

行业 - 子行业

食品——食品加工

2009 年 10 月 09 日

重要资料

总股本 (百万股)	410
流通股 (百万股)	41
募集资金总额	810
行业 PE (X)	38.4
定价区间 PE (X)	36.9-44.2
第一大股东	福建省圣农实业有限公司
公司网址	www.sunnercn.com

财务数据	2006	2007	2008
营业收入 (百万)	576.86	897.47	1,295.3
增长率%	-	55.58	44.33
净利润 (百万)	53.56	167.33	181.34
增长率%	-	212.45	8.37
毛利率%	18.12	27.24	21.68
净利率%	9.28	18.65	14.00
ROE	14.09	33.85	31.15
ROA	-	17.72	17.15
资产负债率	55.93	49.93	54.48

梁希民

+86 755 83199427

liangxm@csc.com.cn

分析师申明

本人，梁希民，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

与肯德基等快餐企业相伴成长

—圣农发展 (002299) 新股定价报告

申购价格: 19.75 定价区间: 19.80-23.80

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	1295	1524	2113	2641
净利润 (百万元)	181	220	309	404
每股收益 (元)	0.44	0.54	0.75	0.98
净利润增长率%	8.37	21.34	40.38	30.68
每股净资产 (元)	1.62	2.05	2.66	3.44
市盈率	47.93	39.50	28.14	21.53
市净率	13.42	10.61	8.21	6.33

资料来源: 世纪证券研究所

■ **我国规模最大的自养自宰白羽鸡专业生产企业。**公司是肯德基在中国的前三大鸡肉供应商之一，并已成为铭基、福喜（麦当劳指定专门肉类采购商）、德克士等大型快餐企业、食品工业企业的重要供应商。公司对高端客户的销售比例已达到 60%。

■ **国内鸡肉年产量、消费量的年增长速度均达到 9%以上。**鸡肉已成为我国仅次于猪肉的第二大肉类消费品。随着城市化进程的推进，高蛋白、低脂肪的鸡肉消费份额将进一步提升。

■ **公司的竞争优势在于大规模一体化自养自宰的肉鸡经营模式。**在生产稳定性、疫病可控性、食品安全、标准化、规模化经营等方面都体现了较高的竞争力。

■ **近三年的销售收入和净利润年增长率分别达到 49.96%和 84%。**产能扩大和产品价格的提高是收入和利润增长的主要原因。预计肯德基等快餐企业的快速发展将进一步带动公司产品需求的增加。

■ **本次募集资金将全部用于建设 4,600 万羽肉鸡工程项目。**年新增鸡肉产量 90,045 吨，占 08 年总产量的 83.8%，预计 2010 年初即可竣工验收，年中可投产达产。

■ **盈利预测与估值。**预计公司 09 年和 10 年的 EPS 为 0.54 元、0.75 元。比较饲料类、养殖类、屠宰加工类上市公司估值水平，公司的合理估值区间应在 19.8-23.8 元之间，对应 2009 年 PE 为 36.9-44.2 倍。

■ **风险提示：**鸡只疫病风险、原材料价格波动风险。

公司概况

公司前身为设立于 1999 年 12 月的福建省光泽县光大肉鸡有限公司（后更名为福建圣农发展有限公司，简称“圣农有限”），2006 年 10 月整体变更设立为福建圣农发展股份有限公司。

公司的控股股东为福建省圣农实业有限公司，其实际控制人为创始人傅光明，傅光明先生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。

截止 2009 年 6 月 30 日，公司的总资产为 16.67 亿，净资产为 5.97 亿，资产负债率为 58.3%。本次拟发行 4,100 万股人民币普通股，发行后总股本为 41,000 万股。

Figure 1 发行前后主要股东持股情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)
福建省圣农实业有限公司	234,793,660	63.63	234,793,660	57.27
傅长玉	19,906,760	5.39	19,906,760	4.86
中盈长江国际投资担保有限公司	18,450,000	5.00	18,450,000	4.50
深圳市达晨创业投资有限公司	15,498,000	4.20	15,498,000	3.78
上海泛亚策略投资有限公司	14,760,000	4.00	14,760,000	3.60
其他	65,591,580	17.78	65,591,580	16.00
社会公众股			41,000,000	10.00
合 计	369,000,000	100	410,000,000	100.00

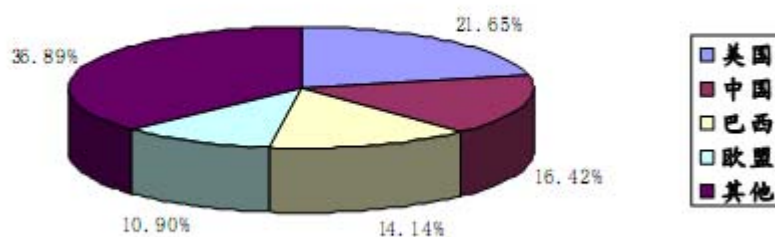
资料来源：wind 资讯

公司主营肉鸡饲养、屠宰加工和鸡肉销售，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。公司是肯德基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）、德克士等大型快餐企业、食品工业企业的重要供应商。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。

公司所处行业背景

世界鸡肉的产量和消费量年均增长达到 4.42% 和 4.66%。作为肉类的主要种类之一，鸡肉的产量、销量呈快速上升趋势。1990 年以来，世界鸡肉的产量和消费量年均增长达到 4.42% 和 4.66%，至 2008 年，世界鸡肉的产量和消费量分别达到 7,703 万吨和 7,651 万吨。美国为世界最主要的鸡肉生产国，美国肉鸡业已发展成为一个成熟的市场，行业集中度高，生产技术水平先进，设备现代化程度高，肉鸡生产大部分采取一体化经营模式或合作经营模式。采用一体化经营模式的企业拥有自己的饲养厂、孵化厂和加工厂，如 Tyson Foods。中国的鸡肉产量仅次于美国，2008 年约为 1,265 万吨，占比 16.42%，排名世界第二。

Figure 2 2008 年世界主要肉鸡生产国鸡肉产量占比



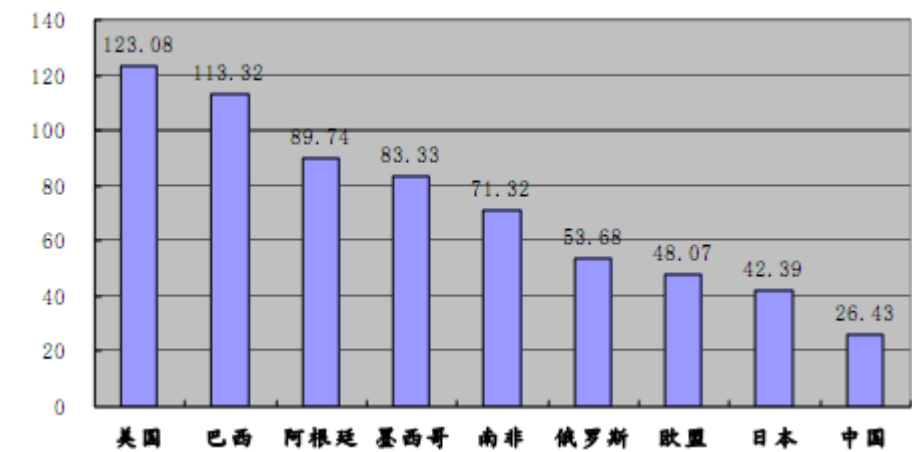
资料来源：公司招股意向书

国内鸡肉年产量、消费量的增长速度均快于世界平均水平。中国肉鸡产业从 1990 年至 1998 年，经历了一段较为迅速的发展时期，1999 年至今，发展速度基本保持稳定。中国已成为世界第二大鸡肉生产国、亚洲第一鸡肉生产国，鸡肉产量自 1990 年以来年平均增长率达 9.31%；鸡肉消费量年平均增长率达 9.20%，2008 年消费量达到 1,283 万吨。鸡肉已成为我国仅次于猪肉的第二大肉类消费品。

我国肉类消费市场还处于快速升级阶段，鸡肉市场容量还存在较大的成长空间。鸡肉肉质鲜嫩，便于加工，一直是快餐业首选的主要原料。以肯德基、麦当劳为代表的快餐行业在我国快速发展推动了鸡肉的消费和发展。随着人们的生活节奏不断加快，餐饮业将继续向便利、营养、卫生的方向发展，鸡肉的消费市场将继续保持稳定的增长。与美国等发达国家相比，仍存在较大差距。随着城市化进程的推进，我国居民的

肉类消费结构将与世界发达国家逐步趋同，高蛋白、低脂肪、低胆固醇、低热量的鸡肉将成为肉类消费的主流，市场份额将进一步提升。

Figure 3 2008 年主要国家人均每日鸡肉消费量（单位：克）



资料来源：公司招股意向书

中国的白羽肉鸡生产集中于几大集团。国内肉鸡加工企业主要有圣农发展、正大集团、大成食品（亚洲）、山东六和集团、山东新昌集团、青岛九联集团等。国内肉鸡饲养主要存在三种模式，即农户饲养、基地饲养与公司自养。除圣农发展外，其他企业以采用基地饲养的合作经营模式为主。一体化自养自宰经营模式与基地饲养的合作经营模式的最大区别在于肉鸡是否主要由企业自建饲养场饲养。采用一体化自养自宰经营模式的企业，整个生产过程由企业统一控制，投资大、疫病防控和食品安全体系统一、产量稳定。

Figure 4 国内肉鸡饲养的主要模式 and 特点

生产模式	农户饲养	基地饲养	公司自养
主要特点	1、投资少	1、投资大，投资主体多样化	1、投资大，投资主体单一
	2、规模小	2、产量较稳定	2、产量稳定
	3、饲养水平参差不齐，兽药残留难控制	3、通常采用“五统一”方式，但需要公司具备较强的对基地的管理、约束能力	3、公司对饲养场具有完全的控制能力，食品安全体系可测、可控、有效
	4、产量不稳定		

资料来源：公司招股意向书

公司主业竞争优势明显

我国规模最大的自养自宰白羽鸡专业生产企业。公司主营产品为鸡肉，包括鸡腿、鸡胸、鸡翅等。截至 2009 年 6 月 30 日，已形成了年产饲料 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。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。

Figure 5 公司主营产品

产品	2009 年 1-6 月		2008 年度	
	金额	比例	金额	比例
1、鸡肉	58,975.61	98.71%	126,255.02	97.47%
2、淘汰种鸡	645.33	1.08%	1,400.36	1.08%
3、零售的饲料、雏鸡	72.60	0.12%	1,741.36	1.34%
4、其他	52.33	0.09%	138.43	0.11%
5、合计	59,745.86	100.00%	129,535.17	100.00%

资料来源：公司招股意向书

公司创新性地行业内建立了大规模一体化自养自宰的肉鸡经营模式。相比于其他公司的基地饲养经营模式，公司拥有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，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。一体化自养自宰模式，为公司实施规范的疫病防控措施、食品品质和食品安全实施源头控制奠定了基础。经过 20 多年的市场积累和得益于一体化自养自宰的经营模式，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，在下游客户中享有良好的声誉，保有稳定的市场份额。公司在生产稳定性、疫病可控性、食品安全、标准化、规模化经营等方面都体现了较高的竞争力。

地理位置优越，产品市场辐射能力强。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，独特的生态养殖环境降低了动物疫病风险，为生产高品质鸡肉产品提供了基础条件。在全

国发生禽流感较频繁的 2004~2006 年，公司的种鸡、肉鸡饲养未受到影响。同时，公司所在地位于消费市场规模大的长江三角洲、珠江三角洲之间，产品的市场辐射能力强，有利于产品运输、销售。

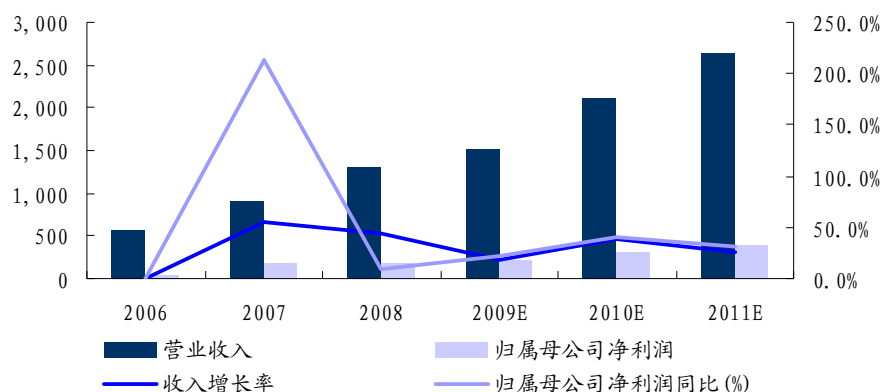
产品结构与客户需求相匹配。公司的鸡肉产品主要以分割的冻鸡肉产品形式，销售给快餐以及食品加工工业、批发市场等市场领域。公司的分割鸡肉包括鸡胸、鸡腿、鸡翅、九块鸡，以及鸡爪、鸡颈等。肯德基主要采购鸡腿、鸡翅，铭基主要采购鸡胸，其他部位主要销售给批发市场，形成产品结构与客户结构相匹配的模式。

与肯德基、麦当劳等大型快餐企业相伴成长。公司销售渠道有 4 类：（1）快餐行业企业，如肯德基、德克士等；（2）食品工业企业销售渠道，如铭基、福喜、双汇等；（3）肉品批发市场；（4）零售渠道，如商业超市等。其中，前两种以直销方式进行，后两种以经销商销售方式进行。目前，公司的直销的比例已提升至约为 60%，销售给肯德基和铭基的比例约为 30%。肯德基等快餐行业企业作为公司的主要客户，其快速发展（肯德基每年有 500 家的新增店面）将带动公司产品需求增加，优质的高端客户为公司销售奠定了基础，保证了公司的高产销率。公司与肯德基签订的战略合作协议约定，鸡肉供应的定价方式为成本加成模式，紧盯玉米与豆粕价格的变动，所以公司对第一大客户的定价上具有 1/3 的决定权，可以维持较为稳定的毛利率。

规模和盈利处于高增长期

近三年的销售收入和净利润年增长率分别达到 49.96% 和 84.0%。06-08 年，公司的营业收入由 5.77 亿元迅速增长到 12.95 亿元，复合增长率为 49.96%；净利润由 2006 年的 5,355.56 万元增加到 2008 年的 18,134.28 万元，年均增长率 110.41%、年复合增长率为 84.01%。2009 年 1-6 月，公司的净利润较上年同期下降 17.94%，主要是鸡肉价格从 2008 年 4 月历史高位回落所致。相比整体亏损的养鸡产业，公司的盈利水平仍处于行业高位，公司一体化的产业链优势较为明显。

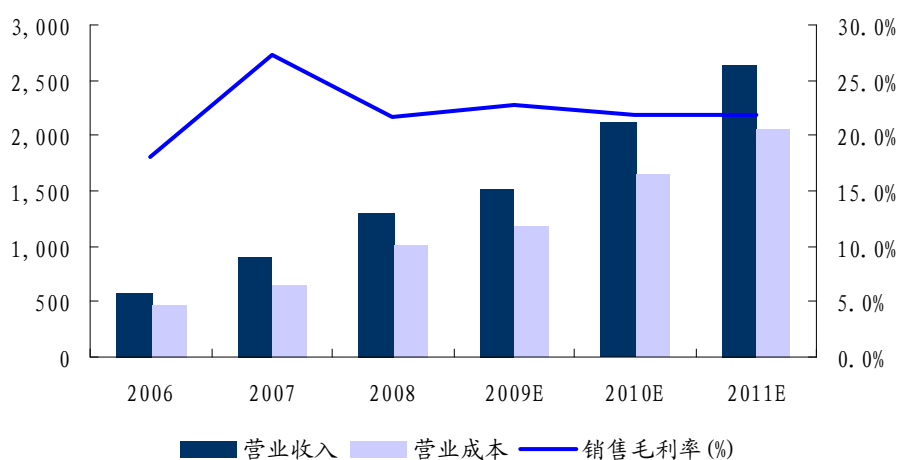
Figure 6 公司近三年收入和净利润增长较快



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

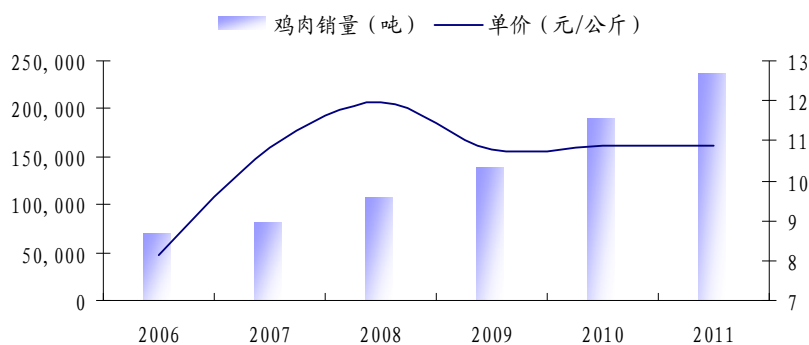
产能扩大和产品价格提高是收入和利润增长的主要原因。公司的鸡肉销售量由 2006 年的 6.79 万吨，增加到 2008 年 10.6 万吨，年均增长率为 24.70%；同时鸡肉价格上涨 47.1%。2006 年由于我国局部地区发生禽流感，市场销售萎缩导致鸡肉销售价格较 2005 年有所下降，但之后产品价格逐年上升。虽然 2009 年 1-6 月鸡肉销售价格在 2008 年 4 月的高位上有所回落，但与期初 2006 年度的均价相比仍上涨了 28.96%。同期饲料价格也出现明显上涨，但总体而言，鸡肉价格与饲料价格涨幅基本一致，鸡肉价格变动比饲料价格波动对公司利润的敏感度大，公司的销售毛利率水平基本维持在 20-25%。

Figure 7 主营收入及毛利率变化



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 8 近三年鸡肉量价齐升



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司财务分析

偿债能力指标处于合理范围。公司短期偿债能力指标流动比率、速动比率偏低，但公司获取现金能力较强，经营活动现金流量能够保证公司正常经营的运转；公司长期偿债能力各项指标良好，长期偿债能力较强。与同类公司相比，公司的资产负债率相对较高，但仍在合理的范围之内，预计公司发行完成后，资产负债率将明显好转。

运营效率较高。在销售收入大幅增长的情况下，应收账款周转率和存货周转率保持在较高、稳定的状态下，显示了公司良好的应收账款和存货管理能力，同时也体现出公司产品在市场上具有较强的竞争力。

经营活动产生的现金流量净额均高于当期的净利润，表明报收益质量良好。

Figure 9 主要财务数据比较

	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 中报	民和股份
资本结构					
资产负债率	55.93	49.93	54.48	58.29	38.72
偿债能力					
流动比率	0.47	0.39	0.49	0.56	1.4
速动比率	0.34	0.18	0.24	0.33	0.98
营运能力					
存货周转率(次)		6.68	6.67	2.5	2
应收账款周转率(次)		21.22	22.17	10.5	14.35
现金流量					
经营活动产生的现金流量净额 / 经营活动净收益	1.71	1.18	1.45	1.62	-

资料来源：公司招股意向书、WIND 资讯

募集资金投向分析

本次募集资金将全部用于建设 4,600 万羽肉鸡工程项目。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。

预计 2010 年中可达产。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%。目前项目总进度已完成三分之一，预计 2010 年初即可竣工验收，2010 年中可投产达产。

盈利预测

盈利预测假设：

- (1) 募投项目 2010 年中期达产并产生效益；
- (2) 2009-2011 年的肉鸡屠宰加工数量分别是 7000 万羽、9600 万羽和 12000 万羽，按照单羽产鸡肉量 1.99 公斤计算，预计 2009-2011 年的鸡肉产量分别为 13.9 万吨、19.1 万吨和 23.9 万吨。公司 9600 万羽屠宰产能只按单班（8 小时）计算，产能利用还有翻倍的空间，公司养殖规模若继续扩大，可暂时不需要增加屠宰设备投入。
- (3) 今年鸡肉销售均价较去年同期下降 10%，但由于玉米、豆粕等成本同时降低，鸡肉业务的毛利率将与去年基本持平。公司第一大客户肯德基采用的是“成本+利润”的定价模式，预计明后两年的鸡肉业务毛利率会保持平稳。
- (4) 公司的管理费用率和销售费用率维持近三年的平均水平，由于募投项目获得资金，财务费用下降，2010-2011 年的财务费用约为 4000 万元左右；
- (5) 所得税优惠政策不变，即从事家禽饲养、农产品初加工的所得，免征企业所得税；

经过测算，预计公司 2009、2010 和 2011 年的每股收益分别达到 0.54 元、0.75 元和 0.98 元，同比增长 17.6%、38.7%和 25%。

Figure 10 公司主要产品产能及销售预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
肉鸡产能 (万羽)	5000	5605	7500	9600	12000
屠宰加工产能 (万羽)	9600	9600	9600	9600	12000
屠宰与加工量 (万羽)	4229	5399	7000	9600	12000
单羽肉产量 (公斤/羽)	1.95	1.99	1.99	1.99	1.99
鸡肉产量 (吨)	82491	107494	139300	191040	238800
鸡肉销量 (吨)	81364	105503	137907	189130	236412
单价 (元/公斤)	10.85	11.97	10.77	10.888	10.888
鸡肉收入 (万元)	88246	126255	148526	205924	257405
毛利率 (%)	26.77	20.89	21.50	21.00	21.00

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 11 盈利预测

项目 (单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业利润					
营业收入	897	1,295	1,524	2,113	2,641
减: 营业成本	653	1,015	1,177	1,652	2,066
减: 营业费用	18	22	32	41	50
减: 管理费用	35	34	48	69	80
减: 财务费用	22	42	45	40	40
营业利润	169	182	221	310	405
二、利润总额					
加: 营业外收入	2	3	2	2	2
减: 营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	168	181	221	309	404
三、净利润					
减: 所得税	1	0	1	0	0
净利润	167	181	220	309	404
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	167	181	220	309	404
五、股利分配					
总股本	369	369	410	410	410
EPS (摊薄, 元)	0.41	0.44	0.54	0.75	0.98
EPS (元)	0.45	0.49	0.54	0.75	0.98

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

风险因素分析

1、鸡发生疫病的风险

疫病发生可能会引起鸡只死亡和产品价格下降，对肉鸡生产企业的经营构成不利影响。我国于 2005 年 11 月~2006 年 6 月期间发生了 1 次规模较大的禽流感疫情。由于公司采用一体化自养自宰经营模式，以及地处山区的地理优势和 20 余年饲养和防疫技术积累，公司生产未遭受损失，但疫情发生期间鸡肉价格下降对公司经营产生了影响。

2、原材料价格波动的风险

原材料玉米和豆粕的价格受国家农产品政策、市场供求状况、运输条件、气候及其他自然灾害等多种因素影响。玉米和豆粕市场价格的大幅变动，将会影响公司的盈利。

估值及投资评级

选取饲料加工类、养殖类、屠宰加工类上市公司作为估值参考对象。上市公司中只有从事鸡苗业务的民和股份与公司业务相近，但民和股份的业务主要是销售鸡苗产品，且今年处于微利状态，估值过高，可比性较差。考虑到公司采用一体化的养殖、加工模式，因此选取饲料加工类、养殖类、屠宰加工类上市公司作为估值参考对象。

合理估值区间为 19.8 元-23.8 元。可比公司 2009 年和 2010 年的动态市盈率平均为 38.4 倍和 26.4 倍（剔除 PE 过高的民和股份），我们认为圣农发展合理估值区间应在 19.8-23.8 元之间，对应 2009 年 PE 为 36.9-44.2 倍。

Figure 12 可比公司估值比较

代码	公司	EPS		PE		股价
		2009	2010	2009	2010	
002234	民和股份	0.07	0.23	204.71	62.30	14.33
000860	顺鑫农业	0.56	0.77	25.18	18.31	14.10
002069	獐子岛	0.65	0.81	38.02	30.51	24.71
002086	东方海洋	0.21	0.28	42.29	31.71	8.88
600467	好当家	0.19	0.26	41.42	30.27	7.87
002220	天宝股份	0.90	1.05	18.58	15.92	16.72
600438	通威股份	0.22	0.32	36.95	25.41	8.13
002124	天邦股份	0.19	0.33	62.53	36.00	11.88
000876	新希望	0.41	0.54	27.80	21.11	11.40
002157	正邦科技	0.23	0.36	38.13	24.36	8.77
002100	天康生物	0.55	0.68	28.85	23.34	15.87
000895	双汇发展	1.43	1.73	30.09	24.87	43.03
002143	高金食品	0.17	0.34	71.00	35.50	12.07
平均				38.40	26.44	
002299	圣农发展	0.54	0.75			

资料来源：WIND 资讯、世纪证券

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。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或征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.

