

农林牧渔行业

新股圣农发展投资价值 and 合理股价区间分析

2009 年 9 月 24 日

投资要点:

●圣农发展（002299）首次公开发行不超过 4100 万股新股于 2009 年 9 月 8 日被中国证券监督管理委员会核准。定价公告刊登日期为 2009 年 9 月 30 日，申购日期和缴款日期为 2009 年 10 月 9 日。

●我国肉鸡养殖和加工产业市场前景广阔，并得到国家政策的支持和鼓励，大规模肉鸡养殖和加工存在一定进入障碍。

●圣农发展是我国规模最大的自养自宰白羽肉鸡专业生产企业，也是我国长江以南地区规模最大的白羽肉鸡养殖和加工企业。

●公司肉鸡养殖和加工业务规模和盈利水平逐年稳步提高；鸡肉销售价格、鸡肉销售量、玉米价格和豆粕价格是影响公司利润的四大主要因素；未来，国内鸡肉价格将随着国际经济形势好转和国内猪肉价格上涨而上涨，国内玉米和豆粕价格上涨压力小，有利于公司降低营业成本。

●公司首次公开发行股票募集资金用于新增 4600 万羽肉鸡工程建设项目投资建设，项目建成以后，公司年肉鸡养殖产能 1 亿羽，实现与公司年肉鸡加工产能相匹配。

●民和股份与圣农发展的主营业务相似，按照民和股份的估值水平，估计圣农发展首次公开发行股票的价格合理区间是 14 元/股上下浮动 20% 区间，区间下限是 11.2 元/股，区间上限是 16.8 元/股。在此价格区间内，给予圣农发展（002299）“推荐”评级。

农林牧渔行业

圣农发展

评级:

推荐

合理股价区间:

14 元/股上下 20% 区间

参照公司民和股份股价走势图



基础数据

发行股份	4100 万股
发行后总股本	41000 万股
2009 年 6 月末净资产	6.95 亿元
2009 年上半年净利润	0.81 亿元
2009 年上半年基本每股收益	0.22 元

合理估值数据

合理股价区间	[11.2 元, 16.8 元]
合理动态市盈率	[25 倍, 35 倍]

吴正武

行业研究员

电话

021-3222 9888-3509

邮箱

wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

《农林牧渔行业动态报告》

《农林牧渔行业事件点评》

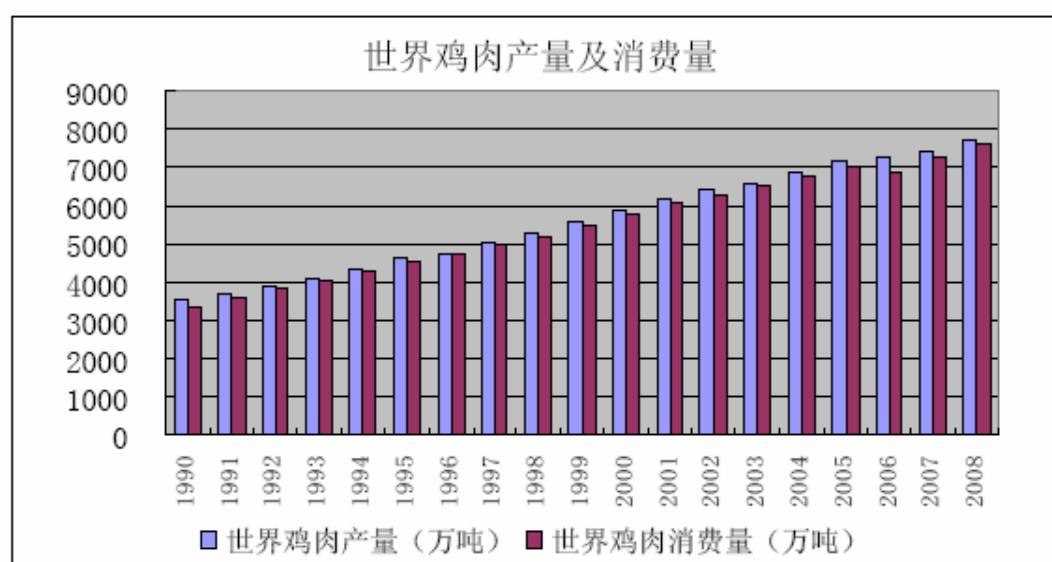
请务必阅读正文之后的重要声明

一、我国肉鸡养殖和加工产业市场前景广阔，大规模肉鸡养殖和加工存在一定进入障碍

鸡肉具有高蛋白、低脂肪、低热量、低胆固醇的“一高三低”的营养特点。与猪肉、牛肉相比，鸡肉具有饲养周期短、饲料转化率高、饲养及加工自动化程度高等优点。

从1990年到2008年，世界鸡肉产量从3540万吨增长到7703万吨，年平均增长率为4.42%；鸡肉消费量从3379万吨增长到7651万吨，年平均增长率为4.66%。

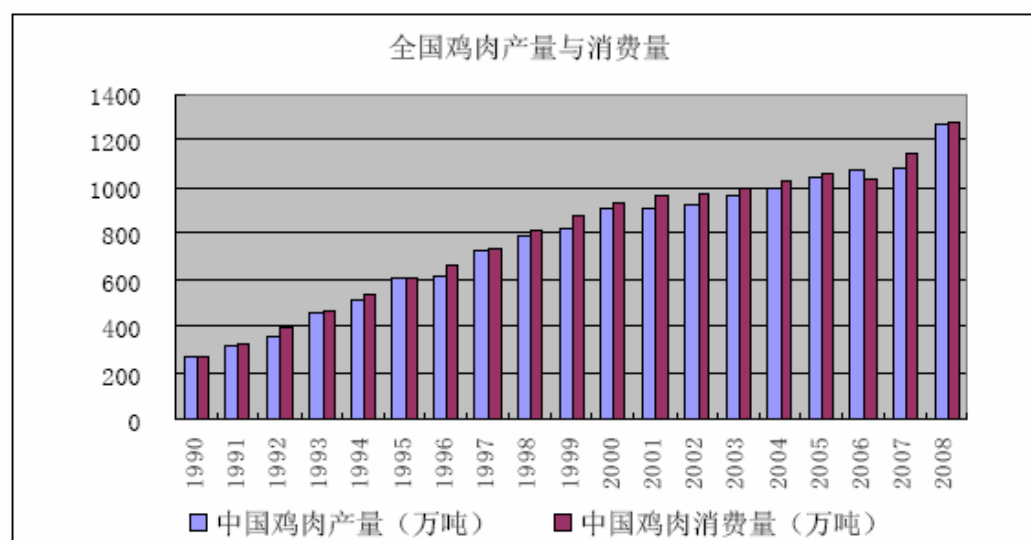
图1



资料来源：美国农业部

世界鸡肉生产主要集中在美国、中国、巴西、欧盟等地。美国是世界上最大的鸡肉生产国，2008年美国鸡肉产量占全球鸡肉总产量的21.65%。中国鸡肉产量仅次于美国，2008年产量约为1265万吨，占全球鸡肉总产量的16.42%，排名世界第二。

图2

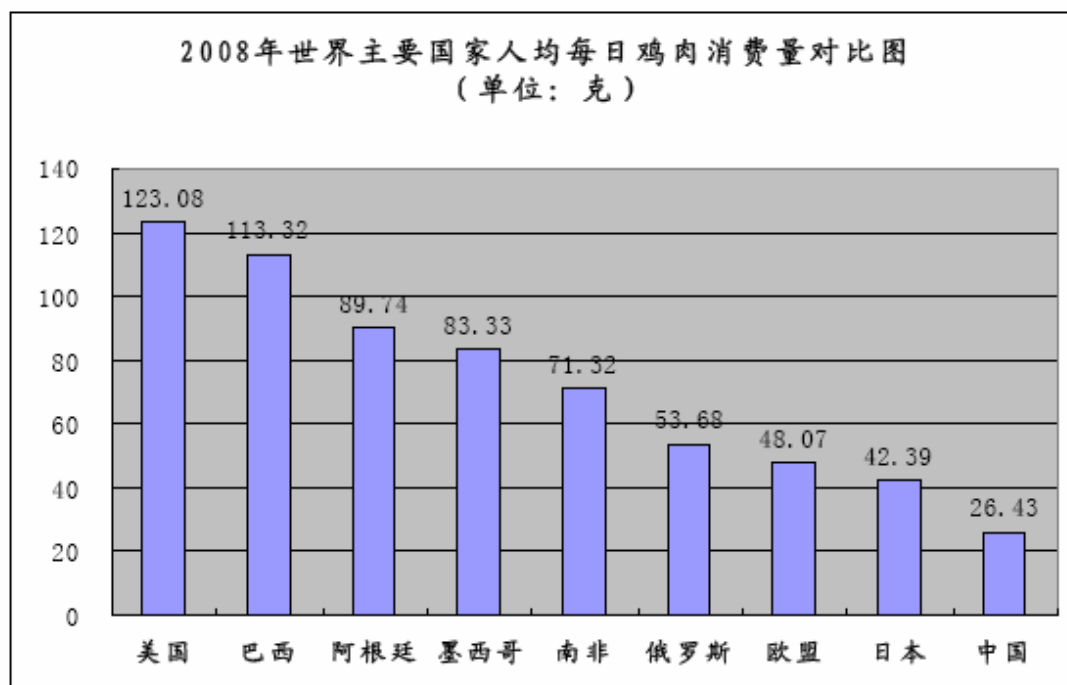


资料来源：美国农业部

从1990年到2008年，中国鸡肉产量从266万吨增长到1265万吨，年平均增长率为9.31%；鸡肉消费量从271万吨增长到1283万吨，年平均增长率为9.20%。从1990年至1998年，中国肉鸡产业经历了一段较为迅速的发展时期；1999年至今，中国肉鸡产业发展速度基本保持稳定。我国鸡肉年产量、年消费量增长速度均快于世界平均水平。鸡肉已成为我国仅次于猪肉的第二大肉类消费品。

从1990年到2008年，中国人均日鸡肉消费量由6.44克增长到26.43克，年平均增长率达8.16%。但是，与美国等发达国家相比，仍存在较大差距，中国肉鸡养殖和加工产业市场前景广阔。

图3



资料来源：博亚和讯资信网

中国肉鸡养殖和加工行业面临国外优势企业的激烈竞争。美国、巴西、阿根廷、墨西哥等国家是玉米、大豆等主要产地，价格比国内低，肉鸡养殖拥有低成本优势，国内肉鸡市场易受国外进口产品冲击。

家禽养殖和加工行业是国家支持和鼓励发展的行业。自2005年以来，国务院及国家财政部、税务总局等部委颁布了一系列发展农牧业的鼓励政策，如《国务院办公厅关于扶持家禽业发展的若干意见》、《国务院关于促进畜牧业持续健康发展的意见》等，从区域发展、养殖模式、用地支持、财政补贴等方面支持家禽养殖企业发展，对家禽养殖和加工企业实行增值税和所得税减免政策，鼓励禽畜产品加工企业向规模化、产业化、集团化、国际化的方向发展。

肉鸡养殖和加工行业进入壁垒不高，但是大规模肉鸡养殖和加工存在一定进入障碍。大规模肉鸡饲养场地一般要选择在地势高、隔离条件好、周边人员活动少、污染源少的区域。大规模肉鸡生产需要大量资金用于生产场所建设、生产设备购置和防疫体系建立。大规模肉鸡生产企业只有在防疫、兽药残留控制、质量控制等方面达到相关的技术标准，才具有市场竞争力。大规模肉鸡生产需要一定数量经验丰富的专门从事养殖和疾病防控的技术人员和管理人员。

二、圣农发展是我国长江以南地区最大白羽肉鸡养殖和加工企业

我国肉鸡主要分白羽肉鸡和黄羽肉鸡两大类。白羽肉鸡是指从国外引进的一个肉鸡品种，具有生长快、体型大、饲料报酬高等特点。黄羽肉鸡主要指我国地方品种，又称为土鸡、黄鸡等，生长周期相对较长。

福建圣农发展股份有限公司养殖的是白羽肉鸡。公司的种鸡、肉鸡饲养场分散在福建省光泽县境内各山坳间，山体相隔、局部封闭，人员流动少，便于疫病的综合防控。公司采用一体化自养自宰生产模式，实行“饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、屠宰加工”的一体化生产。鸡肉主要以分割的冻鸡肉产品形式，销售给快餐以及食品加工工业、批发市场等市场领域。截至2009年6月30日，已拥有3个饲料厂、14个种鸡场、3个孵化厂、37个肉鸡场、2个肉鸡屠宰加工厂，形成了年产饲料61万吨、年饲养肉鸡6,400万羽、年屠宰加工肉鸡9,600万羽的生产能力，是我国规模最大的自养自宰白羽肉鸡专业生产企业，也是我国长江以南地区规模最大的白羽肉鸡养殖和加工企业。

除福建圣农发展股份有限公司外，我国规模比较大的肉鸡养殖和加工企业还有正大集团、大成食品（亚洲）有限公司、山东六和集团有限公司、山东新昌集团有限公司、青岛九联集团股份有限公司、山东诸城外贸有限责任公司、吉林德大有限公司等，这些公司多数位于我国长江以北地区。

三、公司肉鸡养殖和加工业务规模和盈利水平逐年稳步提高

过去三年以来，公司肉鸡养殖和加工业务规模和盈利水平总体上呈现逐年稳步增长趋势。公司年肉鸡加工产能在2007年达到9600万羽以后，稳定在该水平；公司年肉鸡养殖产能逐年提高，但是远低于当年肉鸡加工产能。公司肉鸡屠宰量和鸡肉销售量年平均增长率25%左右；鸡肉销售收入年平均增长率50%左右；鸡肉销售毛利率稳定在20%左右；净利润年平均增长率85%左右。

表1

圣农发展肉鸡养殖和加工业务规模和盈利水平主要指标

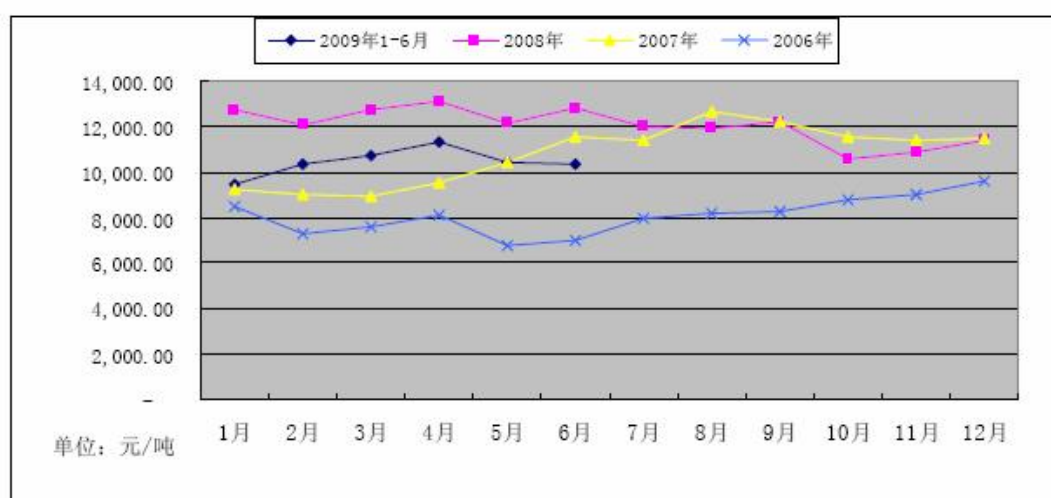
	2006年	2007年	2008年	2009年上半年
年肉鸡加工产能(万羽)	7200	9600	9600	9600
年肉鸡养殖产能(万羽)	3600	5000	5600	6400
肉鸡屠宰量(万羽)	3531.71	4229.29	5398.60	2935.67
鸡肉销售量(吨)	67949.81	81363.95	105502.55	56206.24
鸡肉销售收入(万元)	55285.51	88245.73	126255.02	58975.61
鸡肉销售毛利率(%)	16.93%	26.77	20.89%	21.02%
公司净利润(万元)	5355.56	16733.41	18134.28	8102.49

资料来源：公司公告

从2006年下半年到2008年上半年，公司鸡肉销售价格总体上呈现震荡上行趋势。2008年下半年国际金融危机爆发，国际农产品价格大幅度下跌，影响到国内鸡肉市场。从2008年下半年到2009年上半年，公司鸡肉销售价格同比出现一定幅度下跌。

图 4

圣农发展鸡肉销售价格



资料来源：公司公告

2009 年下半年以后，国际经济恢复增长预期强烈，国际农产品价格大幅度下跌以后处于低位震荡阶段。国内猪肉价格已经在 2009 年 5 月份见底，进入新周期的上涨阶段，预计将震荡上涨一年左右时间。未来，国内鸡肉价格将随着国际经济形势好转和国内猪肉价格上涨而上涨。

四、影响公司盈利水平的主要因素

鸡肉销售价格、鸡肉销售量、玉米价格和豆粕价格是影响公司利润的四大主要因素。前两者主要影响公司营业收入，后两者主要影响公司营业成本。

假设公司鸡肉销售价格、销售量变动幅度分别为-20%、-10%、-5%、5%、10%、20%，对公司利润总额影响的敏感性分析如表 2。

表 2

鸡肉销售价格、销售量变动对公司利润总额影响的敏感性分析

利润总额变化		销售价格						
		-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%
销售量	-20%	-143.48%	-85.53%	-56.56%	-27.58%	1.39%	30.37%	88.32%
	-10%	-144.18%	-78.98%	-46.39%	-13.79%	18.81%	51.40%	116.60%
	-5%	-144.53%	-75.71%	-41.30%	-6.90%	27.51%	61.92%	130.74%
	0%	-144.87%	-72.44%	-36.22%	0.00%	36.22%	72.44%	144.87%
	5%	-145.22%	-69.16%	-31.13%	6.90%	44.92%	82.95%	159.01%
	10%	-145.57%	-65.89%	-26.05%	13.79%	53.63%	93.47%	173.15%
	20%	-146.27%	-59.34%	-15.88%	27.58%	71.04%	114.51%	201.43%

资料来源：公司公告；注：1、上述敏感性分析以 2009 年 1-6 月财务数据为基础，2、假设除鸡肉销售价格、销售量变动外，其他因素不变。

通过敏感性分析可以看出，公司利润总额对鸡肉销售价格和销售数量敏感性较高。在其他因素不变的情况下，销售价格每变动 10%，利润总额则变化 72.44%，销售数量每变动 10%，利润总额则变化 13.79%。

公司的原材料主要包括饲料原料、父母代种鸡苗、兽药疫苗等。饲料原料主要是玉米和豆粕，玉米和豆粕采购成本占公司营业成本的比例在50%和60%之间，是影响公司营业成本主要因素。假设公司玉米和豆粕采购价格变动幅度分别为-20%、-10%、-5%、5%、10%、20%，对公司利润总额影响的敏感性分析如表3。

表 3

玉米和豆粕采购价格变动对公司利润总额影响的敏感性分析

利润总额变化		玉米采购价格变化						
		-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%
豆粕采购价格变化	-20%	63.85%	47.74%	39.68%	31.62%	23.57%	15.51%	-0.60%
	-10%	48.04%	31.93%	23.87%	15.81%	7.76%	-0.30%	-16.42%
	-5%	40.14%	24.02%	15.96%	7.91%	-0.15%	-8.21%	-24.32%
	0%	32.23%	16.11%	8.06%	0.00%	-8.06%	-16.11%	-32.23%
	5%	24.32%	8.21%	0.15%	-7.91%	-15.96%	-24.02%	-40.14%
	10%	16.42%	0.30%	-7.76%	-15.81%	-23.87%	-31.93%	-48.04%
	20%	0.60%	-15.51%	-23.57%	-31.62%	-39.68%	-47.74%	-63.85%

资料来源：公司公告；注：1、上述测算是以公司 2009 年 1-6 月财务数据为基础，2、假设除玉米、豆粕平均价格变动外其他因素不变。

通过敏感性分析可以看出，公司利润总额对主要原材料玉米和豆粕的价格变化较敏感，玉米价格每变动10%，利润总额将变动16.11%；豆粕价格每变动10%，利润总额将变动15.81%。公司未来盈利能力受农产品玉米、豆粕价格的影响较大。目前，我国玉米和豆粕价格大幅度高于国外，上涨压力小，有利于公司降低营业成本。

五、公司首次公开发行股票募集资金用途

截止2009年6月份，公司年肉鸡加工产能9600万羽；公司年肉鸡养殖产能6400万羽，远低于当年肉鸡加工产能。公司首次公开发行股票募集资金用于新增4600万羽肉鸡工程建设项目投资建设，项目建成以后，公司年肉鸡养殖产能1亿羽，实现与公司年肉鸡加工产能相匹配。

新增4600万羽肉鸡工程建设项目主要建设内容包括：新建8个种鸡场，引进父母代种鸡54.35万套，年提供可入孵种蛋6087.20万枚；新建1个孵化厂，年提供雏鸡4893.63万羽；新建21个肉鸡场，年出栏肉鸡4600万羽；添置运输车辆和辅助工具。本项目建成后，预计年新增鸡肉90045吨。

六、公司首次公开发行股票的合理价格区间估计和盈利预测

国内A股上市公司中，民和股份与圣农发展的主营业务相似。民和股份主营业务是父母代肉种鸡的饲养、商品代肉鸡苗的生产与销售；商品代肉鸡的养殖与销售；饲料、鸡肉制品的生产与销售。

2009年9月24日，民和股份股票价格15.44元/股，市净率2.79倍；2008年静态市盈利率31.73倍，2009年动态盈利率21.25倍。

2009年6月末，圣农发展净资产6.95亿元。2008年，圣农发展净利润18134.28万元；2009年1月到6月，净利润8102.49万元，预计2009年全年公司净利润17000万元左右。公司本次发行前总股本为36900万股，本次拟发行4100万股人民币普通股，发行后总股本为41000 万股，上述股份全部为流通股。本次发行后，公司每股净资产1.70元；假设按照发行后总股本摊薄，2008年每股净利润0.44元，预计2009年每股净利润0.42元。按照民和股份的估值水平，估计圣农发展首次公开发行股票的合理价格区间是14元/股上下浮动20%区间，区间上限是11.2元/股，区间下限是16.8元/股。

表4

圣农发展（002299）盈利预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年预计	2010 年预计
营业总收入(亿元)	5.77	8.97	12.95	11.80	23.4
增长率(%)	18.0%	55.5%	44.4%	-8.88%	98.31%
归属母公司股东的净利润(万元)	5356	16733	18134	17000	33600
增长率(%)	-40.1%	212.4%	8.4%	-6.25%	97.65%
每股收益-摊薄(元)	0.17	0.45	0.49	0.42	0.82

资料来源：历史数据来源于公司公告

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。