

2014年11月27日

益生股份 (002458)

——国内首家祖代 SPF 鸡场，主业拓展高毛利 SPF 鸡繁育

报告原因：有信息公布需要点评

增持

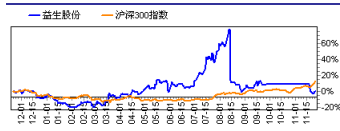
维持

市场数据:	2014年11月26日
收盘价(元)	12.3
一年内最高/最低(元)	14.96/7.03
上证指数/深证成指	2604/8764
市净率	5.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1744

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	2.31
资产负债率%	61.46
总股本/流通A股(百万)	285/142
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《益生股份(002458)——父母代鸡苗价格逐步回升,行业景气度回升后期的受益者》 2014/08/27

《益生股份(002458)——行业景气度回升后期的受益者,盈利有望持续改善》 2014/07/31

证券分析师

赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com
 研究支持
 叶洁 A0230113070001
yejie@swsresearch.com

联系人

龚毓幸
 (8621)23297818 × 转
gongyx@swsresearch.com
 地址:上海市南京东路99号
 电话:(8621)23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	503	-16	-289	-	-1.03	-34.0	-43.0	-12	-12
14Q1-Q3	577	47	-27	-	-0.09	3.8	-4.0		
2014E	856	70	15	105	0.05	12.9	2.1	258	69
2015E	1,07	25	180	1124	0.63	28.8	20.8	21	18
2016E	1,23	15	249	38	0.87	33.0	22.4	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **事件:** 11月26日,公司与美国吉胚公司、济南鑫盛达生物工程有限公司、邓松林先生及李梦元先生,签署《SPF合资场合同》,共同出资设立山东益吉达(SPF)生物科技有限公司,注册资本人民币5000万元,公司股权比例55%,主营生产与销售优质SPF蛋或SPF鸡胚、SPF鸡与父母代SPF种蛋。
- **国际企业控制种源,国内仍存需求缺口。**“SPF”是“Specific Pathogen Free”(无特定病原体)的简称,“SPF鸡”指不含国家标准规定的病原体和相关抗体(各国病原体种类与数量标准不同,中国、美国、欧盟分别为19/23/32种)的鸡,SPF鸡胚(孵化到一定日龄的内有活的胚胎的鸡蛋)是研制和生产鸡的活疫苗的必需原材料。SPF鸡产业链类似白羽肉鸡,自上而下分为祖代、父母代、商品代。国际上控制种源的SPF祖代种蛋场仅3家,除本次公司合作的美国吉胚公司外,美国、欧洲另各有1家;国内共有19家(目前2-3家停产)SPF鸡场,因国际企业长期禁止向中国提供祖代种蛋,国内鸡场仅进口父母代SPF种蛋,生产与销售商品代SPF蛋与鸡胚,因父母代种蛋价高,部分企业存在用商品代鸡再繁育的现象,致国内SPF蛋质量参差。国内SPF蛋仍存需求缺口,据调研了解,国内鸡场SPF商品代蛋年产量共约4000万枚,仍未完全满足国内疫苗生产需求,年进口量估计逾千万枚。
- **主业拓展高毛利SPF鸡养殖,成立国内首家祖代SPF鸡场。**本次设立的SPF合资厂具备从美国吉胚公司引进祖代SPF种蛋,内用和外销父母代SPF种蛋,生产与销售商品代SPF蛋、SPF鸡胚、SPF鸡的完整产业链,打破国内祖代与父母代SPF种蛋国外企业垄断的格局。目前,进口父母代种蛋价格约12-15美金/枚,1套父母代种鸡在25美元以上;国内生产的商品代SPF蛋约6-8元/枚,进口商品代SPF蛋约1.5美元/枚(约9.3元人民币/枚)。依据SPF鸡与白羽肉鸡生长周期相似,除种蛋成本、固定资产成本更高(养殖环境洁净度要求高)外,其他生产成本相似,商品代肉鸡鸡苗总成本约2.3元/羽,假设1套父母代种蛋提供200枚商品代SPF蛋,成本为25美金/套(约155元人民币/套),则估计商品代SPF蛋总成本约3.3元/枚;依据国内行业价格,则毛利率约45%-60%,高于公司五年平均毛利率17.3%。预计初期公司将在现成租赁的鸡场引进父母代SPF种蛋生产商品代SPF蛋,15年新建自有祖代与父母代鸡场后再拓展祖代SPF鸡繁育与扩增商品代SPF蛋产能。
- **维持“增持”评级。**15-16年,假设父母代SPF种蛋引进量为1.7/3.4万套、商品代SPF蛋均价8元/人民币,依据父母代种鸡进入产蛋期约24周、1套父母代种鸡提供200枚商品代SPF蛋,预计父母代在产种鸡存栏量为0.9/2.6万套,商品代SPF蛋产量约180/520万枚,新增营业收入1440/4160万元。预计14-16年实现净利润0.15/1.80/2.49亿元,同比增长105.1%/1124.3%/38.4%;实现EPS0.05/0.63/0.87元(原盈利预测为0.05/0.62/0.84元,上调主要因为新增SPF鸡业务)。基于15年上半年肉鸡行业景气度趋于上升、公司盈利有望持续改善的前景,以及主业拓展增加新盈利点,维持“增持”评级。

表 1：益生股份盈利预测
单位：百万元、元

利润表	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	770	601	503	856	1,074	1,234
二、营业总成本	536	593	830	859	896	980
其中：营业成本	461	512	674	746	764	826
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
销售费用	21	21	21	28	35	41
管理费用	46	49	58	69	81	97
财务费用	8	10	26	15	14	15
资产减值损失	1	1	51	2	1	1
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	(3)	0	0	0
三、营业利润	234	8	(330)	(3)	178	253
加：营业外收入	2	7	45	20	6	7
减：营业外支出	2	4	4	3	2	4
四、利润总额	234	11	(289)	14	182	256
减：所得税	0	0	0	0	0	0
五、净利润	234	11	(289)	14	182	256
少数股东损益	0	(0)	(1)	(1)	3	8
归属于母公司所有者的净利润	234	11	(289)	15	180	249
六、基本每股收益	1.67	0.04	(1.03)	0.05	0.63	0.87
全面摊薄每股收益	0.82	0.04	(1.01)	0.05	0.63	0.87

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。