



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注
研究报告

2010 年 4 月 22 日

农业

研究部

袁霏阳

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010007

yuanfy@cicc.com.cn

杨柯

联系人

yangke@cicc.com.cn

审慎推荐

圣农发展(002299.CH)

高成长与高利润率可长期持续

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
主营业务收入	553	882	1,263	1,412	2,093	2,816
(+/-%)	#DIV/0!	59.6	43.1	11.8	48.3	34.5
主营业务利润	93	236	264	289	433	587
(+/-%)	#DIV/0!	152.7	11.6	9.6	49.9	35.5
净利润	54	167	181	200	325	438
(+/-%)	n.m	212.4	8.4	10.5	62.1	34.7
每股收益 (基本, 元)	0.15	0.45	0.49	0.49	0.79	1.07
(+/-%)	n.m	212.4	8.4	-0.5	62.1	34.7
每股收益 (全面摊薄, 元)	0.15	0.45	0.49	0.54	0.88	1.19
每股经营现金流 (元)	0.25	0.54	0.71	0.63	0.88	1.02
市盈率 (倍)	217.4	69.6	64.2	58.1	39.8	29.6
市净率 (倍)	26.1	20.6	17.5	7.4	6.8	5.5
股价/经营现金流	128.4	58.6	44.2	50.2	35.8	30.8
EV/EBITDA (倍)	163.6	62.2	53.2	50.1	33.7	24.7
净资产收益率 (%)	12.0	29.6	27.2	12.7	17.1	18.7
投入资本回报率 (%)	9.0	19.0	18.3	12.1	15.5	15.5
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

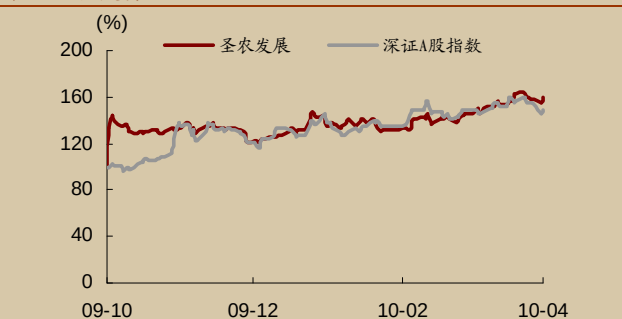
股票信息

	A股
股票代码	002299 CH
当前股价	人民币 31.55
日成交量 (百万股)	1.52
52周最高价/最低价	人民币 32.78/19.75
总市值 (百万元)	12,936
发行股数 (百万股)	410
其中: 流通股 (百万股)	41
主要股东 (持股比例)	福建省圣农实业有限公司 (57.27%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
圣农发展	0.3%	9.7%	17.8%	26.0%
深证A股指数	-5.8%	-2.9%	-5.5%	-9.1%
中金食品饮料指数	-0.5%	2.6%	3.7%	4.5%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

近来事件

4/27/2010 2010 年 1 季度业绩报告

投资亮点:

圣农发展凭借符合中国国情的完全自养模式以及养殖地天然疫病屏障, 在为客户提供高品质稳定货源的同时, 成本还能比竞争对手低, 并可避免养殖户违约或品质控制不好带来的盈利异常波动, 且疫病高发期时还能享受竞争对手供货量减少带来的盈利激增。

我国白羽鸡人均消费量仍有较大提升空间: 相比韩国、日本、中国台湾地区人均 13-26 公斤的年鸡肉消费量, 中国仅 8.7 公斤的人均年消费量明显偏低, 未来提升空间很大。作为白羽鸡养殖业佼佼者的圣农发展, 目前产量仅占全国白羽鸡鸡肉产量 2%, 公司凭借竞争优势实现 2010-2012 年年均产销量 30% 增长目标并非难事。

圣农发展高利润率难以复制: 要想拉低圣农发展高利润率水平, 必须降低主流养殖场成本, 也就是让我国主流养殖场都采用完全自养模式并将养殖场迁往山区, 而这种转变在中短期内还难以预见。

通胀概念: 我们判断猪价从 4 月初开始回升, 四季度维持高位, 并将带动鸡肉价格上涨。我们还预计洋快餐与圣农发展签订下半年供货合同时, 会环比上调今年合约采购价格。

财务预测:

在猪价带动鸡肉价格上涨, 以及规模扩张带来费用率回落等因素的共同推动下, 我们判断今明两年公司单羽养殖净利可达 3.4 元和 3.5 元; 同时, 未来三年公司白羽鸡年出栏量预计分别可达 0.96 亿羽、1.25 亿羽和 1.60 亿羽, 折合净利 3.25 亿元和 4.38 亿元, 同比大幅增长 62% 和 34%。

估值与建议:

虽然公司今明两年市盈率已分别高达 40 倍和 30 倍, 与农业板块平均估值水平相当, 但考虑到 2011 年后盈利快速增长趋势仍将延续, 而且公司治理与信息披露制度完善透明, 使得股票投资风险明显低于其他农业个股, 我们给予“**审慎推荐**”评级。目前大部分流通股股东持仓成本在 28-29 元, 这也使得公司股价具有抗跌能力。

投资时点判断: 2010 年二季度 (生猪价格回升)。

目录

投资亮点.....	3
我国人均白羽鸡消费量仍有较大提升空间.....	4
过去三年白羽种鸡进口增速年均 32%.....	4
人均收入水平提升和城镇化推进，将推动我国白羽鸡消费量持续较快增长.....	4
公司产销规模有望持续快速增长.....	6
圣农发展将成为白羽鸡养殖业整合中的佼佼者.....	6
圣农发展高利润率难以复制.....	8
洋快餐的鸡肉采购模式.....	8
盈利预测.....	9
2010 年净利润预计增长约 60%，明年增长约 35%.....	9
估值与建议.....	11
首次关注给予“审慎推荐”评级.....	11
风险.....	12

图表目录

图表 1：主要股东及其持股比例.....	3
图表 2：我国祖代白羽肉种鸡进口量.....	5
图表 3：主要国家人均肉类消费量特征.....	5
图表 4：肯德基国内三大鸡肉战略核心供应商比较.....	7
图表 5：饲料与养殖业发展历程.....	7
图表 6：圣农发展和大成食品盈利能力比较.....	8
图表 7：盈利预测及其主要假设.....	10
图表 8：历史和预测的财务指标.....	13
图表 9：可比公司估值.....	14
图表 10：历史 P/E 和 P/B.....	14

投资亮点

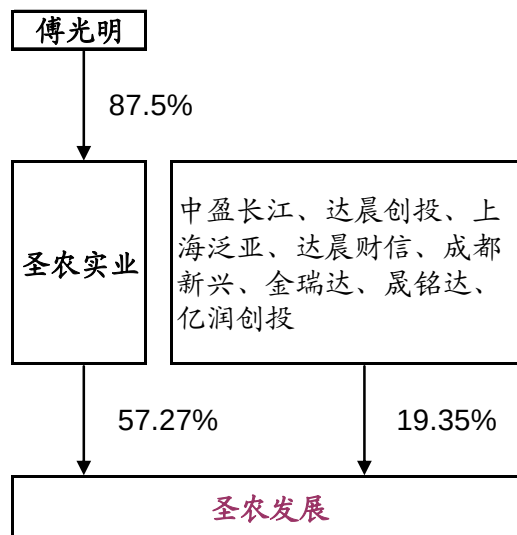
圣农发展核心业务是白羽鸡养殖，与大成食品和泰森新昌同为肯德基大陆地区鸡肉战略供应商，且都是一体化养殖企业。相比大成食品和泰森新昌，圣农发展凭借符合中国国情的完全自养模式以及养殖地天然疫病屏障，在为客户提供高品质稳定货源的同时，成本还能比竞争对手低，并可避免养殖户违约或品质控制不好带来的盈利异常波动，且疫病高发期时还能享受竞争对手供货量减少带来的盈利激增。

我国人均白羽鸡消费量仍有较大提升空间：相比韩国人均年消费 13 公斤鸡肉、日本人均年消费 15 公斤鸡肉，中国台湾人均年消费 26 公斤鸡肉，我国人均仅 8.7 公斤的鸡肉年消费量明显偏低，依靠人均收入水平提升和城镇化推进，我国人均鸡肉消费量仍有很大提升空间。即使保守估计未来几年白羽鸡对黄羽鸡的消费替代过程终止，并且我国人均鸡肉消费量仅能与韩国持平，未来行业增速也将至少保持 10% 以上，其中包括肯德基在内的洋快餐鸡肉采购量将保持 15-20% 年均增幅。作为白羽鸡养殖业佼佼者的圣农发展，目前产量仅占全国白羽鸡鸡肉产量 2% 左右，凭借竞争优势，公司要想实现 2010-2012 年年均出栏量 30% 增长目标并非难事。此外，圣农发展依靠低成本和供货稳定优势，以及在采购商中的救火员口碑，未来还有望逐步挤压其他大型养殖场生存空间，从而取得超预期增长。

圣农发展高利润率难以复制：完全自养的养殖模式以及养殖场坐落于山区，是圣农发展成本明显低于竞争对手的两大核心要素。要想拉低圣农发展高利润率水平，必须降低主流养殖场成本，也就是让中国大部分养殖场都采用完全自养模式并将养殖场迁往山区，但这种转变在中短期内还难以预见。对于大成食品和泰森新昌这类大型养殖公司而言，若要从目前“公司+专业养殖户”模式转为完全自养，至少需要 5 年时间（单单培育一个养殖场场长就需 3-4 年时间）。

通胀概念：鉴于去年 9-10 月华北和东北，以及今年 1-3 月全国猪病扰市，猪肉收储已于 4 月 1 日率先在云南启动，未来还将分级分批在全国展开，我们由此判断猪价将从 4 月初开始上涨，今年四季度猪价仍将维持高位，并将带动鸡肉价格上涨。我们预计洋快餐与圣农发展签订今年下半年供货合同时，会环比上调今年下半年的合同价。

图表 1：主要股东及其持股比例



资料来源：公司数据

我国人均白羽鸡消费量仍有较大提升空间

过去三年白羽种鸡进口增速年均 32%

虽然，过去几年我国人均鸡肉（白羽鸡和黄羽鸡总和）消费量一直维持在 1200 万吨且增长停滞，但过去三年白羽种鸡进口量增速却高达年均 32%，人均白羽鸡消费量年均增速接近 30%。除进口白羽种鸡，我国还有部分企业直接引进曾祖代种鸡来繁育祖代种鸡，与相关机构沟通后，预计我国自己繁育的祖代白羽鸡存栏量已占总存栏量 10% 左右（确切数量未知）。

依靠洋快餐普及带来的白羽鸡肉消费快速增长，以及低料肉比带来的价格优势和对其他肉禽的替代，过去几年我国白羽鸡消费量突飞猛进，由 05、06 年不到 300-400 万吨/年，增长到现如今年 600-700 万吨/年，占我国鸡肉总消费量已经过半。肉牛、三元杂交猪、黄羽肉鸡和白羽肉鸡的料肉比分别是 3.0、2.8、2.7 和 1.9。肉牛育成出栏需 15 个月，三元杂交猪育成出栏需 5 个半月，黄羽肉鸡育成出栏需要约 100 天，白羽肉鸡育成出栏仅需 49 天。

人均收入水平提升和城镇化推进，将推动我国白羽鸡消费量持续较快增长

相比韩国人均年消费 13 公斤鸡肉、日本人均年消费 15 公斤鸡肉，中国台湾人均年消费 26 公斤鸡肉，我国人均仅 8.7 公斤的鸡肉年消费量明显偏低，依靠我国人均收入水平的提升和城镇化的推进，我国人均鸡肉消费量仍有很大提升空间。

即使保守估计未来几年白羽鸡对黄羽鸡的消费替代过程终止，并且我国人均鸡肉消费量仅能与韩国持平，未来白羽鸡消费增量空间仍有约 550 万吨。

白羽鸡消费量有望持续较快增长：

- ▶ **人均收入水平提升将会带动洋快餐与白羽鸡肉消费量持续较快增长：**洋快餐对于身处二、三线城市的老百姓而言，仍不属于每周都能去消费的产品。目前我国人均 GDP 远低于中国台湾、韩国和日本，显示未来还有较大成长空间；同时中国台湾、韩国和日本经验也表明人均 GDP 增长的确会带动人均鸡肉消费量增长。

洋快餐在中国的定位是：生活节奏较快的白领、小孩及其家长（肯德基）、时尚年轻人（麦当劳）。从洋快餐的消费者定位或是消费者培育来看，针对的都不是低收入者。随着人均收入提升，洋快餐才能取得成长。我们判断未来 5 年肯德基鸡肉消费量年均增速仍将保持 15-20%。

- ▶ **城镇化推进会带动更多低价肉禽消费：**为了从根本上解决农村百姓收入提升问题，我国从今年开始将城镇化提升到国家战略高度。随着城镇化推进，百姓外出就餐次数增加。但目前阶段大部分老百姓还是以价格而非品质为导向来选择就餐地点，这会驱使普通餐馆多以低价肉禽为原料，白羽鸡将成为首选。

目前，快餐行业（肯德基、德克士）采购的鸡肉金额占圣农发展鸡肉收入的 30%，经批发市场流入餐饮业的鸡肉采购金额占 40%，另外 30% 收入来自食品加工企业（这其中包括麦当劳的两家供货商：铭基、福喜。08、09 年对铭基的销售收入占比在 10% 以上）。

图表 2: 我国祖代白羽肉种鸡进口量

	2006	2007	2008	2009	2010E
我国祖代白羽肉种鸡进口数量(万套)	40.6	57.6	78.6	93.6	n.m.
YoY		41.9%	36.5%	19.1%	
此外,我国还有部分企业直接引进曾祖代种鸡来繁育祖代种鸡。确切数量未知,预计出栏量占祖代总出栏量10%。					
推算的父母代肉种鸡出栏量(万套)	2,028	2,878	3,930	4,680	n.m.
父母代种雏鸡从育成到产蛋需25周					
推算的肉鸡出栏量(亿羽)		20.3	28.8	39.3	46.8
肉鸡蛋孵化需3周,雏鸡育成出栏需4周半					
白羽鸡鸡肉产量(万吨)		304	432	589	702
我国一只白羽鸡平均产肉1.6公斤					
部分企业能达2公斤/只(带皮带骨架)					

资料来源:中国海关,中国畜牧业协会,中金公司研究部

图表 3: 主要国家人均肉类消费量特征

		肉类消费量 全球占比	2007年人均消费量 (公斤)				肉类消费 增长阶段	增长原因	人均年猪肉 消费量增长 率	人均GDP 增长率	基期人均年 猪肉消费量 (公斤)	末期人均年 猪肉消费量 (公斤)	期间人均年猪肉消费量增长 (公斤)				肉类消费增 速(衰退)	人均年猪肉 消费量增长 率	人均GDP 增长率	基期人均年猪肉 消费量 (公斤)	末期人均年猪肉 消费量 (公斤)	期间人均年猪肉消费量增长 (公斤)				原因
			猪肉	牛肉	禽肉	其他							合计	猪肉	牛肉	禽肉						猪肉	牛肉	禽肉		
发达国家(地区)	欧盟27国	17.1%	80.9	17.5	43.2	16.6	2006-2007		2.4%	3.3%	78.3	80.9	2.6	0.0	1.6	1.0	1999-2005	0.0%	1.8%	79.3	79.4	-0.6	-0.5	1.2	1996年非洲猪瘟在欧洲,2001年英国爆发口蹄疫,欧盟牛肉消费需求一直没有增长。	
																	2005-2006	-1.4%	2.7%	79.4	78.3	0.1	-0.2	-1.0	2006年2月欧盟出现非洲猪瘟H5N1高致命性禽流感的案例	
	美国	16.1%	125.0	55.0	38.5	58.2	1980-2002		0.7%	2.0%	107.6	124.9	17.3	-3.6	-3.4	24.3	2002-2007	0.0%	1.8%	124.9	125.0	-1.7	-0.5	2.3	2003年美国出现疯牛病,抑制了国内的牛肉消费需求	
	日本	2.4%	43.8	9.3	19.4	15.2	1980-1995	经济增长	2.7%	2.6%	28.6	42.7	14.1	7.0	2.7	4.4	1995-2003	0.1%	0.6%	42.7	43.2	-1.5	1.3	0.7	1996年日本连续发生的O-157大肠杆菌致人死亡事件抑制了美国国内牛肉的消费需求。(“O-157”常附在畜肉的脏表面,可通过消费已被污染的牛奶和肉制品传播)	
																	2003-2007	0.4%	2.3%	43.2	43.8	-1.3	1.1	0.8	2003年美国出现疯牛病,2003年日本开始禁止从美国进口牛肉	
	韩国	1.2%	54.7	10.8	30.9	12.9	1995-2007	经济增长	3.2%	3.9%	37.3	54.7	17.4	0.8	12.6	4.0	1997-1998	-3.0%	-7.5%	39.4	38.2	-1.5	1.3	-1.0	经济危机导致需求萎缩	
中国台湾	0.7%	71.2	4.7	40.3	26.2											2003-2005	-3.6%	4.2%	50.6	47.0	-3.7	0.4	-0.2	2003年美国出现疯牛病,韩国在之后两年时间内一直禁止进口美国牛肉		
发展中国家(地区)	中国	27.7%	45.6	4.6	32.3	8.7	1987-1993	经济增长	7.9%	7.9%	18.7	29.6	10.9	1.1	7.4	2.4	1995-1996	-9.8%	8.9%	39.7	35.9	-0.5	-4.3	1.0	CPI上涨8.2%,猪肉价格从1994年到1997年上涨1倍	
							1993-1995	配额制度取消	16.0%	10.8%	29.6	39.7	10.2	1.5	6.1	2.6	1996-2006	2.8%	8.5%	35.9	47.3	1.5	9.3	0.6	人均消费量已快速增长阶段,人均消费量介于韩国和日本之间。	
																	2006-2007	-3.4%	11.3%	47.3	45.6	0.3	-2.7	0.8	猪肉价格快速上涨54%	
	巴西	7.6%	87.5	38.8	12.3	40.1	1985-1995		3.0%	0.8%	40.0	68.3	28.3	13.5	1.2	13.5	1995-1998	-0.2%	0.3%	68.3	67.8	-1.9	0.7	0.7	经济增长停滞,且95年CPI上涨66%,牛肉价格上涨34%	
							1998-2007		2.9%	1.6%	67.8	87.5	19.7	2.0	2.4	15.3	2002-2003	-3.6%	-0.3%	79.9	77.0	-1.4	-0.3	-1.2	经济下滑,且CPI上涨15%	
	墨西哥	3.3%	68.0	23.6	14.0	28.2	1986-1994		5.0%	1.4%	33.5	49.7	16.2	6.5	-0.7	10.5	1994-1995	-2.9%	-7.8%	49.7	48.3	-1.2	-0.3	0.0	经济衰退,且CPI上涨35%	
						1995-2007		2.9%	2.5%	48.3	68.0	19.7	3.5	3.7	12.5											

资料来源:美国农业部,中金公司研究部

公司产销规模有望持续快速增长

我国白羽鸡消费量仍有较大成长空间，作为行业佼佼者的圣农发展，目前产量仅占全国白羽鸡鸡肉产量 2% 左右，公司凭借竞争优势要想实现 2010-2012 年年均出货量 30% 增长目标，并非难事。同时，公司依靠低成本和供货稳定等的优势，以及在采购商中的良好口碑，未来还有望逐步挤压其他大型养殖场生存空间，从而取得超预期增长。

圣农发展将成为白羽鸡养殖业整合中的佼佼者

养殖业在低料肉比畜禽品种引入我国后，将经历两个发展阶段：1) **大型养殖场吞噬小养殖户，生猪养殖正处于该阶段。**由于国外肉禽品种需要精细化养殖，而我国散养户的养殖环境远远达不到要求，就造成疫病频发且出现变异，同时，因散养户的资金实力无法承担疫病频发造成的高死亡率，就开始逐渐退出市场。2) **产品品质好的大型养殖场吞噬品质差的大型养殖场，白羽鸡养殖正处于该阶段。**当散养户快完全退出市场时，倘若下游客户或消费者集中度较高并能对养殖场的供货品质施加影响，而且还对品质和供应量稳定性有比较严的标准，那么，就会出现产品品质好的大型养殖场吞噬品质差的大型养殖场。

白羽鸡养殖业正是依靠肯德基、麦当劳、德克士等洋快餐连锁店对品质和供应量的要求，以及凭借他们巨大采购量（圣农发展 09 年 40% 的鸡肉收入是来自快餐连锁店客户，包括报表中披露的快餐行业收入和食品加工企业中铭基、福喜的收入）对大型养殖场施加的影响，正在经历产品品质好的大型养殖场逐渐扩大市场份额的第二轮发展机遇，其中，**圣农发展将成为其中的佼佼者：**

- ▶ **完全自养可保证稳定供应量，且自身盈利亦不会异常波动：**白羽鸡的品种和饲料配方都是从国外引入，所以，肯德基和麦当劳的鸡肉供货商在中国设立养殖场时也是将他们在国外的养殖模式引入中国。美国、巴西和东南亚的白羽鸡养殖都是采用的“公司+专业养殖户”模式（我国叫“五统一”模式），但由于我国不少专业养殖户常会违约（鸡肉价格较高时，不卖给公司；价格低时全卖给公司。考虑到社会稳定，企业需自己承担损失）或是在药残控制上出现疏忽，所以“公司+专业养殖户”的养殖模式在中国并不能保证稳定的货源供应，并且还会使得养殖企业盈利出现预想不到的波动，成本也比完全自养的公司高。

肯德基在国内的第一大鸡肉供应商大成食品（也是肯德基在东南亚和台湾地区的供应商）、第三大供应商泰森新昌（也是肯德基全球鸡肉供应商）、以及河南大用、河南永达都是采用“公司+专业养殖户”的养殖模式，只有圣农发展（肯德基第二大鸡肉供应商）是采用完全自养的模式。

- ▶ **地处武夷山山区使得圣农发展在疫病爆发时仍能提供稳定货源，且自身亦能享受盈利突增：**通常情况下，大规模疫病爆发造成的损失可以推动整个养殖业变革，例如，05 年 11 月至 06 年 7 月东北和华北的禽流感疫情造成的损失，使得不少小养殖户，甚至部分大型养殖场退出白羽鸡养殖业。我国白羽鸡养殖集中在山东、河北、河南和辽宁，这四个地区一马平川且人口聚集，是疫病高发区，而优点在于地处粮食主产区，饲料成本略低，诸如大成食品、泰森新昌、河南大用、河南永达、六和集团、民和股份的养殖场都是集中分布在上述地区。我国两个疫病低发区位于四川和福建山区，这两个地区四面环山且交通不便，此外，候鸟迁徙也不会途径这两个地区，但四川和福建并非玉米和蛋白粕主产区，所以饲料成本略高。圣农发展正好地处福建的武夷山山区。
- ▶ **来自客户的赞许：**肯德基的鸡肉供货商中属大成食品的品质最好，而圣农发展是最佳的救火员。在今年年初肯德基主打缤纷全家桶时，因需求量远超预期，肯德基随即向鸡肉供货商提出多要货（每半年的供货量事先已签合同，超出的量需再议），大供货商中只有圣农发展可保证足额货源且还不上调价格。

正是依靠符合中国国情的完全自养模式、以及养殖地天然的疫病屏障，使得圣农发展在为客户提供高品质稳定货源的同时，成本还能比竞争对手低，并可避免养殖户违约或品质控制不好带来的盈利异常波动，且疫病高发期时还能享受竞争对手供货量减少带来的盈利激增。同时，**救火员的声誉**也使得圣农发展成为了肯德基在国内的第二大鸡肉供应商，未来的供货比例还将增加。对于大成食品和泰森新昌这类大型养殖公司而言，若要从目前“公司+专业养殖户”模式转为完全自养，至少需要 5 年时间（单单培育一个养殖场场长就需 3-4 年时间）。

图表 4：肯德基国内三大鸡肉战略核心供应商比较

	09年下半年 肯德基鸡肉供货比例	养殖模式	所在地区	一体化产业链
大成食品	23%	公司 + 专业养殖户	辽宁、天津、安徽	都是饲料、养殖和屠宰一体化
圣农发展	16%	完全自养	福建	
泰森新昌	13%	公司 + 专业养殖户	山东	

资料来源：中金公司研究部

图表 5：饲料与养殖业发展历程

催化剂	中国从国外引进肉比低的肉禽，以及饲料配发（添加剂、玉米和豆粕），并放弃土杂品种的养殖。	国外的肉禽品种需精细化养殖，我国散养户的恶劣环境导致疫病频发且变异。疫病造成的死亡成本高昂，使得资金实力不足的小养殖户逐步退出市场。	下游客户或消费者集中度较高并能对养殖场的供货品质施加影响，而且还对品质和供应量稳定性有比较严的标准。	饲料厂商和大型养殖场完成整合
不同阶段	散养阶段	大型养殖场吞噬小养殖户	产品品质好的大型养殖场吞噬品质差的大型养殖场	从大宗畜禽产品生产领域进入小包装品牌肉禽销售领域
		饲料厂商进入养殖业、大型养殖场自建饲料厂		
饲料生产	黄金成长期 因散养户注重价格而非品质，低端饲料厂商成长更快	产能扩张放缓，个别饲料厂商仍能快速增长 快速增长源自，大型养殖场集中度的迅速提升，带动饲料品质好且养殖技术服务到位的饲料厂商盈利快速增长。	纯粹的饲料厂商将被边缘化	
生猪养殖	养殖品种更替	大型养殖场的黄金成长期 养殖集中度快速提升	未来四、五年内还难以预见	
白羽鸡养殖	养殖品种更替	大型养殖场的黄金成长期 养殖集中度快速提升	集中度提升进程开始放缓，个别养殖场仍能快速增长，为保证品质养殖场将自建饲料厂等一体化设施 快速增长源自，客户或消费者对品质和供应量稳定性的要求不断提高，从而使得产品品质偏差或是供应量不稳定养殖场的份额逐渐降低。	
淡水鱼养殖		由于淡水湖水域都被当地政府掌控，养殖集中度难以大幅提升		

资料来源：中金公司研究部

圣农发展高利润率难以复制

完全自养的养殖模式以及养殖场坐落于山区，是圣农发展成本明显低于竞争对手的两大核心要素。要想拉低圣农发展高利润率水平，必须降低主流养殖场成本，也就是让中国大部分养殖场都采用完全自养养殖模式并将养殖场迁往山区，但这种转变在中短期内还难以预见。对于大成食品和泰森新昌这类大型养殖公司而言，若要从目前“公司+专业养殖户”模式转为完全自养，至少需要 5 年时间（单单培育一个养殖场场长就需 3-4 年时间）。

洋快餐的鸡肉采购模式

- **采购定价：成本+行业平均微薄利润率。**采购商不会保证供货商一个稳定的利润率，因为不能确认供货商成本的真实性。采购商与供货商商定合同价时，会基于采购商自身对供货商成本的测算，6 个月内猪肉和鸡肉价格走势的判断，以及采购商自身的盈利目标（有时采购商会压低供货商盈利）。其中，对 6 个月内猪肉和鸡肉价格走势的判断存在较大不确定性，倘若采购商判断失误，供货商将受益。

采购商成本核算时，是以“公司+专业养殖户”的成本为基准，因为我国绝大多数白羽鸡养殖企业都是采用“公司+专业养殖户”的养殖模式，前十大供应商中也就大成食品采用公司完全自养的模式。

采购商的定价会保证大成食品、泰森新昌等核心供应商微薄的利润率，而圣农发展凭借符合中国国情完全自养模式以及天然疫病屏障带来的成本优势，利润率要显著高于上述企业。

- **采购比例：**下一个合同期采购量会根据上一个合同期执行情况来调整。因圣农发展能提供稳定的高品质货源，同时在采购商缺货时还能原价供货，所以，圣农发展在洋快餐中的供货比例将会提升。但采购商为保障稳定的货源，以及保持对供货商的价格谈判优势，未来不会让一家供货商所占比例超过 30%。
- **合同期：6 个月。**08 年时曾出现过为期 9 个月的合同。
- **成长性：**以肯德基为例，我们判断未来 5 年肯德基的鸡肉消费量增速为 15-20%，将低于过去 5 年 20% 以上的增速，原因是洋快餐收入基数已到一定规模，未来增速不可能再现快速成长期时的水平，同时，肯德基为了更好地服务于小孩及其家长的消费者定位，未来或将在肯德基主品牌下推出符合家长口味的饭食，从而对鸡肉消费增长起到抑制作用。

图表 6：圣农发展和大成食品盈利能力比较

	2006	2007	2008	2009
圣农发展				
白羽鸡屠宰量(百万羽)	35	42	54	68
总收入(百万人民币)	577	897	1,295	1,438
毛利率	18.1%	27.2%	21.7%	20.9%
税前利润率	9.3%	18.7%	14.0%	13.9%
税前利润(百万人民币)	53.9	168.0	180.9	200.4
白羽鸡税前净利(人民币/羽)	1.5	4.0	3.4	3.0
大成食品				
白羽鸡屠宰量(百万羽)	107	115	134	
总收入(百万美元)	637	894	1,294	1,242
毛利率	8.4%	8.5%	7.4%	7.1%
税前利润率	2.9%	3.8%	2.1%	1.9%
税前利润(百万美元)	18.7	33.6	27.6	24.1
白羽鸡税前净利(美元/羽)	0.17	0.29	0.21	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

盈利预测

圣农发展年均 30% 的产销量增速目标，完全自养养殖模式和养殖场分布于山区所规避掉的盈利异常波动风险，以及完善透明的信息披露制度，使公司成为 A 股农业板块中难得的盈利持续增长白马股，净利润也可根据每年白羽鸡出栏量和每羽白羽鸡 3 元净利估算得出。我们判断 2010-2012 年白羽鸡出栏量分别是：0.96 亿羽、1.2-1.3 亿羽和 1.6 亿羽。未来可能触发盈利超预期并带来投资机会的事件主要包括：

- ▶ **净利润率超预期事件：猪价上涨，或洋快餐采购判断未来猪价（鸡肉定价参考指标）走强但实际下跌。**因猪肉是我国第一大消费肉类，猪肉价格的上涨必将带动其他肉类价格的上扬，从而拉升白羽鸡养殖净利率，例如发生在 07、08 年的情形。此外，当洋快餐采购判断未来猪价走强而实际是下跌时，因采购合同是 6 个月一签，该 6 个月内圣农发展净利润率将超预期增长。
- ▶ **销量超预期事件：洋快餐大规模促销鸡肉产品。**例如今年年初肯德基主推缤纷全家桶时，带动白羽鸡鸡肉消费量超预期增长并脱销，且市场出现供货商出栏多少采购商要多少的传言。
- ▶ **净利润率和销量均超预期事件：全国大范围出现家禽疫病。**因圣农发展养殖场位于武夷山山区，疫病较少，所以，当全国大范围爆发家禽疫病时，竞争对手的白羽鸡死亡率将骤增，从而使得圣农发展价量都受益。
- ▶ **产能扩张并吞噬竞争对手：兼并收购竞争对手。**
- ▶ **发掘出新的盈利增长点：如圣农食品快速扩张并注入。**与圣农发展定位于大宗畜产品生产不同，实际控制人旗下的圣农食品定位是品牌畜禽产品（直接面对消费者的大众消费品）。圣农食品主营小包装畜禽熟食产品（主打华南市场）和“美其乐”中西式快餐连锁店（主打二三线市场，已在福建和江西开店）。

2010 年净利润预计增长约 60%，明年增长约 35%

通胀概念，猪价上涨带动鸡肉价格上涨：鉴于去年 9-10 月华北和东北，以及今年 1-3 月全国猪病扰市，猪肉收储已于 4 月 1 日率先在云南启动，未来还将分级分批在全国展开，我们由此判断猪价将从 4 月初开始上涨，今年四季度猪价仍将维持高位，并将带动鸡肉价格上涨。我们预计洋快餐与圣农发展签订今年下半年供货合同时，将环比上调今年下半年的合同价。预计 2010 年鸡肉均价将达 10.8 元/公斤，相比去年均价提升 0.3 元/公斤；2011 年进一步涨至 11.2 元/公斤。

管理和销售费用率回落提升单羽净利：公司近两年不会大规模扩充管理和销售队伍，管理和消费费用率今明两年将持续下滑，我们预计上述两项费用率合计将由 08、09 年的 4.3% 降至 2010 年的 3.7% 和 2011 年的 3.6%。

募集资金还贷降低今年财务费用，但扩张不会使明年财务费用重回正常水平：募集资金到位前，公司用借贷或自有资金先行建设了部分募集资金投资项目；去年年底募集资金到位后，公司偿还了大量贷款，从而使得今年财务费用有望降低 1000 万元至 3000 万元。因预计公司未来三年白羽鸡出栏量要保证 30% 的增速，而且每 4000 万羽出栏量的一体化产业链投资需要 7.5 亿元，我们由此判断圣农发展今年下半年会重新借贷从而为扩张助力，预计明年财务费用将达 4700 万元。

农业板块中难得的盈利持续增长白马股，2010 年净利润预计增长约 60%，明年增长约 35%：在猪价带动鸡肉价格上涨，以及规模扩张带来费用率回落等因素的共同推动下，我们判断今明两年白羽鸡单羽净利将达 3.4 元和 3.5 元；此外，预计今明两年白羽鸡年出栏量分别为 0.96 亿羽、1.25 亿羽和 1.60 亿羽，折合净利 3.25 亿元和 4.38 亿元，同比增长 62% 和 34%。

图表 7：盈利预测及其主要假设

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产能及产销量							
饲料产能(万吨)		26	61	61	61	80	90
饲料产量(万吨)	18	22	29	35	50	65	83
饲料外销量(万吨)	0.17	0.06	0.07				
种鸡养殖产能(万枚)							
种鸡养殖产量(万枚)	5,716	6,828	8,741	9,898	14,035	18,275	23,392
YoY		19%	28%	13%	42%	30%	28%
种母鸡(万羽)	42.3	68.5	68.7	102.7	122.0	158.9	203.4
种公鸡(万羽)	5.1	8.2	8.2	12.3	14.6	19.1	25.1
合计(万羽)	47.4	76.8	77.0	115.0	136.7	178.0	228.5
母鸡产蛋数(枚/羽/年)(理论值112)	135.1	123.2	127.3	115.5	115.0	115.0	115.0
种蛋孵化产能(万羽)	6,070	6,070	7,681				
种蛋孵化雏鸡产量(万羽)	4,449	4,796	6,624	7,522	10,667	13,889	17,778
孵化得率(理论值80%)	78%	70%	76%	76%	76%	76%	76%
雏鸡外销量(万羽)	532	133	470	0	0	0	0
外售比例	9%	2%	6%	0%	0%	0%	0%
肉鸡饲养产能(万羽)	3,600	5,000	5,605				
肉鸡饲养产量(万羽)	3,532	4,229	5,399	6,770	9,600	12,500	16,000
雏鸡成活率(理论值94%)	90%	91%	88%	90%	90%	90%	90%
父母代母鸡产仔成活数(羽)	95	63	85				
肉鸡屠宰与加工产能(万羽)	7,200	9,600	9,600	9,600	11,000	14,000	19,000
肉鸡屠宰与加工量(万羽)	3,532	4,229	5,399	6,770	9,600	12,500	16,000
YoY		20%	28%	25%	42%	30%	28%
鸡肉产量(吨)	67,278	82,491	107,494	134,723	191,040	248,750	318,400
鸡肉得率(公斤/羽)	1.90	1.95	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99
肉鸡/种蛋 得率(理论值75.6%)	70%	64%	66%	68%	68%	68%	68%
收入、成本及费用							
鸡肉收入(百万元)	553	882	1,263	1,412	2,063	2,786	3,407
鸡肉单价(元/公斤)	8.2	10.7	11.7	10.5	10.8	11.2	10.7
其他业务收入(百万元)	24	15	33	26	30	30	30
营业收入(百万元)	577	897	1,295	1,438	2,093	2,816	3,437
鸡肉成本(百万元)	459	646	999	1,123	1,640	2,209	2,726
玉米	128	189	285				
豆粕	103	155	293				
折旧	38	45	69				
职工薪酬	29	42	59				
药品及疫苗费	18	26	36				
其他费用	84	108	146				
其他业务成本(百万元)	13	7	16	14	20	20	20
营业税金及附加(百万元)	0.12	0.01	0.16	0.07	0.10	0.10	0.10
鸡肉毛利(百万元)	94	236	264	289	423	577	681
毛利率	16.9%	26.8%	20.9%	20.5%	20.5%	20.7%	20.0%
换算成鸡肉毛利(元/公斤)	1.39	2.86	2.45	2.14	2.21	2.32	2.14
其他业务毛利(百万元)	11	8	17	12	10	10	10
销售费用(百万元)	15	18	22	23	30	42	58
管理费用(百万元)	17	35	34	39	48	60	77
上述两项费用率	5.5%	6.0%	4.3%	4.3%	3.7%	3.6%	3.9%
财务费用(百万元)	20	22	42	40	30	47	60
资产减值损失(百万元)	0.16	-0.08	0.20	0.04	0	0	0
营业外收入(百万元)	1.81	1.94	2.57	3.01	0	0	0
营业外支出(百万元)	0.81	2.66	3.78	1.32	0	0	0
营业外净收入(百万元)	1.00	-0.72	-1.21	1.70	0	0	0
所得税费用(百万元)	0.36	0.69	-0.42	0.03	0	0	0
净利润(百万元)	54	167	181	200	326	438	496
净利润率	9.3%	18.6%	14.0%	13.9%	15.6%	15.5%	14.4%
一羽鸡肉净利(元/羽)	1.52	3.96	3.36	2.96	3.4	3.5	3.1
一公斤鸡肉净利(元/公斤)	0.80	2.03	1.69	1.49	1.71	1.76	1.56
一公斤鸡肉费用和税金(元/公斤)	0.60	0.84	0.77	0.66	0.51	0.56	0.58
股本(百万股)	410	410	410	410	410	410	410
每股收益(元/股)	0.131	0.408	0.442	0.489	0.796	1.067	1.210

资料来源：公司数据，中金公司研究部

估值与建议

首次关注给予“审慎推荐”评级

虽然圣农发展 2010 年和 2011 年预测市盈率已高达 40 倍和 30 倍，与农业板块平均估值水平相当，但考虑到公司是农业板块中难得的盈利持续增长个股，且治理与信息披露制度相对完善透明，使得公司股票投资风险明显低于其他农业个股，我们由此给予“**审慎推荐**”评级。此外，大部分流通股东持仓成本在 28-29 元，使得股价下跌空间有限。

投资时点判断：2010 年二季度，触发因素包括猪价快速回升强化通胀预期，鸡肉价格将跟随猪价上涨。

风险

2010 年 10 月 21 日和 22 日，财务投资人股权解禁或对股价造成压力，届时倘若股价下行，将为投资人提供二次买入时机。

图表 8: 历史和预测的财务指标

(单位: 人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
损益表						
主营业务收入	553	882	1,263	1,412	2,093	2,816
主营业务利润	93	236	264	289	433	587
营业费用	-15	-18	-22	-23	-30	-42
管理费用	-17	-35	-34	-39	-48	-60
营业利润	73	191	225	239	355	485
财务费用	-20	-22	-42	-40	-30	-47
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
税前利润	54	168	181	200	325	438
净利润	54	167	181	200	325	438
每股盈利 (元)	0.15	0.45	0.49	0.49	0.79	1.07
每股股利 (元)	-	-	-	-	-	-
现金流量表						
经营活动现金流净额	91	199	263	258	361	420
投资活动现金流净额	-211	-222	-250	-454	-700	-700
融资活动现金流净额	107	42	3	517	-50	353
货币资金增加额	-14	19	16	321	-389	73
货币资金期初余额	0	62	38	95	394	5
货币资金期末余额	-14	82	54	417	5	78
资产负债表						
货币资金	62	38	95	394	5	78
应收帐款	38	47	70	71	103	139
存货	78	117	187	233	318	428
长期投资合计	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	726	883	1,060	1,407	2,014	2,694
无形资产及其他资产	18	35	35	36	51	61
资产合计	1,014	1,130	1,463	2,179	2,538	3,462
短期借款	369	405	508	228	228	428
应付帐款	42	58	75	57	68	92
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	1	1	-0	-0	-	-
长期借款	-	25	45	150	150	350
股本	-	-	-	-	410	410
储备和未分配利润	447	566	666	1,580	1,495	1,932
负债和所有者权益合计	1,014	1,130	1,463	2,179	2,538	3,462

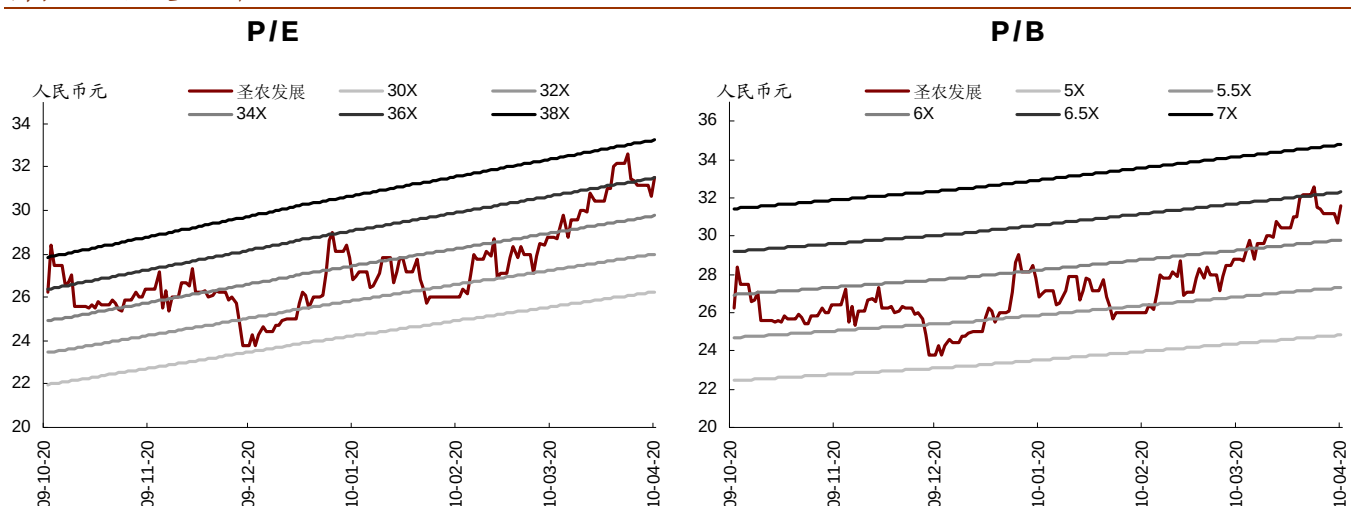
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 9：可比公司估值

公司 (收盘于2010-4-20)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
A股																	
农业上游（农资及农产品生产企业）																	
獐子岛	002069.SZ	审慎推荐	30.5	17.4	15.9	4.6	3.9	3.4	15.0	22.2	21.5	3.6	5.7	6.3	23.8	13.2	21.4
好当家	600467.SH	审慎推荐	93.7	58.6	39.4	5.5	5.2	4.6	5.9	8.8	11.8	0.5	0.3	0.5	47.9	34.5	25.7
通威股份	600438.SH	中性	52.7	40.5	36.2	6.2	5.4	4.7	11.8	14.9	14.5	0.2	0.3	0.3	11.6	9.9	8.8
北大荒	600598.SH	中性	43.6	39.2	36.2	4.5	4.4	4.3	10.4	11.2	11.8	1.8	2.0	2.2	25.3	23.2	22.3
正邦科技	002157.SZ	审慎推荐	75.7	36.5	26.0	9.7	4.9	4.1	12.8	13.4	15.9	0.0	0.0	0.0	14.6	5.7	4.4
新农开发	600359.SH	中性	97.2	51.7	48.8	5.8	5.3	5.1	6.0	10.3	10.4	0.5	1.0	1.0	29.0	21.3	20.3
上游平均			65.5	40.7	33.7	6.0	4.8	4.4	10.3	13.5	14.3	1.1	1.6	1.7	25.4	18.0	17.1
上游平均（剔除新农开发）			59.2	38.4	30.7	6.1	4.7	4.2	11.2	14.1	15.1	1.2	1.7	1.9	24.6	17.3	16.5
农业下游（农产品流通及加工企业）																	
中粮屯河	600737.SH	中性	55.0	53.1	36.3	4.6	4.3	3.8	8.4	8.0	10.5	0.0	0.0	0.0	23.2	22.5	17.9
南宁糖业	000911.SZ	中性	46.5	16.8	23.3	4.3	3.5	3.4	9.1	21.0	14.4	1.1	3.0	2.1	14.0	9.5	11.2
东方海洋	002086.SZ	中性	53.5	48.4	47.8	2.8	2.6	2.5	5.2	5.4	5.2	0.0	0.0	0.0	28.0	25.1	23.9
新五丰	600975.SH	中性	86.2	41.8	37.0	4.3	4.0	3.8	5.0	9.6	10.3	0.6	1.2	1.4	31.1	24.1	21.8
国投中鲁	600962.SH	中性	407.7	39.7	25.3	2.9	2.7	2.5	0.7	6.8	9.8	0.1	0.7	1.1	23.8	21.5	16.1
福成五丰	600965.SH	减持	403.9	119.2	69.9	3.8	3.7	3.6	0.9	3.1	5.1	0.1	0.3	0.6	66.6	49.5	37.3
丰原生化	000930.SZ	中性	37.1	21.5	19.6	4.3	3.7	3.1	11.7	17.0	15.7	0.4	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
下游平均			155.7	48.6	37.0	3.9	3.5	3.2	5.9	10.1	10.1	0.3	0.7	0.7	31.1	25.4	21.4
下游平均（剔除福成五丰）			114.3	36.9	31.6	3.9	3.5	3.2	6.7	11.3	11.0	0.3	0.8	0.8	24.0	20.6	18.2
A股覆盖总体平均			114.1	44.9	35.5	4.9	4.1	3.7	7.9	11.7	12.1	0.7	1.1	1.2	28.2	21.7	19.2
A股覆盖总体平均（剔除新农开发和福成五丰）			89.3	37.6	31.2	4.9	4.0	3.6	8.7	12.6	12.8	0.7	1.2	1.3	24.3	18.9	17.3

资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 10：历史 P/E 和 P/B



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。