

农林牧渔/养殖、加工

2009 年 12 月 1 日

新股研究

询价报告

申购建议：申购

华英农业（002321）：肉鸭产业链上领先公司

核心观点

询价结论：

预计公司 2009 年至 2011 年每股收益为 0.35 元、0.55 元和 0.77 元。行业内可比上市公司 08 年平均静态市盈率 59.7 倍，09 年平均动态市盈率高达 83.6 倍。按 08 年摊薄后每股收益计算，公司合理市盈率区间为 45-55 倍，对应价格为 14.4 元-17.6 元，建议一级市场询价为 12.9 元-15.8 元。

主要依据：

公司以种禽养殖孵化、禽苗销售、商品禽养殖、屠宰加工及其制品的生产与销售、饲料加工为主营业务。公司是肉鸭产业链一体化企业中市场占有率第一的企业。公司 2008 年实现收入 9.6 亿元，计划在 2011 年实现收入 20 亿元，收入复合增长率将达到 27.6%。

公司现有 200 万只父母代鸭苗育雏产能，6500 万只商品代鸭苗育雏产能，13.88 万吨冻鸭加工产能和 2.1 万吨熟食产能。相比行业内其他畜禽养殖加工企业，我们认为公司除拥有肉鸭产业链优势外，还拥有“华英”终端品牌的优势，“华英”是中国驰名商标。

本次募投项目需要资金约 4.74 亿元，将用于新增 4000 万只/年商品肉鸡养殖加工能力、3000 万只/年樱桃谷商品雏鸭孵化能力、900 万只/年商品樱桃谷鸭养殖能力。

公司现阶段发展战略非常清晰：1）在肉鸭产业链的养殖、加工环节继续扩大产能；2）产业链横向扩展至肉鸡产业，完整家禽产业链；3）利用“华英”品牌优势，在终端渠道上增加鸭肉和鸡肉产品销量。我们认为公司未来盈利增长将主要来自鸭肉和鸡肉产品销量的增长，产业链和品牌优势将会使公司转嫁成本能力较强，有望保持超越行业的高速增长。

风险提示：

公司可能面临以下风险：1、禽类疫情及其他重大自然灾害的风险；2、主要产品售价波动的风险；3、主要原料采购价格波动的风险；4、祖代种鸭采购渠道单一的风险。

发行数据：

项目	数值
发行股本（万股）	3700
发行日期	12.7
预期上市价格（元）	12.9-15.8

国都证券研究所

北京东直门南大街 3 号国华投资大厦

研究员：王明德

电话：010—84183372

E-mail: wangmingde@guodu.com

联系人：徐昊

电话：010—84183293

E-mail: xuhao@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1 公司此次发行概况

公司名称	河南华英农业发展股份有限公司
公司简称	华英农业
发行地	深圳
发行日期	2009-12-7
申购代码	002321
发行股数（万股）	3700
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本（万股）	14700
每股收益（2008）年	0.43
发行后全面摊薄每股收益（2008 年）	0.32
发行前每股净资产（元）	2.65

数据来源：招股说明书，国都证券研究所

2、公司概况

公司以种禽养殖孵化、禽苗销售、商品禽养殖、屠宰加工及其制品的生产与销售、饲料加工为主营业务。主要产品是鲜、冻鸭肉和鸡肉、饲料、羽绒等。公司是肉鸭产业链一体化企业中市场占有率第一的企业。华英牌鸭肉产品被评为“中国名牌农产品”，“华英”商标被评为中国驰名商标。目前公司拥有 1 个祖代鸭养殖孵化场、5 个父母代种鸭场、16 个商品鸭养殖场、3 个饲料厂、3 个禽类加工厂。公司现有 200 万只父母代鸭苗育雏产能，6500 万只商品代鸭苗育雏产能，13.88 万吨冻鸭加工产能和 2.1 万吨熟食产能。

2.1 公司的股权结构

公司第一大股东是河南省潢川华英禽业总公司，其持有公司 4400 万股国有股，公司实际控制人为潢川县财政局。本次发行完成后，潢川华英禽业的持股数量下降至 4202 万股，持股比例下降至 28.59%，但实际控制人地位未发生变化。

表 2 公司本次发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
潢川华英禽业总公司	4400	40.00%	4202.67	28.59%
潢川县康源生物工程有限责任公司	2695	25%	2695	18.33%
河南省农业综合开发公司	2200	20.00%	2101.33	14.30%
辽宁省粮油食品边贸公司	1650	15%	1576	10.72%
杭州新元亨动物药业有限公司	55	0.50%	55	0.37%
社保基金	0	0.00%	370	2.52%

社会公众股	0	0.00%	3700	25.17%
合 计	11000	100.00%	14700	100.00%

数据来源：招股说明书，国都证券研究所

2.2 公司的主要财务指标

表 3 公司的主要财务指标

项目	2006	2007	2008	2009 年 1-6 月
营业收入（万元）	64172	94487.9	96252.6	42615.4
营业利润（万元）	6324.9	6317.2	3562.3	1318.4
利润总额（万元）	1575.6	8693	5109.4	1948.4
净利润（万元）	1498.9	8495.8	5007.0	1921.3
总资产（万元）	101464.4	103875.3	120133.3	131056.2
净资产（万元）	15125.3	22469.1	27148.9	27098.6
流动比率	0.69	0.58	0.53	0.62
速动比率	0.51	0.35	0.28	0.34
应收账款周转率（次）	8.35	11.82	12.71	6.16
存货周转率（次）	4.39	5.35	5.02	1.82
资产负债率	77.50%	71.36%	71.07%	72.01%
净资产收益率	9.28%	38.04%	17.24%	6.70%
每股收益（元）	0.13	0.78	0.43	0.18
每股经营性现金流（元）	1.26	0.75	1.35	0.8

数据来源：招股说明书，国都证券研究所

2.3 募集资金使用

本次募集资金主要用于以下 4 个项目：

（1）增资河南陈州华英禽业有限公司并由其实施建设 4000 万只/年商品肉鸡系列加工生产项目，投资总额 26617 万元；

（2）在丰城建设年产 1000 万只樱桃谷商品雏鸭生产项目，投资总额 2931 万元；

（3）增资菏泽华英禽业有限公司并由其实施建设年产 2000 万只樱桃谷商品雏鸭生产项目，投资总额 5696 万元；

（4）在潢川建设 900 万只商品樱桃谷鸭养殖场项目，投资总额 12196 万元。

上述项目合计总投资为 47440 万元。本次募集资金超过项目总投资部分将用于补充公司流动资金，不足部分由公司自筹解决。

本次募集资金到位后，公司将新增 4000 万只/年商品肉鸡养殖加工能力、3000 万只/年樱桃谷商品雏鸭孵化能力、900 万只/年商品樱桃谷鸭养殖能力。

表 4 公司募集资金投向

序号	项目名称	项目投资总额	建设期
----	------	--------	-----

1	淮阳 4000 万只/年商品肉鸡加工生产	26617	一年
2	丰城 1000 万只/年樱桃谷商品雏鸭生产	2931	一年
3	单县 2000 万只/年樱桃谷商品雏鸭生产	5696	一年
4	潢川 900 万只/年商品樱桃谷鸭养殖场	12196	一年
合计		47440	

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

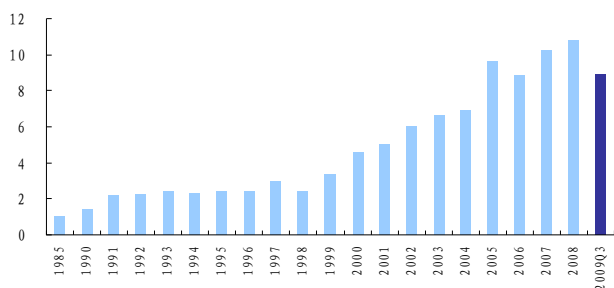
淮阳 4000 万只/年商品肉鸡系列加工项目中肉鸡屠宰加工厂已建成投入使用。本次募集资金到位后，将加快公司肉鸡养殖场建设和合同养殖户的培育，大幅提高肉鸡养殖能力，充分利用“华英”品牌在市场的知名度和现有市场销售网络，积极开拓肉鸡产品市场，在行业整体回暖的情况下，肉鸡产品将取得良好的销售业绩。

3、行业及公司概况

1995 年至 2007 年间世界禽肉产量从 5460 万吨增长至 8677 万吨，年复合增长率达到 3.94%。全球禽肉生产主要集中在少数国家，2007 年世界前十大禽肉生产国共计生产禽肉 5570 万吨，占当年世界总产量的 65.31%，其中中国和美国禽肉产量合计占世界总产量的 41.09%。1995 年至 2005 年世界人均禽肉消费量一直保持增长，人均日消费量已从 1995 年的 25.63 克增加至 33.93 克，增长约 32%。

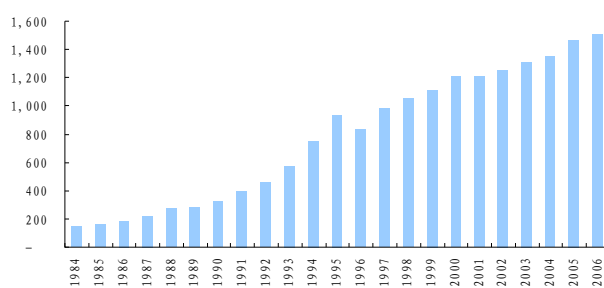
中国禽肉产量从 1984 年的 149 万吨，增长至 2006 年的 1507 万吨，复合增长率达到 11.09%。1997 年前国内禽肉产业始终保持高速增长，1998 年开始进入稳定增长阶段。从人均消费情况看，2003 年中国每年人均禽肉消费量 10 公斤，而 1979 年人均消费量仅 1 公斤。但相比同处东亚的日本，我国人均禽肉消费量仍有增长空间，而且我国人口基数巨大，年人均消费量增长 1 公斤将带来 140 万吨新增消费需求，占 2006 年产量的 9.29%。

图 1 1985-2009 年农村居民年人均出售家禽重量 单位：千克



数据来源：FAO，国都证券研究所

图 2 1984-2006 年中国禽肉产量 单位：万吨



数据来源：农业部，国都证券研究所

我国已成为世界上仅次于美国的第二大禽肉生产国，禽肉产品产量稳步增长，占世界总产量的比重由 1990 年的 9.12% 上升到 2007 年的 18.48%。2005 年，受到动物疫病冲击，全国禽肉产量仍达到 1464 万吨，比上年增加 112.8 万吨。

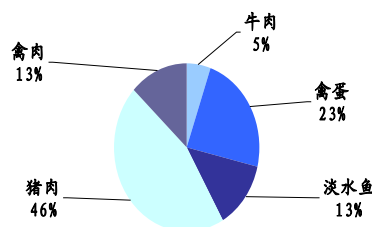
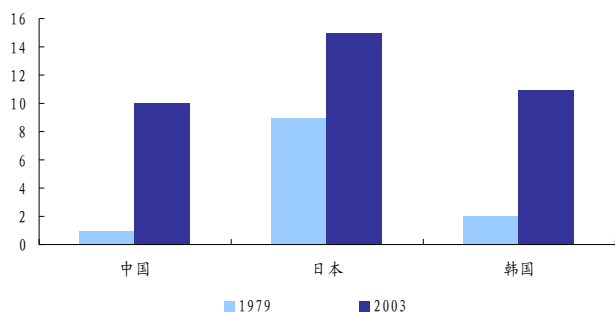
2008 年上半年全国禽肉产量达到 785 万吨，比上年同期增长 8.2%。从禽肉产品结构来看，传统禽肉仍以鸡肉为主，2007 年我国鸡肉产量占禽肉总产量 67.71%，鸭肉产量占禽肉总产量的 17.13%。鸡肉产量由 1990 年的 266.32 万吨增长到 2007 年的 1085.68 万吨，增长了 3 倍，鸭肉产量由 1990 年的 59.96 万吨增长到 2007 年的 274.61 万吨，增长了 3.58 倍，该增长幅度远高于肉类同期 1.9 倍的增长幅度。

肉类消费与经济发展联系紧密，消费者对肉类的需求将伴随收入水平同步上升。自上世纪 90 年代以来中国经济持续高速发展，推动了居民收入水平的提高和生活水平的改善，促进了肉类消费。1998 年至 2007 年间我国国内生产总值的年复合增长率达到 12.8%，国民经济的快速发展极大地提升了民众的购买力，人们对健康营养的高品质食品需求稳步增长。鸭肉市场容量随着人们消费水平的提高而增大，且在较长时期内将继续稳步增长。

图 3 东亚三国禽肉消费情况比较

单位：千克/人

图 4 2003 年中国主要肉制品消费结构



数据来源：FAO、国都证券研究所

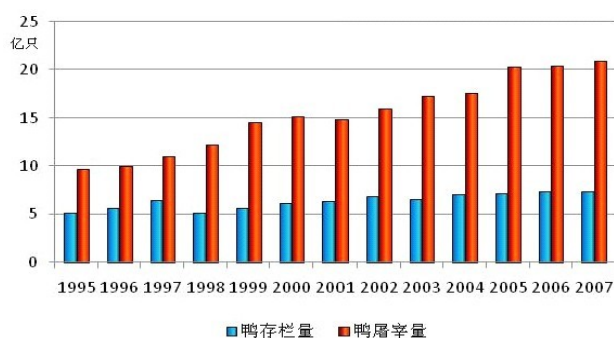
数据来源：发改委，国都证券研究所

我国禽肉消费在国内肉类消费中的比重接近 20%，人均年消费量为 10.9 千克，仍低于世界平均水平，而美国的人均禽肉年消费量已达到 52 千克，巴西达到 45 千克，占本国肉类消费量的 50%。另外，根据世界银行和联合国粮农组织的调查分析，一个国家的人均收入低于 5000 美元时，收入的增加和肉类消费的增长呈现强烈的正相关。我国的人均 GDP 刚刚超过 2000 美元，农村人口的人均收入水平还很低，禽肉消费还有很大潜力，禽肉生产加工具有很大的发展空间。

从行业内主要产品来看，1990 年以来我国鸡肉和鸭肉产量占禽肉总产量的 80% 以上。我国鸭肉产品尽管在市场容量上小于鸡肉产品，但其增长速度略高于鸡肉产品，我国鸭的屠宰量及存栏量自 1998 年以来保持着持续增长的态势，鸭存栏量除 2003 年因 SARS 影响有所下降外，一直持续增加，并且尽管于 2004-2005 年遭遇禽流感，但存栏量数目依然不断增加，显示需求推动依然旺盛。

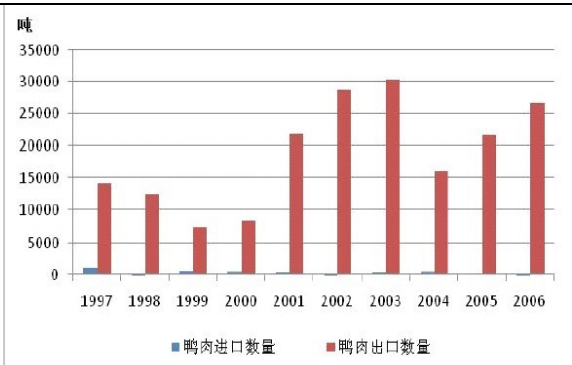
中国是世界上最大的肉鸭生产和消费国家，中国白羽肉鸭产业中约 70% 以上为樱桃谷鸭，根据 FAO 的数据统计：2005 年我国鸭存栏量超过 7.25 亿只，占世界总存栏量的 72% 左右，我国 2005 年鸭肉、鸭绒初级产品的年总产值已经达到 500 亿元，除供应国内市场外已经大量出口到欧盟、东南亚及日本、南韩和中国台湾、香港地区。1998 年以来在我国鸭肉出口数量大幅增加的同时，进口数量持续降低。

图 5 中国鸭存栏量和屠宰量变化



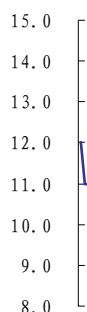
数据来源: 招股说明书、国都证券研究所

图 6 中国出口鸭肉数量



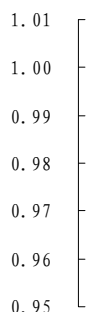
数据来源: 招股说明书、国都证券研究所

图 7 大宗活鸭价格 (元/公斤) (2007 年-2009 年 10 月)



数据来源: 商务部、国都证券研究所

图 8 2009 年 1-11 月鸭肉零售价格与鸡肉零售价格比



数据来源: 商务部、国都证券研究所

禽类养殖屠宰是我国传统行业，是畜牧业的支柱产业，经过多年发展已由家庭副业式的散养方式发展到规模化、集约化为主的养殖屠宰方式，行业市场化程度较高。

2007 年国内鸭存栏量达到 7.37 亿只，屠宰量已经达到 20.89 亿只，市场出现了竞争态势，涌现出大批具有较强市场竞争力的龙头企业，有些年屠宰能力超过 1000 万只，形成了种鸭养殖孵化、商品鸭养殖、屠宰加工及制品生产的完整产业链，产品在国内外市场得到大力拓展。近年来，我国对食品加工行业产品质量安全监管逐渐加强，对动物疫病防疫、产品质量卫生的要求日益严格，促使行业规范化和集约化，个体养殖屠宰户和小型企业将因此逐渐减少。

表 5 2008 年鸭屠宰量全国前 10 位企业

序号	企业名称
1	河南华英农业发展股份有限公司
2	山东中澳农工商集团有限公司
3	山东六和集团有限公司
4	江西煌上煌集团有限公司
5	内蒙古塞飞亚集团公司
6	山东华康食品有限公司
7	兖州绿源食品有限公司

8	北京金星鸭业中心
9	四川绵樱鸭业有限公司
10	江苏高邮鸭集团

资料来源：招股说明书、国都证券研究所

肉禽行业的生产过程主要为两部分，一部分是禽类的孵化和养殖，另一部分是屠宰和肉制品加工，孵化和养殖部分的利润水平相对较高，屠宰和肉制品加工的利润水平相对较低。近年来，行业的利润水平一直呈现波动的态势。影响肉禽行业利润水平的因素主要有两方面：一是禽流感的影响；二是饲料原料价格的大幅波动。我国肉禽行业除受 2003 年 SARS、2004 年、2005 年、2006 年禽流感影响利润水平出现了较大幅度的下降外，近年来，整个行业利润水平总体上保持了稳步攀升态势，2007 年以来，世界粮食价格的大幅上涨逐步向肉禽产成品价格传导，大幅推高了行业利润水平。未来，随着人们对禽流感及其他动物疫病认识的不断深入以及全球疫病防控体系的逐渐完善，预计禽流感对整个行业的影响将逐步减小。

鉴于禽肉产品为大众消费类食品，料肉转化周期较短，成本转嫁能力较强，在一定程度上平滑了因饲料原料价格上涨带来的业绩下滑风险。从长期来看，尽管农产品价格将处于稳步攀升态势，但在消费需求不断扩张特别是国内消费需求升级的大背景下，行业较强的成本转嫁能力有望得以延续。

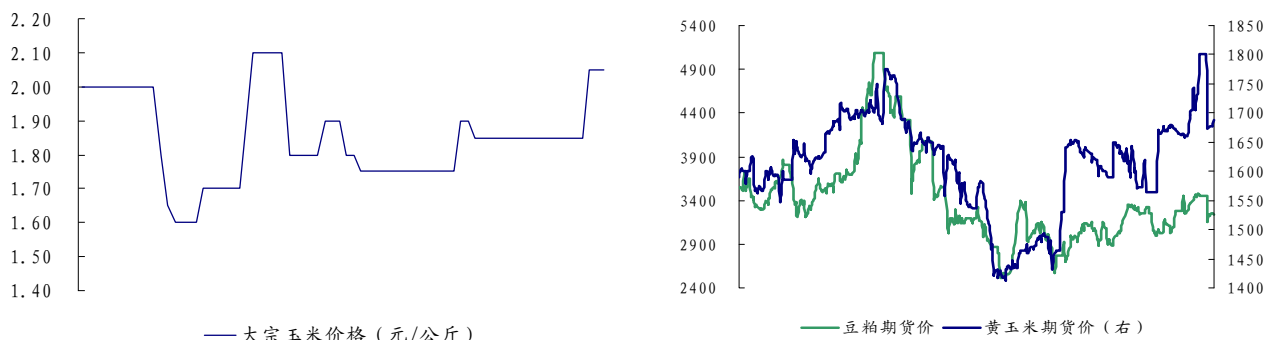
公司的控股股东华英禽业总公司自上世纪 90 年代初开始引进英国樱桃谷鸭，本公司成立后，延续控股股东的樱桃谷鸭相关业务，公司在国内有着很高的知名度，销售网络健全，运转良好，鸭产品近几年的销量和产销率持续保持了较高水平，具有较强的市场拓展能力。

公司另一主要产品熟食产品目前的销售区域主要为国内及韩国和日本，该产品将主要销往超市、餐饮企业和经销商，不能完全借用目前公司的冻品销售渠道。随着樱桃谷熟食二期工程于 2007 年的建成投产，熟食产品的加工能力进一步扩大，如果熟食市场拓展能够取得成效，规模效应的发挥将有效地降低单位固定成本从而提高熟食产品的毛利水平，也将提高公司的盈利水平。

冻鸭产品的成本构成中，鸭苗及饲料是主要的构成部分，报告期内该部分成本平均占到总成本的 75%左右。玉米、小麦、豆粕等是公司生产禽类产品饲料必需也是最主要的原料，占到饲料综合成本的 80%左右，粮食类原料价格的波动将影响公司生产的鸭产品的成本变化，公司生产加工的每公斤冻鸭肉所耗用的饲料约为 2.8 公斤，饲料成本约占公司销售的冻鸭生产成本的 65-70%，粮食类原料价格波动将影响公司的盈利能力。

图 9 大宗玉米价格走势（08 年 1 月-09 年 9 月）

图 10 国内玉米、豆粕期货价格走势（08 年-09 年） 元/吨



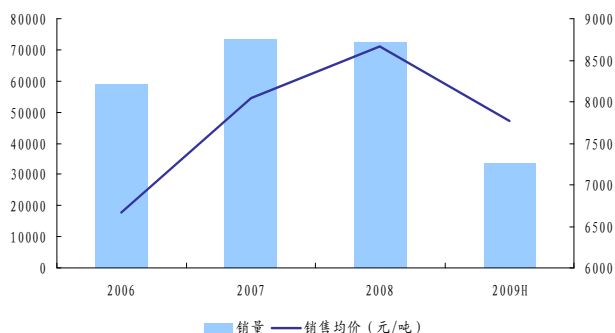
数据来源：商务部、国都证券研究所

数据来源：商务部、国都证券研究所

公司的销售收入在 2007 年取得高速增长，收入增长主要来自鸭制品和鸡肉制品销量和单价的提升。公司的主要产品中毛利贡献较大的有冻鸭产品和鸭苗产品，熟食毛利贡献率呈增长趋势。

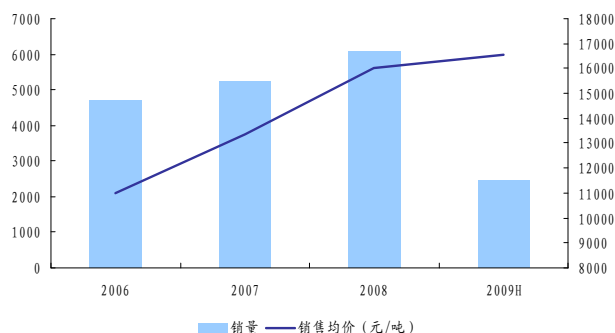
公司未来的获利能力不仅仅受到产品价格变化的影响，同时受到产品结构变化的影响。本公司因其完整的养殖产业链，进行产品结构调整的余地大，公司可以在禽苗价格大幅上涨时增加禽苗的外销比例，而在禽苗价格下降时扩大养殖规模，增加冻品产量。

图 11 冻鸭产品近年销售情况



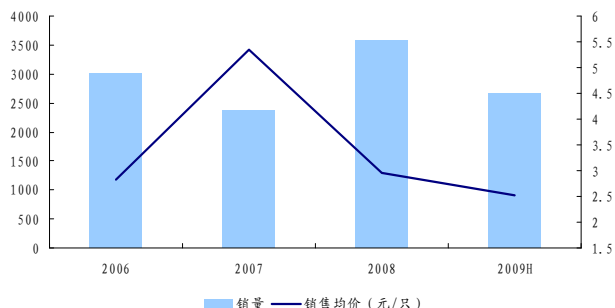
数据来源：招股说明书、国都证券研究所

图 12 熟食鸭近年销售情况



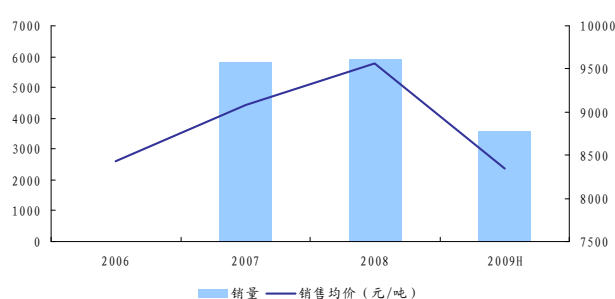
数据来源：招股说明书、国都证券研究所

图 13 商品代鸭苗近年销售情况



数据来源：招股说明书、国都证券研究所

图 14 冻鸡肉产品近年销售情况

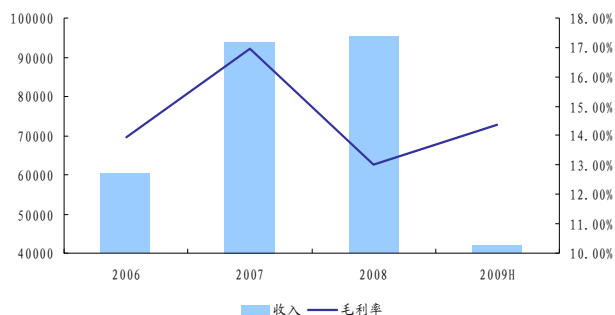


数据来源：招股说明书、国都证券研究所

在未来的三年内，公司将充分发挥在品牌、营销、规模、产业链完整、产品

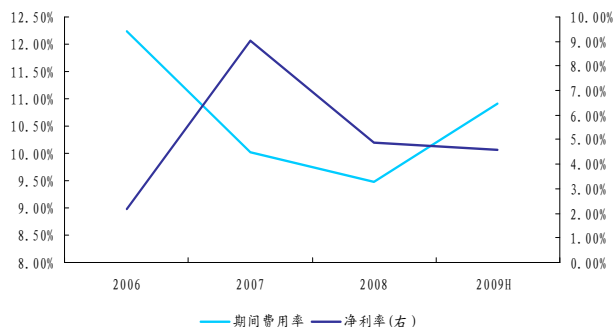
研发等方面优势，在稳步提升公司肉鸭、肉鸡系列产品现有生产规模和市场占有率的基础上，通过加大高端产品的研发力度，提高产品附加值和积极开拓国内、国外市场，不断扩大经营规模、提高市场占有率和盈利能力，全面提升公司的持续发展能力、创新能力和核心竞争力。

图 15 近年销售收入和毛利率情况



数据来源：招股说明书、国都证券研究所

图 16 近年期间费用和净利率情况



数据来源：招股说明书、国都证券研究所

未来营业收入增长驱动因素在于产能和销量的增长，预计到 2011 年，公司将达到年生产商品代雏鸭 9500 万只，生产加工樱桃谷商品鸭 5600 万只，生产加工商品鸡 3900 万只，鸭原毛 6000 吨、加工生产熟食 2 万吨；实现年销售收入 20 亿元以上。

4、公司竞争优势分析

规模优势

我国禽类养殖、屠宰及加工企业众多，普遍小而散，形不成规模效应。本公司经过多年的发展，目前已形成集祖代和父母代种鸭、父母代种鸡的养殖、孵化、商品代鸭和鸡的养殖，禽肉产品及其制品的加工与销售以及饲料生产为一体的禽类产品生产企业，是全国农业产业化重点龙头企业及国内最大的鸭产品加工企业，年设计屠宰能力达 7000 万只，在成本控制、抗风险能力等方面具有明显竞争优势。

品牌优势

作为中国禽类养殖及加工的开拓先锋，公司在国内禽肉产品生产行业已有十多年的经营历史，公司生产的“华英牌”产品在整个行业具有较高的知名度和美誉度。“华英”商标于 2006 年被评为“中国驰名商标”；公司熟食产品于 2005 年荣获“中国名牌产品”称号；公司冻鸭、冻鸡系列产品于 2006 年被评为“中国名牌农产品”、“河南出口名牌产品”和“国家无公害农产品”；公司冻鸭产品于 2005 年度被评为“全国三绿工程畅销品牌”。以上荣誉的获得是公司产品质量和企业信誉得到社会及公众认可的集中展示。随着公司规模进一步扩大和公司营销网络的完善和健全，公司的品牌优势将会更加突出。

产业链优势

公司已形成集种鸭养殖孵化、商品鸭养殖、屠宰加工及制品生产和饲料加工为一体的完整产业链，产业链的完整保证了生产的连续性、稳定性，提高了产品质量和成本的可控性，增强了企业的综合竞争力。公司还根据短期市场需求结构的波动变化调节鸭苗、冻品及熟食等产业链上各类产品的生产及销售数量，使公司获得最佳收益。

营销网络优势

公司经过多年市场开拓，在国内冻品市场和冻肉出口市场上已形成了良好的声誉，目前已建成覆盖河南全省及华东、华中、华南等地的全国性销售网络，市场感知力敏锐，反应速度快。经过多年的实践，公司建立了行之有效的营销策略，富有成效的销售管理控制流程，进一步增强了公司的销售回款管理能力。

凭借完善的业务流程，优越、稳定的产品质量，公司产品受到国内众多鸭类产品使用企业的青睐，多年来，为双汇、全聚德、上海立丰等知名企业供应鸭类产品；另外，公司具有自营出口权，已经建立了一支富有国际贸易经验的外销队伍，他们精通外语、国际贸易，熟知国外市场，了解加工工艺，与国外客户保持着良好的贸易合作关系。公司已成为香港冻品主要出口企业，出口量约占内地出口香港冻品鸭的 80%；同时，随着公司熟食加工厂对日本、韩国的成功注册，禽肉熟食制品又成为出口的主导产品，其中鸭肉熟食制品约占我国对韩国出口鸭肉产品比例的 60%。

5、盈利预测

表 6 预测公司利润表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	94,488	96,253	97,672	150,338	189,478
营业收入	94,488	96,253	97,672	150,338	189,478
二、营业总成本	88,171	92,690	93,801	143,056	178,548
营业成本	78,171	83,309	84,230	130,468	163,498
营业税金及附加	57	40	42	60	76
销售费用	1,763	1,593	1,758	2,405	2,937
管理费用	3,726	3,225	3,682	4,811	5,874
财务费用	3,987	4,306	3,809	5,111	6,063
资产减值损失	466	217	280	200	100
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益					
四、营业利润	6,317	3,562	3,871	7,282	10,930
加：营业外收入	2,941	1,575	1,500	1,300	1,100
减：营业外支出	565	28	50	70	90
五、利润总额	8,693	5,109	5,321	8,512	11,940
减：所得税	197	102	106	196	334

六、净利润	8,496	5,007	5,214	8,317	11,605
减：少数股东损益	-51	327	100	200	300
归属于母公司所有者的净利润	8,547	4,680	5,114	8,117	11,305
七、每股收益	0.78	0.43	0.35	0.55	0.77
每股收益（全面摊薄）	0.58	0.32	0.35	0.55	0.77

注：每股收益按最新股本摊薄

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

6、估值定价

表 7 可比公司估值表

代码	名称	净利率(%)	08EPS	09EPS	10EPS	08 年 PE	09 年 PE
002234.SZ	民和股份	6.34%	0.54	-0.07	0.29	34.8	(234.1)
600975.SH	新五丰	1.05%	0.05	0.12	0.16	237.1	89.4
000735.SZ	罗牛山	10.15%	0.09	0.05	0.13	66.0	124.0
002086.SZ	东方海洋	8.19%	0.41	0.22	0.29	70.0	59.6
002299.SZ	圣农发展	14.00%	0.49	0.51	0.74	60.3	52.5
平均		8.68%	0.32	0.17	0.32	59.7	83.6
华英农业		17.24%	0.32	0.35	0.77		

资料来源：Wind，国都证券研究所

表 8 9 月份以来中小企业上市公司发行估值情况

代码	名称	发行价格	08 年摊薄 EPS	发行 PE
002317.SZ	众生药业	55.00	1.24	44.4
002318.SZ	久立特材	23.00	0.68	34.0
002319.SZ	乐通股份	13.70	0.40	34.1
002315.SZ	焦点科技	42.00	0.85	49.2
002316.SZ	键桥通讯	18.80	0.42	44.5
002314.SZ	雅致股份	16.82	0.53	31.6
002312.SZ	三泰电子	28.60	0.61	46.8
002313.SZ	日海通讯	24.80	0.36	69.8
002310.SZ	东方园林	58.60	1.18	49.6
002311.SZ	海大集团	28.00	0.58	48.0
002308.SZ	威创股份	23.80	0.53	45.2
002307.SZ	北新路桥	8.58	0.22	39.5
002306.SZ	湘鄂情	18.90	0.32	59.3
002304.SZ	洋河股份	60.00	1.65	36.3
002305.SZ	南国置业	12.30	0.34	36.7
002302.SZ	西部建设	15.00	0.46	32.4
002303.SZ	美盈森	25.36	0.57	44.5

002301.SZ	齐心文具	20.00	0.47	42.3
002300.SZ	太阳电缆	20.56	0.40	50.9
002299.SZ	圣农发展	19.75	0.44	44.7
002298.SZ	鑫龙电器	9.50	0.25	37.6
002297.SZ	博云新材	10.80	0.24	45.8
002295.SZ	精艺股份	13.00	0.39	33.6
002296.SZ	辉煌科技	25.00	0.71	35.3
平均		24.33	0.60	40.7

资料来源：Wind，国都证券研究所

预计公司 2009 年至 2011 年每股收益为 0.35 元、0.55 元和 0.77 元。行业内可比上市公司 08 年平均静态市盈率 59.7 倍，09 年动态市盈率为 83.6 倍。按 08 年摊薄后每股收益计算，公司合理市盈率区间为 45-55 倍，对应价格为 14.4 元-17.6 元，建议一级市场询价为 12.9 元-15.8 元。

7、风险提示

禽类疫情及其他重大自然灾害的风险

近年来，包括亚洲在内的全球许多国家均出现过禽流感等禽类疾病。禽流感，尤其是 H5N1 病毒，可在家禽之间传播并有可能感染人类，为控制疫情的广泛传播，疫区及其规定区域内家禽将被销毁。研究证明，人类对禽流感病毒并不易感，但公众的恐慌心理可能造成禽流感期间鸡鸭等禽肉产品的销量下降。本公司以种禽孵化、商品禽养殖、屠宰加工及其制品的生产和销售以及饲料生产为主营业务，如果我国再次大范围暴发禽流感，公司的产品销售包括产品出口业务都可能受到影响。

主要产品售价波动的风险

近年来，在消费升级的大背景下，我国食品行业总体上保持了良好的发展势头，但由于受 SARS、禽流感等疫情或其他自然灾害、行业内替代品供求关系、养殖成本等因素的影响，肉鸭产业各环节产品的价格出现较大波动。

由于肉禽自孵化、养殖、加工到肉禽食品上市具有数月的时间间隔，终端销售情况将影响养殖的积极性和禽苗的价格，此外，种禽苗经育雏育成后所产种蛋一般 4 天内需进入孵化阶段，最长不超过 7 天，而孵化出的禽苗须在 48 小时内送达最终客户，快速销售的特点也使得禽苗的价格波动较大。

主要原料采购价格波动的风险

进入 2007 年以来，由于受国际原油价格大幅上涨，发达国家鼓励发展生物能源而大量采用玉米生产乙醇汽油以及美元大幅贬值、国际期货市场上农产品期货过度投机等多重因素影响，玉米、豆粕、小麦等饲料原料价格出现大幅度上涨。饲料价格的波动影响到公司产品的成本，但由于本公司最主要产品冻鸭产品为大众消费类食品，其成本转嫁能力较强。

从长期来看，尽管农产品价格将处于稳步攀升态势，但在消费需求不断扩张特别是国内消费需求升级的大背景下，公司较强的成本转嫁能力有望得以延续。但公司的另一主要产品鸭苗产品由于其即时销售特性，售价主要受供求关系影响，成本转嫁能力较弱，因此原材料价格的上涨对其盈利水平将构成一定的影响。

祖代种鸭采购渠道单一的风险

中国白羽肉鸭产业中约 70%以上为樱桃谷鸭。公司人作为国内规模最大的樱桃谷鸭孵化、养殖、屠宰加工和禽肉制品生产销售一体化企业，其种鸭目前也像世界上其他樱桃谷鸭孵化、养殖、屠宰加工企业一样，全部从樱桃谷鸭原种的唯一拥有方——英国樱桃谷农场（包括其独资公司）引进，从而一定程度上存在祖代种鸭采购渠道单一的风险。

中国是世界上最大的肉鸭生产和消费国家，肉鸭产品除供应国内市场外已经大量出口到欧盟、东南亚及日本、南韩和中国台湾、香港地区，尽管在众多的外国北京鸭品种（系）中，樱桃谷肉鸭在市场上占有相当大的优势，但我国巨大的肉鸭生产和消费市场前景对英国樱桃谷农场极具吸引力，加之公司作为樱桃谷农场最早一批也是目前国内综合实力最强的合作伙伴，英国樱桃谷农场也依赖公司巩固和扩大其在中国乃至世界市场的占有率。为保证发行人祖代种鸭的供应，扩大樱桃谷鸭的市场占有率，英国樱桃谷农场承诺：在同等条件下优先保障发行人对樱桃谷 SM3 种鸭数量和技术的持续需求。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。