

2010 年 01 月 22 日

市价(人民币): 26.94元  
目标(人民币): 35.73-37.64元

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 41.00  
总市值(百万元) 11,045.40  
年内股价最高最低(元) 29.00/19.75  
沪深 300 指数 3408.57  
中小板指数 5968.72



## 相关报告

- 《产业链完整的肉鸡龙头, 渠道优势凸显核心竞争力》, 2009.9.29

谢刚

(8621)61038269  
xiege@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271  
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

# 圣农发展 (002299.SZ)

——“饥饿疗法”难解“供不应求”

卖出

减持

持有

买入

强买

## 公司基本情况(人民币)

| 项目             | 2006   | 2007    | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)      | 0.145  | 0.453   | 0.491  | 0.500  | 0.824  | 1.142  |
| 净利润增长率         | N/A    | 212.45% | 8.37%  | 13.06% | 64.85% | 38.50% |
| 市场 EPS 预测均值(元) | N/A    | N/A     | N/A    | 0.474  | 0.690  | 0.974  |
| 市盈率(倍)         | N/A    | N/A     | N/A    | 53.87  | 32.68  | 23.60  |
| 行业优化市盈率(倍)     | 37.90  | 59.71   | 22.20  | 54.35  | 54.35  | N/A    |
| 市场优化市盈率(倍)     | 25.86  | 45.72   | 15.55  | 29.70  | 29.70  | N/A    |
| 股息率            | N/A    | N/A     | N/A    | 0.67%  | 0.74%  | 0.85%  |
| PE/G(倍)        | N/A    | N/A     | N/A    | 4.13   | 0.50   | 0.61   |
| 净资产收益率         | 11.99% | 29.57%  | 27.22% | 13.01% | 18.86% | 21.61% |
| 每股净资产(元)       | 1.21   | 1.53    | 1.81   | 3.84   | 4.37   | 5.28   |
| 市净率(倍)         | N/A    | N/A     | N/A    | 7.01   | 6.16   | 5.10   |
| 每股经营性现金流(元)    | 0.25   | 0.54    | 0.71   | 1.05   | 1.21   | 1.60   |
| 已上市流通A股(百万股)   | N/A    | N/A     | N/A    | 41.00  | 41.00  | 41.00  |
| 总股本(百万股)       | 369.00 | 369.00  | 369.00 | 410.00 | 410.00 | 410.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

## 基本结论、价值评估与投资建议

- 农牧产业界有古谚云“家财万贯，带毛的不算”，实际上揭示的是畜禽养殖盈利波动的风险。可是，肉鸡养殖龙头圣农发展通过自身 26 年的稳健经营和持续盈利能力在一定程度上证伪了这句古训。
- 独特的区位优势、完整的纵向一体化养殖模式、富有竞争力的综合成本为圣农发展核心竞争力的培育奠定了基础。
- 圣农的核心竞争力综合体现为——成功介入了肯德基、麦当劳等一线食品饮料企业的采购体系，构建了自身高效的营销网络。公司目前已被纳入百胜未来重点扶持的三大策略供应商之一，在麦当劳的采购代理商铭基和福喜、以及德克士、太太乐、双汇等大型食品企业的采购份额将稳步提高。
- 受益于中国鸡肉市场容量每年 9%左右的持续增长及高品质鸡肉需求量的与日俱增，圣农当前鸡肉产量供不应求，公司采取了类似“饥饿疗法”式的销售策略，但受制于产能瓶颈，依然无法从根本上缓解供需缺口。
- 公司 IPO 资金已全部用于募资项目，预计 10 年 3 月份完全达产，我们认为公司应该抓住当前需求旺盛、竞争对手短期内无法提供同质化产品的有利时机，迅速扩大产能规模，这会带来一定的资本性开支和财务压力。
- 预计圣农 09-11 年分别实现销售额 1374.77、1994.14、2692.70 百万元，实现净利润 205.02、337.97、468.10 百万元，同比增长 13.06%、64.85%、38.50%，对应 09-11 年 EPS 分别为 0.500、0.824、1.142 元。
- 通过 PE 和 DCF 估值，圣农发展目标价为 35.73—37.64 元，相对当前股价仍有 33-40%的上升空间，首次给予“买入”评级。

## 目录

|                                                       |           |
|-------------------------------------------------------|-----------|
| <b>圣农发展：专业化肉鸡养殖龙头，持续多年稳定盈利</b>                        | <b>4</b>  |
| 缘起一则古训被证伪——“家财万贯，带毛的不算”                               | 4         |
| 成功的三大基础动因：优越的地域环境、稳定的专业化管理团队、领先的生产加工设备                | 4         |
| <b>完整的纵向一体化养殖模式，提供高品质产品和低成本竞争力</b>                    | <b>4</b>  |
| 产业链一体化优势之一：公司提供高品质鸡肉的重要保证                             | 4         |
| 产业链一体化优势之二：降低交易成本，提高成本竞争力，稳定利润率水平                     | 5         |
| <b>圣农的核心竞争力集中体现在营销渠道领域——成功介入肯德基、麦当劳等一线餐饮企业的采购体系</b>   | <b>6</b>  |
| 圣农的核心竞争优势集中体现在营销渠道领域                                  | 6         |
| 圣农营销渠道主打快餐领域，直销模式占 60%，经销商模式占 40%                     | 7         |
| 作为肯德基重点扶持的三大策略供应商之一，圣农当前份额 12%，未来可能增至 20%             | 7         |
| 圣农和肯德基的定价模式：成本加上合理利润                                  | 8         |
| <b>由于产品供不应求，公司采取了类似“饥饿疗法”的销售策略，只提供客户需求 30-40%的供货量</b> | <b>9</b>  |
| 百胜中国门店复合增速高达 16.68%，圣农在百胜的销量增长将在 20 上下                | 9         |
| 麦当劳、德克士、太太乐等鸡肉需求增速在 10%~50%不等                         | 10        |
| 圣农实施类似于“饥饿疗法”的营销策略，只供给经销商 30-40%的量，但依然难以缓解供求缺口        | 10        |
| <b>中国肉鸡产业年均增长 9%以上，巨大市场容量提供长足增长空间</b>                 | <b>10</b> |
| 中国为全球第二大鸡肉生产与消费大国，年均增长率在 9%以上                         | 10        |
| 中国鸡肉产业竞争格局高度分散，圣农市场份额不足 1%，还有较大提升空间                   | 11        |
| IPO 资金已全部用于募资项目，今年 3 月达产，预计未来仍有扩产和融资需求                | 12        |
| <b>盈利预测与估值</b>                                        | <b>12</b> |
| 假设前提                                                  | 12        |
| 盈利预测结果：09-11 年 EPS 分别为 0.500、0.824、1.142 元            | 13        |
| PE 相对估值结果：31.36—37.64 元                               | 13        |
| DCF 绝对估值结果：35.73—37.13 元                              | 13        |
| 估值与投资建议                                               | 14        |
| <b>风险提示</b>                                           | <b>14</b> |
| <b>附录：三张报表预测摘要</b>                                    | <b>16</b> |

## 图表目录

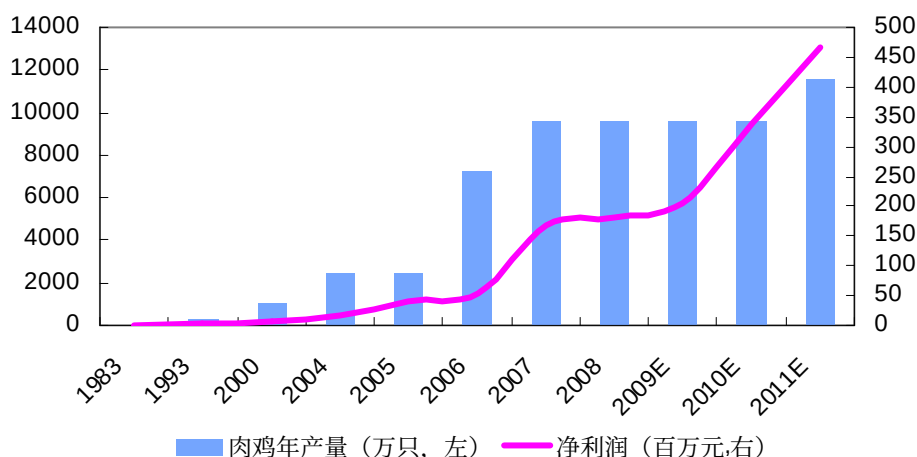
|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 1：从事肉鸡养殖 26 年来，圣农发展的净利润规模快速增长 ..... | 4  |
| 图表 2：圣农鸡肉的销售额、毛利额等（百万元） .....          | 5  |
| 图表 3：圣农鸡肉单位售价、成本与毛利（元/公斤） .....        | 5  |
| 图表 4：圣农“饲料—种鸡—肉鸡—屠宰—加工—销售”的纵向一体化产业链    | 5  |
| 图表 5：公司一体化肉鸡养殖模式同其他模式的优劣势比较 .....      | 6  |
| 图表 6：圣农的盈利指标高于行业平均水平 .....             | 6  |
| 图表 7：快餐、食品工业、批发市场是公司三大销售渠道 .....       | 7  |
| 图表 8：公司针对核心客户的直销模式所占比例逐年提升 .....       | 7  |
| 图表 9：2008 年公司前五大客户销售额及所占比例 .....       | 7  |
| 图表 10：圣农发展的饲料原材料成本结构图 .....            | 8  |
| 图表 11：圣农发展的主营业务成本结构图 .....             | 8  |
| 图表 12：大连玉米主力合约今年自高位回落（元/吨） .....       | 9  |
| 图表 13：大连豆粕主力合约近期逐步走低(元/吨) .....        | 9  |
| 图表 14：玉米、豆粕等饲料成本变动对利润的敏感性分析 .....      | 9  |
| 图表 15：百胜中国门店数量增速快于全球（家） .....          | 9  |
| 图表 16：百胜中国门店复合增长率为 16.68% .....        | 9  |
| 图表 17：2009 年麦当劳在中国大陆门店数（家） .....       | 10 |
| 图表 18：麦当劳 2009 年大陆门店数预计增长 15% .....    | 10 |
| 图表 19：全球鸡肉产量与消费量稳步增长（千吨） .....         | 11 |
| 图表 20：中国鸡肉产量与消费量稳步增长（千吨） .....         | 11 |
| 图表 21：中国人均鸡肉消费量未来仍有巨大提升空间（克/人/天） ..... | 11 |
| 图表 22：2008 年中国肉鸡养殖加工十强企业排名 .....       | 12 |
| 图表 23：福建圣农肉鸡养殖规模相对偏小 .....             | 12 |
| 图表 24：圣农肉鸡养殖假定 .....                   | 12 |
| 图表 25：圣农鸡肉产销量假定 .....                  | 13 |
| 图表 26：圣农期间费用率及税率假定 .....               | 13 |
| 图表 27：PE 估值结果：31.36—37.64 元 .....      | 13 |
| 图表 28：WACC 法显示公司目标价位 37.13 元 .....     | 14 |
| 图表 29：CFE 法显示公司目标价位为 35.73 元 .....     | 14 |
| 图表 30：公司鸡肉销售价格、成本波动剧烈（元/公斤） .....      | 15 |
| 图表 31：近三年来公司产品的价格、成本、毛利率 .....         | 15 |
| 图表 32：公司销售收入预测表 .....                  | 15 |

## 圣农发展：专业化肉鸡养殖龙头，持续多年稳定盈利

### 缘起一则古训被证伪——“家财万贯，带毛的不算”

- 农牧产业界有古谚云“家财万贯，带毛的不算”，实际上揭示的是畜禽养殖业盈利波动的风险。可是，福建省肉鸡养殖龙头——圣农发展通过自身 26 年的稳健经营和持续盈利能力在一定程度上证伪了这句古训。
- 1983 年 4 月，公司创始人傅光明从光泽县武装部辞职，通过银行贷款投资 2 万元，在光泽县十里铺猪母垄建立个体养鸡场的早期基地；1993 年 1 月，注册资本 800 万元的光泽鸡业有限公司成立，肉鸡年产量达到 300 万只；截至 2009 年底，圣农已经发展为肉鸡年产量 9600 万只、净利润超过 2 亿元的全国肉鸡专业化养殖龙头。
- 从最初的白手起家，到如今的年销售额接近 15-20 亿元，圣农发展用自身持续 26 年的规模扩张和盈利增长历程，见证了中国肉鸡产业崛起和壮大的历程，也在一定程度上说明了这则古谚并不适用于描述圣农。

图表1：从事肉鸡养殖 26 年来，圣农发展的净利润规模快速增长



来源：公司网站，国金证券研究所

### 成功的三大基础动因：优越的地域环境、稳定的专业化管理团队、领先的生产加工设备

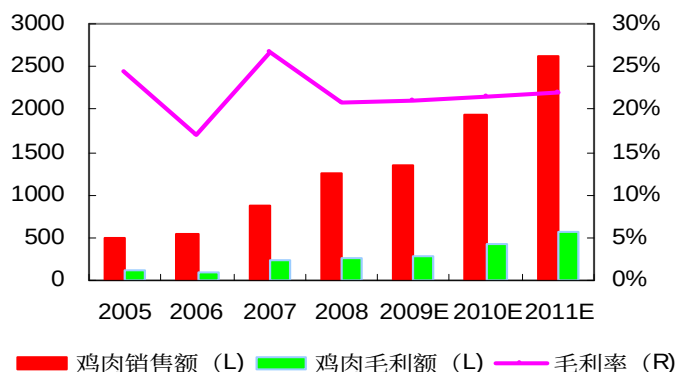
- **优越的地域环境**：公司生产基地光泽县依托武夷山自然保护区和闽江源头富屯溪，素有“绿色金库”之称，森林覆盖率达 76%，肉鸡饮用水主要来自地下深层的洁净优质水，为生产优质无污染的鸡肉创造得天独厚的屏障条件。此外，公司北临长三角，南接珠三角，交通便利，产品市场辐射能力强。
- **拥有一批长期稳定、专业化的管理团队**：公司是国内较早进行肉鸡专业化养殖的龙头企业，在各个生产环节中拥有一批长期从事肉鸡饲养、加工、防疫、品质管理等方面的专业技术人员和兽医队伍，拥有一批职业化的经理人队伍，即使新进入者有意复制圣农的养殖模式，在人才队伍的储备方面也要落后圣农好几年。
- **国际国内领先的肉鸡饲养加工设备**：公司不断引进具有世界先进水平的肉鸡饲养和加工设备，其肉鸡饮水、喂料、通风和保温系统处于世界先进水平，通过同步在线检验系统可实现对鸡只疫病在线检查和病鸡自动卸载，既改善了鸡舍环境、保障了鸡肉品质稳定，又提高了饲养加工效率，进一步扩大公司的领跑优势。

### 完整的纵向一体化养殖模式，提供高品质产品和低成本竞争力

#### 产业链一体化优势之一：公司提供高品质鸡肉的重要保证

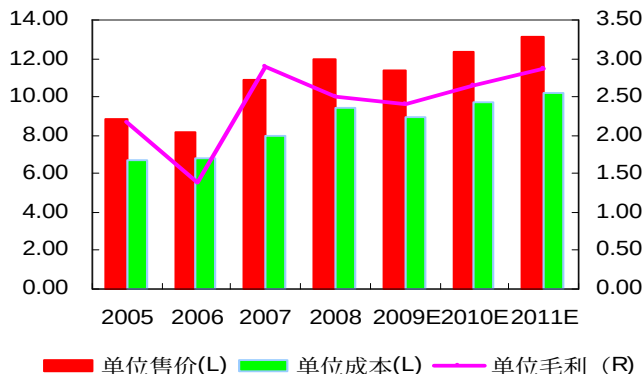
- 圣农发展是国内规模最大的自养自宰白羽鸡专业生产企业，主要从事饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售的纵向一体化肉鸡生产经营。

图表2：圣农鸡肉的销售额、毛利额等（百万元）



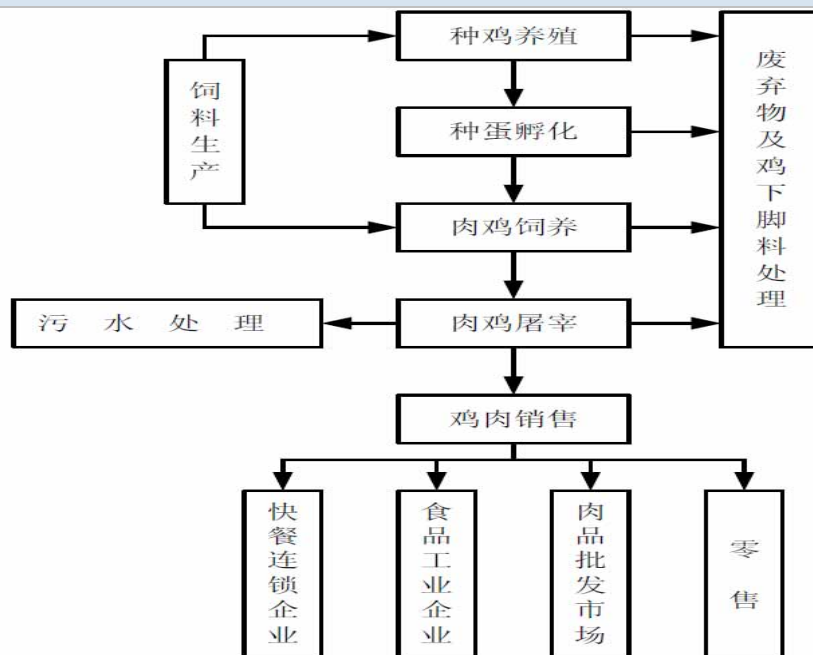
来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：圣农鸡肉单位售价、成本与毛利（元/公斤）



- 公司在国内率先创建了“饲料-种鸡-种蛋-肉鸡饲养-屠宰-加工-销售”的一体化产业链模式，相对传统的“分散养殖”和“公司+农户”养殖模式，其优势在于——可实现产品的全程可追溯，进而保障公司鸡肉产品可靠、稳定和高品质。

图表4：圣农“饲料—种鸡—肉鸡—屠宰—加工—销售”的纵向一体化产业链



来源：招股说明书，国金证券研究所

#### 产业链一体化优势之二：降低交易成本，提高成本竞争力，稳定利润率水平

- 公司采取自养自宰一体化养殖模式，便于形成规模优势，降低养殖加工综合成本，保障鸡肉产品持续获得合理利润水平。



图表5：公司一体化肉鸡养殖模式同其他模式的优劣势比较

| 生产模式 | 自养自宰一体化模式                   | 公司+农户模式                             | 公司+合作社模式                            | 农户饲养                     |
|------|-----------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------|
| 优势   | 1、规模化养殖可保障产量持续稳定            | 1、投资规模适中，便于扩张，抢占市场份额                | 1、投资大，投资主体多元化                       | 1、投资少、规模小、病死率高           |
|      | 2、食品安全体系可测、可控、有效，产品品质好、质量高  | 2、食品安全有漏洞，品质监测有难度                   | 2、产量较稳定、养殖水平提升较快                    | 2、饲养水平参差不齐，兽药残留难控制、防疫成本高 |
|      | 3、综合成本低，具有规模经济性             | 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、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、产量不稳定                  |
| 劣势   | 投资大，投资主体单一，主要依赖内生性增长，扩张步伐较慢 | 饲养水平参差不齐，死亡率高，产量不稳定，兽药残留难控制         | 投资大，投资主体多元化涉及到利益分配问题                | 投资小、规模不经济                |
| 代表公司 | 福建圣农                        | 山东六和                                | 青岛九联                                | 很多                       |

来源：国金证券研究所

- 相对民和股份、高金食品、福成五丰等畜禽养殖企业来说，福建圣农发展的一体化养殖模式具备完整产业链的优势，主要体现在如下三方面：

(1) **一体化带来低成本优势。**譬如，如果公司要外购饲料则需要 1500 万个编织袋，仅自产饲料用车散装就可节省 1800 万元/年，苗鸡内部供应又可降低 700 万元/年的运输费用，一体化模式就把这些收益都留在公司内部了，总体表现为综合成本低；

(2) **完整产业链提高了公司抗风险能力。**近几年，公司肉鸡的利润率水平一直稳定在 20—30%之间，波动很小，盈利水平稳定；相对而言，全国最大的鸡苗供应商民和股份则因为产业链不完整，虽然鸡苗的成本在 1.6 元/只，但在下游需求不旺时，即使只卖 0.5 元/只也要出手，在市场需求旺盛的时候则可以卖 5 元/只，盈利水平波动较剧烈；

(3) **鸡肉产品品质好，导致直销客户批量下订单，公司产品供不应求，最终表现为盈利水平高于畜禽养殖业平均水平。**

图表6：圣农的盈利指标高于行业平均水平

| 盈利能力   | 毛利率    |        |        | 扣除非经常性损益后的摊薄ROE |        |        |
|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|
| 年度     | 2007年度 | 2008年度 | 2009Q3 | 2007年度          | 2008年度 | 2009Q3 |
| 圣农发展   | 27.24% | 21.68% | 21.87% | 29.48%          | 27.41% | 18.45% |
| 民和股份   | 24.25% | 14.52% | 6.28%  | 27.80%          | 9.29%  | -2.13% |
| 高金食品   | 8.12%  | 6.94%  | 7.44%  | 6.76%           | -0.58% | 0.24%  |
| 福成五丰   | 14.03% | 12.40% | 8.89%  | 3.96%           | 2.98%  | -0.45% |
| 上市公司平均 | 18.41% | 13.89% | 11.12% | 17.00%          | 9.78%  | 4.03%  |

来源：招股说明书、国金证券研究所

## 圣农的核心竞争力集中体现在营销渠道领域——成功介入肯德基、麦当劳等一线餐饮企业的采购体系

### 圣农的核心竞争优势集中体现在营销渠道领域

- 中国市场经济大潮中，“好酒不怕巷子深”的时代一去不复返了。正如马克思所言——“如何将产品卖出去是最惊险的一跳”。从这个意义上讲，拥有好的品质并不必然拥有好的市场和渠道，因此，我们认为圣农最核心的竞争优势集中体现在营销渠道领域。
- 圣农成功地将自己一体化养殖模式的种种优势营销出去，取得了包括百胜、福喜、铭基、德克士、太太乐、双汇等全国一线餐饮和食品企业巨头的认同和青睐，并逐步建立起品质可靠的品牌和形象。
- 公司主要供应渠道为快餐业、食品加工业及批发市场等。公司已成为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、德克士的重要供应商。

- 在肯德基的鸡肉供应商工厂年度质量体系审核中，公司 2006 年、2007 年、2008 年连续三年名列第一名，并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。
- 我们认为，圣农最核心的竞争力就在于——成功介入包括肯德基、麦当劳等一线餐饮企业在内的原料采购体系，并且并不完全依赖于这些大客户，同时逐步构建了自身高效的营销网络。
- 我们认为，圣农在生产环节一体化的优势即产品品质优势（包括地域、人才队伍、生产线）很容易复制，但在营销领域的先发优势已经非常明显，行业新进入者很难复制和超越。

#### 圣农营销渠道主打快餐领域，直销模式占 60%，经销商模式占 40%

- 圣农发展的销售渠道主要有四类：（1）快餐行业，如肯德基、德克士等，主要采购鸡腿、鸡翅等鸡肉产品；（2）食品工业企业，如铭基、福喜、双汇、万威客、太太乐等，以采购鸡胸为主，鸡腿、鸡翅、碎肉及鸡皮等为辅；（3）肉品批发市场，主要采购鸡爪、鸡胗、鸡骨架等要求较低的产品；（4）零售渠道，如商业超市等，占公司销售比重极低。

图表7：快餐、食品工业、批发市场是公司三大销售渠道

| 渠道分类       | 2008年度     |         | 2007年度    |         | 2006年度    |         |
|------------|------------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
|            | 金额（万元）     | 比例      | 金额（万元）    | 比例      | 金额（万元）    | 比例      |
| 一、鸡肉       | 126,255.02 | 97.47%  | 88,245.73 | 98.33%  | 55,285.51 | 95.84%  |
| 1、快餐行业     | 36,461.39  | 28.15%  | 32,277.92 | 35.97%  | 18,140.76 | 31.45%  |
| 2、食品工业原料   | 38,986.58  | 30.10%  | 19,269.76 | 21.47%  | 12,257.27 | 21.25%  |
| 3、肉品批发市场   | 50,492.69  | 38.98%  | 36,586.17 | 40.77%  | 24,617.44 | 42.68%  |
| 4、零售       | 314.36     | 0.24%   | 111.89    | 0.12%   | 270.04    | 0.47%   |
| 二、淘汰种鸡、雏鸡等 | 3,280.15   | 2.53%   | 1,501.22  | 1.67%   | 2,400.24  | 4.16%   |
| 合计         | 129,535.17 | 100.00% | 89,746.96 | 100.00% | 57,685.75 | 100.00% |

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 其中（1）+（2）即快餐和食品工业是公司最核心的客户，以直销模式为主，肉品批发市场则采取经销商模式。
- 近几年来，公司针对核心客户的直销模式占比逐年攀升，经销商模式相应下降，截至 08 年底，公司直销模式占 61%，经销商模式占 39%。

图表8：公司针对核心客户的直销模式所占比例逐年提升

| 销售方式  | 2008 年度    |         | 2007 年度   |         | 2006 年度   |         |
|-------|------------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
|       | 金额         | 比例      | 金额        | 比例      | 金额        | 比例      |
| 直销    | 79,042.48  | 61.02%  | 53,160.79 | 59.23%  | 33,068.31 | 57.32%  |
| 经销商销售 | 50,492.69  | 38.98%  | 36,586.17 | 40.77%  | 24,617.44 | 42.68%  |
| 销售收入  | 129,535.17 | 100.00% | 89,746.96 | 100.00% | 57,685.75 | 100.00% |

来源：招股说明书、国金证券研究所

图表9：2008 年公司前五大客户销售额及所占比例

| 序号 | 销售客户名称        | 2008 年    |          |
|----|---------------|-----------|----------|
|    |               | 金额（万元）    | 占营业收入的比例 |
| 1  | 肯德基           | 25,231.40 | 19.48%   |
| 2  | 铭基食品有限公司      | 17,121.93 | 13.22%   |
| 3  | 晋江宏兴贸易有限公司    | 5,957.44  | 4.60%    |
| 4  | 厦门捷尔信食品贸易有限公司 | 5,603.99  | 4.33%    |
| 5  | 广东新赤岗肉菜食品行    | 5,079.33  | 3.92%    |
| 合计 |               | 58,994.09 | 45.54%   |

来源：招股说明书、国金证券研究所

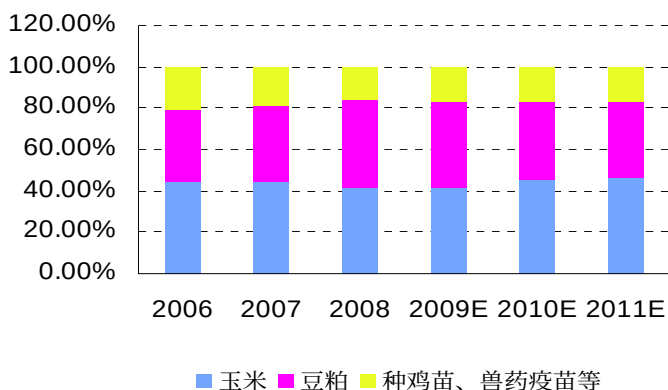
作为肯德基重点扶持的三大策略供应商之一，圣农当前份额 12%，未来可能增至 20%

- 肯德基的鸡肉采购体系较为独特，自上而下共分为三个层级：
  - ◆ **第一层级：策略供应商。**主要包括圣农、辽宁大成、山东新昌三家供应商。09 年，肯德基每年鸡肉采购量约 17 万吨，其中圣农供应大约 2 万吨左右，约占 12%，辽宁大成占 20%（前几年在 25%），山东新昌占 15%，圣农是由于自身产能不足，如果弥补产能短板，预计未来在肯德基的采购份额可升至 20%左右，即还有 8%的上升空间；
  - ◆ 随着 2010 年上海世博会百天倒计时的来临，上海肯德基 10 年上半年的采购计划已经出笼，圣农发展供应量约 11900 吨，已经逼近辽宁大成的 12080 吨；
  - ◆ **第二层级：核心供应商。**10 家核心供应商处于金字塔中间；
  - ◆ **第三层级：一般供应商。**19 家一般供应商处于金字塔底端。

#### 圣农和肯德基的定价模式：成本加上合理利润

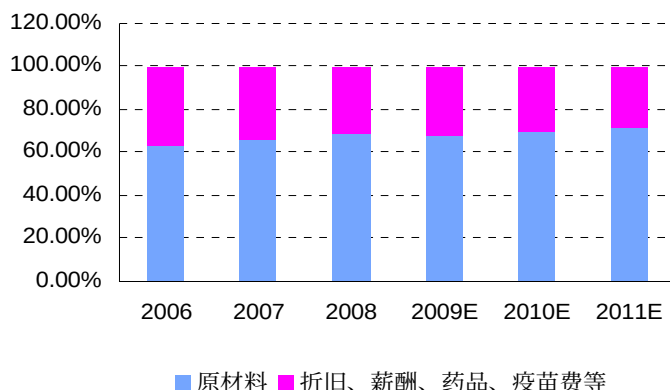
- 通常，在肯德基的供应体系中，策略供应商的价格比核心供应商高 300 元/吨，而核心供应商的供货价格又比一般供应商高 500 元/吨。
- 肯德基会根据每月的玉米和豆粕成本波动情况，采取成本加成的定价模式，保证圣农等策略供应商一定的利润率水平。通常，圣农和肯德基每半年签定一次长单，约定供货量，但价格确定则相对灵活，主要考虑大连交易所玉米、豆粕的月均价格，采用成本加成的定价模式，保障公司获得完全成本基础上约 7%左右的利润水平。
- 由于成本基准以大连商品交易所的玉米、豆粕的月度平均价格、鸡杂碎价格进行合理利润加成，而圣农在将饲料、种鸡、种蛋、鸡苗、肉鸡养殖、屠宰等环节内部一体化之后，综合成本显著低于行业水平，因此，**圣农发展的综合毛利率多年来稳定在 20-30%之间。**

图表10：圣农发展的饲料原材料成本结构图



来源：国金证券研究所

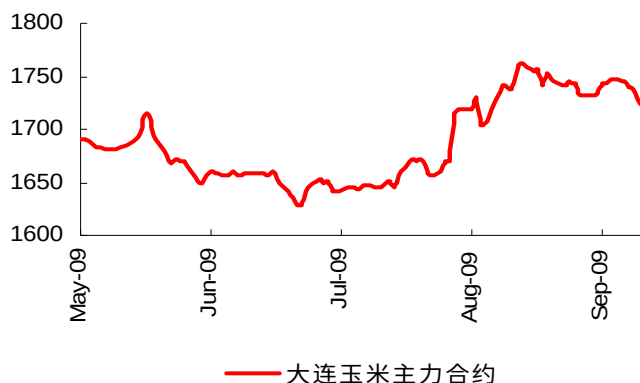
图表11：圣农发展的主营业务成本结构图



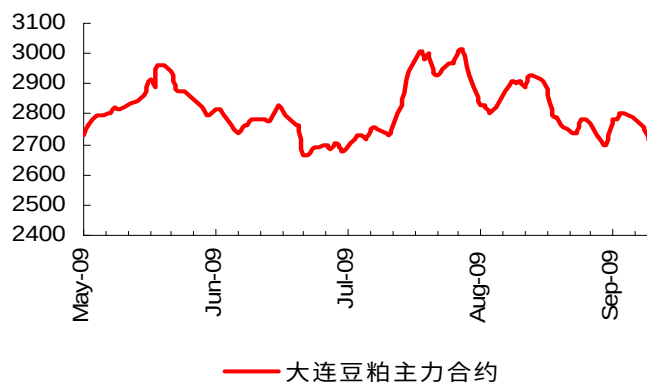
- 玉米和豆粕是最主要的原材料，分别占饲料原料成本的 40-45%和 35-42%，二者合计占饲料原料成本的 80-85%，种鸡苗、兽药疫苗等其他费用占 15-20%左右。
- 受前几年玉米价格持续上涨影响，公司鸡肉成本在 2006 年、2007 年、2008 年分别增加了 69.79 元/吨、437.76 元/吨、375.64 元/吨，增长率分别为 1.06%、6.48%、4.73%。
- 豆粕的价格则跟随国际大豆价格波动，影响了公司 2006 年、2007 年、2008 年的鸡肉成本分别增加了-156.17 元/吨、387.56 元/吨、872.77 元/吨，增长率分别为-2.38%、5.73%、10.99%。



图表12：大连玉米主力合约今年自高位回落（元/吨）



图表13：大连豆粕主力合约近期逐步走低（元/吨）



来源：BLOOMBERG，国金证券研究所

- 通常，圣农和肯德基的价格在半年合同中进行约定，若在此期间市场价格出现较大幅度的上涨，半年后肯德基需要重新上调产品价格；反之，圣农补价差给肯德基。
- 在公司产品供不应求的格局下，我们预计玉米、豆粕价格成本上升的压力大部分能通过产品价格上涨向客户转嫁，但可能存在一定的时滞。

图表14：玉米、豆粕等饲料成本变动对利润的敏感性分析

| 利润总额变化   | 玉米采购价格变化 |         |         |         |         |         |         |
|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 豆粕采购价格变化 | -20%     | -10%    | -5%     | 0%      | 5%      | 10%     | 20%     |
| -20%     | 63.93%   | 48.16%  | 40.28%  | 32.39%  | 24.51%  | 16.62%  | 0.85%   |
| -10%     | 47.74%   | 31.97%  | 24.08%  | 16.20%  | 8.31%   | 0.43%   | -15.35% |
| -5%      | 39.64%   | 23.87%  | 15.98%  | 8.10%   | 0.21%   | -7.67%  | -23.44% |
| 0%       | 31.54%   | 15.77%  | 7.89%   | 0.00%   | -7.89%  | -15.77% | -31.54% |
| 5%       | 23.44%   | 7.67%   | -0.21%  | -8.10%  | -15.98% | -23.87% | -39.64% |
| 10%      | 15.35%   | -0.43%  | -8.31%  | -16.20% | -24.08% | -31.97% | -47.74% |
| 20%      | -0.85%   | -16.62% | -24.51% | -32.39% | -40.28% | -48.16% | -63.93% |

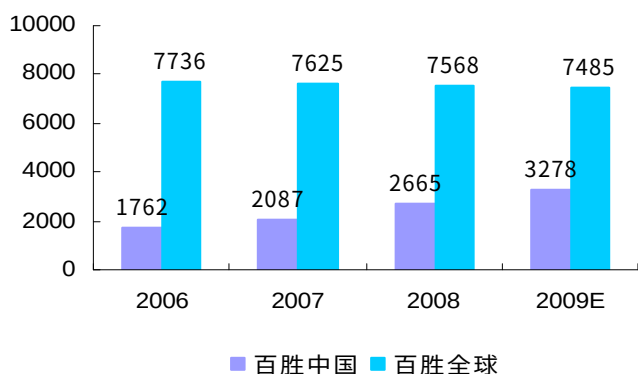
来源：招股说明书、国金证券研究所（注：假定销量、费用率等其他因素不变）

由于产品供不应求，公司采取了类似“饥饿疗法”的销售策略，只提供客户需求 30-40%的供货量

百胜中国门店复合增速高达 16.68%，圣农在百胜的销量增长将在 20 上下

- 随着百胜旗下的肯德基、必胜客、东方既白等西式餐饮在中国的加速普及，中国新开店数量也显著加快，对圣农的鸡肉需求量也与日俱增。

图表15：百胜中国门店数量增速快于全球（家）



来源：国金证券研究所（包括所有品牌，中国区包括肯德基、必胜客、东方既白）

图表16：百胜中国门店复合增长率为 16.68%

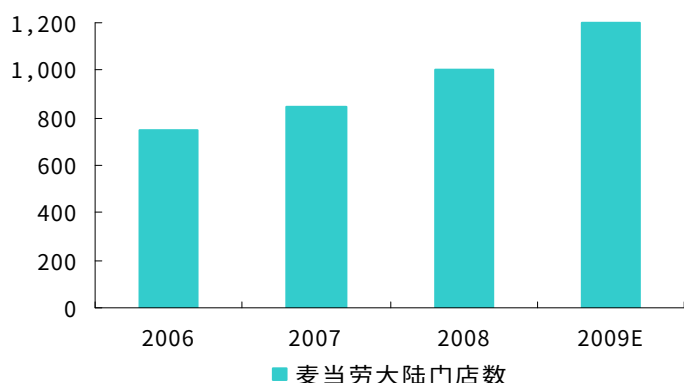
|       | 中国     |        | 全球     |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 门店数目  | 自有     | 全部     | 自有     | 全部     |
| 2006  | 1762   | 2631   | 7736   | 32,458 |
| 2007  | 2087   | 3086   | 7625   | 33,236 |
| 2008  | 2665   | 3582   | 7568   | 34,124 |
| 2009E | 3278   | 4180   | 7485   | 34989  |
| CAGR  | 22.98% | 16.68% | -1.09% | 2.53%  |

- 2004 年，肯德基在中国大陆的门店数量为 1260 家，到 2008 年已增至 2400 家，预计 2009 年增加 500 家左右，增幅 20% 左右。
- 根据统计，过去几年百胜中国门店数量的复合增长率在 16.68%，即使不考虑圣农在肯德基、必胜客、东方既白相对采购份额的大幅上升，圣农发展针对百胜餐饮的销售量增长预计在 20% 上下。

#### 麦当劳、德克士、太太乐等鸡肉需求增速在 10%~50% 不等

- 2006 年，麦当劳在中国大陆门店数为 750 家，近几年保持每年新增 100-150 家的速度扩张，预计 2009 年新开店速度带来圣农鸡肉销量增长在 15% 左右。
- 除了肯德基和麦当劳外，圣农和德克士、真功夫、太太乐等零售餐饮企业的合作也有多年。目前，德克士中国店面数量在 1000 家左右，预计 2010 年新增 100 家左右，增幅在 10% 以上，同时，我们预计太太乐鸡精对圣农产品的需求量预计增长 50% 以上。
- 由于以上几大客户需求量占公司销量的 60% 强且增长强劲，因此，我们预计圣农鸡肉未来需求量增长率应在 20-30% 之间。

图表17：2009 年麦当劳在中国大陆门店数（家）



来源：麦当劳年报，国金证券研究所

图表18：麦当劳 2009 年大陆门店数预计增长 15%

| 麦当劳门店数量 | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E  | 09/08YOY |
|---------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 美国      | 13,774 | 13,862 | 13,918 | 13,991 | 0.52%    |
| 欧盟      | 6,403  | 6,480  | 6,628  | 6,744  | 1.76%    |
| 铭基      | 7,822  | 7,938  | 8,255  | 8,483  | 2.77%    |
| 其他      | 3,047  | 3,097  | 3,166  | 3,228  | 1.95%    |
| 总共      | 31,046 | 31,377 | 31,967 | 32,441 | 1.48%    |
| 中国      | 750    | 850    | 1,000  | 1,150  | 15.00%   |

#### 圣农实施类似于“饥饿疗法”的营销策略，只供给经销商 30-40% 的量，但依然难以缓解供求缺口

- 除了以上直销客户外，公司还有近 40% 的产品通过经销商卖到批发市场。目前，圣农在先期布局的福建、广东等地实施以地级（一级）经销商为主、择机发展县市级（二级）经销商的代理制。
- 由于产品需求旺盛，公司为了照顾苏沪浙等新市场潜在客户的滚动开发和培育，对传统的闽粤市场老客户通常只供应 30-40% 左右的订单，即采取类似“饥饿疗法”式的营销策略。
- 具体做法是：如果新增产能上来后，增加的产品可以考虑优先供给原来的老客户，譬如满足其订单需求量的比例由 30% 提升至 40%，等外围的新客户发展起来后，再将老客户的供货比例恢复至正常的 30%，多出来的 10% 的产品主要供给新市场的新客户。
- 由于公司上市后对品牌和产品的宣传又上一层楼，需求量更大，产品缺口更大，短期内公司处于明显的卖方市场，因此，这种准“饥饿疗法”式的营销策略难以缓解供不应求的局面。

#### 中国肉鸡产业年均增长 9% 以上，巨大市场容量提供长足增长空间

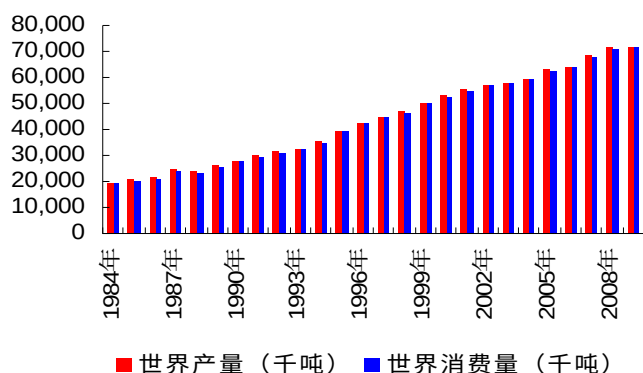
##### 中国为全球第二大鸡肉生产与消费大国，年均增长率在 9% 以上

- 白肉相对红肉更符合现代人的健康美食理念。相对猪肉、牛肉、羊肉等传统红肉而言，鸡鸭鱼等白肉产品因为富含高蛋白、低脂肪、低胆固醇等特

点而更加符合现代人的健康消费理念，因此，我们认为白肉逐步部分替代红肉是未来饮食文化发展的一种趋势。

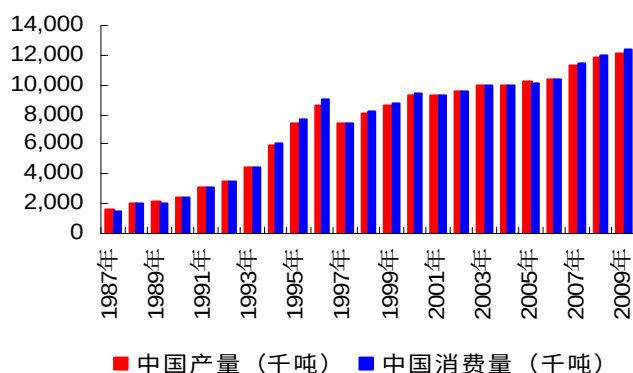
- **中国为全球第二大鸡肉生产与消费大国，年增长率在 9%以上，增速快于全球 5.1%左右的平均增速水平。**经历了 1990~1998 年的迅速发展，目前我国鸡肉生产与消费增速已基本趋于稳定，作为世界第二大鸡肉生产国，中国的鸡肉产量从 1990 年的 266 万吨增长至 2008 年的 1265 万吨，年平均增长率达 9.31%；鸡肉消费量从 1990 年的 271 万吨增长至 2008 年的 1283 万吨，年平均增长率达 9.20%，中国近 20 年来年均 9%的复合增速明显快于全球同期 5.1%左右的平均增速水平。
- 尽管如此，中国人均鸡肉日消费量仅 26 克，不仅远低于美国（127 克/人/天）、欧盟（47 克/人/天）等发达国家的人均消费量，相较同为发展中国家的巴西（117 克/人/天）、墨西哥（85 克/人/天）、俄罗斯（52 克/人/天）也显著偏低，这表明中国鸡肉消费量未来仍有巨大提升空间。

图表19：全球鸡肉产量与消费量稳步增长（千吨）



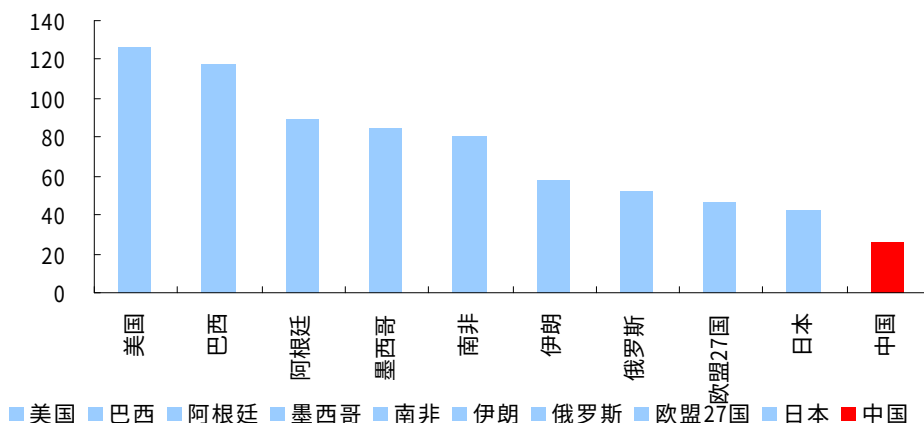
来源：USDA, 国金证券研究所

图表20：中国鸡肉产量与消费量稳步增长（千吨）



■ 中国产量 (千吨) ■ 中国消费量 (千吨)

图表21：中国人均鸡肉消费量未来仍有巨大提升空间（克/人/天）



来源：USDA，国金证券研究所

- 目前，鸡肉已成为我国仅次于猪肉的第二大肉类消费品，国内鸡肉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。

#### 中国鸡肉产业竞争格局高度分散，圣农市场份额不足 1%，还有较大提升空间

- **2009 年中国肉鸡市场容量预计达到 1200 万吨以上。**根据 USDA 的预测，2009 年中国鸡肉产量至少较 08 年增长 2%，达到 1213.3 万吨，鸡肉消费量将达 1234.3 万吨，同比增长 2.78%。

- 圣农发展作为规模最大的“肉鸡养殖—加工—销售一体化”福建市场区域龙头，其 2008 年共销售鸡肉制品 10.55 万吨，约占全国市场份额的 0.87%，不足 1%，因此还有较大提升空间。

图表22：2008 年中国肉鸡养殖加工十强企业排名

| 排名 | 企业名称         | 所在区域 |
|----|--------------|------|
| 1  | 山东六和集团有限公司   | 山东   |
| 2  | 大成东北亚公司      | 辽宁   |
| 3  | 诸城外贸有限公司     | 山东   |
| 4  | 山东凤翔（集团）有限公司 | 山东   |
| 5  | 河南大用实业有限公司   | 河南   |
| 6  | 青岛九联集团股份有限公司 | 山东   |
| 7  | 福建圣农发展股份有限公司 | 福建   |
| 8  | 山东莱阳春雪食品有限公司 | 山东   |
| 9  | 北京大发正大有限公司   | 北京   |
| 10 | 河南淇县永达食业有限公司 | 河南   |

来源：中国肉禽网，国金证券研究所

图表23：福建圣农肉鸡养殖规模相对偏小

| 代表公司   | 福建圣农     | 山东六和   | 青岛九联     |
|--------|----------|--------|----------|
| 饲料产能   | 61万吨     | 748万吨  | 45万吨     |
| 孵化能力   | 1亿羽      | 1.35亿羽 | 1.3亿羽    |
| 肉鸡养殖厂  | 37个      | N/A    | 60个      |
| 肉鸡产能   | 9600万羽/年 | N/A    | 8500万羽/年 |
| 屠宰加工线  | 4个       | N/A    | 3个       |
| 屠宰加工能力 | 9600万羽   | N/A    | 1亿羽      |

#### IPO 资金已全部用于募资项目，今年 3 月达产，预计未来仍有扩产和融资需求

- 公司 IPO 资金已全部用于募资项目，09 年 IPO 主要用于偿还银行贷款，我们预计 2010 年 3 月份 IPO 项目将完全达产，由于产能仍然存在短板，且目前公司产品根本不愁销售，因此，我们预计公司未来仍有扩张产能和融资的需求。
- 从产业发展趋势来看，我们认为公司应该抓住当前需求旺盛、竞争对手短期内无法提供同质化产品的有利时机，迅速扩大产能规模。
- 若未来 4-5 年内，公司产能翻一番的话，相当于近几年产销量每年增长 20-30%左右，净利润增长率在 30-40%左右，这将极大提升公司的收益水平和成长性。
- 据我们初步测算，如果肉鸡养殖产能增加 9600 万羽的话，需要总投入 22 亿元左右，显然，在提升利润增长的同时也会带来一定的资本性开支和财务压力。

#### 盈利预测与估值

##### 假设前提

- 我们假定公司肉鸡养殖产能、产量及生产线、屠宰加工线如下：

图表24：圣农肉鸡养殖假定

| 数量及产能      | 2004年   | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 饲料厂数量（个）   | 2       | 2       | 2       | 2       | 3       | 3        | 3        | 3        |
| 饲料产能（万吨）   | 26      | 26      | 26      | 26      | 61      | 61       | 61       | 61       |
| 孵化厂数量（个）   | 2       | 2       | 2       | 2       | 3       | 3        | 3        | 3        |
| 孵化产能（万羽）   | 4868.49 | 4868.49 | 6069.49 | 6069.49 | 7681.28 | 7681.28  | 7681.28  | 7681.28  |
| 种鸡场数量（个）   | 5       | 7       | 9       | 12      | 14      | 16       | 18       | 21       |
| 种鸡产能（个）    | 2778.50 | 3462.15 | 5171.27 | 7734.95 | 9444.07 | 10621.68 | 11842.56 | 13771.87 |
| 肉鸡场数量（个）   | 18      | 20      | 25      | 29      | 34      | 37       | 52       | 63       |
| 肉鸡产量（万羽）   | 2343.30 | 2691.70 | 3787.30 | 4635.70 | 5605.30 | 6262.44  | 8365.30  | 10663.08 |
| 肉鸡加工生产线（条） | 1       | 1       | 3       | 4       | 4       | 4        | 6        | 8        |
| 肉鸡加工产能（万羽） | 2400    | 2400    | 7200    | 9600    | 9600    | 9600     | 9600     | 11520    |

来源：国金证券研究所

- 我们对公司肉鸡及鸡杂等产品销量、价格、毛利率的假定详见后文销售收入预测表；

**图表25：圣农鸡肉产销量假定**

| 单位：万羽、吨      | 2005     | 2006     | 2007     | 2008      | 2009E      | 2010E     | 2011E     |
|--------------|----------|----------|----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 肉鸡饲养产能（万羽/年） | 2700     | 3600     | 5,000    | 5,600     | 6262.44    | 8365.30   | 10663.08  |
| 年肉鸡加工产能（万羽）  | 2400     | 7200     | 9,600    | 9,600     | 9600       | 9600      | 11520     |
| 肉鸡屠宰量（万羽）    | 2691.70  | 3,531.71 | 4,229.29 | 5,398.60  | 6,011.95   | 8,030.69  | 10,236.56 |
| 鸡肉销售量（吨）     | 55307.37 | 67949.81 | 81363.95 | 105502.55 | 118086.738 | 157738.92 | 201066.61 |

来源：国金证券研究所

- 对公司期间费用、税率假定如下示：

**图表26：圣农期间费用率及税率假定**

| 单位：百万元   | 2006  | 2007  | 2008   | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 管理费用     | 16.66 | 35.40 | 34.35  | 40.48 | 53.73 | 65.81 |
| 管理费用/销售额 | 2.89% | 3.94% | 2.65%  | 2.94% | 2.69% | 2.44% |
| 营业费用     | 14.95 | 18.46 | 21.68  | 21.36 | 30.99 | 41.84 |
| 营业费用/销售额 | 2.59% | 2.06% | 1.67%  | 1.55% | 1.55% | 1.55% |
| 财务费用     | 19.70 | 21.95 | 42.26  | 34.07 | 16.20 | 27.60 |
| 财务费用/销售额 | 3.41% | 2.45% | 3.26%  | 2.48% | 0.81% | 1.03% |
| 所得税      | 0.36  | 0.69  | -0.42  | 1.03  | 1.70  | 2.35  |
| 所得税/税前利润 | 0.67% | 0.41% | -0.23% | 0.50% | 0.50% | 0.50% |

来源：国金证券研究所

### 盈利预测结果：09-11 年 EPS 分别为 0.500、0.824、1.142 元

- 我们预计圣农 09-11 年分别实现销售额 1374.77、1994.14、2692.70 百万元，同比增长 6.13%、45.05%、35.03%；预计 09-11 年实现净利润 205.02、337.97、468.10 百万元，同比增长 13.06%、64.85%、38.50%，对应 09-11 年 EPS 分别为 0.500、0.824、1.142 元。

### PE 相对估值结果：31.36—37.64 元

- 圣农是长江以南的区域型肉鸡养殖龙头企业，同民和股份、罗牛山、正邦科技、高金食品、新五丰等畜禽养殖公司相比，公司一体化养殖模式优势明显，盈利的稳定性好，具有快餐行业的营销渠道优势，因此圣农的估值水平平均应高于行业平均水平。
- 但是，考虑到其他公司盈利不稳定，经济减速和行业周期导致民和股份、罗牛山等公司估值偏高，因此，我们需要对这些公司进行剔除，用调整后的 PE 水平对圣农发展进行估值定位。
- 相对估值结果显示，圣农发展的目标股价区间为 31.36—37.64 元，对应 38×10PE 和 33×11PE。

**图表27：PE 估值结果：31.36—37.64 元**

| 名称    | 代码     | 股价    | 总股本(百万股) | 总市值(亿元) | 09EPS | 10EPS | 09NAPS | 09PE   | 10PE  | 09PB |
|-------|--------|-------|----------|---------|-------|-------|--------|--------|-------|------|
| 民和股份  | 002234 | 16.99 | 107.50   | 18.26   | 0.074 | 0.233 | 5.45   | 229.59 | 72.92 | 3.12 |
| 罗牛山   | 000735 | 7.32  | 880.13   | 64.43   | 0.028 | 0.135 | 1.72   | 258.16 | 54.35 | 4.24 |
| 正邦科技  | 002157 | 14.39 | 225.89   | 32.51   | 0.260 | 0.459 | 1.76   | 55.35  | 31.38 | 8.18 |
| 高金食品  | 002143 | 13.8  | 160.50   | 22.15   | 0.218 | 0.359 | 2.86   | 63.30  | 38.44 | 4.83 |
| 新五丰   | 600975 | 11.08 | 180.23   | 19.97   | 0.172 | 0.25  | 2.49   | 64.42  | 44.32 | 4.45 |
| 平均估值  |        |       |          |         |       |       |        | 134.17 | 48.28 | 4.96 |
| 调整后均值 |        |       |          |         | 09EPS | 10EPS | 11EPS  | 调整后PE  | 38.05 |      |
| 圣农发展  | 002299 | 26.94 | 410      | 110.45  | 0.500 | 0.824 | 1.142  | 38.05  |       |      |
| 目标股价  |        |       |          |         |       | 31.36 | 37.64  |        |       |      |

来源：WIND，国金证券研究所

### DCF 绝对估值结果：35.73—37.13 元

- 我们采用 DCF 估值，主要假设前提为：



- ◆ 假定市场无风险利率为 3.72%，风险溢价 6.71%，据此测算 WACC=10.70%，假定公司  $\beta=1.08$ ，永续增长率 TV=4%；
- ◆ 假定未来几年公司没有大的资本性开支计划，未来所得税政策及分红政策维持既定水平；
- 综合两种 DCF 估值法，我们认为圣农发展的 DCF 估值结果为 35.73—37.13 元。

图表28：WACC 法显示公司目标价位 37.13 元

#### II、WACC

|               |           |       |        |        |        |          |          |          |          |          |           |           |    |
|---------------|-----------|-------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|----|
| 每股价值          | 37.13     |       |        |        |        |          |          |          |          |          |           |           |    |
| 企业值           | 15,776.21 |       |        |        |        |          |          |          |          |          |           |           |    |
| 股票价值          | 15,223.71 |       |        |        |        |          |          |          |          |          |           |           |    |
| 会计年度截止日：12/31 |           | 2009  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E    | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E    | 2018E     | TV        | 合计 |
| FCF           | -51.36    | 24.64 | 474.71 | 793.33 | 989.79 | 1,216.18 | 1,364.28 | 1,546.25 | 1,739.27 | 1,940.96 | 30,146.64 | 40,184.69 |    |
| PV(FCF)       | -46.39    | 20.10 | 349.97 | 528.36 | 595.51 | 661.01   | 669.86   | 685.84   | 696.92   | 702.59   | 10,912.45 | 15,776.21 |    |

来源：国金证券研究所

图表29：CFFE 法显示公司目标价位为 35.73 元

#### III、FCFE 贴现

|               |           |        |        |        |        |          |          |          |          |          |           |           |    |
|---------------|-----------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|----|
| 每股价值          | 35.73     |        |        |        |        |          |          |          |          |          |           |           |    |
| 企业值           | 14,648.67 |        |        |        |        |          |          |          |          |          |           |           |    |
| 股票价值          | 14,648.67 |        |        |        |        |          |          |          |          |          |           |           |    |
| 会计年度截止日：12/31 |           | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E    | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E    | 2018E     | TV        | 合计 |
| FCFE          | -522.09   | 924.13 | 424.18 | 731.06 | 926.94 | 1,152.71 | 1,300.16 | 1,481.45 | 1,673.76 | 1,874.70 | 27,880.42 | 37,847.44 |    |
| PV(FCFE)      | -470.38   | 750.14 | 310.21 | 481.69 | 550.27 | 616.52   | 626.51   | 643.16   | 654.68   | 660.66   | 9,825.20  | 14,648.67 |    |

来源：国金证券研究所

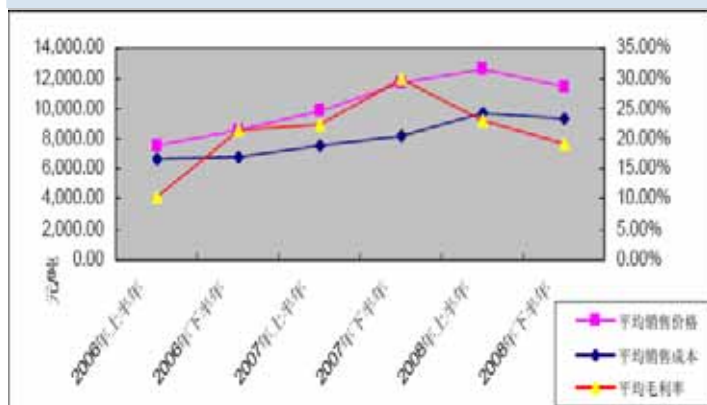
### 估值与投资建议

- 综合 PE 和 DCF 两种估值法，我们给出圣农发展的目标价为 35.73—37.64 元，相对当前股价仍有 33-40%的上升空间，首次给予“买入”评级。

### 风险提示

- 禽流感等疫情爆发的风险。虽然公司管理层拥有多年养殖经验，公司所处的福建省光泽县周边养殖环境优越，26 年来未发生过重大疫情，但全球气候和水土条件恶化不断加剧，公司所在养殖区一旦发生疫情，公司鸡肉产品销售将面临巨大困难，量价齐跌会使得盈利大幅下滑。
- 产品价格与成本波动风险。公司肉鸡产品价格波动剧烈，虽然与玉米、豆粕等饲料成本价格波动同向，但向下游转嫁成本具有一定时滞，如果成本上涨超预期，公司盈利能力可能受到冲击。
- 肉鸡养殖行业的周期性过剩风险。虽然长江以南养殖肉鸡的规模化企业较少，但长江以北乃至全国肉鸡规模增长很快，竞争激烈，大量散养户的养殖行为可能造成肉鸡养殖的周期性过剩，公司盈利水平可能面临考验。
- 虽然公司具有相对完整的产业链，但当前只侧重于上游，还没有涉足下游品牌鸡肉制品的开发，长期来看，只为下游的快餐、食品领域客户提供原料鸡肉只能赚取相对稳定的加工费，未来业绩增长只能信赖规模扩张。

图表30：公司鸡肉销售价格、成本波动剧烈（元/公斤）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表31：近三年来公司产品的价格、成本、毛利率

| 期 间       | 平均销售价格    | 平均销售成本   | 平均毛利率  |
|-----------|-----------|----------|--------|
| 2006 年上半年 | 7,518.95  | 6,742.35 | 10.33% |
| 2006 年下半年 | 8,622.93  | 6,771.84 | 21.47% |
| 2006 年度   | 8,136.23  | 6,758.84 | 16.93% |
| 2007 年上半年 | 9,783.23  | 7,603.34 | 22.28% |
| 2007 年下半年 | 11,746.78 | 8,229.34 | 29.94% |
| 2007 年度   | 10,845.80 | 7,942.10 | 26.77% |
| 2008 年上半年 | 12,581.15 | 9,694.33 | 22.95% |
| 2008 年下半年 | 11,486.45 | 9,289.47 | 19.13% |
| 2008 年度   | 11,967.01 | 9,467.10 | 20.89% |

图表32：公司销售收入预测表

| 项 目          | 2005       | 2006      | 2007      | 2008       | 2009E      | 2010E      | 2011E      | 2012E      |
|--------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>鸡肉</b>    |            |           |           |            |            |            |            |            |
| 平均售价（元/公斤）   | 8.84       | 8.14      | 10.85     | 11.97      | 11.33      | 12.33      | 13.08      | 13.75      |
| 增长率（YOY）     | -99.12%    | -7.98%    | 33.30%    | 10.34%     | -5.31%     | 8.83%      | 6.08%      | 5.08%      |
| 销售数量（吨）      | 55,307.37  | 67,949.81 | 81,363.95 | 105,502.55 | 118,086.74 | 157,738.92 | 201,066.61 | 253,279.53 |
| 增长率（YOY）     | 145445.71% | 22.86%    | 19.74%    | 29.67%     | 11.93%     | 33.58%     | 27.47%     | 25.97%     |
| 销售收入（百万元）    | 489.00     | 552.86    | 882.46    | 1,262.55   | 1,338.06   | 1,945.10   | 2,630.18   | 3,481.57   |
| 增长率（YOY）     | 1186.83%   | 13.06%    | 59.62%    | 43.07%     | 5.98%      | 45.37%     | 35.22%     | 32.37%     |
| 毛利率          | 24.36%     | 16.93%    | 26.77%    | 20.89%     | 21.14%     | 21.39%     | 21.89%     | 21.89%     |
| 销售成本（百万元）    | 369.88     | 459.26    | 646.20    | 998.80     | 1,055.19   | 1,529.04   | 2,054.44   | 2,719.45   |
| 增长率（YOY）     | 1168.39%   | 24.17%    | 40.70%    | 54.57%     | 5.65%      | 44.91%     | 34.36%     | 32.37%     |
| 毛利（百万元）      | 119.12     | 93.59     | 236.26    | 263.75     | 282.87     | 416.06     | 575.75     | 762.12     |
| 增长率（YOY）     | 1247.69%   | -21.43%   | 152.43%   | 11.64%     | 7.25%      | 47.09%     | 38.38%     | 32.37%     |
| 占总销售额比重      | 100.00%    | 95.84%    | 98.33%    | 97.47%     | 97.33%     | 97.54%     | 97.68%     | 97.79%     |
| 占主营业务利润比重    | 100.00%    | 89.56%    | 96.63%    | 93.93%     | 94.14%     | 94.86%     | 95.45%     | 95.75%     |
| <b>鸡杂等其他</b> |            |           |           |            |            |            |            |            |
| 销售收入（百万元）    | 0.00       | 24.00     | 15.01     | 32.80      | 36.71      | 49.04      | 62.51      | 78.75      |
| 增长率（YOY）     | N/A        | N/A       | -37.45%   | 118.50%    | 11.93%     | 33.58%     | 27.47%     | 25.97%     |
| 毛利率          | 0.00%      | 45.47%    | 54.84%    | 51.92%     | 47.92%     | 45.92%     | 43.92%     | 42.92%     |
| 销售成本（百万元）    | 0.00       | 13.09     | 6.78      | 15.77      | 19.12      | 26.52      | 35.06      | 44.95      |
| 增长率（YOY）     | N/A        | N/A       | -48.20%   | 132.62%    | 21.24%     | 38.71%     | 32.18%     | 28.21%     |
| 毛利（百万元）      | 0.00       | 10.91     | 8.23      | 17.03      | 17.59      | 22.52      | 27.46      | 33.80      |
| 增长率（YOY）     | N/A        | N/A       | -24.56%   | 106.86%    | 3.31%      | 28.00%     | 21.92%     | 23.10%     |
| 占总销售额比重      | 0.00%      | 4.16%     | 1.67%     | 2.53%      | 2.67%      | 2.46%      | 2.32%      | 2.21%      |
| 占主营业务利润比重    | 0.00%      | 10.44%    | 3.37%     | 6.07%      | 5.86%      | 5.14%      | 4.55%      | 4.25%      |
| 销售总收入（百万元）   | 489.00     | 576.86    | 897.47    | 1295.35    | 1374.77    | 1994.14    | 2692.70    | 3560.32    |
| 销售总成本（百万元）   | 369.88     | 472.35    | 652.98    | 1014.57    | 1074.31    | 1555.57    | 2089.49    | 2764.40    |
| 毛利（百万元）      | 119.12     | 104.51    | 244.49    | 280.78     | 300.46     | 438.58     | 603.20     | 795.92     |
| 平均毛利率        | 24.36%     | 18.12%    | 27.24%    | 21.68%     | 21.86%     | 21.99%     | 22.40%     | 22.36%     |

来源：国金证券研究所

## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表（人民币百万元）

|             | 2006  | 2007  | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入      | 577   | 897   | 1,295  | 1,375  | 1,994  | 2,693  |
| 增长率         |       | 55.6% | 44.3%  | 6.1%   | 45.1%  | 35.0%  |
| 主营业务成本      | -472  | -653  | -1,015 | -1,074 | -1,556 | -2,089 |
| % 销售收入      | 81.9% | 72.8% | 78.3%  | 78.1%  | 78.0%  | 77.6%  |
| 毛利          | 105   | 244   | 281    | 300    | 439    | 603    |
| % 销售收入      | 18.1% | 27.2% | 21.7%  | 21.9%  | 22.0%  | 22.4%  |
| 营业税金及附加     | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| % 销售收入      | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 营业费用        | -15   | -18   | -22    | -21    | -31    | -42    |
| % 销售收入      | 2.6%  | 2.1%  | 1.7%   | 1.6%   | 1.6%   | 1.6%   |
| 管理费用        | -17   | -35   | -34    | -40    | -54    | -66    |
| % 销售收入      | 2.9%  | 3.9%  | 2.7%   | 2.9%   | 2.7%   | 2.4%   |
| 息税前利润（EBIT） | 73    | 191   | 225    | 239    | 354    | 496    |
| % 销售收入      | 12.6% | 21.2% | 17.3%  | 17.4%  | 17.7%  | 18.4%  |
| 财务费用        | -20   | -22   | -42    | -34    | -16    | -28    |
| % 销售收入      | 3.4%  | 2.4%  | 3.3%   | 2.5%   | 0.8%   | 1.0%   |
| 资产减值损失      | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益    | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益        | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| % 税前利润      | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 营业利润        | 53    | 169   | 182    | 205    | 338    | 468    |
| 营业利润率       | 9.2%  | 18.8% | 14.1%  | 14.9%  | 16.9%  | 17.4%  |
| 营业外收支       | 1     | -1    | -1     | 2      | 2      | 3      |
| 税前利润        | 54    | 168   | 181    | 206    | 340    | 470    |
| 利润率         | 9.3%  | 18.7% | 14.0%  | 15.0%  | 17.0%  | 17.5%  |
| 所得税         | 0     | -1    | 0      | -1     | -2     | -2     |
| 所得税率        | 0.7%  | 0.4%  | -0.2%  | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   |
| 净利润         | 54    | 167   | 181    | 205    | 338    | 468    |
| 少数股东损益      | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司的净利   | 54    | 167   | 181    | 205    | 338    | 468    |
| 净利率         | 9.3%  | 18.6% | 14.0%  | 14.9%  | 16.9%  | 17.4%  |

### 现金流量表（人民币百万元）

|          | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 54   | 167  | 181  | 205   | 338   | 468   |
| 少数股东损益   | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 44   | 59   | 83   | 81    | 97    | 103   |
| 非经营收益    | 19   | 24   | 37   | 33    | 27    | 48    |
| 营运资金变动   | -26  | -51  | -38  | 109   | 36    | 39    |
| 经营活动现金净流 | 91   | 199  | 263  | 429   | 498   | 658   |
| 资本开支     | -211 | -222 | -250 | -481  | -460  | -160  |
| 投资       | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他       | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金净流 | -211 | -222 | -250 | -481  | -460  | -160  |
| 股权募资     | 80   | 0    | 0    | 779   | -40   | 0     |
| 债权募资     | 109  | 60   | 123  | -438  | 929   | 0     |
| 其他       | -82  | -18  | -120 | -35   | -103  | -133  |
| 筹资活动现金净流 | 107  | 42   | 3    | 307   | 785   | -133  |
| 现金净流量    | -14  | 19   | 16   | 255   | 823   | 366   |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 资产负债表（人民币百万元）

|          | 2006  | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 62    | 38    | 95    | 350   | 1,173 | 1,539 |
| 应收款项     | 122   | 48    | 71    | 63    | 92    | 124   |
| 存货       | 78    | 117   | 187   | 161   | 233   | 313   |
| 其他流动资产   | 7     | 9     | 14    | 15    | 21    | 28    |
| 流动资产     | 269   | 212   | 368   | 589   | 1,519 | 2,004 |
| % 总资产    | 26.6% | 18.7% | 25.1% | 28.2% | 44.9% | 51.0% |
| 长期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产     | 711   | 852   | 1,028 | 1,452 | 1,807 | 1,857 |
| % 总资产    | 70.2% | 75.4% | 70.3% | 69.6% | 53.5% | 47.3% |
| 无形资产     | 18    | 35    | 35    | 42    | 50    | 57    |
| 非流动资产    | 745   | 918   | 1,096 | 1,497 | 1,862 | 1,922 |
| % 总资产    | 73.4% | 81.3% | 74.9% | 71.8% | 55.1% | 49.0% |
| 资产总计     | 1,014 | 1,130 | 1,463 | 2,086 | 3,381 | 3,925 |
| 短期借款     | 369   | 405   | 508   | 71    | 0     | 0     |
| 应付款项     | 188   | 115   | 231   | 296   | 429   | 576   |
| 其他流动负债   | 10    | 20    | 13    | 96    | 115   | 138   |
| 流动负债     | 567   | 539   | 751   | 464   | 544   | 715   |
| 长期贷款     | 0     | 25    | 45    | 45    | 1,045 | 1,045 |
| 其他长期负债   | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 负债       | 567   | 564   | 797   | 509   | 1,589 | 1,760 |
| 普通股股东权益  | 447   | 566   | 666   | 1,576 | 1,792 | 2,166 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债股东权益合计 | 1,014 | 1,130 | 1,463 | 2,086 | 3,381 | 3,925 |

### 比率分析

|            | 2006   | 2007    | 2008   | 2009E   | 2010E  | 2011E   |
|------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 每股指标       |        |         |        |         |        |         |
| 每股收益       | 0.131  | 0.408   | 0.442  | 0.500   | 0.824  | 1.142   |
| 每股净资产      | 1.211  | 1.534   | 1.805  | 3.845   | 4.371  | 5.283   |
| 每股经营现金净流   | 0.246  | 0.538   | 0.714  | 1.045   | 1.214  | 1.605   |
| 每股股利       | 0.000  | 0.000   | 0.000  | 0.180   | 0.200  | 0.230   |
| 回报率        |        |         |        |         |        |         |
| 净资产收益率     | 11.99% | 29.57%  | 27.22% | 13.01%  | 18.86% | 21.61%  |
| 总资产收益率     | 5.28%  | 14.81%  | 12.39% | 9.83%   | 10.00% | 11.92%  |
| 投入资本收益率    | 8.86%  | 19.07%  | 18.47% | 14.03%  | 12.41% | 15.36%  |
| 增长率        |        |         |        |         |        |         |
| 主营业务收入增长率  | N/A    | 55.58%  | 44.33% | 6.13%   | 45.05% | 35.03%  |
| EBIT增长率    | N/A    | 161.93% | 17.83% | 6.25%   | 48.30% | 40.04%  |
| 净利润增长率     | N/A    | 212.45% | 8.37%  | 13.06%  | 64.85% | 38.50%  |
| 总资产增长率     | N/A    | 11.48%  | 29.47% | 42.52%  | 62.11% | 16.11%  |
| 资产管理能力     |        |         |        |         |        |         |
| 应收账款周转天数   | 12.0   | 17.2    | 16.5   | 16.5    | 16.5   | 16.5    |
| 存货周转天数     | 30.3   | 54.6    | 54.7   | 54.7    | 54.7   | 54.7    |
| 应付账款周转天数   | 16.2   | 27.9    | 23.8   | 25.0    | 25.0   | 25.0    |
| 固定资产周转天数   | 383.4  | 307.1   | 267.3  | 318.9   | 230.0  | 156.7   |
| 偿债能力       |        |         |        |         |        |         |
| 净负债/股东权益   | 68.65% | 69.21%  | 68.61% | -14.82% | -7.15% | -22.80% |
| EBIT利息保障倍数 | 3.7    | 8.7     | 5.3    | 7.0     | 21.8   | 18.0    |
| 资产负债率      | 55.93% | 49.93%  | 54.48% | 24.42%  | 46.99% | 44.82%  |

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 强买 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| 买入 | 0    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| 持有 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.33 | 1.40 | 1.43 | 1.44 |

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价 | 目标价         |
|--------------|----|----|-------------|
| 1 2009-09-29 | 减持 |    | 16.93~17.90 |

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 投资评级的说明：

- 强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
- 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
- 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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做出任何担保。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提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。