

新股报告

业绩和概念俱备的肉鸡饲养龙头

食品加工

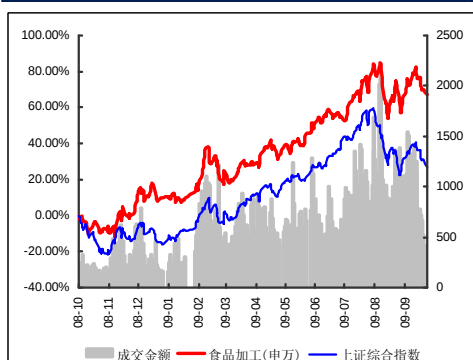
2009年10月9日

圣农发展（002299 S.Z.）新股申购策略

投资建议：

申购

所在行业最近52周走势：



发行相关数据：

网上发行时间：2009年10月9日
 网上发行数量：不超过3280万股
 网上发行价格：19.75元
 网上申购简称：圣农发展
 网上申购代码：002299
 网上申购上限：3万股

报告作者：

行业研究员：周静

联系方式

电话：0510-82832380

Email: zhoujing@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

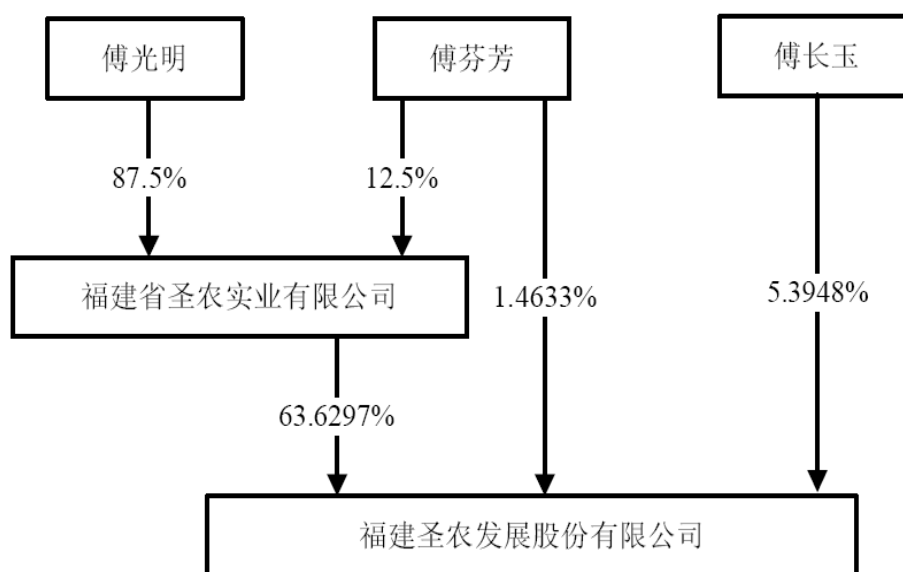
- 公司主营业务为肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工和鸡肉销售，其中鸡肉的销售收入占营业收入的95%以上。产品主要以分割的冻鸡肉形式，销售给快餐以及食品加工工业、批发市场等市场领域，现已成为肯德基在中国的前三大鸡肉供应商之一，是铭基、福喜、德克士等大型快餐企业、食品工业企业的重要供应商。
- 一条集饲料加工到肉鸡屠宰加工等多个环节于一体的肉鸡产业链是公司具有的主要竞争优势，再加上优越的地域环境、先进的生产设备、较高的市场品牌知名度和一支专业的经营队伍等，使得公司在疫病防控、产品质量稳定、规模化经营、供货稳定等方面拥有明显的竞争优势，推动了我国鸡肉生产卫生标准和鸡肉肉质标准的提升。
- 根据公司各种业务的销售假设，综合考虑公司未来成本、费用变动状况，我们对公司未来三年的收入情况进行了预测，预计09-11年EPS分别为0.50元、0.74元和0.93元。
- 我们选取了五家畜牧行业的上市公司作为参考对象，行业25-35倍是较为合理的区间，由于公司在肉鸡饲养中的龙头地位和营业收入的稳定增长，我们认为赋予公司35倍-40倍估值较为合理，对应股价在17.5-20元之间。
- 网上申购上限3万股，单个帐户需要动用资金上限为59.25万。我们建议中小板新股申购的投资者首选太阳电缆或圣农发展。

一、公司概况

福建圣农发展股份有限公司是2006年10月17日由福建圣农发展有限公司整体变更设立而来，现注册资本为36,900万元。主营业务为肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工和鸡肉销售，其中鸡肉的销售收入占营业收入的95%以上。产品主要以分割的冻鸡肉形式，销售给快餐以及食品加工工业、批发市场等市场领域，现已成为肯德基在中国的前三大鸡肉供应商之一，是铭基、福喜、德克士等大型快餐企业、食品工业企业的重要供应商。

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，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。

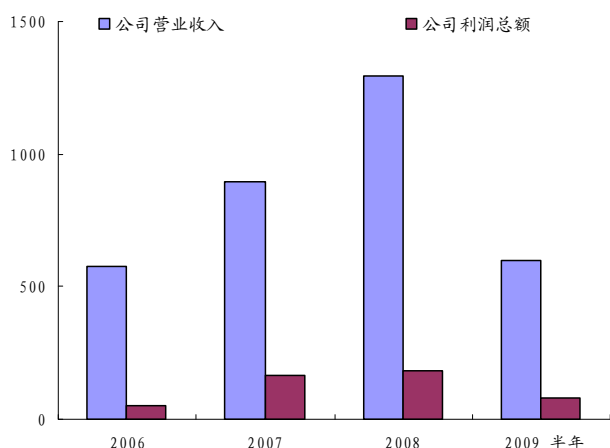
图1：圣农发展发行前股权结构



资料来源：公司招股说明书

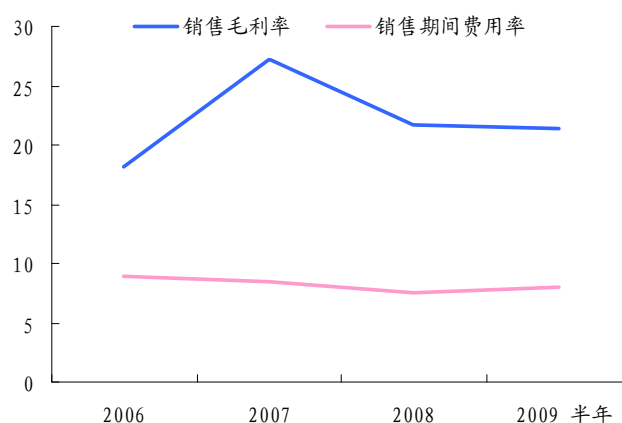
公司营业收入一直保持稳定增长态势，受益于前两年价格的上涨，公司07年、08年营业收入增速分别达到55.58%和44.33%，同期销售毛利率也由06年的18.12%提高至27.24%，09年由于金融危机的影响，主要产品价格出现了大幅下滑，使得营业收入增速下滑，不过由于公司采取“成本+利润”的定价方法，因此毛利率得以保持在21.41%。另外从三年的期间费用率来说，基本维持在8%左右，说明公司管理非常稳健，我们预计随着经济的好转，公司将继续维持稳定增长势头。

图2: 公司近三年收入增速情况



数据来源: wind 国联证券研究所

图3: 公司近三年盈利能力分析



数据来源: wind 国联证券研究所

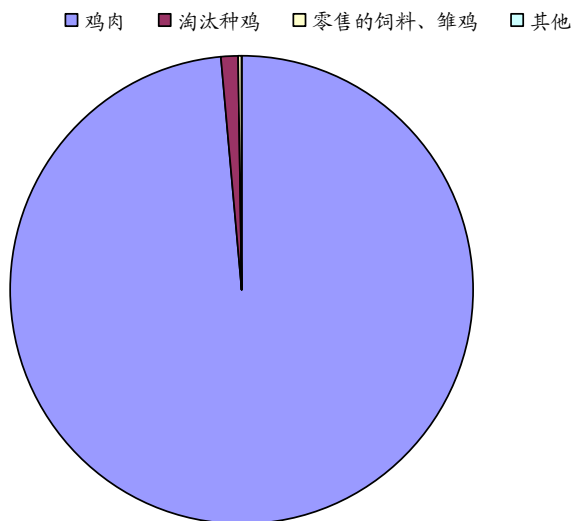
二、申购简况

股票简称	圣农发展	发行数量	不超过 4100 万股
发行价格	19.75 元/股	发行市盈率	44.89 倍 (发行后总股本)
申购上限	3 万股	申购下限	500 股, 超过 500 股的必须是 500 股的整数倍
网下配售数量	不超过 820 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	不超过 3280 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2009 年 10 月 09 日	申购代码	002299
发行方式	网下配售+网上定价发行	申购简称	圣农发展
最近三年	2008	2007	2006
每股收益 (摊薄)	0.49 元	0.45 元	0.17 元

三、公司主营分析

公司主营业务收入来自于肉鸡饲养和销售, 肉鸡产品主要包括鸡腿、鸡胸、鸡翅, 以及鸡碎肉、肉泥、鸡皮、鸡颈、鸡爪、鸡胗、鸡骨架、鸡头等。鸡肉主要销售给快餐行业、食品工业企业及肉品批发市场。同时, 本公司向外销售生产过程产生的淘汰种鸡, 以及少量的雏鸡与饲料。下图为公司2009年中期营业收入构成图, 可以看到鸡肉销售占比达98.71%。

图4: 圣农发展营业收入构成图

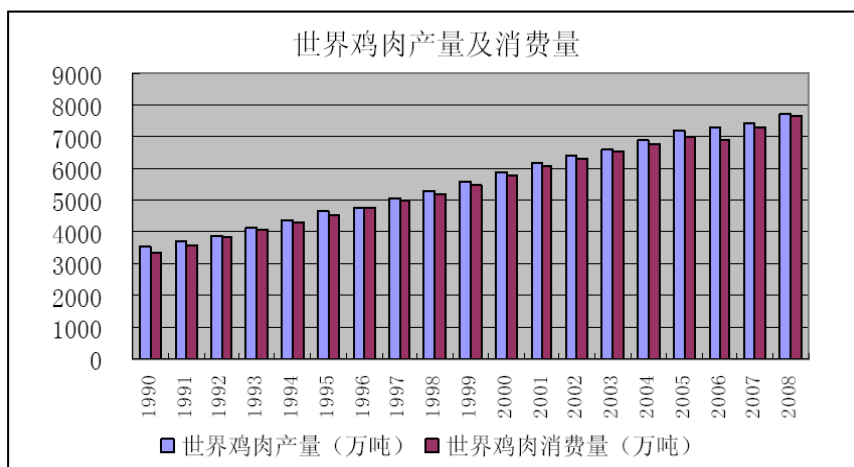


资料来源: 公司招股说明书

3.1 肉鸡市场前景广阔

鸡肉是人类动物蛋白质来源的主要途径之一，具有高蛋白、低胆固醇、低脂肪和低热量等特点，是世界各地普遍接受的优质动物蛋白质来源。世界鸡肉产量从1990 年的3,540 万吨增长至2008 年的7,703 万吨，年平均增长率为4.42%；鸡肉消费量从1990 年的3,379 万吨增长至2008 年的7,651 万吨，年平均增长率为4.66%。

图5: 世界鸡肉产量及消费量

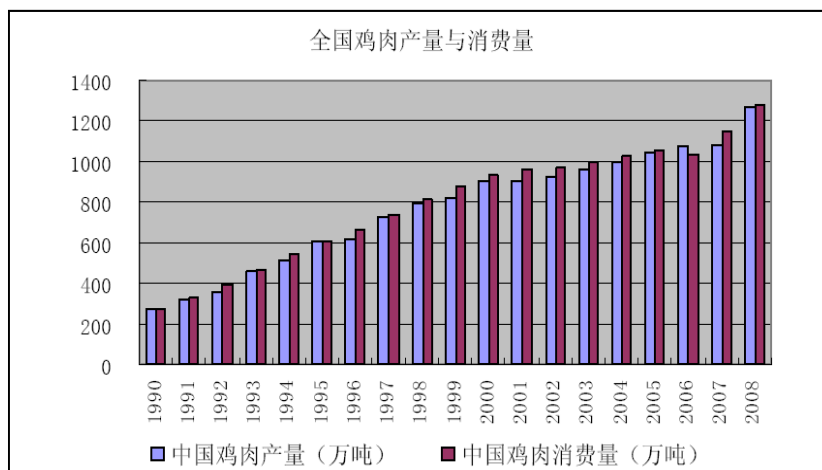


资料来源: 公司招股说明书

上世纪90 年代以来中国经济持续高速发展,使得居民收入水平的提高和

生活水平的提高，从而促进了肉类消费。另外城市化进程的加快和餐饮业的迅速发展都使得我国鸡肉年产量、消费量的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。目前我国已成为世界第二大鸡肉生产国、亚洲第一鸡肉生产国，鸡肉产量从1990 年的266 万吨增长至2008 年的1,265 万吨，年平均增长率达9.31%；鸡肉消费量从1990 年的271 万吨增长至2008 年的1,283万吨，年平均增长率达9.20%。

图6：中国鸡肉产量及消费量

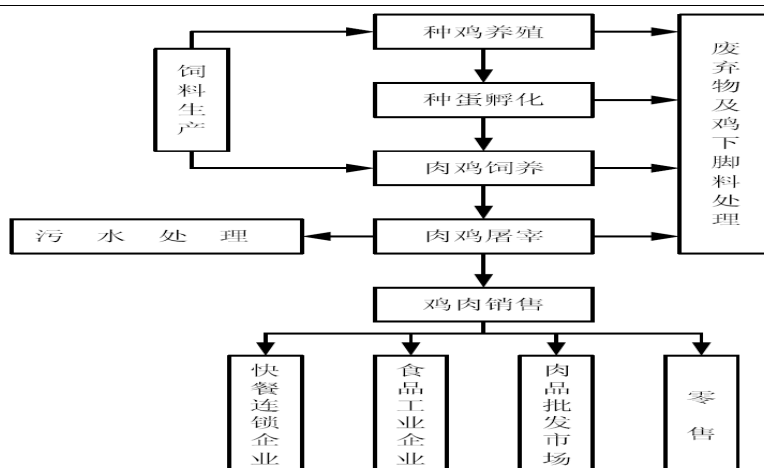


资料来源：公司招股说明书

3.2 先进的生产模式和工艺流程

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，经二十多年的发展，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，已成为国内肉鸡市场屈指可数的超大型供应商。

图7：圣农发展业务产业链

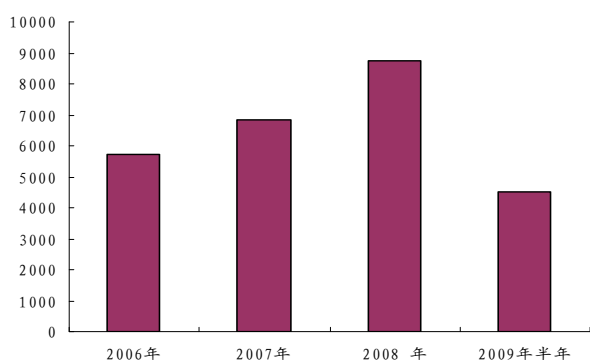


资料来源：公司招股说明书

公司现有3个已建成的饲料厂：饲料一厂、饲料二厂和饲料三厂。产品主要包括:513大鸡料、534种鸡料和511中鸡料等，目前公司三个厂饲料产能合计为61万吨/年，其中饲料一厂的产能为8万吨/年、饲料二厂的产能为18万吨/年、饲料三厂产能为35万吨/年，可以满足年饲养9,600万羽肉鸡的配套需要。

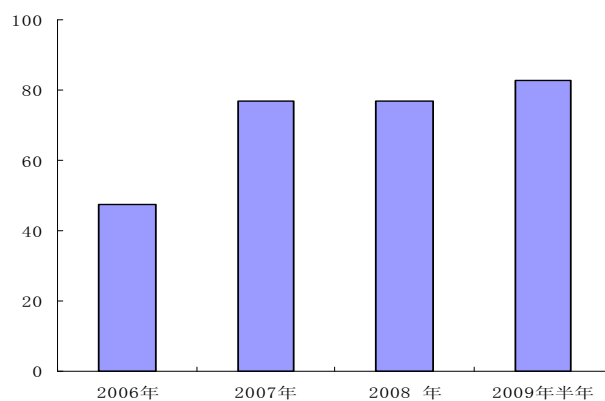
公司现有种鸡场14个，截止2009年6月30日种鸡存栏数为82.73万套，种鸡产蛋量为4496.24万枚。种蛋孵化方面，公司共有3个孵化厂，目前产能为3223.58万羽/年，待崇仁孵化二厂全部达产后，产能将为4893.63万羽/年。

图8：公司种鸡产蛋量（万枚）



数据来源：公司招股说明书 国联证券研究所

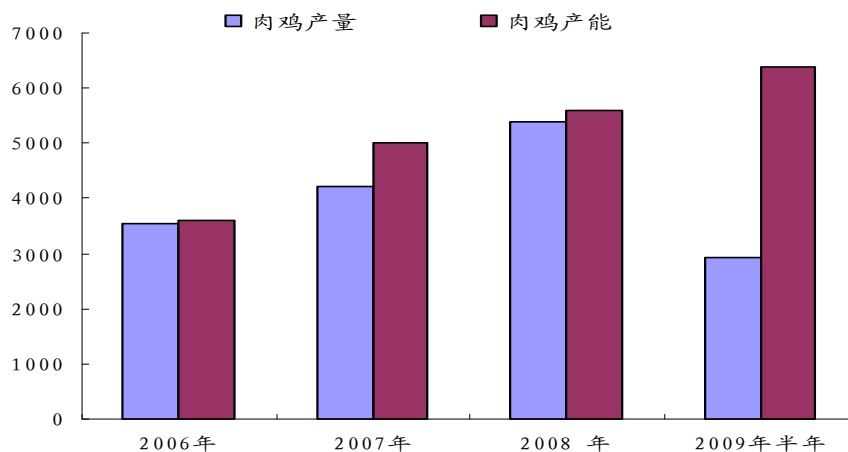
图9：公司种鸡存栏量（万套）



数据来源：公司招股说明书 国联证券研究所

在主营肉鸡饲养方面：公司现有肉鸡场37个，肉鸡产能为6,400万羽/年。近三年肉鸡产量情况见下图：

图10：圣农发展肉鸡产量和产能图



资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

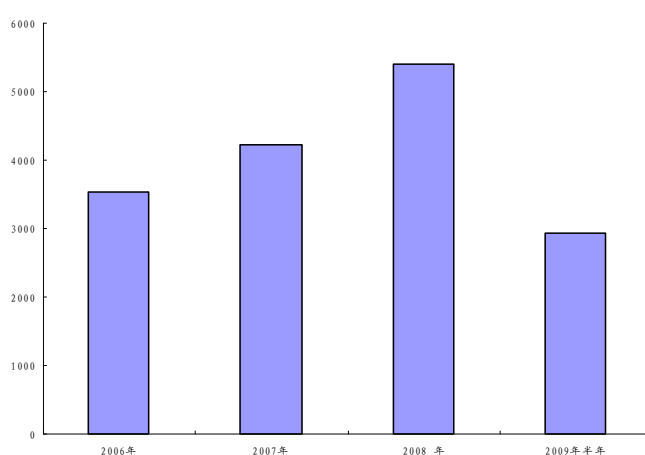
公司现有肉鸡屠宰加工线4条，其中中坊第一肉鸡加工厂1条，于2000年从丹麦LINCO公司引进，单班屠宰加工能力达到了2,400万羽；中坊第二肉鸡加工厂3条，其中2006年建成2条、2007年建成1条。3条生产线合计年单班屠宰加工能力达到了7,200万羽。由于肉鸡饲养的周期性和饲养能力的限制，其中2条产能尚不饱和。

图11: 圣农发展近三年屠宰鸡肉产量 (吨)



数据来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

图12: 圣农发展近三年屠宰量 (万羽)



数据来源: 公司招股说明书 国联证券研究所

四、公司竞争优势

一条集饲料加工到肉鸡屠宰加工等多个环节于一体的肉鸡产业链是公司具有的主要竞争优势，再加上优越的地域环境、先进的生产设备、较高的市场品牌知名度和一支专业的经营队伍等，使得公司在疫病防控、产品质量稳定、规模化经营、供货稳定等方面拥有明显的竞争优势，推动了我国鸡肉生产卫生标准和鸡肉肉质标准的提升。

4.1、一体化自养自宰饲养模式优势

公司创新性采用了高度一体化的大规模自养自宰肉鸡经营模式，使得各生产环节置于可控制状态，在生产稳定性、疫病可控性、食品安全、规模化经营等方面都体现了较高的竞争力。

首先公司将分散的肉鸡产业多个生产环节有机融合，实行纵向一体化经营，有效地避免了市场上饲料、种鸡、雏鸡、肉鸡供给需求等因素的不均衡波动对生产的影响，使得整个生产流程可控，增强了公司抵抗市场风险能力。

同时公司拥有20 余年肉鸡饲养及疫病防控经验,在内部建立了较完整的疫病防控管理体系,为本公司实施规范的疫病防控措施奠定了基础。另外种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、屠宰加工等生产环节置于可控状态,使得各生产环节实现了规范化、标准化作业,可以同一时间大批量出栏肉质、重量基本一致的肉鸡,提高了生产效率、实现了规模化经营,降低了单位产品的生产成本,提高了综合竞争力。

4.2、先进的设备优势

公司种鸡、肉鸡饲养的饮水系统主要引自美国VAL 公司,喂料系统引自比利时ROXELL 公司,通风系统引自意大利MUNTER 公司,保温系统引自法国SBM 公司,环控系统采用国内原电子工业部第41 研究所研制的EI2000 系统,有效控制了鸡舍环境自动化,饲养环境好,生产效率高。另外公司现有的4 条现代化的肉鸡屠宰加工生产线全部从全球领先的肉类加工设备制造商丹麦LINCO 公司引进,其中2006 年购置的3 条新生产线,减少了人工与鸡胴体的接触,避免了二次污染,通过这些设备的使用有利于公司提高生产效率、提升产品品质和食品安全。

4.3、优越的地域环境

公司位于福建省光泽县境内。光泽县是我国南方重点林区,森林覆盖率达76%,人口密度低,独特的生态养殖环境降低了动物疫病发生风险,提供了生产高品质鸡肉产品良好的基础条件。公司的种鸡、肉鸡饲养场分散在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。在加上公司位于福建、浙江、江西三省交界,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,为公司产品的运输和销售提供了便利。

4.4、知名品牌和专业管理优势

通过20 多年的市场积累和一体化自养自宰经营模式,公司在行业内树立了产品质量优势明显、规模大、供货稳定的市场形象,建立了良好的声誉,“圣农”成为福建省著名商标和中国驰名商标,“圣农”牌鸡肉是福建名牌产品。在管理上,公司拥有20 余年肉鸡生产、加工经验,实现了以ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系和HACCP 食品安全管理体系为基础

的生产自动化、生产工艺标准化、品质控制规范化、日常管理制度化，培养了一批能够熟练管理多个生产环节、制定均衡生产计划的专业管理人员。

五、公司募集项目投向

公司本次发行募集资金在扣除发行费用下，将用于新增4600 万羽肉鸡工程建设项目，总投资额为85,654.06万元，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；另外添置运输车辆和辅助工具。本项目建成后，预计年新增鸡肉90,045 吨、1 个孵化厂、21 个肉鸡场。项目达产后，公司的年出栏肉鸡将达到9600 万羽/年，实现肉鸡出栏量与屠宰加工能力相匹配，形成规模效益，进一步完善一体化自养自宰产业链，降低生产成本从而提升公司综合竞争力。

项目的建设周期从2007 年7 月至2009 年12 月。其中，2007 年7 月 - 2008 年6 月为项目前期工作阶段，2008 年7 月 - 2009 年12 月为建设期，主要完成相关配套基础设施建设，包括8 个种鸡场，21 个肉鸡场和1 个孵化厂的土建、装饰装修工程，以及设备的购置与安装。项目总投资8.57 亿元，其中固定资产投资8.32 亿元，铺底流动资金2412万元。项目建设周期为1.5 年，即2010年达产，设定生产期为12年。项目达产后，年平均利润总额为16,571.06 万元，全部投资税后投资回收期为4.70 年。

六、盈利预测

主要假设条件：

(1) 受金融危机影响，鸡肉价格下降对公司收入有很大影响，预计09 年公司收入增幅在6%左右，而10年、11年将是价格逐步恢复的过程，因此我们分别给与40%和30%的增幅预测。

(2) 假设公司期间费用率保持稳定，由于公司募集资金将改善公司财务状况，预计10年财务费用有所下降。

(3) 公司属于鸡肉屠宰销售企业享受所得税优惠。

根据公司各种业务的销售假设，综合考虑公司未来成本、费用变动状况，我们对公司未来三年的收入情况进行了预测，预计09-11年EPS分别为0.50元、0.74元和0.93元。

图13: 公司盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	576.86	897.47	1,295.35	1377.97	1953.39	2534.97
同比增速		55.58	44.33	6.38	41.76	29.77
营业成本(百万元)	472.35	652.98	1,014.57	1083.78	1533.41	1909.08
营业税金及附加(百万元)	0.12	0.01	0.16	0.08	0.20	0.30
销售费用(百万元)	14.95	18.46	21.68	22.05	39.07	55.77
管理费用(百万元)	16.66	35.4	34.35	38.58	58.60	76.05
财务费用(百万元)	19.7	21.95	42.26	48.23	48.83	88.72
资产减值损失(百万元)	0.16	-0.08	0.2	0	0	0
营业利润(百万元)	52.91	168.74	182.14	185.25	273.28	405.05
加: 营业外收入(百万元)	1.81	1.94	2.57	0	0	0
减: 营业外支出(百万元)	0.81	2.66	3.78	0	0	0
利润总额(百万元)	53.91	168.02	180.92	185.25	273.28	405.05
减: 所得税(百万元)	0.36	0.69	-0.42	0.83	1.37	60.76
净利润(百万元)	53.56	167.33	181.34	184.42	271.91	344.29
基本每股收益(元)	0.17	0.45	0.49	0.50	0.74	0.93

资料来源: 国联证券研究所

七、估值

A股可比公司估值:17.5-20元

我们选取了五家畜牧行业的上市公司作为参考对象。根据09年9月30日收盘价计算的可比公司平均09年预测市盈率54.43倍, 市净率3.41倍(下表)。近期由于肉鸡的反倾销政策使得相关公司估值有所提高, 因此我们认为行业25-35倍是较为合理的区间, 由于公司在肉鸡饲养中的龙头地位和营业收入的稳定增长, 我们认为赋予公司35倍-40倍估值较为合理, 对应股价在17.5-20元之间。

证券代码	证券简称	预测市盈率	市净率
000702	正虹科技	76.57	3.60
000876	新希望	24.32	2.94
600975	新五丰	67.63	3.38
002234	民和股份	68.63	2.46
600438	通威股份	35.02	4.65
	平均	54.43	3.41

八、申购建议：

3支新股都具备一定的高成长性和受到市场关注的热点。圣农发展的肉鸡饲养受到通胀预期下农产品行情和国内反倾销调查事件影响，该行业正受到市场关注，而太阳电缆有部分军工概念，之前博云新材有非常抢眼表现，对太阳电缆也可能会有一个参照效应。此二者预计会在上市首日取得更好的表现。而齐心文具的“大文件管理”理念也具有一定独特性，其在资本市场上可比公司较少也是一个看点。

本次中小板新股申购户数可能会受创业板影响而减少，新股中签率相比之前几家有所提高，但整体上仍在 0.2%-0.3%之间，冻结资金估计在 6500 亿左右。

09 年发行制度改革后，新股首日涨幅变化较大，最早时首日涨幅在 80%-130%间，其后节节下滑。但最近几只新股表现又有所提升。我们认为，在创业板尚未正式开始交易前，中小板新股仍有受到市场关注，有所表现的机会。

我们建议中小板新股申购的投资者首选太阳电缆或圣农发展。

表 1：新股收益预测

上市公司	发行价格	网上发行 (万股)	网上申购 上限(股)	网上冻结资金 (亿元)	预测中 签率	预测首日 涨幅	预测中签 收益率
圣农发展	19.75	3,280	30000	2666	0.24%	60%	0.15%
太阳电缆	20.56	2,720	20000	1850	0.30%	60%	0.18%
齐心文具	16.00	2,496	20000	1920	0.21%	40%	0.08%

注：齐心文具之发行价格，申购上限等数据为我们的合理预测，请关注其实际公告

数据来源：国联证券研究所

本轮新股申购有三个批次，比较复杂。对于没能及时开通创业板的投资者，资金量达到 130 万以上基本可以全部三支新股。若资金不足全部申购，建议优先申购太阳电缆或圣农发展，动用资金分别为 59 万余和 41 万余。资金量更少的可采取反向策略，选择齐心文具。

对于有资格申购创业板的投资者，由于创业板开户数仍然有限，前后两批创业板新股资金分流，估计中签率依然会比较高。

我们的第一个建议是先申购中小板新股，然后资金解冻正好可以申购 15 日的创业板新股。这样做比较有效率，但也存在一定风险，主要是中小板中签率本就不高，如果大多数投资者都偏向此做法，则后一批创业板新股中签率也会被拉低，从而凸现 13 日申购的创业板新股优势。

我们的第二方案是放弃中小板，13 日和 15 日各选几支创业板新股。这一方案有利于在前后两批创业板新股中平衡中签率。如果是资金量较大的投资者，我们则建议先申购太阳电缆或圣农发展中的一支，保留部分资金参与

13 日的申购。

综上所述，我们建议资金量在50万以下，并有创业板投资资格的投资者选择方案一，资金量较大的投资者选择方案二，因为我们认为目前新股申购仍以创业板为主。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。