

## 方正证券研究中心

农业食品行业分析师：陈光尧

电话：(86731)85832209

电邮：chengguangyao@foundersc.com

金融工程分析师：肖咏

电话：(86571)87782602

电邮：xiaoyong@foundersc.com

联系人：傅敏

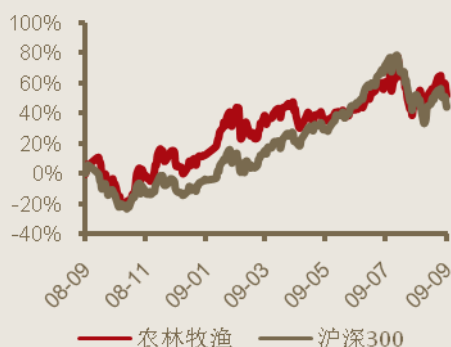
电话：(86731)85832274

电邮：fumin@foundersc.com

## 发行上市资料

|             |            |
|-------------|------------|
| 发行价格（元）     | 20.56      |
| H 股总股本（万股）  | 0          |
| A 股发行股数（万股） | 4100       |
| 发行前总股本（万股）  | 36900      |
| 发行后总股本（万股）  | 41000      |
| 发行日期        | 2009/10/09 |
| 发行方式        | 网下发行+网上申购  |
| 主承销商        | 招商证券       |
| 上市日期        | 2009/-/-   |

## 农林牧渔行业相对沪深 300 指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

# 有稳定销售渠道的肉鸡生产商

## 圣农发展（002299）新股申购建议报告

公司研究·定价报告  
2009.09.25

农业食品行业

## 投资要点

### ※公司发展前景广阔

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。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。

### ※公司产品有稳定可靠的销售渠道

圣农在肯德基鸡肉供应商工厂年度质量体系审核中已三夺第一，作为铭基 2008 年第一大鸡肉供应商，鸡肉供应量占其出口给日本麦当劳的 80%，公司产品品质业内有口皆碑。在今年 7 月份与百胜签订的核心策略供应商协议上，圣农订单量占其需求总量从 10% 一举翻倍，只要圣农产能允许，比重还可继续上调。除此，圣农还是福喜（麦当劳另一供应商）、德克士、双汇、真功夫、万威客、太太乐等 30 多家知名餐饮及食品企业的重要供应商。

### ※募投项目见效快

募投项目是培养肉鸡 4600 万羽，到总量 9600 万羽，是产业链一体化中填平补齐匹配产能，饲料、屠宰产能都已现成。目前项目已经预投，今年完成近一半任务，明年完全达产，公司后续还要用自有资金进一步扩大养殖产能，2011 年肉鸡养殖屠宰量达 1.2 亿羽。

我们预计公司 2009—2011 年每股收益分别为 0.52、0.66、0.70 元，公司合理价格为 14.56—18.2 元之间，考虑到近日国家对美国肉鸡进行反倾销调查，该股将可享受一个较高估值溢价。

### ※风险因素

玉米和豆粕价格的大幅波动；禽流感的威胁；销售渠道的变动。

### ※新股申购建议

我们预计网上申购中签率在 0.19% 左右。首日开盘价为 31.86 元，对应涨幅为 61.3%。对开盘价给予 10% 的上下浮动，开盘价区间为 28.67—35.05 元，以 0.19% 的中签率计，对应的新股申购年化收益率在 7.83%—13.43%。建议投资者参与网上申购。

## 一、公司肉鸡孵化、养殖、屠宰产业链完善

### 1、公司主营产品及介绍

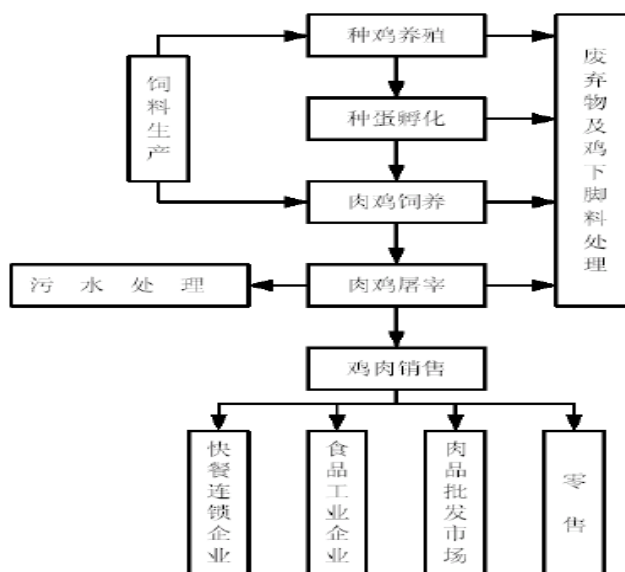
公司的主营业务为肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工和鸡肉销售，鸡肉的销售收入占营业收入的 95%以上，销售主要形式为冻鸡肉分割产品（即冷冻鸡翅、鸡腿、鸡胸肉等），主要渠道为快餐业、食品加工业及批发市场等。公司创始人傅光明先生自 1983 年开始专业从事肉鸡饲养，1989 年设立福建省光泽县种鸡场，1992 年从荷兰引进第一条自动化肉鸡屠宰加工线后，公司逐步形成一体化自养自宰经营模式，并于 1994 年成为肯德基的鸡肉供应商。

公司 2008 年出栏肉鸡 5399 万羽，鸡肉销量 10.55 万吨，是我国长江以南地区最大的白羽肉鸡生产企业，也是我国规模最大的白羽肉鸡自养自宰一体化生产企业。白羽鸡主要适合西式烹饪方式（如煎炸），其原种代从国外引进，经祖代、父母代繁殖到商品代，白羽鸡具有生长快、体型大、饲料报酬高等特点，主要品种有艾维茵、AA+、罗斯 308、科宝等。

### 2、公司产业链较为完善

截至 2009 年 6 月，公司已拥有 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 6400 万羽、年屠宰加工肉鸡 9600 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，覆盖种鸡繁育、肉鸡养殖、饲料加工、屠宰加工、物流等五大行业。

图表 1 公司产业链流程图



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究中心

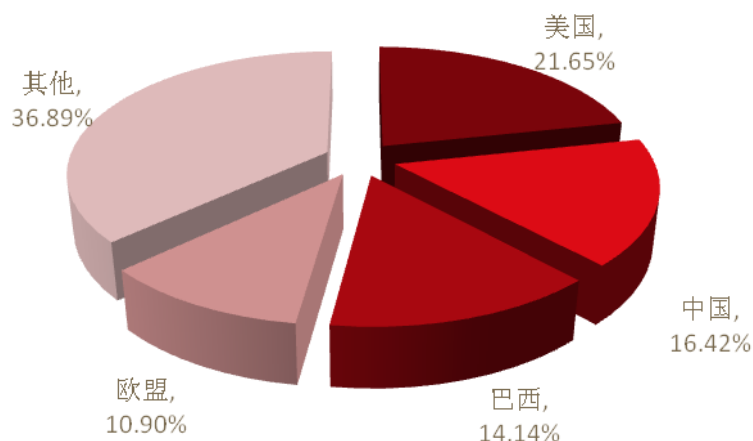
## 二、公司所在行业情况

### 1、我国肉鸡产业市场前景广阔

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%。

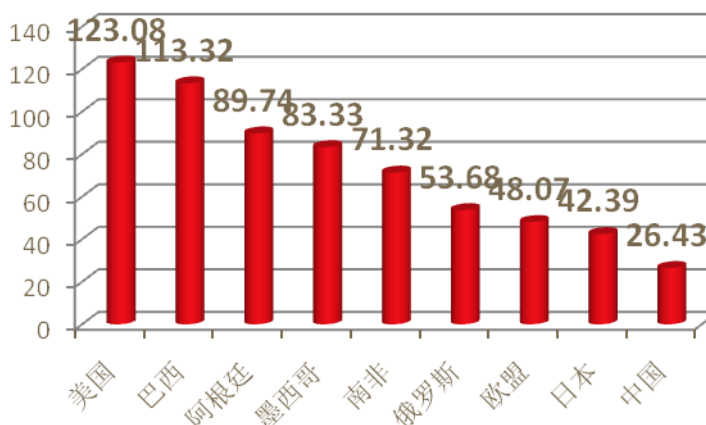
世界鸡肉生产主要集中在美国、中国、巴西、欧盟等地。美国是世界上最大的鸡肉生产国，2008年美国鸡肉产量占全球鸡肉总产量的21.65%。中国鸡肉产量仅次于美国，2008年产量约为1265万吨，占全球鸡肉总产量的16.42%，排名世界第二。

图表 2 2008 年主要鸡肉生产国鸡肉产量占比



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究中心

图表 3 2008 年世界主要国家人均每日鸡肉消费量（g）



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究中心

## 2、公司产品符合国家产业发展政策

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。

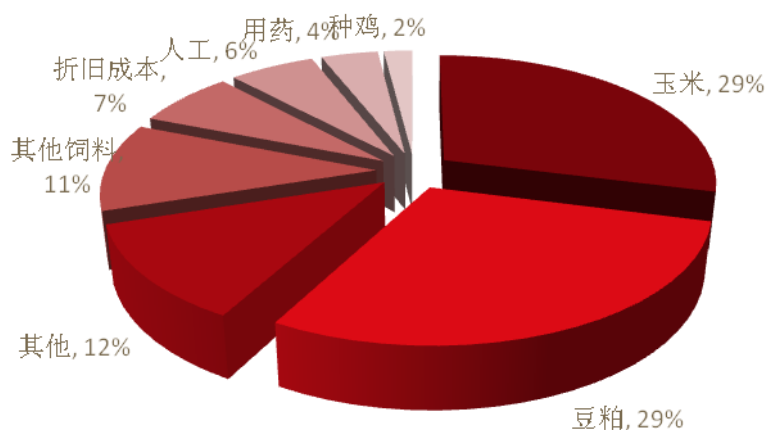
肉鸡养殖和加工行业进入壁垒不高，但是大规模肉鸡养殖和加工存在一定进入障碍。大规模肉鸡饲养场地一般要选择在地势高、隔离条件好、周边人员活动少、污染源少的区域。大规模肉鸡生产需要大量资金用于生产场所建设、生产设备购置和防疫体系建设。大规模肉鸡生产企业只有在防疫、兽药残留控制、质量控制等方面达到相关的技术标准，才具有市场竞争力。大规模肉鸡生产需要一定数量经验丰富的专门从事养殖和疾病防控的技术人员和管理人员。

## 三、公司竞争优势

### 1、公司主要原材料快速上涨的可能性较小

本公司实行一体化自养自宰的经营模式，原材料中玉米、豆粕所占比重最大。2009 年 1-6 月，玉米、豆粕占本公司生产成本分别为 28.17%和 27.64%。

图表 4 2008 年主营业务成本构成

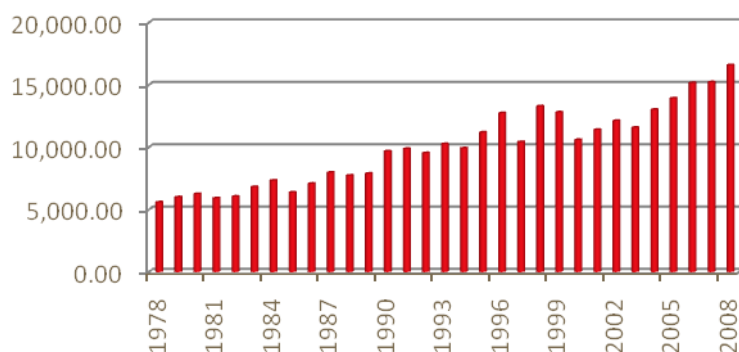


资料来源：公司招股说明书 方正证券研究中心

公司利润对主要原材料玉米和豆粕的价格变化较敏感，其中利润总额对玉米价格的敏感性系数（利润变动幅度÷玉米价格变动幅

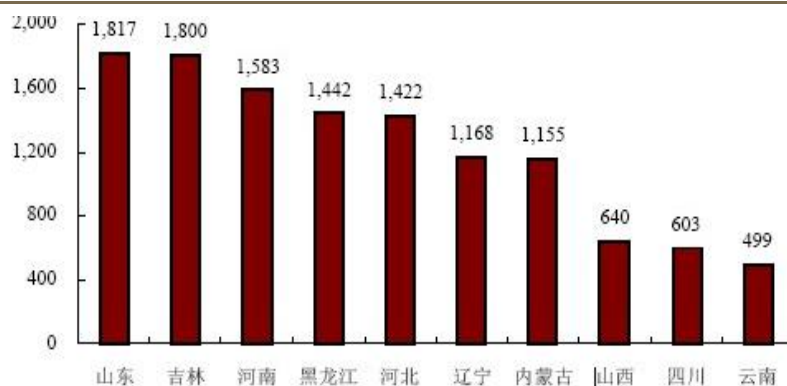
度)为 1.1611, 即玉米价格每变动 10%, 利润总额将变动 16.11%; 利润总额对豆粕价格的敏感性系数为 1.1581, 即豆粕价格每变动 10%, 利润总额将变动 15.81%。公司未来盈利能力受农产品玉米、豆粕价格的影响较大。

图表 5 我国历年玉米产量(单位:万吨)



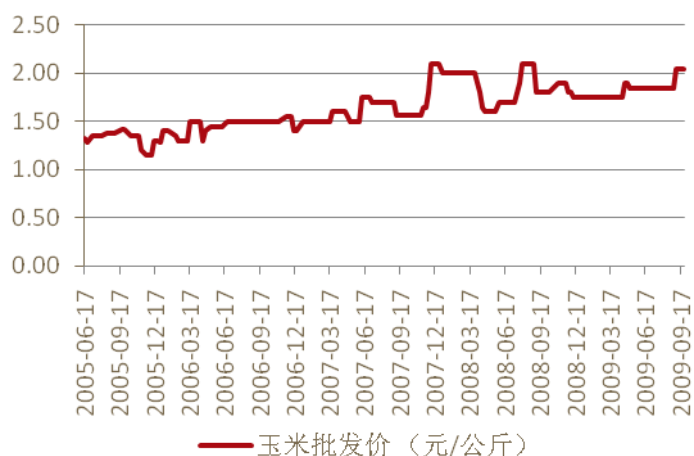
资料来源:国家统计局 方正证券研究中心

图表 6 2007 年玉米产量前十大省份(单位:万吨)



资料来源:农业部 方正证券研究中心

图表 7 我国玉米批发价格走势



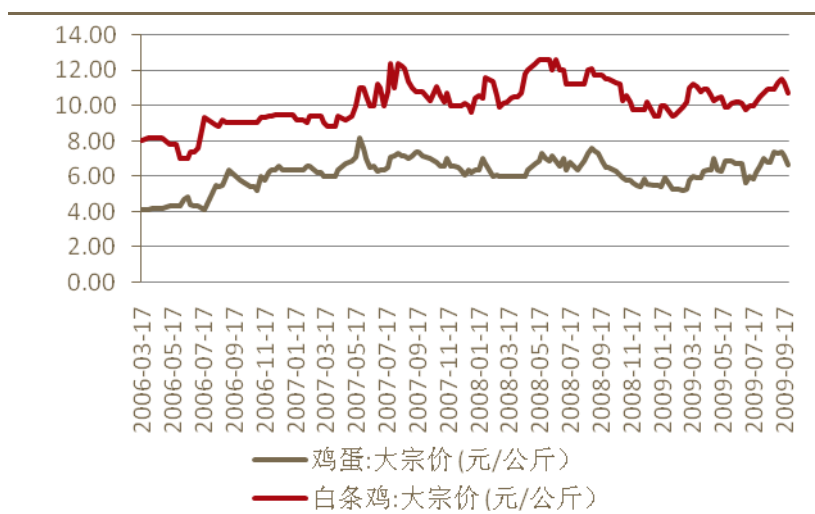
资料来源：农业部 方正证券研究中心

图表 8 我国豆粕批发价格走势



资料来源：农业部 方正证券研究中心

图表 9 鸡蛋和白条鸡批发价格走势



资料来源：农业部 方正证券研究中心

## 2、公司优越的地域环境减少疾病风险

武夷山区优越的自然环境，省却了公司不少疫苗费开支；一体化自养自宰模式，为公司实施规范的疫病防控措施奠定了基础。公司拥有 20 余年的肉鸡饲养及疫病防控经验，形成了以总畜牧师李文迹等业务骨干为核心的专职兽医及防疫队伍，在内部建立了较完整的疫病防控管理体。公司制定了严格的疫病防控制度，采取了消毒、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了“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。

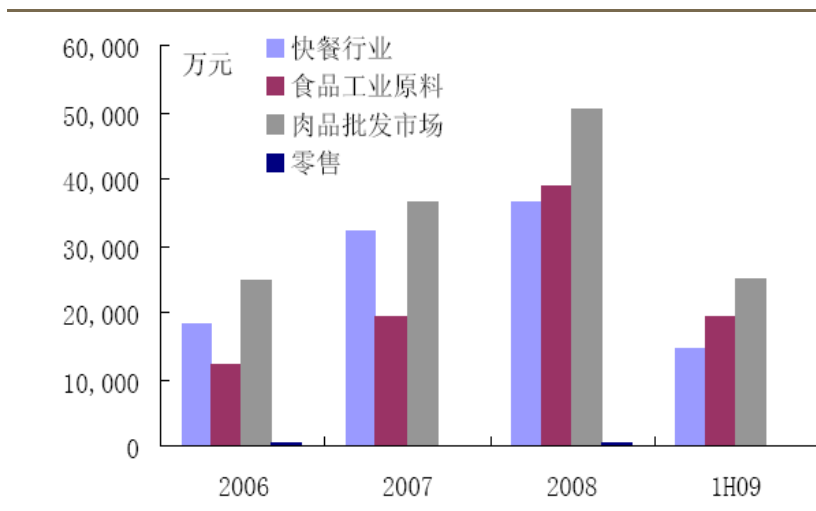
## 3、公司产品有稳定可靠的销售渠道

公司的销售渠道有 4 类：①快餐行业企业，如肯德基、德克士等，主要采购鸡腿、鸡翅、鸡胸等鸡肉产品，以前两者为主；②食品工业企业销售渠道，如铭基、福喜、双汇、万威客（SMITHFIELD & ARTALVENTURE）、太太乐等，主要采购鸡胸、鸡腿、鸡翅、碎肉、鸡皮等鸡肉产品，以鸡胸为主；③肉品批发市场，主要采购鸡爪、鸡胗、鸡骨架等鸡肉产品，要求低；④零售渠道，如商业超市等，占公司销售比极低。

公司作为肯德基的三大策略供应商之一，7 月 15 日与百胜餐饮集团签署的一项策略联盟合作协议，供货价格盯住玉米豆粕作成本加成（媒体有报道），这样公司可以确保利润率稳定，放心地扩大产能；与其它客户则采用议价方式定价，鸡胸肉产品以双汇出价是行业标准，圣农给铭基的价格在此基础上浮动约 3~5 个百分点，主要也是铭基要求的产品标准更高。批发市场销售则是竞价形式，

根据历史经验，公司在批发市场销售能力强，渠道广，不存在产品销售问题。

图表 10 公司鸡肉销售渠道



资料来源：公司招股说明书 方正证券研究中心

图表 11 前五大客户销售额及占比情况

| 2009 年<br>1-6 月 | 销售客户名称 | 金额(万元) | 占营业收入的<br>比例 |
|-----------------|--------|--------|--------------|
| 1               | 肯德基    | 9,193  | 15%          |
| 2               | 铭基     | 6,980  | 12%          |
| 3               | 广东双汇   | 3,093  | 5%           |
| 4               | 晋江宏兴   | 2,836  | 5%           |
| 5               | 福建圣农食品 | 2,671  | 4%           |
| 合计              |        | 24,773 | 41%          |

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究中心

## 四、募集资金项目情况

根据本公司自养自宰经营模式和规模化的经营策略，本公司本次发行募集资金将用于优化各生产环节配置，建设与现有肉鸡屠宰加工能力相配套的新增 4,600 万羽肉鸡生产工程项目，包括新建 8 个种鸡场、1 个孵化厂、21 个肉鸡场。项目达产后，本公司的年出栏肉鸡将达到 9,600 万羽/年，实现与现有屠宰加工能力的配套。

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。

## 五、公司盈利预测及估值

## 1、盈利预测

预计公司 2009~2011 年募股项目完成后公司还要进一步加大肉鸡养殖投资，公司 9600 万羽屠宰产能现只按单班（8 小时）计算，产能利用还有翻倍的空间，只要养殖规模扩大，暂时还不需要另外增加屠宰设备投入。预计鸡肉价今年下半年较上半年有所上涨，不过全年均价仍低于去年；预计饲料价格明年将有所上涨，后年持平，推动明年鸡肉价格小幅反弹，后年则预计鸡价持平；税收优惠不变：根据 2008 年新的企业所得税税法，从事家禽饲养、农产品初加工的所得，可免征企业所得税。

图表 122 公司未来三年盈利预测表

| 项目（百万）    | 2007A  | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业收入    | 897.47 | 1295.35 | 1400.55 | 1809.88 | 2451.65 |
| 减：营业成本    | 652.98 | 1014.57 | 1008.40 | 1311.71 | 1882.11 |
| 营业税金及附加   | 0.01   | 0.15    | 0.16    | 0.21    | 0.28    |
| 销售费用      | 18.46  | 21.68   | 23.44   | 30.29   | 41.03   |
| 管理费用      | 35.39  | 34.35   | 37.14   | 47.99   | 65.01   |
| 财务费用      | 21.95  | 42.26   | 45.69   | 59.05   | 79.98   |
| 资产减值损失    | (0.08) | 0.19    | 0.20    | 0.20    | 0.20    |
| 投资收益      | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 二、营业利润    | 168.74 | 182.14  | 285.52  | 360.43  | 383.03  |
| 加：营业外收入   | 1.94   | 2.57    | 3.00    | 4.00    | 5.00    |
| 减：营业外支出   | 2.66   | 3.78    | 4.00    | 5.00    | 6.00    |
| 三、利润总额    | 168.02 | 180.92  | 284.52  | 359.43  | 382.03  |
| 减：所得税费用   | 0.69   | 32.30   | 71.13   | 89.86   | 95.51   |
| 四、净利润     | 167.33 | 181.34  | 213.39  | 269.57  | 286.52  |
| 五、每股收益(元) | 0.41   | 0.44    | 0.52    | 0.66    | 0.70    |

资料来源：公司招股说明书 方正证券研究中心 注：每股收益均按 41 千万股计算。

## 2、估值

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 25 日，民和股份股票价格 14.54 元/股，市净率 2.67 倍；2008 年静态市盈利率 26.93 倍，动态市盈率 32.31 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 21339 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 0.52 元。

可比上市公司 2008 年静态市盈率为 26.93 倍，2009 年的动态市盈率为 32.31 倍。我们认为公司的估值对应 2009 年合理市盈率在 28-35 倍之间。按照 2009 年每股收益 0.52 元，预期公司二级市场的合理价格为 14.56-18.2 元之间。

## 六、风险提示

### 1、原材料价格波动风险

公司主要原材料为玉米和豆粕，其中玉米价格会受气候、种植面积、国家调控因素的影响，还受其他复杂因素如国际市场玉米行情、燃料乙醇行业的发展、国际油价以及玉米本身的性能指标等影响；豆粕受国际期货价格影响较大。

### 2、禽流感爆发风险

我国于 2004 年 11 月~2005 年 3 月、2005 年 11 月~2006 年 6 月期间发生了 2 次较大规模的禽流感，公司及所在地区未发生禽流感，但后一次由于禽流感期间市场价格大幅下降，给公司带来较大经济。

## 七、新股申购收益率测算与投资建议

此次圣农发展发行 4100 万股，发行价格为 19.75 元。近期已公布中签率的新股中发行数量与之相当的主要有奥飞动漫、奇正藏药、博深工具和光讯科技等。

图表 13 近期发行的部分新股

| 名称   | 招股日期      | 发行价格  | 发行数量(万股) | 申购股数(万)    | 网上中签率 (%) |
|------|-----------|-------|----------|------------|-----------|
| 圣农发展 | 2009-9-21 | 19.75 | 4100     |            |           |
| 奥飞动漫 | 2009-8-21 | 22.92 | 4000     | 1580846.40 | 0.20      |
| 奇正藏药 | 2009-8-11 | 11.81 | 4100     | 1915963.20 | 0.17      |
| 博深工具 | 2009-8-4  | 11.50 | 4340     | 1274169.15 | 0.27      |
| 光讯科技 | 2009-7-31 | 16.00 | 4000     | 2254559.85 | 0.14      |

数据来源：WIND 方正证券研究中心

参照上述数据，我们认为网上申购的股数应该在 1756400 万股附近，对应的申购资金为 3470 亿左右，申购中签率为 0.19%

### 1. 开盘涨跌幅测算

我们采用近两年的新股的基本数据，构建多元线性回归模型预测新股的开盘涨幅。在变量方面，我们认为两方面因素对新股的首日开盘价有重要影响：市场的近期心理与个股的基本面因素。

$$P \sim S^{(1/2)} + V + Ret + R_{PE} + I + W$$

其中

P：新股首日开盘价， S：新股申购价，

V：新股的发行数量

Ret：新股所在板块前十日涨跌幅

R\_PE：新股所在申万一级板块的平均市盈率/新股首发摊薄市盈率

I：之前十只新股的开盘涨幅（首日开盘价/ 新股申购价）

W：新股的申购中签率

根据我们的回归模型，我们测算出来圣农发展的开盘涨跌幅在 61.3% 左右。对应涨幅的价格为 31.86 元，给予其上下 10% 的浮动区间，对应开盘价为 28.67-35.05 元。

图表 14 新股开盘价对应的市盈率

| 每股盈利   开盘价 | 28.67 | 30.27 | 31.86 | 33.45 | 35.05 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 0.44 (08)  | 65.17 | 68.79 | 72.41 | 76.03 | 79.65 |
| 0.52 (09E) | 55.14 | 58.21 | 61.27 | 64.33 | 67.40 |

数据来源：方正证券研究中心

## 2. 收益率测算

假定开盘价为测算的开盘价的 90%、95%、100%、105% 和 110%，我们给出了在不同中签率下的新股申购的年化收益率。

图表 15 新股申购年化收益率测算

| 中签率   开盘价 | 28.67 | 30.27  | 31.86  | 33.45  | 35.05  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 0.15%     | 6.18% | 7.29%  | 8.39%  | 9.50%  | 10.60% |
| 0.17%     | 7.01% | 8.26%  | 9.51%  | 10.76% | 12.01% |
| 0.19%     | 7.83% | 9.23%  | 10.63% | 12.03% | 13.43% |
| 0.21%     | 8.66% | 10.20% | 11.75% | 13.30% | 14.84% |
| 0.23%     | 9.48% | 11.18% | 12.87% | 14.56% | 16.25% |

数据来源：方正证券研究中心

## 投资建议：

我们预计网上申购中签率在 0.19% 左右。首日开盘价为 31.86 元，对应涨幅为 61.3%。对开盘价给予 10% 的上下浮动，开盘价区间为 28.67-35.05 元，以 0.19% 的中签率计，对应的新股申购年化收益率在 7.83%-13.43%。建议投资者参与网上申购。

### 公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；  
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；  
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

### 行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；  
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；  
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

### 特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

|         | 长沙                                                              | 杭州                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址：     | 湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）                           | 浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦四楼（310006）                                     |
| 电话：     | （86731）85832274                                                 | （86571）87782600                                                 |
| 传真：     | （86731）85832380                                                 | （86571）87782280                                                 |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |