进。因此，讨论本年度祖代鸡引种是否过量应以一年半以后的市场需求为预测基础。我们根据表 3 的鸡肉消费量预测值计算出相应年度对祖代鸡存栏套数的需求，见表 4。

表4. 肉鸡祖代鸡引种套数与鸡肉产量关系表

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
祖代鸡存栏量(万套)	103.36	106.89	110.55	114.33	118.25	-	-
鸡肉消费量(吨)	-	12,741,693	13,177,777	13,628,786	14,095,232	14,577,641	15,076,561

资料来源：东海证券研究所

据中国畜牧业协会掌握的数据显示，2009 年全年共从国外引进祖代白羽肉种鸡 93.61 万套，而 2008 年共引进祖代白羽肉种鸡 78.59 万套。2009 年全国在产祖代肉种鸡平均存栏量为 83.53 万套，年末存栏量为 93.32 万套，预测需求量为 103.36 万套。因此我们认为当前总体来说，不存在引种过量的问题。

2、48 小时的意义——下游推动型销售模式说明的祖代鸡引种量

出生后的鸡雏需要在最长 48 小时内交到客户手中。

雏鸡出生后可在 48 小时内不喂水和食物而保持较好的活力，超过 48 小时后雏鸡的存活率和质量将大大降低，因此，雏鸡的销售存在着很强的时效性，父母代种雏鸡孵化出壳后，在完成必要的免疫、鉴别等程序后，要立即运输到客户的饲养场。由于此行业销售 48 小时时效性的特殊性，育雏公司需在雏鸡孵化完成前就确定购买方，以便孵化完成后立即组织运输。

事实上从购进祖代种鸡雏鸡开始，整个生产过程将按固有的规律进行，期间无法逆转或停顿，这是与工业生产最大的区别。祖代鸡引种公司在确定引种数量时就必须考虑到销售对象的需求，实际操作中往往是根据销售对象的购买意向确定引种数量。而销售对象的购买意向则取决于下一级客户的购买数量，即最终是消费市场的需求决定了引种数量。因此，我们认为有销售合同为基础的祖代鸡引种公司的引种数量是在预测基础上的理性行为，是有足够的市场需求作为基础的。

3、鸡肉长期贸易逆差的原因

我国鸡肉的国际贸易量长期存在逆差，见表 5。

表5. 近五年来我国鸡肉贸易进出口情况

单位: 吨	出口冻鸡	出口鸡肉	出口合计	进口肉鸡	贸易逆差
2005	89,976.00	127,630.20	217,606.20	376,535.20	158,929.00
2006	53,291.00	96,509.60	149,800.60	578,180.10	428,379.50
2007	76,123.00	125,281.00	201,404.00	785,673.10	584,269.10
2008	73,098.00	126,198.90	199,296.90	799,480.60	600,183.70
2009	70,774.00	131,642.00	202,416.00	731,989.10	529,573.10

资料来源: WIND 资讯

我国鸡肉的国际贸易量长期存在逆差的原因一方面是我国鸡肉消费存在结构性短缺。国人喜食鸡爪、鸡胗等鸡副产品，而欧美人则喜食鸡胸等肉多部位。利用这个与欧美国家的不同消费取向的互补性，激发贸易的动力。另一方面，则是国内鸡肉消费需求总量大于生产量，国内生产不足引发了进口需求。这从另一个侧面说明了我国鸡肉市场的发展空间并非已饱和。

以上分析从三个方面说明了我国的祖代鸡引种是以市场需求为基础的，目前的引种量并不存在过量。纵观中国肉鸡发展历程，从 1984 年起步至今，关于祖代鸡引种过量的争论多次出现，全国引种量也是起起伏伏（如非典的 03 年及其后的 04 年大幅下滑），但从长期来看是在逐步递增的。2004 年全国引种 48 万套时也有过是否引种过量的争论，但 2009 年这一数字达到 93.61 万套。

1.2.4 中国鸡肉生产市场

1.2.1.1 国内下游生产市场的扩张

从发展趋势来看，我国肉类生产结构与国际水平存在不小的区别。从世界范围来看，2006 年，鸡肉、猪肉产量分别占总肉类产量的 26%和 38.5%，但中

国鸡肉比之低 13%，而猪肉却比世界高 26%。鸡肉的增长空间还很大。

正是认识到这一点，国内和国际资本都不约而同地加大了对鸡肉生产的投资，下游市场在不断扩张。

国际资本方面，正大集团、美国泰森等加紧在中国的跑马圈地。

正大集团在国内的现代化养殖项目已经在辽宁、吉林、山东、河南、河北、安徽、北京、新疆等省份启动，5 年内，正大将在国内建成多个大规模的畜禽养殖场，并形成饲料生产和销售、畜禽养殖生产和销售、猪鸡肉屠宰、深加工及建立市场品牌等一条龙作业。

美国食品巨头**泰森公司**在国内也拥有多家合资公司：与诸城外贸合资的山东大龙食品有限公司，与江苏京海禽业集团合资的江苏泰森食品公司，与山东新昌集团也组建了山东泰森新昌食品有限公司。目前正在与国内其它几家禽肉加工企业谈判，其扩张的势头仍在继续。

同时，越来越多的外资企业也把投资中国的目光瞄准传统的畜禽领域。2010 年 9 月 26 日，美国**福喜公司**和山东乳山华隆畜牧发展有限公司合资成立的福喜（威海）农牧发展有限公司正式投产，投资 2.5 亿美元，预计 2012 年形成养殖屠宰加工 1 亿只肉鸡的生产能力。福喜公司是美国 OSI 集团在中国设立的独资企业，也是世界餐饮巨头肯德基、麦当劳等的全球供货商。

国内资本方面，2010 年 8 月 27 日**中粮集团**旗下中粮肉食投资有限公司投资 10 亿元兴建的中粮肉食（宿迁）有限公司肉鸡产业化项目在江苏开工建设。设计年屠宰肉鸡能力 1 亿只、年产熟食鸡调理品 4 万吨，为全国单产屠宰量、熟食加工量最大的加工厂。

1.2.1.2 国际出口市场有望扩大

相对于世界第二的鸡肉生产大国的生产量，我国鸡肉产品出口量却很低。目前，进口鸡肉的国家达 200 个，但我国出口的只有 10 多个国家，且多为鸡肉熟制品，而美国、巴西、泰国等国的出口比重都要远远高于我国。2005 年，美国鸡肉产品出口量占总产量的 16.63%，巴西占到 33%，泰国占到 32.69%，而我国作为世界第二大鸡肉生产国，2005 年的出口量仅占总产量的 2%，2006 年的出口量仅占总产量的约 2.13%。

近年来受到国外技术性贸易壁垒的制约，我国肉鸡出口没有起色。但我国的鸡肉出口市场环境一年以来有了较大的改善。

出口美国市场出现有利局面

一方面，进口受限：我国商务部发布最终裁定，认定原产于美国的进口白羽肉鸡产品存在补贴，中国国内白羽肉鸡产业受到了实质损害，而且补贴与实

质损害之间存在因果关系。商务部决定自 2010 年 8 月 30 日起对原产美国的进口白羽肉鸡产品征收反倾销税，反倾销税税率为 51.8%，实施期限为 5 年。今年 2 月份的相关初裁结果，已导致美国肉鸡产品进口量锐减了九成。

另一方面，出口扩张：2010 年 9 月 29 日，世界贸易组织 (WTO) 做出裁决：美国针对中国禽类产品的禁令违反了世贸规则。WTO 的裁决书指出，美国禁止中国鸡肉进入美国市场触犯了一系列贸易义务。

欧盟市场解禁

2002 年 1 月，欧盟以从中国进口的部分动物源性食品中含有氯霉素残留，以及中国农兽药残留监控体系未达到其要求为由，禁止从中国进口动物源性产品。2004 年 1 月，针对中国部分地区暴发高致病性禽流感疫情，欧盟继续全面禁止进口中国生产的禽肉产品。

欧盟禁止进口我国禽肉产品后，企业加大内部质量控制，实施标准化生产，做到产品质量从肉禽饲养、屠宰、熟制加工等环节完全符合欧盟标准。2008 年底欧盟对中国市场开始解禁。

从国际市场看，世界鸡肉的生产和出口贸易额一直保持增长趋势。国内企业在国内食品安全和国际贸易壁垒的双重压力下，正愈来愈重视基地到餐桌的食品安全管理，在国际市场争取更多出口份额来推动国内肉鸡业的快速发展将指日可期。

1.2.5 原料价格上涨对鸡肉生产的影响

从长期来看，中国农产品的价格将进入一个缓慢但漫长的上涨通道。

我们认为，原料价格上涨将有助于鸡肉更快地扩大市场份额。根本的原因是鸡肉的生产效率是最高的。从国外的实证来看，在日益走高的饲料价格向零售商和消费者传递的过程中，欧洲各国家禽业的发展状况要优于养猪和养牛业。禽肉已经从消费者的牛肉和羊肉消费份额的减少中以及猪肉的消费下降份额中获益。

1.3 对近期肉鸡市场运行趋势的分析

2010 年上半年肉鸡生产稳定，肉鸡产品价格下降，养殖成本上升，养殖效益较低。国际市场美国鸡肉价格整体上涨，出口减少。下半年我国肉鸡价格将稳中趋升，全球鸡肉产量增加，贸易减少。

(1) 生产方面。随着活鸡价格的回升，补栏情况会不断好转。因此，预计下半年肉鸡产量会稳定增长。

(2) 需求方面。下半年气温降低, 节日效应等将导致需求持续上升。

(3) 价格方面。下半年需求和猪肉涨价后的比价效应将形成鸡肉价格的支撑, 因此, 预计下半年肉鸡行情的走势基本上是稳中略升。

(4) 进出口方面。美国是我国鸡肉进口第一大国, 占进口总量的 70%-80%, 由于我国从 4 月 30 日对原产于美国的白羽肉鸡产品征收 31.4% 的反补贴税, 2010 年从美国进口鸡肉的数量会减少。出口方面, 世界经济形势的好转促进了肉鸡消费, 扩大了进口需求, 预计 2010 年我国肉鸡出口将小幅增加。

1.4 小结

在肉类生产上, 鸡具有大规模生产的先天优势, 更适合于产业化生产。最低的料肉比也使其在粮食价格不断走高的今天具有了更高的市场竞争力。

在肉类品质上, 鸡肉由于其健康食品和易于加工的特性使其更易普及与推广, 相对红肉消费市场空间更大。

在国内市场上, 较低的人均鸡肉消费量和持续扩张的消费人口使得鸡肉具备了更广阔的发展空间。

在祖代鸡引种上, 下游不断扩张的生产市场和持续增长的消费市场为其持续发展提供了源源不断的动力和坚实的市场基础。

因此, 我们认为肉鸡行业远不是世人所理解的已经饱和, 市场仍然处于扩张中, 祖代鸡的引种也并非过量, 引种量的增长是市场需求的提前表现。

2. 种鸡龙头的优势能够保持或扩大吗?

2.1 公司的行业地位和核心竞争力

公司是目前中国最大的祖代种鸡养殖企业。

在祖代种鸡的引种数量上, 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比例分别为 24.30%、26.42%和 29.43%, 市场占有率连续三年排名第一。祖代蛋种鸡引种量占全国进口祖代蛋种鸡年更换量比例分别为 21%、24.79%和 23.94%, 市场占有率同样连续三年排名第一。

在祖代种鸡的引种种类上, 公司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, 且在这两个品种的单一规模上均居全国首位。

在种鸡繁育水平上, 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。种鸡代次越高, 其通过杂交体现遗传性能的作用就越

重要，种鸡细微的差异对后代生产性能的影响就越明显，因而对其饲养和生产技术的要求就越高。公司生产的“益生”品牌父母代种雏鸡成活率高、抗病能力强、生产性能达到国际先进水平。

肉种鸡市场的核心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。公司在雏鸡质量、供种能力、技术服务水平、信誉度这四个方面都具有非常明显的优势。但公司产品价格通常比市场同类产品稍高，有一定溢价，溢价里包含了更好的产品质量和技术服务，因而对客户而言实际上是价有所值的。需要指出的是，公司的产品虽然价格有溢价，但实际上由于规模和管理的原因，成本比市场同类产品还要低一些，这使得公司保有更大的盈利空间可以应付市场的低谷期。

2.2 强者恒强的产业特性

2.2.1 行业大规模供种需求对公司发展的意义

如前所述，鸡是最适合集约化生产的动物之一。在我国，鸡也是产业化程度最高的肉用动物。但与肉鸡生产最发达的美国相比，我们的规模还是相形见绌。美国最大的肉鸡生产企业年屠宰量可达 20 亿只，我国最大的企业也只有 1 亿只。在我国畜禽养殖行业的现阶段，规模化还是一条很长的路，并且规模还将越来越大。

畜禽养殖行业有一条不成文行规——全进全出。即同批次进入饲养场的畜禽要同时全部出栏，以防止疫情交叉感染。在规模化养殖的情况下，肉鸡饲养企业越来越迫切地需要大规模同批次的雏鸡供应。第一，在全进全出的模式下，可减少产能浪费，提高肉鸡企业生产效率；第二，同批次同日龄的雏鸡母源抗体水平一致性高，免疫程序相同，生长容易控制，成熟后利于食品加工，这样肉鸡生产过程中的各项成本大大降低。

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，可以在短期内提供更多的同批次祖代种鸡，可以更好地满足下游大型一体化父母代种鸡饲养企业的需求。

由于大型的父母代种鸡场引种必须依赖于大型的祖代鸡场，因此大型祖代鸡场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。在这样的行业发展趋势下，大型祖代鸡场自然有更多的主动把握市场的机会。这使得强者恒强。

2.2.2 客户维系能力对于种类动物生产的意义

由于种鸡雏鸡的生物特性，整个生产过程将按固有的规律进行，一般情况

下，公司不能改变生产过程和生产能力。因此祖代种鸡繁育企业的客户维系能力和市场开发能力尤为重要。客户维系能力是一个动物性供种公司最为宝贵的资源。是否拥有稳定的客户群，是决定企业能否生存和长期发展的关键因素之一。而良好的客户维护能力又依赖于企业产品的质量和技术服务水平，供需双方必须通过长时间的合作才能建立起相互信任的商业关系。

公司不仅向客户提供同质性高、抗病力强、成活率高、质量优良的产品，还提供全程跟踪的、保证其父母代肉种鸡饲养顺利进行的技术。产品和服务的双重优势使下游客户产生了较强的产品依赖和技术依赖，从而积累并维护了一大批长期稳定的客户资源，为将来的发展打下牢固基础。

2.2.3 对上下游双向的议价能力

对上游，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，由于公司进口种鸡数量多，对供应商的销售有较大影响，因此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。公司与美国安伟捷签订长期供销合同，锁定一定批量条件下的采购价格，使所引祖代肉种鸡的成本价格基本固定，随着人民币升值，单位引种成本反而有所下降。

对下游，一方面公司具有大规模供种的优势，另一方面公司销售产品种质一致性高、生产性能佳，在市场上信誉良好，树立了强势品牌地位，从而使得公司对父母代种雏鸡市场销售价格的制定具备重要的影响力，具有较强的议价能力。一般说来，公司产品相对于市场其他产品均有一定幅度的溢价。

2.3 48 小时下公司特有的区位优势带来的发展空间

我国肉鸡养殖主要区域有山东、辽宁、河南、河北和江苏，恰好是以山东为核心的大半圆所覆盖的区域，这一区域也是我国主要的粮食生产地区，有着养殖得天独厚的基础条件。山东历来是我国的禽肉生产大省。2007 年山东禽肉生产占全国 26%，出口占到全国禽肉出口的 50%以上。

由于行业 48 小时的时效特性，我们来分析一下我国目前 13 家祖代鸡养殖企业与下游市场的地理位置现状。我国目前 13 家祖代鸡养殖企业情况如表 6。

表6. 2009 年 13 家祖代鸡养殖企业情况

排名	公司名称	2009 年更换量 (万套)	市场份额 (%)	所处省市
2	北京家禽育种有限公司	22.09	23.6	北京
3	北京大风家禽育种有限公司	12.8	13.67	北京
4	北京艾拔益加家禽育种有限公司	9.2	9.83	北京
7	河北飞龙家禽育种有限公司	3.3	3.53	河北
12	河北天丰集团家禽育种有限公司	0.8	0.85	河北

	华北合计	48.19	51.48	
1	山东益生种畜禽股份有限公司	27.55	29.43	山东
5	山东诸城外贸集团公司	5.4	5.77	山东
9	江苏海门艾拔益加家禽育种有限公司	2.25	2.4	江苏
13	河南汤阴哈巴德家禽育种有限公司	0.7	0.75	河南
	中原合计	35.9	38.35	
6	吉林德大有限公司	3.52	3.76	吉林
10	吉林金星实业有限公司	2	2.14	吉林
11	吉林兴华饲料有限公司	1	1.07	吉林
8	黑龙江省农垦青年农场	3	3.2	黑龙江
	东北合计	9.52	10.17	
	全国合计	93.61	100	

资料来源：东海证券研究所 公司公告

从表 6 我们可以看到，公司主要的竞争对手在华北，主要是地处华北北部的北京的三家企业，占据了市场份额的 47.1%，几乎半壁江山。但它们在地理上并没有优势，距离主要养殖区山东、辽宁、河南、江苏都相对较远。

公司地处胶东半岛，处于中国肉鸡养殖的核心区，由于 48 小时的特殊时效性而使公司相比其他竞争者具有了天然的区位优势，这也可能是公司能够迅速发展壮大的原因之一。

在目前 13 家祖代鸡引种企业中，公司距离中国最大的两个肉鸡生产省份山东和辽宁最近。公司所处烟台与大连隔海相望，渤海海峡南北两岸最短直线距离只有 106 公里，藉大连即可登陆辽宁。公司最大的两个市场正是山东与辽宁，公司的下一个重点开拓市场——河南也紧邻山东。

图8. 2007 年国内企业祖代鸡引种份额

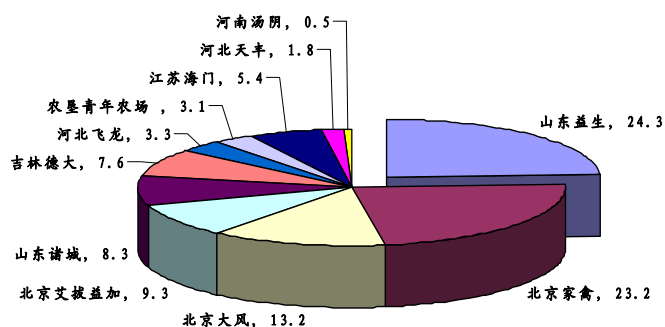
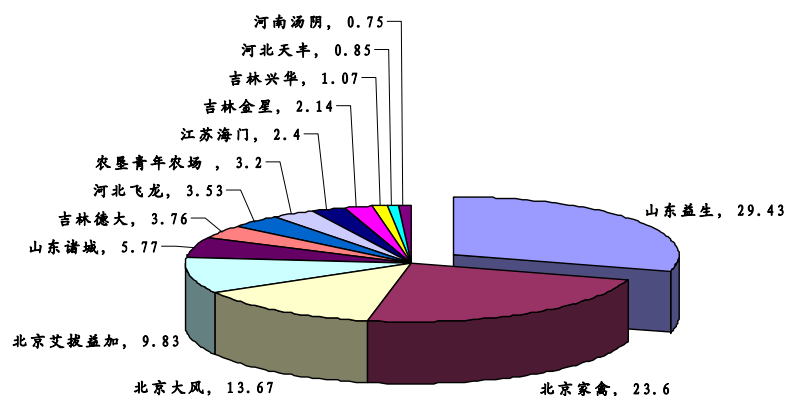


图9. 2009 年国内企业祖代鸡引种份额

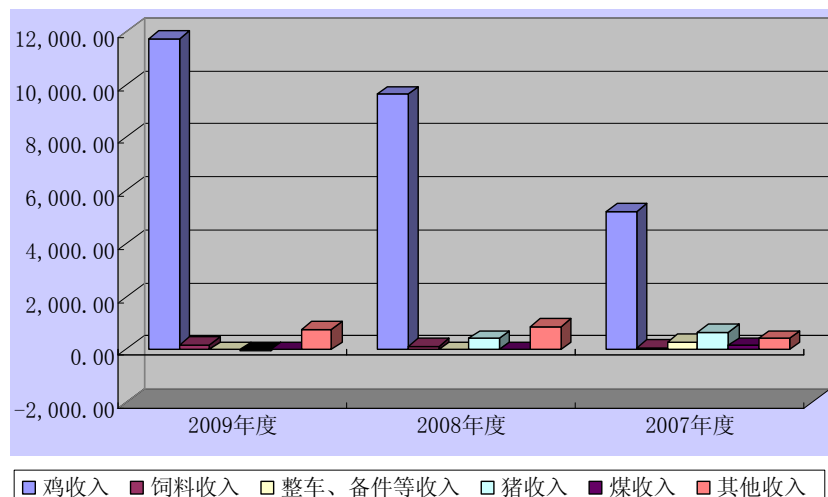


资料来源：东海证券研究所 公司公告

3. 公司盈利预测

公司目前的业务可以分为三块：鸡、猪和饲料。其中主要的业务收入和利润来源来自鸡的业务，2007至2009年来自鸡的毛利在毛利总额中的比例分别为76.67%、87.17%、93.09%，直线上升的势头明显，且所占比例绝对值非常大。

图10. 2007-2009年公司主营业务毛利额



资料来源：东海证券研究所 公司公告

因此，我们在对公司三项主要业务进行预测时，选取鸡业务作为收入预测重点。

表7. 公司的种鸡养殖业务盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
祖代肉种鸡存栏 (万套)	39.66	41.33	46.78	51.34
父母代肉种鸡销售 (万套)	1,222.60	1,822.80	2,041.85	2,218.00
全年平均单价 (元/套)	16.58	13.45	15.00	15.00
销售收入 (万元)	20,266.47	24,516.66	30,627.75	33,270.00
祖代蛋种鸡存栏 (万套)	10.76	12.64	13.94	14.85
父母代蛋种鸡销售 (万套)	504.87	568.87	627.49	668.07
全年平均单价 (元/套)	6.72	6.00	6.50	6.50
销售收入 (万元)	3,392.73	3,413.22	4,078.66	4,342.44
商品肉雏鸡销售 (万只)	3,110.76	4,092.00	7,578.00	11,090.00
全年平均单价 (元/只)	1.95	2.30	2.00	2.00
销售收入 (万元)	6,065.98	9,411.60	15,156.00	22,180.00
鸡收入合计 (万元)	29,725.18	37,341.48	49,862.41	59,792.44

资料来源：东海证券研究所，公司公告

在对鸡收入业务进行预测的基础上，我们对公司全部业务进行盈利预测：

表8. 公司盈利预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	293.4	332.3	365.5	446.2	576.0	680.2
营业总成本	252.8	264.7	286.6	363.2	461.9	542.2
营业成本	225.5	221.8	239.7	312.9	400.3	466.2
营业税金及附加	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
销售费用	10.5	13.1	15.3	20.1	23.0	27.2
管理费用	14.5	21.9	20.7	26.8	34.6	40.8
财务费用	4.5	8.0	9.8	2.2	2.9	6.8
资产减值损失	-2.4	-0.3	1.0	1.0	1.0	1.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	40.8	67.7	78.9	83.1	114.1	138.0
加：营业外收入	5.4	7.1	2.2	3.0	3.0	3.0
减：营业外支出	0.7	3.8	0.2	0.3	0.3	0.3
利润总额	45.5	71.0	80.9	85.8	116.8	140.7
减：所得税	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
净利润	45.5	70.8	80.8	85.5	116.5	140.3
减：少数股东损益	-0.2	-0.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
归属母公司净利润	45.6	70.9	81.2	85.9	116.9	140.7
每股收益(元/股)	0.42	0.66	0.75	0.80	1.08	1.30
每股净资产	0.97	1.57	2.14	2.93	4.02	5.32

资料来源：东海证券研究所，公司公告

4. 投资建议与风险提示

4.1 投资建议

投资要点：被严重低估的种业龙头。

表9. 公司与同行业上市公司估值水平对比

代码	名称	收盘价(元)	总股本(亿)	总市值(亿元)	主营收入(百万元)	每股收益(元)	市盈率
600965.SH	福成五丰	6.99	2.79	19.53	526.87	0.02	401.72
000735.SZ	罗牛山	7.55	8.80	66.45	818.71	0.07	108.63
600975.SH	新五丰	10.53	1.80	18.98	574.74	0.12	87.53
300106.SZ	西部牧业	22.76	1.17	26.63	267.23	0.26	87.47

002477.SZ	雏鹰农牧	52.88	1.34	70.59	541.08	0.66	79.94
002321.SZ	华英农业	19.53	1.47	28.71	932.38	0.27	71.30
000860.SZ	顺鑫农业	25.00	4.39	109.64	6087.11	0.37	68.27
002299.SZ	圣农发展	28.45	4.10	116.65	1437.69	0.49	58.22
002458.SZ	益生股份	30.90	1.08	33.37	365.48	0.75	41.12
002234.SZ	民和股份	17.00	1.08	18.28	725.73	-0.39	-
行业平均值							111.58

资料来源：东海证券研究所，WIND 资讯

公司处于肉鸡产业链最上端，毛利水平高，盈利能力强，且多年来保持行业龙头地位。近年来公司业绩平稳增长，每股收益历史增长与我们预测的复合增长率均为 21%。但在畜禽类上市公司中，公司目前的市盈率最低，与公司的盈利能力和行业地位严重不符。

公司所处行业仍处于扩张期，作为有着良好资质的龙头，公司很有希望在行业扩张中进一步发展壮大。

我们对 2010 年至 2012 年每股收益进行预测，分别为 0.80 元、1.08 元、1.30 元。以行业当前估值情况，结合公司肉鸡产业链最上端龙头的行业地位，我们给予其 2011 年 40 倍的市盈率，则公司的股价应为 43.2 元，对比当前股价 30.9 元，还有 40% 的上涨空间，给予“买入”评级。

4.2 风险提示

4.2.1 疫病风险

公司自有畜禽在养殖过程中若发生疾病，可能引起公司资产不同程度的损失；畜禽养殖行业一旦出现安全事件或某个区域爆发疫病，消费者对可能引发的人体生命安全问题的担心将会降低畜禽产品的总需求量，通过产业传导将影响公司的产品销售价格，进而带来损失。

4.2.2 价格风险

畜禽产品消费市场是一个完全竞争的市场，市场价格受供求关系影响显著。如果无销售意向合同为基础的祖代鸡引种公司引种过量，导致下游市场上畜禽产品供应过剩或需求不足，畜禽产品价格下降，在一定时间内会造成公司产品价格下跌，利润下降。

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。

重点跟踪公司: 獐子岛, 大北农, 农产品, 登海种业, 万向德农, 雏鹰农牧, 益生股份, 正邦科技

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、免责声明

本报告基于本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, 但本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, 本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变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本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, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本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, 本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, 本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, 未经本公司书面授权, 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。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

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