

上游扩大优势 下游延伸产业链 增持 首次

投资要点:

- 祖代鸡引种量每年保持 10% 左右的增长
- 募投项目及江苏睢宁项目扩大父母代肉雏鸡养殖规模

报告摘要:

- **祖代鸡引种量每年保持 10% 左右的增长。**公司在上次禽流感中抓住行业低谷机会建立了龙头地位, 父母代肉雏鸡生产销售是最主要利润来源和竞争优势所在。2010 年引种 33.53 万套, 11 年引种规模约 35 万套, 未来几年将保持 10% 的引种增长速度。从国内总的引种量来看, 2011 年为 110 万套, 主要发生在 11 年 12 月份, 产能在 12 年 H2 释放, 因此年内父母代肉雏鸡的供应不会明显过剩。公司占安伟捷祖代鸡销售量 12%, 引种的价格一直保持在 25 美元每套的水平, 其直接引种成本占父母代肉雏鸡成本的 30%, 父母代肉雏鸡的成本主要受饲料价格的推动和影响, 此外是防疫和人工。
- **商品代肉雏鸡产能逐步释放。**11 年公司商品代肉雏鸡的产量约为 5600 万只 (包括鉴别雏)。随着募投项目和江苏睢宁项目各 90 万套父母代肉种鸡的投产, 公司商品代肉雏鸡的产能将逐步释放。预计公司 2012-2013 年商品代肉雏鸡的生产量分别能达到 8300 万 (募投 12H2 实现 60% 产能) 和 1.1 亿只的规模。
- **鸡苗价格波动频繁剧烈。**相对于父母代肉雏鸡, 商品代肉雏鸡的波动更大。这主要受下游规模企业和养殖户占比较少的影响, 商品代肉雏鸡的下游养殖户更多、规模更小, 受季节性影响更大。12 年 1 月份鸡苗每只不足 1 元, 2 月份超过 4 元。鸡苗的频繁波动导致整个养鸡行业的周期更短。
- **给与增持评级。**基于 11-13 年父母代肉雏鸡销量 1810/1932 万套, 及商品代肉雏鸡 11-13 年 5600/8300/11000 万只, 考虑年内可能的价格波动, 我们预测公司 2011-13 年净利润分别为 2.34/2.0/2.4 亿元, 现股本 EPS 分别为 1.64/1.41/1.74 元。公司逐步巩固在养鸡上游的优势, 下游的渗透也有助于平滑业绩波动, 给予增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	36,547	45,899	77,009	82,498	95,187
净利润 (万元)	8,115	4,743	23,400	19,826	24,391
总股本 (万股)	8,100	10,800	14,040	28,080	28,080
每股收益 (元)	1.00	0.51	1.67	0.71	0.87

农林牧渔业

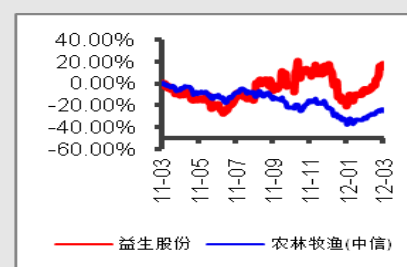
分析师:

胡建军 (S1180210010226)

电话: 010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (亿股)	1.40
总市值 (亿元)	44.89
流通市值 (亿元)	11.25
公司第一大股东	曹积生

相关研究

公司研究*东方海洋: 海参养殖达产 三文鱼贡献提升 2012.3

公司研究*亚盛集团: 多元化农业 战略性资源 2012.1

公司研究*西王食品: 小包装扛起大旗 2012.1

公司研究*壹桥苗业: 沙山爆发增长在后 2011.9

公司研究*升达林业: 柬埔寨项目颇具亮点 2011.12

公司研究*天宝股份: 水产毛利高 冰淇淋贡献升 2011.7

表：益生股份分项业务盈利预测表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
父母代肉种雏鸡					
生产量（万套）	1249.47	1683	1750	1925	2100
自用量（万套）	26.87	33.66	70	115.5	168
外销量（万套）	1222.6	1649.34	1680	1809.5	1932
外销比例	97.8%	98%	96%	94%	92%
均价（元/套）	16.58	10.48	24	22	22
成本（元/套）	9	9.5	11.5	11.85	11.85
销售收入（万元）	20,271	17,285	40,320	39,809	42,504
毛利率	45.72%	9.35%	52.08%	46.13%	46.13%
父母代蛋种雏鸡					
生产量（万套）	504.8	546.74	789.25	875	950
销售量（万套）	504.8	546.74	546.74	546.74	546.74
产销率	100%	100%	100%	100%	100%
均价（元/套）	6.72	6.2	7	7	7
成本（元/套）	5.25	5.4	6	6	6
销售收入（万元）	3,392	3,390	3,827	3,827	3,827
毛利率	21.88%	12.90%	14.29%	14.29%	14.29%
商品代肉雏鸡(包括鉴别雏)					
生产量（万只）	3,111	7,081	5,663	8,374	11,235
销售量（万只）	3,111	7,081	5,863	8,374	11,235
产销率	100%	100%	100%	100%	100%
均价（元/只）	1.95	2.55	3.6	3.1	3.2
单位成本（元/只）	1.4	1.49	1.6	1.7	1.7
销售收入（万元）	6,066	18,055	20,812	25,959	35,952
毛利率	28.21%	41.57%	54.93%	45.16%	46.88%
总收入（万元）					
毛利率	34.43%	23.47%	43.09%	37.69%	39.36%

数据来源：公司资料 宏源证券

分析师简介:

胡建军: 宏源证券研究所农林牧渔业研究员。

主要研究覆盖公司: 亚盛集团、雏鹰农牧、登海种业、隆平高科、丰乐种业、壹桥苗业、东方海洋、獐子岛、国联水产、华英农业、天宝股份、西王食品、好当家、益生股份。

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。