

圣农发展(002299.sz)

公司战略清晰，优势明显，值得长期跟踪

熊峰 研究员

电话: 0755-82083888-816

eMail: xf@gf.com.cn

总的结论

该公司战略清晰，与同行相比优势明显，在农业板块中是一个值得长期重点跟踪的公司。

公司战略清晰

公司未来的增长一是依靠产能扩张，公司去年底产能是饲养肉鸡 6,400 万羽，募集项目达产后产能可达到一亿羽，公司计划三年内产能达到 2 亿羽。二是靠拉长纵向产业链，在现有产业链的基础上，公司将在时机成熟时，通过注入控股股东食品资产，介入终端食品业务。公司计划在 5 年内，力争在养鸡规模、效益上做到全国第一。

公司产业链优势明显

目前公司建成了集饲料加工、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，相比竞争对手，具有明显的竞争优势。

投资建议

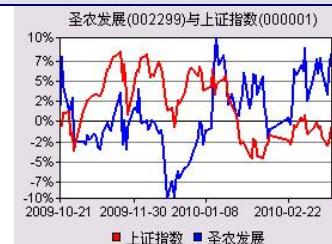
公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.54 元、0.74 元、1.05 元，目前估值基本合理，暂时给予“持有”评级，建议投资者长期关注，22 元以下积极买入。

公司评级

持有

当前价格(元)	28.48
目标价格(元)	30.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	9.41%	19.97%	8.50%
上证综指	3.67%	3.91%	58.93%

股票数据

总股本(万股)	41,000.00
流通 A 股(万股)	4,100.00
主要股东:	
	圣农实业
主要股东持股比例	57.27%
流通 A 股比例	10.00%

财务比率

ROE	27.22%
ROA	12.39%
资产负债率	54.48%
每股净资产(元)	1.81

2008 年报数据。

2010年3月15日—16日，我们到公司总部，与公司董事长、副董事长、副总经理兼董秘、以及集团总经理等高管进行了交流。我们总的结论是，该战略清晰，与同行相比优势明显，在农业板块中是一个值得长期重点跟踪的公司。不过，该公司股价与其当前业绩相比，并不存在明显低估，所以我们暂时给予“持有”的投资评级。

主要观点

公司战略清晰。公司未来的增长一是依靠产能扩张，公司去年底产能是饲养肉鸡6,400万羽，募集项目达产后产能可达到一亿羽，公司计划三年内产能达到2亿羽。二是靠拉长纵向产业链，在现有产业链的基础上，公司将在时机成熟时，通过注入控股股东食品资产，介入终端食品业务。公司计划在5年内，力争在养鸡规模、效益上做到全国第一。

公司产业链优势。目前公司建成了集饲料加工、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，相比竞争对手，具有明显的竞争优势。

目前估值基本合理，暂时给予“持有”评级，建议投资者长期关注，20元以下积极买入。

公司简介

该公司的主营业务是肉鸡饲养、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。公司鸡肉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。目前已拥有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，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。该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（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。

国内鸡肉行业概况

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，鸡肉产量从1990年的266万吨增长至2009年的1,265万吨，年平均增长率达9.31%；鸡肉消费量从1990年的271万吨增长至2009年的1,283万吨，年平均增长率达9.20%。我国鸡肉年产量、消费

量的增长速度均快于世界平均水平。鸡肉已成为我国仅次于猪肉的第二大肉类消费品。目前国内鸡肉市场具有以下特点：

（1）居民收入的稳步增长

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。作为重要肉类消费品之一的鸡肉，其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。

（2）城市化进程的加快

国民经济和工业化的快速发展，加快了农村人口城市化的进程，农村居民的消费习惯将逐渐向城镇居民靠拢，饮食结构将逐步发生变化，肉类需求比重将逐渐扩大，鸡肉的需求也将随之上升。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，鸡肉的消费需求将会进一步提高。

（3）餐饮业的迅速发展

国民经济的增长与城市化进程的加快带动了餐饮业的迅速发展。自20世纪末以来，我国餐饮业呈稳步发展态势，营业额逐年上升。据国家商务部统计，2001年我国餐饮业营业总额实现4,368亿元；2006年我国餐饮消费全年零售额首次突破一万亿元大关，达到10,345亿元；2007年，我国餐饮消费全年零售额达到12,352亿元；2009年我国餐饮消费全年零售额达到15,404亿元，年均增长22.03%。餐饮业的不断发展将扩大对鸡肉的消费需求。

（4）快餐行业的日益兴起

鸡肉肉质鲜嫩，便于加工，一直是快餐业首选的主要原料。近年来我国快餐行业发展迅速，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。随着工业化和城市化的发展，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。

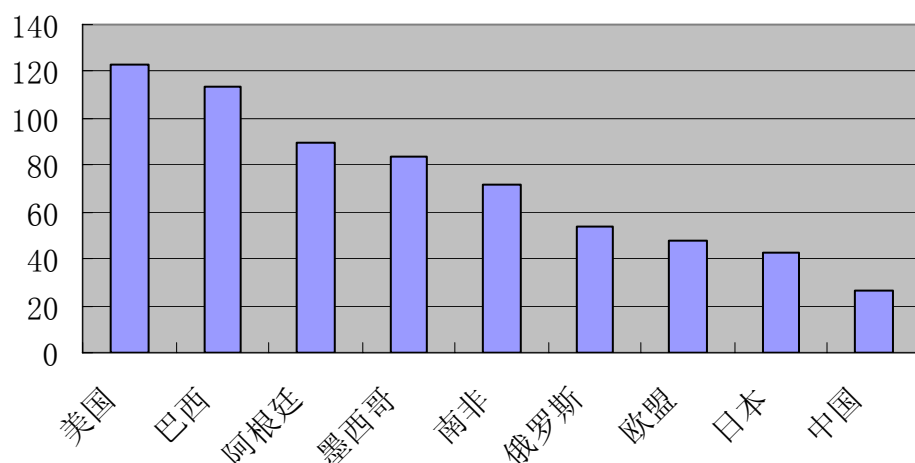
（5）生活质量的提高

收入水平的上升带动人们生活质量的提高，人们对食品从量的需求转变到质的需求。在食品消费中，人们更注重营养均衡，高蛋白、低脂肪、低胆固醇、低热量的鸡肉因此成为肉类消费的主流，市场份额仍将进一步提升。

（6）国内鸡肉市场发展趋势

我国人均日鸡肉消费量已由1990年的6.44克增长至2009年的26.43克，年平均增长率达8.16%，但与美国等发达国家相比，仍存在较大差距。目前，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。

图1：2009年世界主要国家人均每日鸡肉消费量对比图 单位：克



数据来源: 博亚和讯资信网、广发证券发展研究中心

中国的白羽肉鸡生产加工企业主要有本公司、正大集团、大成食品(亚洲)有限公司、山东六和集团有限公司、山东新昌集团有限公司、青岛九联集团股份有限公司、山东诸城外贸有限责任公司、吉林德大有限公司等。除圣农外, 其他企业以采用基地饲养的合作经营模式为主。

公司主要竞争优势

公司的主要竞争优势是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, 并拥有优越的地域环境和较高的市场品牌知名度, 由此使公司在疫病防控、质量稳定、规模化经营、供货稳定等方面拥有较强的竞争优势。

一体化自养自宰经营模式优势

一是该公司将分散的肉鸡产业多个生产环节有机融合, 实行纵向一体化经营, 有效地减少了因市场上饲料、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, 将个别生产环节不利的市场影响因素转化为公司内部的管理问题, 使得整个生产流程可控, 增强了公司抵御市场风险的能力。在一体化自养自宰模式下, 本公司内部的各生产环节环环相扣、均衡生产、计划性强, 产品产量均匀稳定, 能满足高端客户长期稳定的采购需求, 有利于公司获得大型订单和优质客户。

二是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, 在内部建立了较完整的疫病防控体系, 肉鸡疫病防控水平处于国内领先水平。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。

三是一体化自养自宰经营模式, 为本公司对食品品质和食品安全实施源头控制奠定了基础。肉鸡屠宰加工环节获得了HACCP食品安全管理体系

认证证书,而且本公司对兽药使用严格管理,制定了完善的兽药控制体系,使公司鸡肉产品的兽药残留完全符合国家要求。

地域环境优势

(1) 自然环境优势

公司位于福建省光泽县境内。光泽县森林覆盖率达76%,人口密度低,独特的生态养殖环境降低了动物疫病发生风险,为生产高品质鸡肉产品提供了基础条件。公司的种鸡、肉鸡饲养场分散在光泽县境内各山坳间,山体相隔、局部封闭,人员流动少,便于疫病的综合防控。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。

(2) 地理位置优越,产品市场辐射能力强

公司所在地位于福建、浙江、江西三省交界,处于消费市场规模大的长江三角洲、珠江三角洲之间,产品市场辐射能力强,有利于本公司产品运输、销售。

品牌优势

凭借20多年的市场积累和一体化自养自宰经营模式,公司已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,与一系列客户建立了长期而稳定的合作关系,在下游客户中享有良好的声誉,保有稳定的市场份额。公司是肯德基、铭基的长期战略合作伙伴,福喜、德克士的核心鸡肉供应商。公司为肯德基国内的前三大鸡肉供应商之一,德克士国内的前三大鸡肉供应商之一。公司是2008年铭基最大的鸡肉供应商,还成为了铭基、福喜2008年北京奥林匹克运动会鸡肉原料的供应商,在2006年度、2007年度和2008年度肯德基国内鸡肉供应商工厂年度质量体系审核中连续三年名列第一。“圣农”是福建省著名商标和中国驰名商标,“圣农”牌鸡肉是福建名牌产品。

募投项目分析

募集项目有利于优化产能配置

公司现已有年产6,400万羽肉鸡的饲养能力、单班9,600万羽/年的肉鸡屠宰加工能力,产能尚不匹配。目前,公司的肉鸡屠宰加工能力已经达到每年宰杀9,600万羽肉鸡的产能,但由于公司目前种鸡、肉鸡的饲养生产场地、生产设备不足,2007年末出栏肉鸡的规模仅为5,000万羽/年(2008年末达到5,600万羽/年、2009年达到6,400万羽/年),肉鸡的产能与宰杀能力不匹配。

募集项目的建成,将提高公司种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养等饲养规模,使公司出栏肉鸡的规模达到9,600万羽/年,使肉鸡的产能与宰杀能力相匹配,形成规模效益,进一步完善本公司一体化自养自宰经营模式及其产业链,提高公司内部资源的利用率,降低单位生产成本。

募集资金投资项目进展情况

公司IPO募集资金全部拟投资于新增4,600万羽肉鸡工程建设项目，具体为8个种鸡场、1个孵化厂、21个肉鸡场的建设。募集资金投资项目的实施，有利于优化各环节产能配置、扩大生产规模，对增强本公司核心竞争力具有重要意义。

我们预计最迟今年上半年可基本完成全部项目的建设。届时公司肉鸡饲养规模达到9,600万羽，鸡肉产量为18.792万吨，约占同期中国鸡肉消费需求总量1,482.8万吨的1.24%，募集项目拥有较大的市场容量。

风险因素

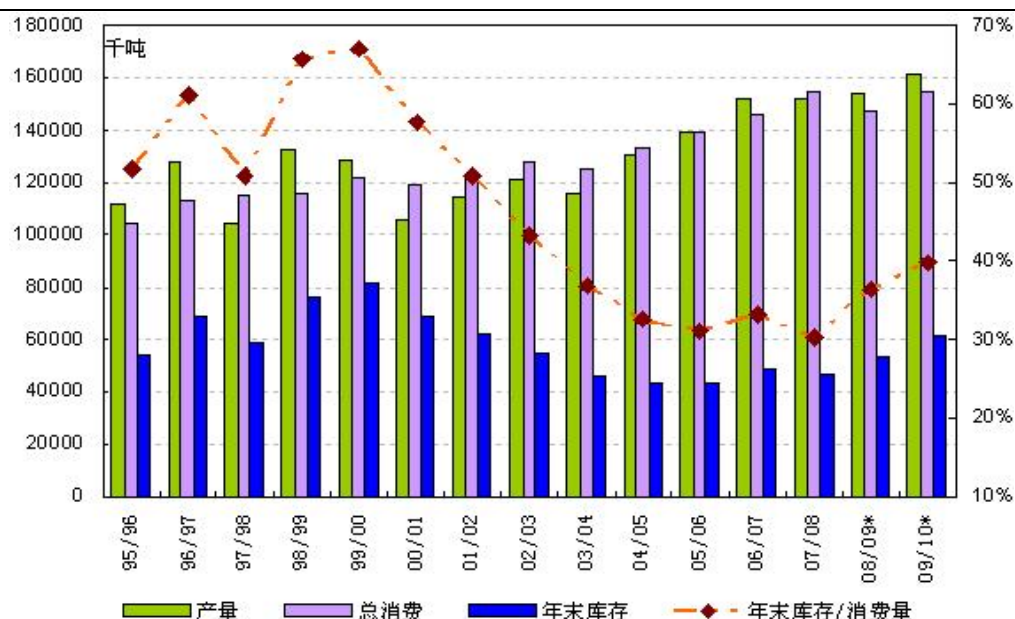
鸡发生疫病的风险

鸡生长过程中，可能会发生禽流感或其他疫病。因此，本公司经营过程中将会面临鸡发生疫病带来的风险。疾病发生主要会带来以下风险：（1）疾病的发生将导致鸡的死亡，直接导致鸡只产量的降低；（2）疾病的流行与发生（如禽流感）会影响消费者心理，导致市场需求萎缩，产品价格下降，对肉鸡生产企业的经营构成不利影响。

原材料价格波动的风险

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。目前，玉米、豆粕占本公司生产成本分别为28.17%和27.64%。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上升，将会导致公司单位生产成本的提高。若公司无法将因原材料涨价所增加的成本转嫁给下游客户，将会对本公司的经营业绩带来不利影响。

图2：国内玉米市场供需情况



数据来源：中国期货金融网、广发证券发展研究中心

盈利预测与估值

盈利预测

公司2010年的主要发展计划是：年肉鸡饲养能力由5,600 万羽增加到9,600 万羽，满足现有的单班9,600 万羽/年的肉鸡加工能力，实现公司各个环节生产能力的优化配置，形成我国单体工厂规模最大的肉鸡加工基地。

项目共新增肉鸡屠宰量4,600万羽/年，新增鸡肉产量90,045 吨/年。假定2007 年以屠宰5,000 万羽肉鸡为基数，公司在项目的达产年，即2010 年，肉鸡屠宰量将达到9,600 万羽/年，鸡肉产量达187,920 吨；以2005 年至2007 年等三年鸡肉平均销售价格9,350 元/吨预测，项目新增鸡肉销售额为84,192.08 万元。项目建设完成后预计产销率达100%。

由于募集项目在IPO前已经进入建设期，我们假设项目2010 年共新增肉鸡屠宰量4,600万羽/年，新增鸡肉产量90,045 吨/年的产能在2010年底前均匀达产，建设完成后预计产销率100%。我们同时假设产品价格(平均9,350 元/吨)及公司毛利率(21.02%)、期间费用率基本不变(营业费用率1.54%，管理费用2.71%，财务费用在3.73%的基础上减少一半)。这样该公司2009年销售收入为59749*2+84192/3=147562万元，2010年销售收入为147562+84192*2/3=203690万元，2011年销售收入为203690+84192=287882万元，公司三年利润简表如下：

表 1：2008——2010 年公司损益简表 单位：万元

	2009 上半年	2009E	2010E	2011E
销售收入	59749	147562	203690	287882

销售毛利	12796	31018	42816	60513
营业费用	922	2272	3137	4433
管理费用	1622	3999	5520	7802
财务费用	2227	2745	3789	5355
净利润	8102	22002	30370	42923
EPS（元/股）（按股本 41000 万股）	0. 2196	0. 537	0. 741	1. 05

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

可比上市公司盈利能力财务指标（2009年）对比分析

圣农发展作为养殖业，可比的上市公司主要有民和股份、高金食品、福成五丰、罗牛山等。

表2：比上市公司盈利能力对比

	圣农发展	民和股份	高金食品	福成五丰	罗牛山
毛利率（%）	21. 02	0. 44	6. 85	7. 11	17. 56
ROE（%）	11. 47	-4. 97	1. 36	-1, 04	1. 09
EPS	0. 37	-0. 27	0. 039	-0. 02	0. 019

数据来源：广发证券发展研究中心

通过上表比较可知，在养殖业上市公司中，公司主营业务毛利率、净资产收益率等盈利性指标均远高于可比上市公司平均水平，体现了公司有较好的盈利能力。

按农业类上市公司2009年的平均PE进行相对估值

由于 40 多家农业类上市公司业绩良莠不齐，2009 年平均 PE 高达 107 倍，所以以所有的农业类上市公司作为样本进行比较，不具备可比性。这里我们按以下我们重点跟踪的农业类公司为标的进行比较。以下 13 家公司 2009 年的平均 PE 为 44.8 倍，圣农 2009 年 EPS 为 0.537 元，则圣农在二级市场的定价大约为 24 元。按 2010 年 35 倍的 PE，该公司目前的价值为 26 元。所以目前估值基本合理，暂时给予“持有”评级，建议投资者长期关注，22 元以下（即 30 倍 PE 时）积极买入。目标价 30 元（即 40 倍 PE）。

表 3：我们重点跟踪的主要农业类上市公司的估值情况

	P（2010.3.18）	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE
绿大地	26.2	0.41	1.13	1.46	30	22.6	17.5
好当家	9.2	0.25	0.40	0.52	34	21	16.2
正邦科技	13.95	0.3	0.41	0.53	29.3	21.5	16.6
丰原生化	9.68	0.28	0.4	0.52	22.3	15.6	11.8
中粮屯河	14.27	0.45	0.55	0.68	30	24.4	19.8

顺鑫农业	17.22	0.58	0.69	0.78	25.9	21.7	19.2
新中基	11.35	0.35	0.42	0.51	27.7	23.1	19
中牧股份	23.14	0.60	0.65	0.77	35.4	32.6	27.6
新希望	12.14	0.50	0.55	0.58	23.2	21.5	20.4
升达林业	9.74	0.20	0.25	0.3	38	30	25.3
吉林森工	10.02	0.05	0.1	0.28	178	89	31.8
通威股份	11.95	0.2	0.25	0.29	45	36	31
獐子岛	25.54	0.40	0.52	0.67	63.9	49	38
平均					44.8		

数据来源：广发证券发展研究中心

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	
货币资金	95	220	260	100	
应收账款	70	44	7	44	
预付款项	13	16	16	16	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	1	1	1	1	
存货	187	189	250	280	
流动资产合计	368	469	495	520	
长期股权投资	0	0	0	0	
固定资产	95	102	102	102	
在建工程	1	1	1	1	
无形资产	33	33	33	33	
长期待摊费用	1	1	1	1	
递延所得税资产	0	0	0	0	
非流动资产合计	1200	1300	1550	1680	
资产总计	1463	1667	1822	2150	
短期借款	508	650	650	650	
应付票据	108	81	81	81	
应付账款	74	48	48	48	
预收款项	8	9	9	9	
应付职工薪酬	10	10	10	10	
应交税费	0	0	0	0	
应付利息	1	1	1	1	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	27	27	27	27	
流动负债合计	840	840	916	840	
长期借款	130	130	130	130	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	0	0	0	0	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	131	131	131	131	
负债合计	797	972	1068	972	
股本	369	410	410	410	
资本公积	24	24	24	24	
盈余公积	40	40	40	40	
未分配利润	232	262	262	262	
少数股东权益	0	0	0	0	
负债股东权益总计	1463	1667	1823	2150	
每股净资产(元)	1.81	2.05	3.56	3.95	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	1295	1476	2037	2879	
营业成本	1015	1151	1589	2246	
营业税金及附加	0.2	0.3	0.4	0.5	
销售费用	22	23	31	44	
管理费用	34	40	55	78	
财务费用	42	27	38	54	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	182	208	287	405	
营业外收入	2.6	3	3.5	4	
营业外支出	3.8	4	4.5	5	
利润总额	181	220	303	429	
所得税费用	-0.4	0	0	0	
净利润	181	220	303	429	
归属于母公司净利润	181	220	303	429	
少数股东损益	0	0	0	0	
EPS(元)	0.44	0.537	0.741	1.05	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	
经营活动现金流量	263	260	285	305	
投资活动现金流量	-250	-250	-250	-250	
筹资活动现金流量	2.8	410	0	0	
现金及现金等价物净增加额	16	250	290	330	
期末现金余额	41	360	210	280	
每股经营活动现金流(元)	0.64	0.63	0.70	0.74	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入增长率	44.33	30%	30%	30%	
营业利润增长率	8.37	30%	30%	30%	
毛利率	21.8	21.9	22	22	
营业利润率	14.1	15	15	15	
净利率	13.8	14	14.5	14.8	
净资产收益率	27.2	25	27.5	27.5	
总资产收益率	13.98	13.5	14	14	
流动比率	0.49	0.61	0.6	0.55	
资产负债率	54.48	25	35	46	
所得税税率	0	0	0	0	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

圣农发展(002299)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。