

2016-10-18

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** 维持

分析师 陈佳

 862765799811

 chenjia2@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513080003

联系人 姚雪梅

 (8627)65799773

 yaoxm@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

 (8621) 68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《益生股份上修三季度业绩预告点评:禽链上游价格上涨超预期,引种龙头业绩爆发》2016-10-15

《益生股份签署合作及租赁合同公告点评:产能进一步扩张,行业景气上行充分受益》2016-8-8

《益生股份半年报点评:受益鸡苗价格上涨,业绩表现靓丽》2016-7-31

益生股份(002458)

益生股份跟踪报告:引种有序进行,祖代鸡龙头将迎来业绩爆发

报告要点

■ 事件评论

- **商品鸡苗规模稳健增长,父母代销量维持高位。**三季度以来公司引种有序进行,7月份从西班牙引进2.4万套,我们预计公司今年引种或达15万套,引种份额超过33%。在引种量仍保持较高份额的情况下,公司父母代销量仍将维持较高水平,预计16-17年销量分别为1500和1000万套。同时公司加大商品代投入,商品代鸡苗产量有望稳健增长。今年8月份公司同中红普林签订了为期10年的租赁合同,其中2个场可直接投产,若引种顺利,明年上半年即有商品鸡苗出栏,其余场预计改造时间1年左右,明年下半年或可全部投产,整体年产能达到商品代5000~6000万只。因此整体预计16-17年公司商品代鸡苗销售规模有望达2.5亿和3.3亿羽。
- **饲料价格下降使得生产成本仍保持稳定,财务费用显著下降。**公司祖代鸡引种成本由去年25美元/套上涨为今年的28~29美元/套,涨幅12%~16%但产品成本无明显上涨,原因在于:(1)按扩繁系数1:45:130计算,下游父母代鸡苗成本仅上涨0.6元/套、商品代鸡苗成本上涨基本可忽略。(2)今年前三季度玉米均价同比下降18.7%,饲料成本大幅下降充分抵消引种成本上升。(3)今年购买祖代鸡优惠返利更高。整体上公司今年成本基本与去年持平,预计父母代、商品代鸡苗成本为14~15元/套、2.2~2.3元/只。此外定增资金补充流动资金和偿还贷款使得公司今年财务费用显著下降,前三季度财务费用同比下降43%。
- **供给进入持续下滑期,父母代鸡苗价格有望突破百元,商品代苗价传导渐行渐近。**从祖代场调研了解,现阶段去年强制换羽的祖代鸡正已进入淘汰阶段,导致父母代供应量出现直线下滑。预计10月份行业单月父母代种鸡供应量已由前期400万套以上下降至不足350万套,且产能的持续减少将持续到17年4月份,后期行业当月父母代供应量或下滑到250万套。父母代苗价高点有望突破100元/套。商品代鸡苗方面,预计今年四季度至明年一季度或大概率出现父母代种鸡集中淘汰阶段,从而导致鸡苗及毛鸡价格出现快速上涨,预计此次周期商品代鸡苗价格亦有望突破前期高点至10元/羽。
- **看好公司未来发展,预计16-17年公司父母代鸡苗销量为1500、1000万套,商品代鸡苗销量为2.5、3.3亿羽,16、17年净利润为8.86、12.26亿元,EPS为2.65、3.66元,给予“买入”评级。**
- **风险提示:疫病风险,鸡价上涨不达预期。**

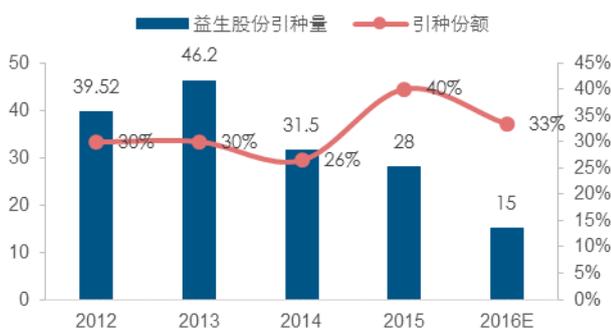
引种有序进行，商品鸡苗规模稳健增长

三季度以来引种有序进行，夯实祖代鸡龙头优势。受美法封关影响，整个行业祖代鸡引种受限，目前中国仅从西班牙和新西兰引种，其中西班牙 6 月复关，周产能 1 万套，全年预计供种 28 万套，新西兰科宝预计全年供种 11-12 万套，安伟杰由于近期检疫出现问题无法进入（前期已通过手续审批不受影响，但总量较小），预计今年全行业引种量不足 45 万套。三季度以来公司引种有序进行，7 月已从西班牙引种 2.4 万套，我们预计今年公司全年预计引种量有望达 15 万套，引种占行业份额超过 33%，祖代鸡引种龙头地位稳固。

商品代鸡苗规模稳健增长，父母代销量维持高位。公司加大商品代投入，商品代鸡苗产量稳健增长，今年上半年产量 1.2 亿只，全年预计能达到 2.5 亿只。继睢宁项目（年产商品代鸡苗 7800 万羽）以及 2014 年同中粮肉食签订为期 6 年的租赁合同（租赁标的年产商品代肉鸡 4680 万只）后，今年 8 月份公司同中红普林签订了为期 10 年的租赁合同，其中 2 个场可直接投产，若引种顺利，明年上半年即有商品鸡苗出栏，其余场尚需改造，改造时间预计 1 年左右，明年下半年或可全部投产，年饲养父母代 40~50 万套，产出商品代 5000~6000 万只。此外公司还租赁了若干规模较小的父母代鸡场，且在祖代鸡供给不足情况祖代场下可适当转为父母代场，因此明年商品代产能和产量都会有提升，预计明年商品代鸡苗产量可达到 3.3 亿只。父母代鸡苗方面由于公司仍维持较高引种份额，因此销量 16,17 仍维持高位，今年上半年公司父母代鸡苗产量 700 万套左右，全年预计为 1500 万套，明年预计销量为 1000 万套。

此外,公司在夯实龙头优势的同时,未来有望向上游曾祖代延伸,完善自身产业链的同时进一步提升行业话语权,形成垄断优势。

图 1：益生股份年祖代鸡引种量及引种份额（万套）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：益生股份商品代鸡苗销量（亿羽）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：益生股份近年来自建和租赁项目

项目名称	场房	产能	备注
睢宁种鸡产业化项目	9 个种鸡场，饲养父母代种鸡 90 万套，育雏场 3 个， 产蛋场 6 个，孵化场 1 个	年孵化商品鸡苗 7800 万羽	部分建成
与中红普林签订 2017-2026 为期 10 年租赁合同	6 个种鸡场和 1 个孵化场	年孵化商品代 5000~6000 万只	
与中粮肉食（宿迁）公司签订	3 个育雏育成场，6 个产蛋场	每年可增加销售商品肉鸡 4,680 万只	

2014-2019为期6年租赁合同

宝泉岭分公司白羽祖代肉种鸡场建设项目 祖代种鸡育雏育成场 2 处, 产蛋场 4 处, 祖代孵化场 1 处, 年祖代种鸡引种量为 10 万套 年孵化父母代肉种鸡雏鸡约 500 万套 部分建成

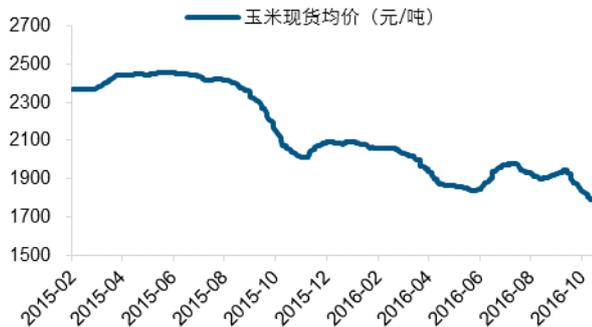
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

饲料价格下降抵消引种成本上升, 财务费用显著改善

饲料原料价格下降抵消引种成本上升, 单位成本基本持平。祖代鸡严重供不应求背景下, 供种企业上调祖代鸡价格, 公司祖代鸡引种成本由去年 25 美元/套上涨为今年的 28~29 美元/套, 涨幅 12%~16%, 但整体上公司产品成本无明显上涨, 原因在于: (1) 按祖代到父母代扩繁系数 45、父母代到商品代扩繁系数 130 计算, 祖代鸡成本上涨 4 美元/套传到下游父母代鸡苗成本约上涨 0.6 元/套、商品代鸡苗成本约上涨 0.0005 元/套, 下游单位成本上涨较小。(2) 饲料原料价格下降, 今年前三季度玉米均价 1949 元/吨, 同比下降 18.7%, 豆粕均价 2966 元/吨, 同比上涨 1.5%, 禽料中玉米、豆粕占比分别为 40%、20%, 综合来看前三季度饲料成本下降幅度较大, 充分抵消引种成本上升。(3) 今年购买祖代鸡优惠返利更高。整体上公司今年养殖单位成本基本与去年持平, 仍为父母代鸡苗成本 14~15 元/套, 商品代鸡苗成本 2.2~2.3 元/只。

此外公司今年财务费用大幅下降, 主要原因在于: (1) 定增资金偿还贷款和补充流动资金后, 贷款利息显著减少; (2) 行业高景气下公司经营状况良好, 现金流明显好转; (3) 银行贷款利率下调, 前三季度公司财务费用同比下降达 43%。

图 3: 玉米价格走势



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 4: 豆粕价格走势



资料来源: Wind, 长江证券研究所

供给进入持续下滑期, 鸡价或迎持续上涨

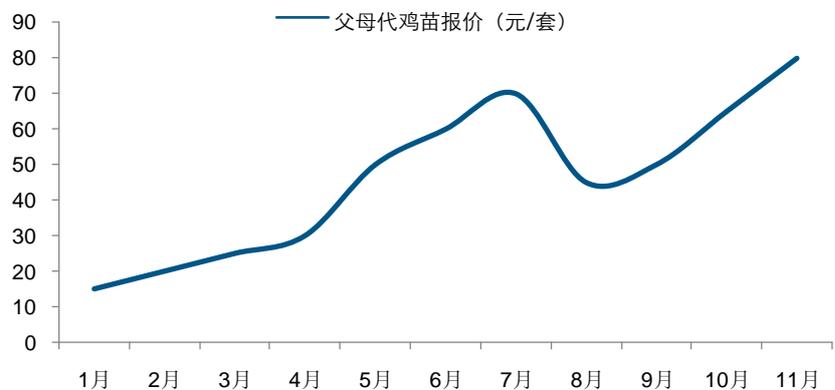
去年强制换羽的祖代鸡正已进入淘汰阶段, 父母代鸡苗价格创历史新高。从祖代场调研了解, 在去年 11 月份法国发生禽流感以后, 大部分祖代鸡场即开始采取强制换羽的措施以保证父母代鸡苗的供应。而根据产能周期, 现阶段去年强制换羽的祖代鸡正已进入淘汰阶段, 导致目前父母代供应量出现直线下滑。预计 10 月份行业单月父母代种鸡供应量已由前期 400 万套以上下降至不足 350 万套, 部分厂甚至出现产能减半现象, 减

产现象的严重导致现阶段父母代鸡苗呈现抢购的态势，祖代鸡厂商因此均被迫提价，目前 10 月份父母代鸡苗价格成交价均已达 60-65 元/套，11 月份报价也均已提至 80 元/套，突破前期 70 元/套高点。

此次供给收缩仍处于初期，预计在产祖代鸡产能的持续减少将持续到 17 年 4 月份，父母代苗价有望突破 100 元/套。此次强制换羽祖代鸡淘汰或将持续 7 个月到明年 4 月份，对应 7 个月祖代鸡引种断档。且上半年引种的断档将导致下半年在产祖代鸡存栏处于下行的大周期，因此到明年一季度前父母代供应量将呈现持续减少的态势。而需求方面由于引种的大幅紧缩，大型厂商均看好明年鸡价行情，因此扩产动力较足，且其对于高价苗接受度也较小厂家强。在供给端持续收缩及补栏较为积极的两方面因素影响下，预计父母代鸡苗价格或将出现持续上涨态势，高点有望突破 100 元/套。

供给收缩下商品代价格传导渐行渐近。短期由于节日备货导致屠宰场短期库存率较高，据了解现在行业屠宰企业库容率 80%左右，山东达 80%-90%，辽宁 70%-80%。屠宰厂商收购动力弱使得鸡价出现下滑。但由于终端鸡肉价格仍保持稳定，预计 10 月后随库存消化的完毕鸡价将重回上涨。且现阶段来看前期强制换羽父母代鸡已步入逐步淘汰阶段，调研祖代鸡场自养父母代也已开始出现淘汰，预计今年四季度至明年一季度或大概率出现父母代种鸡集中淘汰阶段，从而导致鸡苗及毛鸡价格出现快速上涨，预计此次周期鸡苗价格亦有望突破前期高点至 10 元/羽。

图 5：今年以来的父母代鸡苗报价走势



资料来源：长江证券研究所

图 6：在产祖代鸡存栏走势

图 7：后备祖代鸡存栏走势



资料来源: Wind, 长江证券研究所



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 8: 库容率与毛鸡均价走势



资料来源: 卓创资讯, 长江证券研究所

图 9: 在产父母代鸡存栏走势



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 10: 后备父母代鸡存栏走势



资料来源: Wind, 长江证券研究所

投资建议

整体上预计 2016、2017 年公司父母代鸡苗单套盈利为 25、35 元，商品代鸡苗单羽盈利为 2、2.6 元，父母代鸡苗销量为 1500、1000 万套，商品代鸡苗销量为 2.5、3.3 亿羽，生猪、牛奶等其他业务贡献净利 1100 万、1800 万。2016 年、2017 年公司归属净利润为 8.86、12.26 亿元，EPS 为 2.65、3.66 元，给予买入评级。

表 2: 益生股份业绩测算

	2016年	2017年
销量		
父母代鸡苗 (万套)	1500	1000
商品代鸡苗 (亿羽)	2.5	3.3
成本		
父母代鸡苗 (万套)	18	18.2
商品代鸡苗 (亿羽)	2.5	2.7
单位利润		
父母代鸡苗 (元/套)	25	35
商品代鸡苗 (元/羽)	2	2.6
其他利润 (亿元)	0.11	0.18
预计总利润 (亿元)	8.86	12.26

资料来源：长江证券研究所

风险提示：疫病风险，鸡价上涨不达预期

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	604	2018	2646	2564
增长率(%)	-28%	234%	31%	-3%
归属母公司所有者净利润(百万元)	-401.0	886.0	1226.0	1238.0
增长率(%)	-1804%	321%	38%	1%
每股收益(元)	-1.200	2.650	3.660	3.700
净资产收益率(%)	-124.7%	79.2%	55.2%	37.1%
每股经营现金流(元)	-0.78			

财务报表及指标预测

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	604	2018	2646	2564	货币资金	68	202	265	747
营业成本	831	898	1111	1046	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	-227	1120	1535	1518	应收账款	36	94	123	119
%营业收入	-37.6%	55.5%	58.0%	59.2%	存货	99	123	152	143
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	21	22	28	26
%营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	2	3	3
销售费用	25	63	93	90	流动资产合计	226	439	556	1019
%营业收入	4.1%	3.1%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	43	43	43	43
管理费用	62	153	212	205	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	10.3%	7.6%	8.0%	8.0%	长期股权投资	210	220	227	232
财务费用	60	44	25	5	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	9.9%	2.2%	0.9%	0.2%	固定资产合计	912	1046	1242	1403
资产减值损失	-1	0	0	0	无形资产	36	34	32	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-33	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	-407	860	1204	1217	其他非流动资产	327	627	927	1127
%营业收入	-67.4%	42.6%	45.5%	47.5%	资产总计	1755	2409	3028	3855
营业外收支	3	40	40	40	短期贷款	1006	807	247	0
利润总额	-403	900	1244	1257	应付款项	205	236	292	275
%营业收入	-66.7%	44.6%	47.0%	49.0%	预收账款	12	38	50	49
所得税费用	0	13	19	19	应付职工薪酬	28	36	44	42
净利润	-403	887	1225	1238	应交税费	1	19	26	26
归属于母公司所有者的净利润	-401.0	886.0	1226.0	1238.0	其他流动负债	47	33	42	40
少数股东损益	-3	0	0	0	流动负债合计	1298	1169	702	431
EPS(元/股)	-1.20	2.65	3.66	3.70	长期借款	70	70	70	70
					应付债券	0	-17	-34	-50
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	65	67	67	67
					负债合计	1433	1290	806	518
					归属于母公司	321	1119	2222	3337
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	321	1119	2222	3337
					负债及股东权益	1755	2409	3028	3855
					基本指标				
						2015A	2016E	2017E	2018E
					EPS	-1.200	2.650	3.660	3.700
					BVPS	0.96	3.36	6.66	9.97
					PE	-35.19	15.94	11.54	11.41
					PEG	0.14	-0.06	-0.05	-0.05
					PB	43.99	12.57	6.34	4.24
					EV/EBITDA	-56.56	14.30	10.27	9.61
					ROE	-124.7%	79.2%	55.2%	37.1%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼 (200122)
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室 (100032)
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。