



上市公司新股研究报告

农林牧渔—养殖

建议询价 14.84-16.96 元

圣农发展（002299）

2009 年 9 月 28 日

国内最大的自养自宰白羽鸡生产企业

农林牧渔行业分析师：丁频

dingpin@htsec.com

021-23219405

消费组助理分析师：郭世凯

guosk@htsec.com

021-23219269

圣农发展发行基本情况。9月21日，福建圣农发展股份有限公司（圣农发展，“002299”）发布A股IPO招股意向书。本次发行前公司总股本为36900万股，拟发行不超过4100万股流通股，发行后总股本不超过41000万股。发行采用网下配售和网上发行相结合的方式，其中网下发行股数不超过820万股，占本次发行总股数的20%；网上发行股数为3280万股。

公司于9月22日（周三）开始初步询价，9月28日（周一）15:00初步询价截止；公司将于9月29日（周二）确定发行价格；10月9日（周五）为网下申购缴款日及网上发行申购日。

业绩预测、估值区间及询价建议。

公司作为我国规模最大的自养自宰白羽鸡专业生产企业，生产上采取自养自宰经营模式，实行纵向一体化经营，集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售为一体，使公司在生产稳定性、规模化经营、疫病可控性和食品安全等方面都体现了较高的竞争力。主营的鸡肉产品长期供应肯德基、铭基等大型优质客户，为其产品销售奠定了良好的基础。

受金融危机影响，09年上半年公司的鸡肉销售价格同比下降了约16.7%，但随着经济的逐步回暖，2季度销售均价环比处于回升。我们预计下半年的鸡肉销售均价将继续呈回暖趋势，但全年均价将较去年小幅下降。不过在成本下降、成本加成定价的支撑下，预计今年毛利率将同比持平。在销售均价下降的同时，部分募投项目的逐步达产将带来公司今年产销量的较快增长，并进而带来收入的增长。明年在价格进一步回暖、项目全部达产带来产量快速增长的情况下，业绩将实现大幅增长。我们预计公司09-11年的EPS分别为0.54、0.81和0.99元。

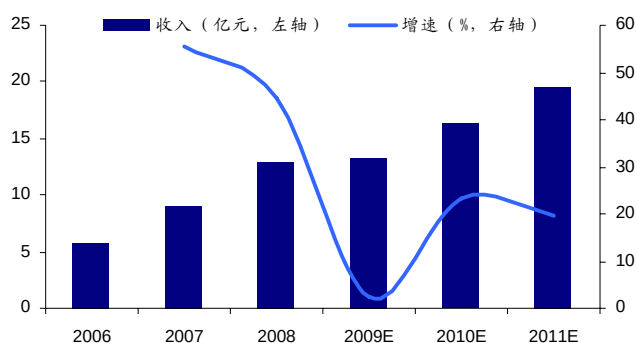
综合考虑行业估值和近期新发行公司的估值水平，我们建议投资者给出的询价区间为14.84元—16.96元，对应的PE09为28—32x，PE10为18—21x。我们预计圣农发展上市首日定价对应09年的市盈率可能达到40倍，即21.2元左右。

圣农发展投资要点：

1. 国内最大的自养自宰白羽鸡生产企业

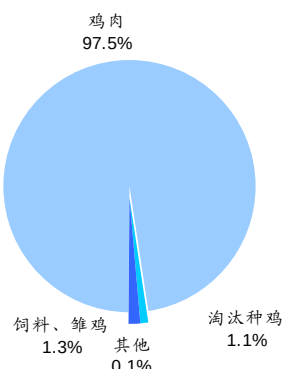
公司是我国规模最大的自养自宰白羽鸡专业生产企业，也是我国长江以南地区规模最大的白羽鸡生产企业，主营业务为生产和销售包括鸡腿、鸡胸、鸡翅等的鸡肉产品，占其总收入的95%以上。公司目前拥有3个饲料厂、14个种鸡场、3个孵化厂、37个肉鸡场、2个肉鸡屠宰加工厂，形成了年产饲料61万吨、年饲养肉鸡6,400万羽、年屠宰加工肉鸡9,600万羽的生产能力，建成了集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售为一体的完整的白羽鸡产业链，并享受国家农业产业化龙头企业的免税政策。

图 1 公司营业收入情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

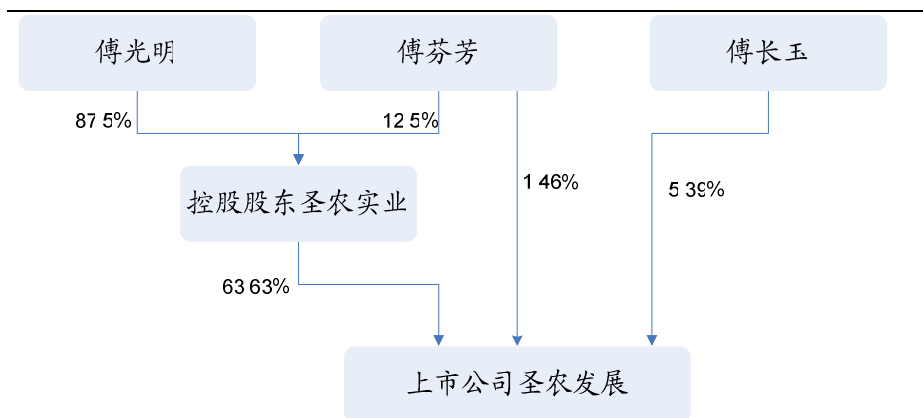
图 2 公司 2008 年营业收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司控股股东福建省圣农实业有限公司，持有公司 2.35 亿股，占发行前总股本的 63.63%，其实际控制人傅光明先生持有圣农实业 87.5% 的股份，傅芬芳（傅光明女儿）持有圣农实业 12.5% 的股份，通过一致行动的关系（女儿傅芬芳，妻子傅光明）总计持有上市公司 70.48% 的股权。此外，多家创投企业作为财务投资者持有其 21.5% 的股份。

图 3 公司股权结构



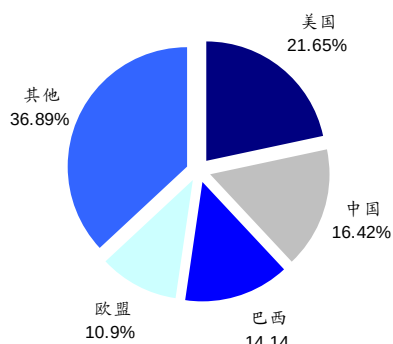
资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 鸡肉市场行业概况

鸡肉作为主要消费的肉类之一，全球产、销量近年保持平稳增长，产量从 1990 年的 3540 万吨增长至 2008 年的 7703 万吨，年均增长 4.42%，消费量从 1990 年的 3379 万吨增长至 2008 年的 7651 万吨，年均增长 4.66%。我国作为仅次于美国的第二大主产国，近年呈现快速增长：产量在 90-08 年间平均增长 9.31%，08 年产量达到 1265 万吨，占全球总产量的 16.42%；消费量年均增长 9.2%，08 年消费总量为 1283 万吨，成为我国仅次于猪肉的第二大肉类消费品。

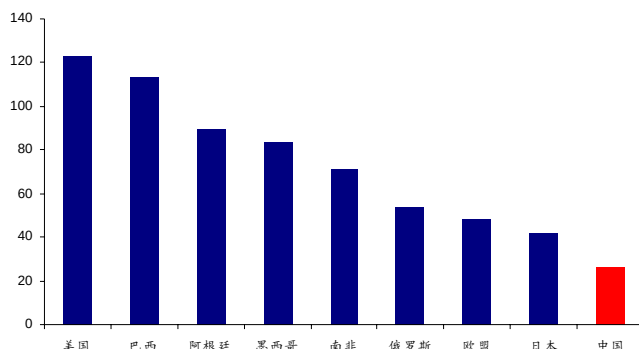
虽然消费总量增长较快，但我国人均消费量仍然处于较低水平。08 年我国人均日消费鸡肉 26.43 克，较美国的 123.08 相差很远，即使同消费习惯较为相近的日本相比较（42.39 克），我国人均也有较大差距，因此潜在消费增长的巨大潜力将带动我国鸡肉产业继续快速发展。

图 4 08 年主要国家鸡肉产量占比



资料来源：公司公告，海通证券研究所

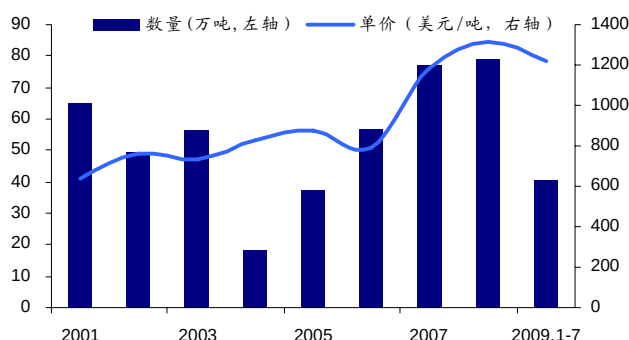
图 5 08 年主要国家人均每日鸡肉消费量（克）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

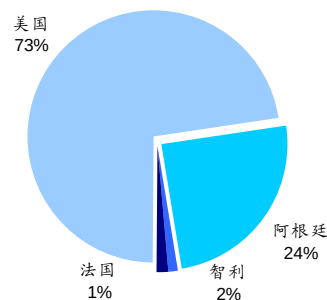
9 月 11 日，美国总统奥巴马通过了对中国轮胎征收为期三年惩罚性关税的议案。作为回应，9 月 13 日我国商务部发文，决定对原产于美国的部分进口汽车产品和肉鸡产品启动反倾销和反补贴立案审查程序。美国是我国鸡肉产品的最大进口国，2008 年进口自美国的冻鸡肉占全部总量的 73%，但也仅有 57.2 万吨，而我国 08 年鸡肉消费总量为 1283 万吨，因此反倾销的立案调查对国内鸡肉市场影响有限，不过也将在一定程度上在改善国内供给和维持市场价格方面起到一定的帮助作用。

图 6 冻鸡肉进口量价



资料来源：中国海关，海通证券研究所

图 7 2008 年我国冻鸡肉主要进口国进口量占比



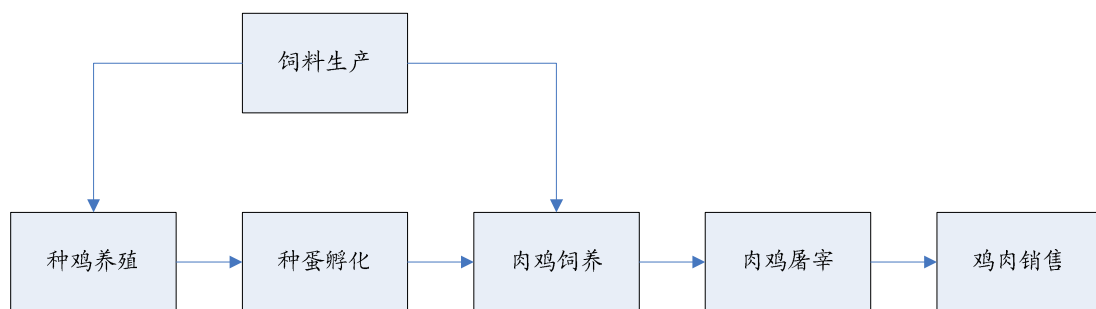
资料来源：中国海关，海通证券研究所

生产上，国内外鸡肉生产企业主要采取一体化经营和合作经营两种模式。一体化经营是指企业拥有自己的饲养厂、养殖厂和加工厂，集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、屠宰加工、产品销售为一体，实现产业链的纵向一体化；合作经营是指企业与养殖户（个体农户或基地型饲养场）签订合同，由养殖户负责饲养，企业负责加工销售。两者的主要区别就在于肉鸡是否主要由企业自建饲养场饲养。国内一些大型鸡肉企业，如正大集团、大成食品、山东六和等企业，主要采用与基地饲养场合作经营的模式，圣农发展采用的是一体化经营模式。

3. 一体化生产体系构造公司核心竞争力

公司在生产上采取自养自宰经营模式，实行纵向一体化经营，集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售为一体，拥有各生产环节并将其置于可控制状态，使公司在生产稳定性、规模化经营、疫病可控性和食品安全等方面都体现了较高的竞争力。并在此基础上采用先进的饲养、加工设备，实施标准化作业，为其构造了坚定的核心竞争力。

图 8 一体化生产流程



资料来源：公司公告，海通证券研究所

3.1 抵御市场风险，实现均衡生产

公司将分散的肉鸡产业多个生产环节有机融合，有效地避免了市场上饲料、种鸡、雏鸡、肉鸡产量和 market 价格的波动对公司生产和成本的影响，将个别生产环节不利的市场影响因素转化为公司内部的管理问题，使得整个生产流程可控，增强了公司抵抗市场风险能力。

在一体化自养自宰模式下，公司内部各生产环节环环相扣、均衡生产、计划性强，产品产量均匀稳定，有利于提高公司供货的稳定性和计划性，能够满足高端客户长期稳定的采购需求，方便公司获得大型订单和优质客户。

3.2 生产标准化和规模化

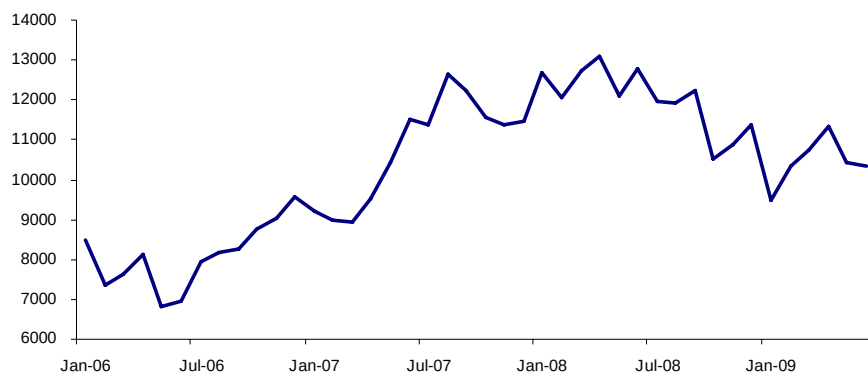
通过一体化经营，公司将各生产环节置于可控状态，并实现了规范化、标准化作业，按照生产计划，同一时间大批量出栏肉质、重量基本一致的肉鸡，从而方便屠宰加工，提高了生产效率，实现了规模化经营，并降低了单位生产的成本。

3.3 增强食品安全和疾病防控的能力

肉鸡养殖是一个疾病风险较高的行业，其最大的威胁来自于禽流感。我国禽流感主要发生在防疫体系不完善的散户饲养为主的地区和防疫能力低的生产企业。禽流感的发生，一方面导致发生禽流感疫情的生产企业或地区的存栏鸡只大量死亡或遭扑杀，产量大幅下降；另一方面，由于禽流感会影响消费者的鸡肉消费心理，肉鸡市场销售萎缩、产品价格大幅下降，导致肉鸡生产全行业遭受较大损失。

2004-2006 年间我国禽流感发生频繁，公司及所在地区虽未发生，但由于禽流感期间市场价格大幅下降，公司 06 年全年均价同比下降了 6.35%，净利润下降了 40%。因此禽流感的防治以及食品安全对公司的经营生产至关重要。

图 9 公司鸡肉价格走势（元/吨）



资料来源：海通证券研究所

公司位于福建省光泽县境内。光泽县森林覆盖率达 76%，人口密度低，各个种鸡、肉鸡饲养场分散在县内各山坳间，

山体相隔、局部封闭，人员流动少，独特的生态养殖环境降低了动物疫病发生风险。并且公司通过将产业链的各环节全部纳入自身生产体系，方便对生产的全程进行严格监控，制定严格的疫病防控制度，将可能的风险暴露全部纳入内部控制之下：采取消毒、预防、免疫、监测等卫生防疫措施；在养殖场内外环境管理、养殖过程、屠宰加工等生产环节中采取“全进全出”、“封闭饲养”、“隔离空关”等生物安全措施，确保公司防疫体系安全、有效。截至目前，公司从未发生过疫情和重大禽病，即使在2004~2006年我国大规模禽流感发生期间，也未发生直接损失，从而提高了公司在大型客户中和在行业内的声誉。

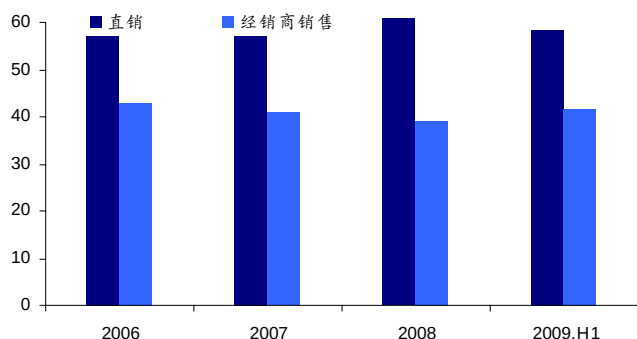
4. 强大的销售实力保证产品 95%以上的产销率

4.1 优质、稳定的大型客户为公司产品销售奠定良好基础

公司产品全部销往国内市场，销售方式主要分为直销和经销商渠道。

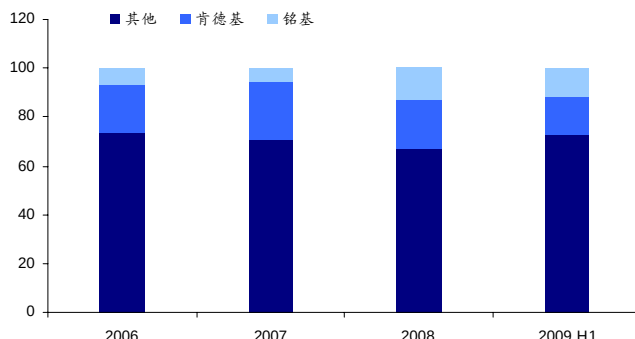
- 经销商销售是指在目标区域市场内，与独立第三方签订区域经销合同，授权其独家经销公司产品，主要针对肉品批发市场和商业超市等，公司通过经销商渠道销售的产品约占总销量的40%。
- 直销主要针对餐饮和食品加工企业，餐饮类客户包括肯德基、德克士等，食品企业主要指铭基、福喜、双汇、万威客等鸡肉再加工企业。直销渠道销量约占总销量的60%。公司凭借大规模自养自宰模式下，生产标准化高、鸡肉品质高、供货能力稳定、防疫能力强等特点，已成为肯德基和德克士在中国的前三大鸡肉供应商之一，并已成为铭基、福喜（铭基和福喜是麦当劳指定专门肉类采购商）等大型食品加工企业的核心供应商。在肯德基的鸡肉供应商工厂年度质量体系审核中，公司连续三年排名第一名，并凭借良好的产品品质，成为铭基、福喜2008年北京奥林匹克运动会鸡肉原料的供应商。从2006至2009年上半年公司销量的占比来看，直销渠道销量约占总销量的60%，而公司销给肯德基和铭基的产品约占其总销量的30%，因此优质、稳定的大型客户为公司产品的销售奠定了良好的基础，并且客户自身规模的快速发展也将带动其对公司产品需求的增长，这也就保证了公司鸡肉产品每年95%以上的产销率。

图 10 公司销售方式占比（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 11 肯德基和铭基约占公司销量的 30%



资料来源：公司公告，海通证券研究所

4.2 地理位置优越，产品市场辐射能力强

公司所在地处于福建、浙江、江西三省交界，位于鹰厦铁路、316国道旁，临近福银高速公路，距福州港300余公里，交通便利、运输条件较好。处于消费市场规模大的长江三角洲、珠江三角洲之间，产品市场辐射能力强，有利于本公司产品运输、销售，因此公司产品主要销往福建、广东、浙江、江西和上海等地区。

5. 募集资金投向—4600万羽肉鸡工程项目

本次募投项目是在07年末肉鸡年出栏量5,000万羽、年屠宰加工9,600万羽产能规模的基础上，利用本次募集资金，建设新增4,600万羽肉鸡工程项目，使本公司肉鸡出栏量与屠宰加工能力相匹配。项目总投资额8.57亿元，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6,087.20万枚；新建1个孵化厂，年提供雏鸡4,893.63万羽；新建21个肉鸡场，年出栏肉鸡4,600万羽；添置运输车辆和辅助工具。本项目建成后，预

计年新增鸡肉产量 90,045 吨，占 08 年总产量的 83.8%，项目达产时间为 2010 年。

截至 2009 年 6 月 30 日，公司已建成 3 个种鸡场、6 个肉鸡场、1 个孵化厂，肉鸡饲养能力达到 6400 万羽，累计完成募投项目投资 2.71 亿元，

6. 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

受金融危机影响，公司鸡肉销售价格从 08 年下半年开始步入下降趋势，09 年上半年公司的销售价格同比下降了约 16.7%，但随着经济的逐步回暖，2 季度销售均价为 10678.7 元/吨，较 1 季度的 10270.1 元/吨环比回升了约 4%。因此我们预计下半年的鸡肉销售均价将继续呈回暖趋势，但全年均价将较去年小幅下降。但毛利率预计与去年持平：1）上半年销售价格下跌的同时，玉米和豆粕等原料价格也同时下降，促使毛利率平稳；2）北方干旱导致下半年玉米价格上涨预期强烈，但产品价格也将回暖；3）公司销售给肯德基等客户是采用成本加成定价的方式，因此毛利率平稳。

在销售均价下降的同时，部分募投项目的逐步达产将带来公司今年产销量的较快增长，并进而带来收入的增长。明年在价格进一步回暖、项目全部达产带来产量快速增长的情况下，业绩将实现较快增长。我们预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.54、0.81 和 0.99 元。

表 1 公司盈利预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(万元)	57686	89747	129535	152621	211671	253627
减：营业成本(万元)	47235	65298	101457	119350	165104	197829
营业税金及附加(万元)	12	1	16	18	25	30
主营业务利润(万元)	10439	24448	28062	33253	46542	55768
减：营业费用（销售费用）(万元)	1495	1846	2168	2427	3702	4436
管理费用(万元)	1666	3540	3435	4547	6138	7355
财务费用(万元)	1970	2195	4226	4227	3523	3156
资产减值损失	16	-8	20	0	0	0
加：公允价值变动损益（万元）	0	0	0	0	0	
投资收益(万元)	0	0	0	0	0	
营业利润(万元)	5291	16874	18214	22052	33178	40820
营业外收入(万元)	181	194	257	300	300	300
减：营业外支出(万元)	81	266	378	300	300	300
利润总额(万元)	5391	16802	18092	22052	33178	40820
减：所得税(万元)	36	69	-42	110	166	204
净利润	5356	16733	18134	21942	33013	40616
减：少数股东损益(万元)						
归属于母公司净利润(万元)	5356	16733	18134	21942	33013	40616
摊薄股本(万股)	41000	41000	41000	41000	41000	41000
EPS（元）	0.13	0.41	0.44	0.54	0.81	0.99

资料来源：海通证券研究所

表 2 主要财务比率（%）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	18.12	27.24	21.68	21.80	22.00	22.00
营业费用率	2.59	2.06	1.67	1.59	1.75	1.75
管理费用率	2.89	3.94	2.65	2.98	2.90	2.90
财务费用率	3.41	2.45	3.26	2.77	1.66	1.24
营业利润率	9.17	18.80	14.06	14.45	15.67	16.09
实际税率	0.67	0.41	-0.23	0.07	0.08	0.08
净利率	9.28	18.65	14.00	14.38	15.60	16.01
YOY						
收入增长率		55.58	44.33	17.82	38.69	19.82
营业利润增长率		218.91	7.94	21.08	50.45	23.03
净利润增长率		212.45	8.37	21.00	50.45	23.03

资料来源：海通证券研究所

6.2 估值

作为鸡肉生产加工企业，农业上市公司中只有“民和股份”与公司相近。但由于：1）民和股份主要销售商品代肉鸡苗，另一大业务鸡肉加工销售虽和公司相近，但主要采取外购肉鸡的形式，与公司的一体化经营模式不同，因此两家公司在经营上差别较大；2）经济危机造成鸡苗价格大幅下跌，预计民和股份 09 年的 EPS 只有 0.1 元，对应当前 15 元以上的股价，估值过高。因此，我们认为民和股份对公司估值的指导意义不大。

参考行业估值和新上市公司估值：

- 目前我们重点关注的农业上市公司 09、10 年的 PE 分别为 48.2x 和 28.5x，

表 3 重点农业上市公司盈利预测及投资评级

代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)			PB08
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
002041	登海种业	49.33	0.02	0.46	0.84	1401.50	60.93	33.37	7.42
000911	南宁糖业	52.17	0.10	0.53	0.92	182.00	34.34	19.78	4.24
002069	獐子岛	54.40	0.56	0.65	0.89	42.95	37.00	27.02	4.35
600097	开创国际	35.43	0.78	0.92	1.13	22.42	19.01	15.48	7.91
600962	国投中鲁	22.41	0.37	0.14	0.36	0.45	79.36	30.86	2.20
000860	顺鑫农业	62.93	0.50	0.48	0.56	28.70	29.90	25.63	2.76
600438	通威股份	57.61	0.15	0.21	0.31	55.87	39.90	27.03	5.41
600598	北大荒	213.62	0.33	0.36	0.40	37.76	34.61	31.15	4.42
600467	好当家	50.05	0.20	0.18	0.25	39.50	43.89	31.60	4.14
002124	天邦股份	16.33	0.65	0.25	0.33	18.34	47.68	36.12	4.41
002234	民和股份	16.60	0.47	0.10	0.83	32.85	154.40	18.60	2.70
600737	中粮屯河	127.91	0.32	0.41	0.47	39.75	31.02	27.06	4.43
平均							43.83	26.78	

资料来源：海通证券研究所 交易价格采用 9 月 24 日收盘价 *开创国际是海通证券的财务顾问项目

- 根据最新发行的 10 家新股的估值情况来看，其 PE09 平均在 23-34 倍之间。

表 4 最新上市新股估值水平

简称	发行价（元）	目前股价(元)	EPS		发行价对应市盈率		目前股价对应市盈率	
			2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
中国中冶	5.42	6.01	0.28	0.37	19.48	14.61	21.60	16.20
奥飞动漫	22.92	44.3	0.67	0.93	34.40	24.56	66.49	47.47
罗莱家纺	27.16	31.03	0.94	1.18	28.87	23.00	32.99	26.28
信立泰	41.98	74.7	1.58	2.12	26.56	19.79	47.25	35.22
超华科技	12.1	21.82	0.44	0.54	27.33	22.29	49.29	40.19
宇顺电子	15.88	27.93	0.60	0.74	26.46	21.32	46.54	37.49
禾盛新材	27.8	35.61	0.95	1.33	29.26	20.96	37.48	26.85
星期六	18	22.08	0.58	0.74	31.24	24.20	38.32	29.69
亚太股份	18.8	27.56	0.82	0.98	23.05	19.09	33.79	27.99
世联地产	19.68	37.99	0.84	0.99	23.52	19.97	45.40	38.55

注：目前股价采用 2009 年 9 月 24 日收盘价

资料来源：WIND、海通证券研究所

综合考虑行业估值和近期新发行公司的估值水平，我们建议投资者给出的询价区间为 14.84 元—16.96 元，对应的 PE09 为 28—32x，PE10 为 18—21x。我们预计圣农发展上市首日定价对应 09 年的市盈率可能达到 40 倍，即 21.2 元左右。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

丁频：农林牧渔&食品行业

重点研究上市公司：登海种业、南宁糖业、通威股份、北大荒、双汇发展、伊利股份、光明乳业、顺鑫农业、好当家、獐子岛、中粮屯河、国投中鲁。

郭世凯：消费组助理分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。