

上市公司新股动态报告

传统产业，现代经营

长江以南地区最大白羽鸡养殖与屠宰企业

圣农发展是一家以白羽鸡养殖和鸡肉生产为单一主业的专业化公司。公司拥有年 9600 万羽白羽鸡屠宰能力，以及 10 万吨的鸡肉产量，2008 年营业收入为 12 亿元，净利润 1.8 亿元。公司位于福建省武夷山下光泽县内，生态环境优良。上海、武汉和广州都在公司 800 公里半径销售区域内，地理位置优越。公司为傅光明为代表的家族控股民营企业，并吸收深圳达晨以及上海泛亚等实力私募资本。自然和人文因素造就圣农发展成为长江以南广阔区域内最重要的快餐业和肉类加工业的鸡肉供应商。是肯德基、铭基最高等级供应商，也是德克士和双汇发展、太太乐最重要的鸡肉供应商。

传统产业，现代经营，一体化突显公司核心竞争实力

我国是全球三大白羽肉鸡市场之一，是较为成熟的传统产业。国内不乏之知名的商品鸡养殖和屠宰加工企业。但与其它肉鸡生产商不同，圣农发展不仅拥有从种鸡养殖、雏鸡孵化和养殖，直到鸡肉生产与销售完整的产业链，还自己生产专用饲料和包装。公司的精准化工厂式养殖模式、健全的防疫体系使传统产业完全按照现代化规则经营。这很大程度上提升公司产品的科技含量。使公司具备增值产业链价值、以及管理、品牌等突出竞争优势。公司一体化经营模式确保圣农鸡肉产品的高品质。在食品安全被重视程度不断提高的今天，公司白羽鸡产品市场占有率得以不断扩大。过去三年时间里，圣农发展鸡肉销售量保持年 24.7% 的增长，大大高于行业 9.2% 的平均增幅。

公司募投项目计划在 2010 年全面达产，业绩有望稳定增长

本次募集资金计划为 8.5 亿元左右，将全部投入到扩大养殖环节产能上，在完成所有养鸡场扩建后，公司养殖规模将由目前的 6400 万羽，提高到 1 亿羽，与目前 9600 万羽屠宰和加工能力相配套，打破养殖瓶颈。而截至目前为止募投项目已经完成过半，2010 年上半年将全部建成，预计 2010 年底就将达产，募投项目资金投入回收期较短，见效快。

业绩预测首日价格预测

今年上半年公司实现销售收入 5.97 亿元，净利润 0.81 亿元。为去年全年 45%。全年业绩将基本与 08 年持平或略有增长，按发行后股本计算 EPS 为 0.45 元。2010 年公司屠宰与鸡肉产量增长 35% 左右，业绩全面摊薄后增长 20% 左右，EPS0.54 元，合理价格在 15-18 元/股。根据近期市场新股上市首日市场表现以及大盘后期走势，我们判断公司上市首日价格在 20.47—25.2 元/股。

风险因素

公司上市时遭遇股票市场下跌的系统性风险。

圣农发展（002299）

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85,130,985

分析日期：2009 年 09 月 25 日

预计上市合理价格：25 元

发行数据

发行价格（元）	0
发行规模（万股）	4100
发行后总股本（万股）	41000
发行方式	上网定价法人配售
发行日期	2009-10-9
上市日期	0
主承销商	招商证券
主要股东	
圣农实业	63.63%

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
新增 4600 万羽肉鸡工程建设和项目	85654
总金额	85654

公司背景

长江以南地区最大白羽鸡养殖与屠宰企业

圣农发展是一家以白羽鸡养殖和鸡肉生产为单一主业的专业化公司。公司拥有 3 个饲料厂、14 个种鸡场、3 个孵化厂、37 个肉鸡养殖场以及 2 个肉鸡屠宰厂。形成年产饲料 61 万吨，饲养肉鸡 6400 万羽，以及年屠宰加工肉鸡 9600 万羽的生产能。并生产 10 万吨的鸡肉，占全国鸡肉总产量 0.79%。2008 年营业收入为 12 亿元，净利润 1.8 亿元。

与黄羽鸡不同，白羽鸡主要用于西式餐饮、肉类加工企业原料，多数为中间产品。因此产品形态为分割肉，如鸡胸、鸡腿和鸡翅为主要产品，鸡皮、内脏以及鸡架为副产品。不同产品销售客户也不相同。鸡胸等产品销售给肯德基为代表的西式快餐企业，而副产品则销售给双汇、太太乐为代表的肉类生产企业和肉类批发市场。公司产品销售的增长需要不同类型客户的需求同步增长，不同客户销售比重如下：

图 1：圣农发展不同客户销售收入比重（%）

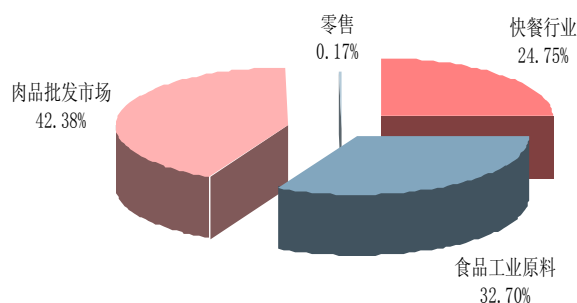
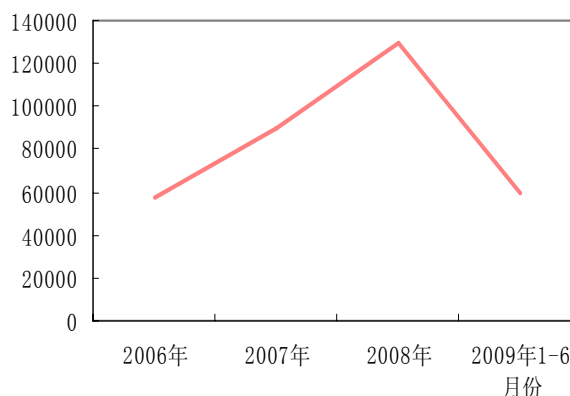


图 2：圣农发展过往三年营业收入



资料来源：公司招股说明书、中信建投证券

我国鸡肉销售量增长一直保持 9.27% 的年增长幅度，高于猪肉消费量增长。而圣农发展产品销售量年增幅在 24.7%，说明公司市场占有率提高较快。

公司对快餐及加工企业采取直销方式，占总销售收入的 58%，经销商销售鸡爪、鸡架鸡胗等副产品，占比 41.8%。直销比重较高，且零售渠道销售比重低有助于公司节省营销费用。

公司主要固定资产为饲料和屠宰加工设备、存栏鸡、蛋等生物性资产。非流动性资产比重较大。固定资产折旧比重较高。

传统产业，现代经营，一体化突显公司核心竞争实力

我国的白羽肉鸡起步于上世纪 80 年代，经过近 30 年的发展，已经成为全球三大白羽肉鸡市场之一。国内不乏知名的商品鸡养殖和屠宰加工企业。但与其它肉鸡生产商不同，圣农发展不仅拥有从种鸡养殖、雏鸡孵化和养殖，直到鸡肉生产与销售完整的产业链，还自己生产专用饲料和包装。公司的精准化工厂式养殖模式、健全的防疫体系使传统产业完全按照现代化规则经营。这很大程度上提升公司产品的科技含量。也提高了进入传统养鸡与屠宰行业的资金门槛、人才门槛和技术门槛，使公司在完全市场化竞争中具备增值产业链价值、以及管理、品牌等突出竞争优势。公司一体化经营模式确保圣农鸡肉产品的高品质。在食品安全被重视程度不断提高的今天，公司白羽鸡产品市场占有率得以不断扩大。市场声誉不断提高。这使公司有条件实施“款到付货”，历年库存量极低。

此外圣农发展地理位置优越，生态环境良好也使公司抵御动物疫病的能力明显高于其它地区，光泽县地处武夷山下，地广人稀，封闭性良好，过去的 26 年时间里没有发生过动物疫情。

募股资金项目分析

公司募投项目计划在 2010 年全面达产，项目周期短，见效快

本次募集资金计划为 8.5 亿元左右，将全部投入到扩大养殖环节产能上，在完成所有养鸡场扩建后，公司养殖规模将由目前的 6400 万羽，提高到 1 亿羽，与目前 9600 万羽屠宰和加工能力相配套，打破养殖瓶颈。具体内容包括：建设 8 个种鸡场、1 个孵化厂、21 个肉鸡场。截至 2009 年 6 月公开发行人前，公司已经前期投入资金 2.7 亿元，建成了 3 个种鸡场、1 个孵化厂和 6 个肉鸡场，并且在建 4 个种鸡场和 7 个肉鸡场。资金到位后，还将新建 1 个种鸡场和 7 个肉鸡场。募集资金到位后，公司计划在明年上半年就完成所有计划项目。2010 年公司养殖能力就能达到 1 亿羽。业绩将在 2009 年基础上有较大增长，弥补由于股本扩张 10%带来业绩上的摊薄。

盈利预测

1、预测假设：

2009 年下半年，鸡肉市场价格缓步回升，营业收入增幅超过上半年水平。玉米和豆粕价格较为稳定，公司毛利率不会出现大的波动。

全年公司屠宰量达到计划的 7000 万羽，2010 年达到 9600 万羽以上。

2、未来两年业绩预测

今年上半年公司实现销售收入 5.97 亿元，净利润 0.81 亿元。为去年全年 45%。全年业绩将基本与 08 年持平或略有增长，按发行后股本计算 EPS 为 0.44 元。2010 年公司屠宰与鸡肉产量增长 35%左右，业绩增长 20%左右，全面摊薄后 EPS0.54 元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	1,295	1618.75	2185	2731.25
主营收入增长率	44.33%	15%	35%	25%
净利润（百万）	181	186	221	273
净利润增长率	8.37%	2.76%	18.87%	23.52%
ROE	27.22%	21%	20.08%	19.84%
EPS（元）	0.49	0.45	0.54	0.67

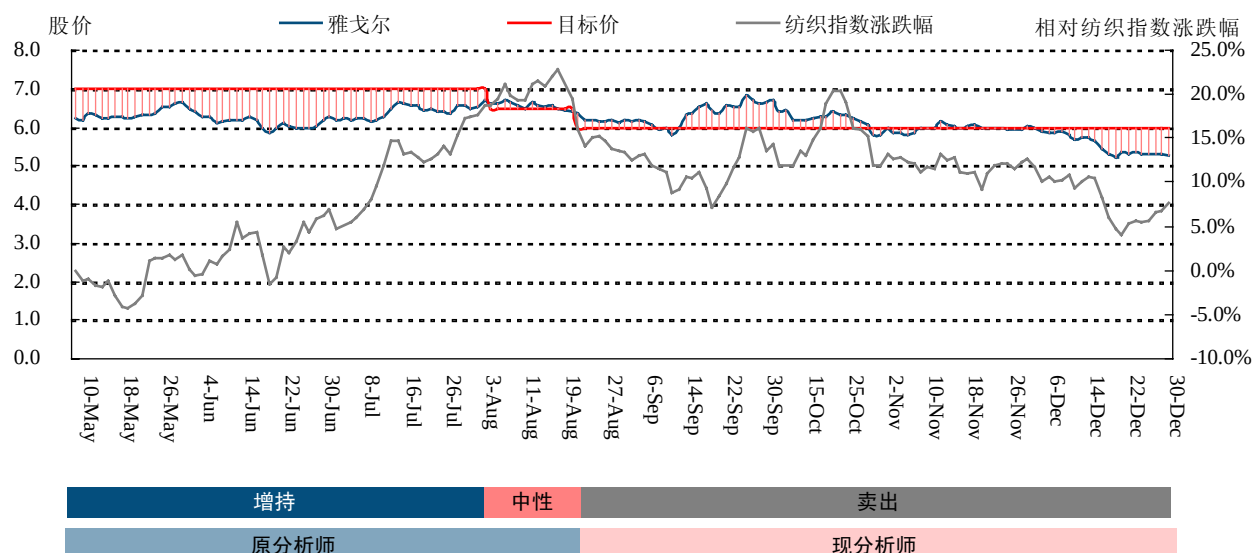
注：2009 年以后按照发行后总股本 41000 万股计算每股收益。

估值与投资建议

资本市场与圣农发展有行业可比性的公司有民和股份、高金食品和福成五丰。民和股份行业福成五丰中期亏损，高金食品中期每股收益 0.03 元。农业板块近期乃至全年走势一直较弱。农产品价格低迷，公司业绩普遍下滑，造成市盈率明显偏高。

9 月份有四只新股在中小板市场发行上市，发行市盈率在 35—49 倍之间，上市当日平均涨幅在 35%--100%，差异较大。我们认为圣农发展的农业概念会受累近期农业股走弱影响。上市首日涨幅在 30-40%，根据近期市场新股上市首日市场表现以及大盘后期走势，我们判断公司股票发行市盈率在 30-40%，定价在 15.75 元/股—18 元之间，上市首日价格在 20.47—25.2 元/股。

附:



重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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、财务顾问或类似的金融服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

郑绮，食品饮料行业首席分析师，曾获最佳消费品分析师称号及《新财富》入围

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010