

鸡肉标杆企业 健康经济龙头

——圣农发展（002299）调研报告

2010年4月28日

强烈推荐/维持

圣农发展

调研报告

报告摘要：

- 公司核心竞争力在于通过独创“四自”（自繁自养自宰自销一体化）模式打造“四性”（鸡肉的高品质特性、安全可追溯性、成本可控性和盈利稳定性），发展成为我国一体化规模最大的养鸡企业，目标直指“我国最重要优质鸡肉供应商”，创造了内涵丰富的“圣农经验”。公司肉鸡源自美国艾维茵鸡从小到大投喂不含激素的自产饲料，全程封闭可控式一体化模式使鸡肉具有有机食品的特质，连续四年获得肯德基质量评比第一名；鉴于鸡肉本身的高营养价值及其对低营养价值红肉的替代，公司既是业内学习标杆，更堪称我国健康经济龙头
- 大客户快速稳定增长、管理技术优秀、自然环境独特、当地政府大力支持、熟食业务逐步做大做强等，达到最终彻底完善产业链，成为公司的突出优势。公司以快餐和食品加工企业等为主的大客户对鸡肉的需求将保持较高增长；公司管理团队皆为具有多年养鸡经验的专业人士或职业经理人，对公司发展充满信心；公司所处武夷山区相对封闭，养殖场多在山坳间且每个相隔5公里，避免了疫情的感染和传播；当地政府在土地、税收等方面的大力支持，成为公司进一步发展的强大后盾；熟食业务是公司未来发展方向之一，今年1季度已开始盈利，此业务一旦盈利较强则会注入从而最终彻底完善产业链
- 三年内当地产能翻番、三年后期待更多。公司计划三年内肉鸡产能从09年的9600万羽增加到近2亿羽约翻一番；三年后公司将选择南平市内其余九县进行开发，以及离生产销售区近、交通便利、人口较少地势偏僻但不封闭的省区，未来8年或更长一些时间总产能达到8亿羽左右。同时考虑到大举扩张需要一次性大量投入，公司或将兼并有一体化潜力的企业
- 业绩预测与投资建议 综合考虑公司各方面的优势和实际成长性，我们预计2010-2012年净利润增速将达58.89%、57%和32%，对应EPS为0.78元、1.22元和1.60元。公司行业归属为农业（养殖业），收入与利润来源于食品加工环节。综合考虑，以养殖业地板式估值水平45倍PE测算，2011年目标价55元左右，与当前股价相比还有70%以上空间，故维持强烈推荐评级。

财务指标预测（百万元）

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入	1,295.35	1,437.69	2242.94	2892.71	3688.21
增长率	44.33%	10.99%	56.01%	28.97%	27.50%
净利润	181.34	200.39	318.40	500.84	657.15
增长率	8.37%	10.50%	58.89%	57.30%	31.21%
EPS（元）	0.491	0.533	0.78	1.22	1.60
ROE	29.44%	17.84%	16.42%	17.24%	18.10%
PE	-	47	45	29	22

刘家伟

食品饮料行业分析师

010-66507309

liujw@dxzq.net.cn

王昕 联系人

010-6650 7312

wangxin@dxzq.net.cn

资产负债表数据

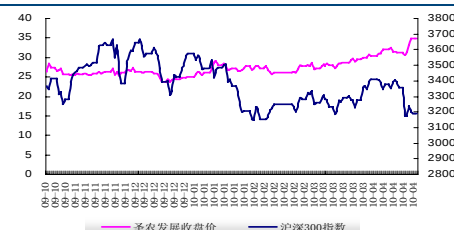
(4.26)

总资产（百万元）	2179.19
股东权益（百万元）	1579.81
每股净资产（元）	3.85
市净率（X）	9.06
负债率（%）	27.5

交易数据

52周股价区间（元）	
总市值（万元）	1400000
流通市值（万元）	140000
总股本/流通A股	1/10
流通B股/H股	
52周日均换手率	

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

- 1.《圣农发展：自养自宰的高品质鸡肉大腕——圣农发展（002299）新股定价报告》 2009.10.6
- 2.《受益自养自宰 预期更可向好——圣农发展（002299）09年报点评》 2010.3.26
- 3.《东兴证券研究所 2010 年联合调研系列之一：海西大消费品之圣农发展》 2010.4.3

目 录

1.核心竞争力：“四自”打造“四性”形成“圣农经验”雏形	4
1.1“自繁”：确保鸡肉高品质基因	5
1.2“自养”：实现肉鸡生长过程质量与成本的可控性	6
1.3“自宰”：保证鸡肉肉质与食品安全	7
1.4“自销”：自己掌控并优化客户结构，有效克服市场波动	8
2.更多突出优势：同行亦难可比	9
2.1 大客户资源稳定增长带来可观需求	9
2.2 自然条件和政府资源等：有效突破行业壁垒	10
2.3 满怀信心的管理团队：企业优势和成长性的有力保障	11
2.4 熟食业务正在走向盈利：将彻底完善产业链	11
3.未来成长：主要看五个层面	12
3.1 我国鸡肉行业增速将继续大大高于全球	12
3.2 三年内光泽县境内业务规模可望翻番，仍不能满足鸡肉需求	14
3.3 三年后可实施附近县域扩张	15
3.4 祖代鸡养殖增加利润 0.05 元/羽、熟食业务一旦盈利较好将全部注入	16
3.5 行业兼并收购一旦成熟就会实施	17
4.盈利预测、估值与投资建议	17
4.1 四个关键假设	17
4.2 盈利预测：未来三年复合增长率 45%以上	18
4.3 估值讨论：以养殖业地板式 PE45 倍估值具有合理性	18
4.4 投资建议：2011 年目标价 55 元，维持强烈推荐评级	18
5.风险提示	19

表格目录

表 1: 圣农发展重大事件.....	5
表 2: 现代商品肉鸡的主要品种及基本特点.....	5
表 3: 国内肉鸡不同饲养模式及其特点.....	6
表 4: 圣农发展肉鸡养殖过程的主要设备和来源.....	6
表 5: 圣农发展项目系统和设备来源.....	7
表 6: 圣农发展质量管理体系与品质控制规范.....	7
表 7 我国有机食品的判断标准.....	7
表 8: 圣农发展四类销售渠道基本情况.....	8
表 9: 2006-2009 年圣农发展分渠道收入及占比情况.....	9
表 10: 进入肉鸡饲养行业的主要障碍.....	10
表 11: 我国禽流感的地域角度分析与时空模式.....	11
表 12: 红肉白肉及鸡肉的主要品种、特点及营养保健价值.....	13
表 13: 1990-2008 我国鸡肉与猪肉及全球鸡肉产销及增速对比.....	13
表 14: 2009 年公司主要销地营业收入和增速.....	15
表 15: 2005-2008 年饲料厂、孵化场、种/肉鸡场和加工厂新增产能.....	15
表 16: 2006-2008 肉鸡饲养、加工、屠宰和销售量与增长率.....	15
表 17: 2009A—2010E 公司各环节产能.....	15
表 18 圣农发展 DCF 估值结果.....	18
表 19: 2010-2014E 圣农发展业绩预测（DCF 估值版）.....	19

插图目录

图 1: “圣农经验”的核心内容.....	4
图 2: 圣农发展自产饲料配比构成.....	6
图 3: 圣农发展成本构成.....	6
图 4: 圣农发展四自模式因果关系图.....	8
图 5: 圣农发展 2006-2009 主营业务毛利率对照.....	8
图 6: 圣农发展 2007-2009 前五大客户销售额占比.....	8
图 7: 2006-2009 年公司主要销售渠道收入占比.....	10
图 8: 我国鸡肉行业持续快速增长的五大驱动因素.....	13
图 9: 2008 年中外人均鸡肉消费量.....	13
图 10: 2008 年世界主要国家鸡肉出口的全球占比.....	13
图 11: 2008 年世界主要国家人均每日鸡肉消费量对比（克）.....	14
图 12: 2005.4-2010.3 国家发改委发布 36 城市鲜猪肉和白条鸡月度零售价.....	14
图 13: 2006-2018E 公司产能产量及增速.....	17

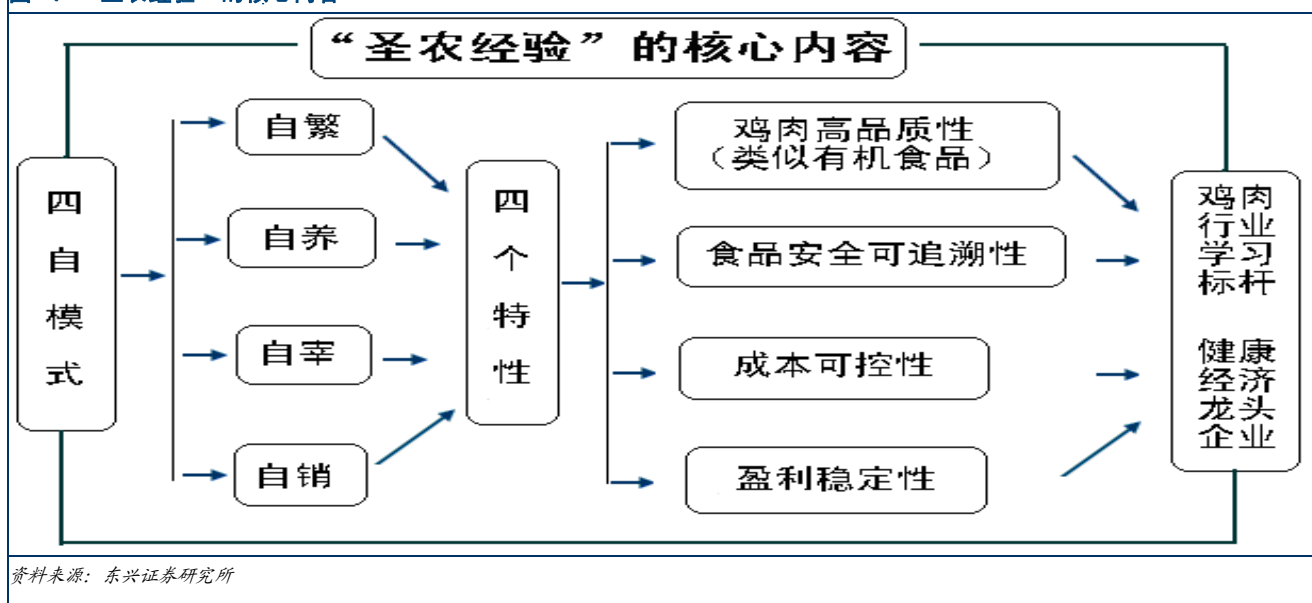
3月下旬我们与部分机构一起对公司进行了联合调研，公司也成为“2010年东兴证券研究所海西大消费品联合调研”的最后一站。通过实地考察公司饲料厂、屠宰车间，与公司主要高管的持续交流，我们获悉公司已成为全国鸡肉行业争相学习的标杆企业，许多做法和模式等被提升到“圣农经验”高度。那么，“圣农经验”的内涵是什么？带来哪些启示？公司在养殖规模、鸡肉产量等指标上已经成为全国或区域老大的情况下还会有多少成长空间？对于这样的标杆式企业和健康经济龙头，资本市场应该给予怎样的合理估值？

本报告试图就上述几个重要方面予以阐释和回答。需要说明的是，自打公司IPO路演开始，我们就对其进行了持续跟踪。我们在《自养自宰的高品质鸡肉大腕——圣农发展（002299）新股定价报告》中将其二级市场合理估值区间界定为25元~29元之间，经过对公司的实地考察和深入持续的交流后发现，我们的估值有些保守且并不全面。公司作为09年10月登陆深交所中小板的新锐，其价值越来越存在被低估之嫌，甚至仍处“深闺”之中。

1.核心竞争力：“四自”打造“四性” 形成“圣农经验”雏形

我们认为，用“自繁自养自宰自销”的“四自模式”取代此前被较为广泛知晓的“自养自宰”的“二自模式”，可以更为完整准确地概括公司的全产业链或盈利模式，因为“四自模式”成就了公司最大的特色——鸡肉养殖加工产业一体化，并产生了独特的“四性”——鸡肉的高品质性、安全可追溯性、成本可控性和盈利稳定性。尤其是其鸡肉的高品质几乎可以说是“有机食品”。全国独此一家的鸡肉产业一体化模式对于消费升级、强化食品安全及营养健康的现代社会来说，意义非常重大，它可以完全符合这个时代对食品的种种诉求，从而也会成为这个时代追捧的偶像——发展健康经济的龙头……这正是“圣农经验”的核心内容和公司的核心竞争力所在。

图 1：“圣农经验”的核心内容



1.1 “自繁”：确保鸡肉高品质基因

公司养鸡的历史起步于 1983 年至今已有 27 年，创始人就是现任董事长、总经理傅光明先生。公司养鸡从父母代种鸡养殖开始，最近又决定从 2011 年开始延伸至“祖代”种鸡养殖，将种鸡来源再提升一个档次，从而保证种鸡的基因更加纯正。正是这种从种鸡源头开始就自己繁育的做法，确保了鸡肉的高品质特性。据公司介绍，其肉鸡种苗由世界最优品种之一的美国“艾维茵”祖代肉鸡繁育，不仅成长快，而且肉质好，营养价值高，特别适合年轻消费群体的快餐式消费，单只鸡重量一般在 4.5 斤左右，鸡胸肉的营养价值比其他部位高很多。

表 1：圣农发展重大事件

日期	主要事件
1983	公司董事长、总经理傅光明先生开始养鸡，随后成立“福建省光泽县鸡业有限公司”
1993.1.16	“福建省光泽县鸡业有限公司”更名为“福建省圣农实业有限公司”（即“圣农实业”）
1999.12.21	“福建省光泽县光大肉鸡有限公司”成立
2003.9.4	“福建省光泽县光大肉鸡有限公司”更名为“福建省光泽县圣农发展有限公司”
2003.11.24	“福建省光泽县圣农发展有限公司”更名为“福建圣农发展有限公司”（即“圣农有限”）
2006.10.17	“福建圣农发展有限公司”整体变更设立为“福建圣农发展股份有限公司”
2009.10.21	“福建圣农发展股份有限公司”在深交所中小板上市，股票简称“圣农发展”

资料来源：东兴证券研究所根据公司招股说明书等资料整理

表 2：现代商品肉鸡的主要品种及基本特点

序号	品种	产地及来源	基本特点	肉鸡体重与肉料比
1	艾维茵白羽肉鸡	美国艾维茵国际禽业公司培育	选用产蛋高的母系鸡与成活率高、增重快的父系鸡育成的品系配套肉鸡	父母代种母鸡 24 周龄体重 2.57-2.72kg；66 周龄体重 3.58-3.74kg。
2	AA 白羽肉鸡，或双 A 鸡、爱拔益加肉鸡	美国爱拔益加种鸡公司培育而成	生长快、耗料少、耐粗饲、适应性和抗病力强；羽毛整齐，均匀度好。	平均 6 周体重 1.86kg，耗料 5.87kg，肉料比 1：2.14
3	彼德逊白羽肉鸡	美国彼德逊公司推出	-	父母代种母鸡 24 周龄体重为 2.57-2.68kg
4	狄高红羽肉鸡	澳大利亚狄高公司培育	-	父母代母鸡 24 周龄体重为 2.5kg，66 周龄体重为 3-3.5kg。肉料比为 1：1.77
5	红波红羽肉鸡，又名红宝	加拿大谢弗种鸡有限公司培育	黄喙、黄脚、黄皮肤“三黄”特征	父母代母鸡 24 周龄体重 2.22-2.38kg，66 周龄体重 3-3.2kg。肉料比 1：2.2。
6	海佩科红羽肉鸡	荷兰培育	羽毛大部分为红色，杂有少许白羽	64 周龄体重 3.4-3.5kg，总耗料 51.5-53.5kg
7	黄羽肉鸡	我国地方黄羽鸡种与引进肉鸡品种杂交选育而成	分三种：（1）石岐杂肉鸡。产于广东中山市，母鸡体羽麻黄、公鸡红黄羽，皮肤橙黄。（2）新兴黄鸡 2 号。华南农大与温氏南方家禽育种公司合作培育，抗逆性强。（3）岭南黄鸡，广东农科院畜牧研究所培育，生产性能高、抗逆性强，体型外貌美观，肉质好和“三黄”特征。	
注	现代生产商品肉鸡，普遍应用以现代育种理论和方法培育成的品系配套杂交鸡，一般品系配套，父系与母系分别为不同的两个品种，父系毛色有白色有色羽两种，白羽生长速度、饲料转化率、经济效益等都优于有色肉鸡。白羽肉鸡在当代世界肉鸡业中占绝对多数。现代白羽肉鸡，父系多为生长速度快，胸肉、腿肉发育好的考尼斯鸡；母系多为产蛋量较高，而且肉用性能也好的白洛克鸡。经过双杂交制出的商品代肉鸡，生长快，饲料转化率高，7 周龄体重可达 2.0kg 以上，每 kg 体重耗料在 1.8~2.0kg。目前，世界上有几十家家禽育种公司，其中美国占绝大多数。			

资料来源：东兴证券研究所，兽药供求网等

1.2 “自养”：实现肉鸡生长过程质量与成本的可控性

公司拥有 3 个饲料厂，单班产能达到 61 万吨，主要原料玉米多来自东北等北方地区，豆粕主要来自福建、江浙等南方地区。玉米豆粕和鱼粉等占 60%、30%和 10%，绝不添加激素，因而可称得上“绿色饲料”。

公司饲料完全自己配制且实现电子化管理，根据鸡处在不同的养殖阶段，喂不同蛋白质含量的饲料，确保鸡只生长过程中料肉比合理且营养价值丰富。公司拥有世界先进/国内领先的肉鸡饲养设备：种鸡、肉鸡饲养的饮水、喂料、通风和保温系统分别引自美国 VAL 公司、比利时 ROXELL 公司、意大利 MUNTER 公司和法国 SBM 公司。

公司通过自己的专业养殖人员，科学喂养，特别是给自己育雏的小鸡投喂自己生产的绿色饲料、呼吸纯净的空气、喝洁净的水、享受合理的活动空间（确保小鸡在生长过程中能够享受“动物福利”，每只鸡占用鸡舍面积不低于 0.064 m²）、限时限量喂药、定期消毒、预防、免疫、监测等，确保鸡肉不含任何有害人体的物质，达到品质卓越。公司采取全内部养殖法，与传统的“公司+农户”法相比具有成本可控、安全可追溯、养殖科学化等特点，不仅节约了期间包装等费用确保稳定的毛利率，而且通过先进的养殖设备和方法提高了鸡只的存活率和健康率，减少了疫病传播风险。

表 3：国内肉鸡不同饲养模式及其特点

生产模式	农户饲养	基地饲养	公司自养	备注
特点	投资少，规模小，饲养水平参差不齐，兽药残留难控制，产量不稳定	投资大，投资主体多元化，产量稳定，通常采用“五统一”方式，但需要公司较强的对基地的管理和约束能力	投资大，投资主体单一，产量稳定，公司对饲养场有完全的控制力，食品安全体系可测可控有效	“五统一”指“统一供雏、供料、防疫、收购和加工”

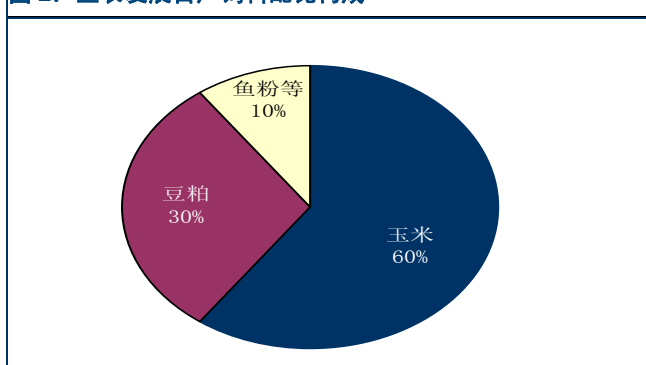
资料来源：东兴证券研究所根据公司招股说明书整理

表 4：圣农发展肉鸡养殖过程的主要设备和来源

项目系统	来源	项目系统	来源
喂料系统	引自比利时 ROXELL 公司	保温系统	引自法国 SBM 公司
种鸡、肉鸡饲养的饮水系统	引自美国 VAL 公司	肉鸡屠宰加工生产线系统	引自丹麦 LINCO 公司
通风系统	引自意大利 MUNTER 公司		

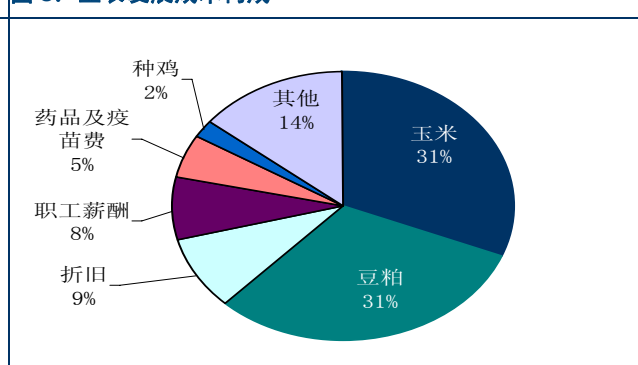
资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 2：圣农发展自产饲料配比构成



资料来源：东兴证券研究所

图 3：圣农发展成本构成



资料来源：美国农业部（USDA）

1.3 “自宰”：保证鸡肉肉质与食品安全

公司拥有世界先进水平的现代化屠宰加工生产线，使用了全自动掏膛、吸肺、内外冲洗系统，电刺，风冷系统及宰后在线同步检验系统，在加工环节保证了鸡肉的肉质与食品安全（有效防控感染各类疾病）。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。由于养殖过程的可控性，公司养鸡 27 年来从未发生过疫情和重大禽病（04~06 年我国大规模禽流感发生期间也未发生直接损失）；“圣农”牌冻鸡产品生产过程已通过 ISO9001 国际质量管理体系和 ISO14001 国际环境管理体系认证以及 HACCP 体系认证，“圣农”牌冻鸡成为福建省名牌产品；2009 年 4 月“圣农”商标被国家工商总局商标局评定为中国驰名商标。

表 5：圣农发展项目系统和设备来源

项目系统	来源
现代化肉鸡屠宰加工生产线	采用全球领先的全自动掏膛、吸肺、内外冲洗技术，减少了人工与鸡胴体的接触，避免了二次污染
配置了“宰后在线同步检验系统”，实现了兽医“实时在线检验肉鸡内脏状况”	发现问题鸡只，可立即对问题鸡只自动卸载，节约了时间，保证了鸡只全部都能在线检查、不漏检
采用了电刺、风冷技术	增加了排酸工艺，鸡肉经排酸之后，肉质更为鲜嫩
采用了丹麦哈斯莱夫公司（HARSLEFF）干燥蒸煮器技术	对宰杀过程中产生的部分下脚料（如羽毛、鸡肠等）进行高温高压处理，有效解决了肉鸡加工过程中部分鸡下脚料处理问题

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

表 6：圣农发展质量管理体系与品质控制规范

生产环节	规范名称	主要内容
饲料加工	《饲料品质控制标准》	对原料接收、配料、制粒、成品验收等各个环节的质量控制项目、方法、指标、检验频次等进行了规定，保证饲料品质符合国家标准和公司种、肉鸡饲养的需要。
种鸡养殖	《种鸡生产质量控制规程》	按照种鸡生长的不同阶段制定了标准化生产操作程序。对公司购进的种雏严格要求其来自非疫区、符合品种特征；在育成及产蛋阶段按照品种质量要求进行选育。
种蛋孵化	《种蛋品质控制规程》和《孵化厂管理手册》	规定了种蛋、孵化、雏鸡等质量控制指标。
肉鸡饲养	《肉鸡饲养品质控制规程》和《肉鸡饲养管理手册》	对育雏准备、雏鸡接收以及肉鸡生长制定了质量控制指标，保证肉鸡健康生长，品质优良。
屠宰加工	《冻鸡品质控制规范》	明确了肉鸡屠宰加工过程中各个车间流水线工序的质量检验、检疫标准，同时引入了良好操作规范和卫生标准操作程序，保证肉鸡加工产品的食品安全和质量。

资料来源：东兴证券研究所，公司招股说明书

表 7 我国有机食品的判断标准

序号	主要标准
1	原料来自于有机农业生产体系或野生天然产品；
2	有机食品在生产和加工过程中必须严格遵循有机食品生产、采集、加工、包装、贮藏、运输标准，禁止使用化学合成的农药、化肥、激素、抗生素、食品添加剂等，禁止使用基因工程技术及该技术的产物及其衍生物。
3	有机食品生产和加工过程中必须建立严格的质量管理体系、生产过程控制体系和追踪体系，因此一般需要有转换期；这个转换过程一般需要 2-3 年时间，才能够被批准为有机食品。
4	有机食品必须通过合法的有机食品认证机构的认证。

资料来源：东兴证券研究所

1.4 “自销”：自己掌控并优化客户结构，有效克服市场波动

由于采取自繁自养自宰模式，鸡肉生产各个环节实现了可控性、均衡性和标准化作业，带来了产品的规模化、品质稳定性及供应均衡性，有利于开展有别于许多同行的直销和经销，实现销售渠道的多元化。

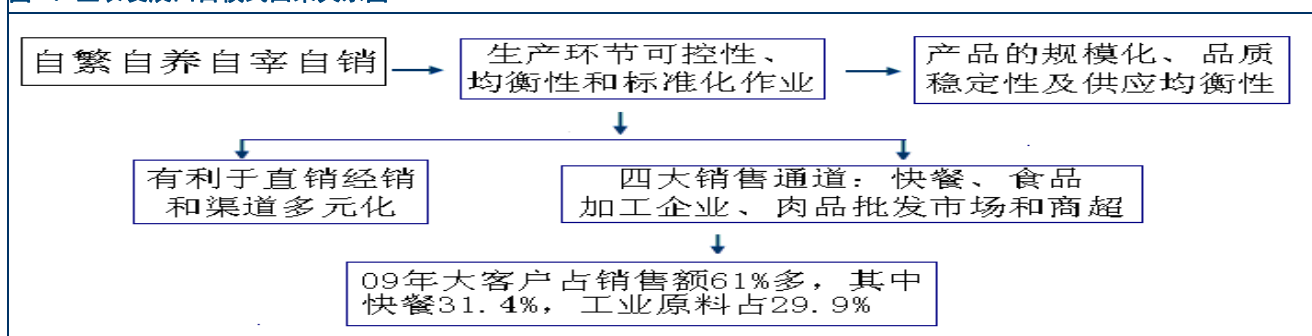
直销方面：获得肯德基等快餐客户及食品工业企业等大客户，09 年稳定增长的大客户销售额占到整体销售额的 1/4 以上；经销方面，主要是公司与独立第三方签订区域经销合同，授权其独家经销公司产品；渠道多元化方面：公司形成了包括快餐、食品加工企业、肉品批发市场和商超等在内的四大销售通道，分别销售鸡腿鸡翅、鸡胸、鸡爪等。

表 8：圣农发展四类销售渠道基本情况

排序	渠道名称	主要特点
1	快餐（肯德基、德克士等快餐企业）	主要销售鸡腿、鸡翅等
2	食品工业企业（铭基、福喜、双汇、万威客、太太乐等）	主要销售鸡胸
3	肉品批发市场	主要销售鸡爪、鸡胗、鸡骨架等
4	零售渠道（商超等）	主要销售鸡肉、鸡爪、鸡内脏等，不过占比较低

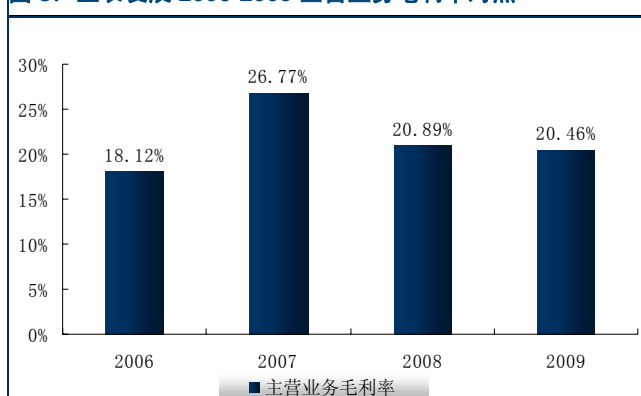
资料来源：东兴证券研究所，公司招股说明书

图 4：圣农发展四自模式因果关系图



资料来源：东兴证券研究所

图 5：圣农发展 2006-2009 主营业务毛利率对照



资料来源：东兴证券研究所

图 6：圣农发展 2007-2009 前五大客户销售额占比



资料来源：美国农业部（USDA）

2.更多突出优势：同行亦难可比

2.1 大客户资源稳定增长带来可观需求

鸡肉需求一般来自快餐、加工企业、宾馆饭店以及家庭个人等，公司鸡肉的高品质使得目前处于供不应求状态，有相当部分通过固定的大客户销售。公司的大客户主要有三部分：以肯德基、麦当劳为代表的快餐业，以双汇、太太乐等为代表的食品加工业以及肉批市场。这三部分客户都呈现业务扩张或增长，特别是快餐行业 09 年增速达到 22%，居三项主要渠道增幅之首，从而对鸡肉需求也呈现快速增长态势。

从增长最快的快餐业看，公司从 94 年开始与肯德基合作已有十余年时间，如今已成为肯德基的三大战略供应商之一，是福喜、铭基等的主要供应商之一，肯德基、麦当劳作为公司的大客户，销售额和销量占比大约为 1/4，其中公司占肯德基鸡肉供应的 20%，肯德基占公司收入的 24%。公司（以及其他两个战略供应商辽宁大成和山东新昌）与肯德基的合作采用成本加成，每半年根据饲料原粮玉米豆粕价格加上合理利润率来协商价格，当期间成本出现大幅变化时采取补差价做法，这样能够较好地保证价格的稳定性或延续性。肉批市场方面，公司主要采取独占经销商制度，每个市设唯一的经销商，主要市场集中在省内和部分南方地区。

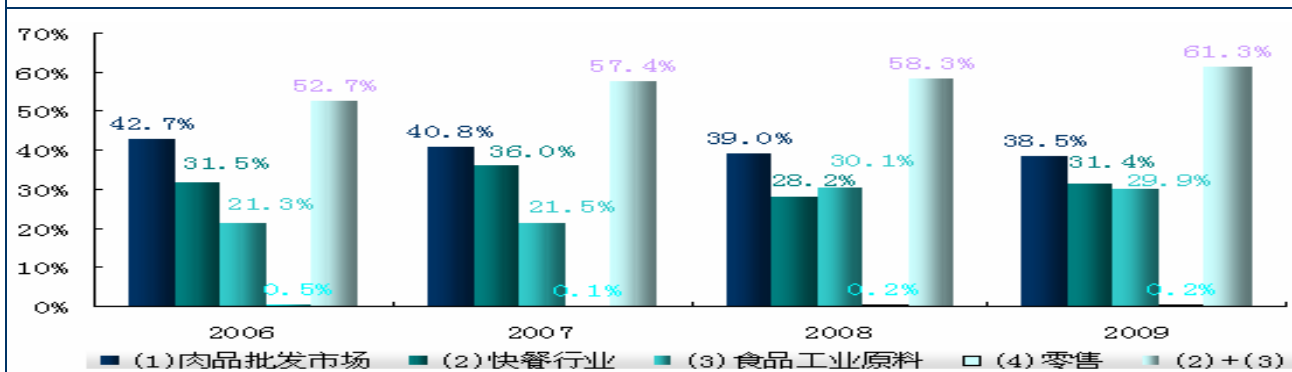
随着城市化进程的推进，人们生产生活节奏加快，快餐行业在中国增长速度将会不断加快，增长空间巨大，对鸡肉的需求也将大幅增长，公司也将获益巨大。这里可从四个角度去分析：一是中美鸡肉消费对比差距巨大。如美国 2 亿多人口，鸡肉消费额达到 100 多亿美元，我国 13 亿人口，只消费鸡肉 32 亿美元，悬殊巨大，也意味着成长空间巨大。二是从鸡肉消费大户肯德基和麦当劳的成长性看空间很大。肯德基在美国有 7000 家门店，在中国只有 2000 家，要赶上美国，还有 5000 家距离，以每年新开门店约 500 家，还需要增开 10 年，年增速可达 20%-25%。麦当劳计划 3-5 年在中国新开 2000 家，5 年后增加 2 倍，2010 年新增 150-175 家，目前中国麦当劳有 1100 多家，预计今年增速 13%-15% 左右。三是我国城市化进程加快对鸡肉快餐需求加大。我国城市化正朝着向二、三线城市和城镇发展，国内外快餐大户也在加快同样的布局进程，公司作为快餐行业的供应商必将伴二三线城市甚至城镇快餐的蓬勃发展而发展。四是我国鸡肉产业最近 19 年（1990-2008）期间的产销增速高达 9.2% 以上，远远高于同期的猪肉增速以及全球的鸡肉增速。

表 9：2006-2009 年圣农发展分渠道收入及占比情况

分渠道	营业收入占比				收入（万元）			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
(1)肉品批发市场	42.7%	40.8%	39.0%	38.5%	24,617.44	36,586.17	50,492.69	54,290.26
(2)快餐行业	31.5%	36.0%	28.2%	31.4%	18,140.76	32,277.92	36,461.39	44,365.24
(3)食品工业原料	21.3%	21.5%	30.1%	29.9%	12,257.27	19,269.76	38,986.58	42,209.27
(4)零售	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	270.04	111.89	314.36	330.05
(2)+(3)	52.7%	57.4%	58.3%	61.3%	30398.03	51547.68	75447.97	86,574.51
合计	95.85%	98.33%	97.47%	100.00%	55285.51	88245.74	126255.02	141,194.82

资料来源：东兴证券研究所，公司招股说明书

图 7：2006-2009 年公司主要销售渠道收入占比



资料来源：东兴证券研究所工具公司招股说明书和 09 年报整理

2.2 自然条件和政府资源等：有效突破行业壁垒

大规模肉鸡生产关键在于防疫，肉鸡饲养场地一般要选择地势高、隔离条件好、周边人员活动少、污染源少的区域，这样才可以具备较大环境可承载负荷。

我国前十大肉鸡企业只有公司位于森林覆盖率超过 70% 的南方武夷山地区，这为禽类养殖防疫提供了天然的屏障，这也是公司多年来从未遭遇禽流感的重要原因。禽流感传播主要通过候鸟和人类，光泽县不在候鸟迁徙带避免了难以防范的空中风险；公司肉鸡养殖场基本都在武夷山坳间且每个厂相隔至少 5 公里，相对封闭的环境给养殖提供了较为安全的场所；光泽县目前有人口 16 万多，土地面积 2 万多平方公里，人均土地面积远高于传统的山东、东北等密集的肉鸡养殖地区，这就降低了禽流感发生和传播的可能，从根本上保证了肉鸡养殖生产环境的安全，而且也大部分杜绝了因人类活动而造成疾病。

公司是光泽县的纳税大户，同时公司占光泽县 GDP 约 40%，当地政府对公司的支持可以说是大力加全力，包括养殖加工用地、所得税减免、招工用人、环境保护等各方面，政府的支持不仅使得公司没有后顾之忧，而且还拥有未来发展的资源潜力优势，这些都是同行企业所无法超越的。

表 10：进入肉鸡饲养行业的主要障碍

主要壁垒	基本要求
1. 饲养环境要求较高	对于大规模肉鸡生产而言，防疫是关键，对饲养环境要求较高。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。对于大规模生产企业来说，需要肉鸡饲养所在地具备较大环境可承载负荷。
2. 资金壁垒	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立。
3. 技术壁垒	国内市场上，一些国际性客户产品标准和检测方法也逐渐向发达国家标准靠拢。从事大规模一体化生产的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。
4. 人才壁垒	大规模产业化的肉鸡生产涉及诸多专业技术领域，尤其需要大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，各类人才的有机协调与磨合搭配，才能使企业综合技术水平得到最大限度的发挥。技术人员的培养与经验的积累都需要较长时间，使得该行业存在一定的人才壁垒。
5. 其他壁垒	采用其他经营模式的肉鸡企业转为采用一体化自养自宰模式，存在管理、资金、地域环境等方面的约束。

资料来源：东兴证券研究所

表 11：我国禽流感的地域角度分析与时空模式

时间	高风险区域及分布状况	总的时空模式
1 月	华南	1-5 月 高风险区随气温升高而从我国低纬度地区逐渐向高纬度地区移动
2 月	向北扩展，主要分布在华南、西南南部、华中南部与华东南部	
3 月	向北移动，主要分布于华中、华东南部、西南东部、华北南部与新疆；华南与西南南部	
4 月	继续北移，主要分布在长江以南	6-8 月 全国大部地区平均气温 20℃ 以上，风险区域较少，高风险区基本分布在青海、西藏、四川，可能与青藏高原的特殊气候有关，其他省份处于低风险
5 月	进一步北移，主要分布在东北南部、青藏高原与内蒙古自治区	
6-8 月	主要集中在青藏高原	
9 月	主要分布在东北南部、青藏高原与内蒙古自治区	9-12 月 高风险区随气温下降而从我国高纬度地区逐渐移回低纬度地区
10 月	南移，主要分布在西北、西南南部、华北南部与东北南部	
11 月	继续南移，主要分布在华东、华中、华北南部、西南南部	
12 月	进一步南移，主要分布在华东、华中、华南与西南南部	

资料来源：东兴证券研究所

2.3 满怀信心的管理团队：企业优势和成长性的有力保障

公司的生产技术人员拥有 20 余年肉鸡生产、加工经验，在肉鸡饲养和鸡肉加工的主要生产环节，实现了生产自动化、生产工艺标准化、品质控制规范化、日常管理制度化，保证了高品质鸡肉产品的稳定生产供应。

公司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管理人员，并培养了一大批场（厂、站）长等基层管理干部、专业兽医技术人员，公司 10 年以上养鸡经验者有 1500 多人；养鸡三年才能当鸡场场长；董事长本人养鸡 27 年等，这些都为公司专业化养殖加工提供了良好的基础。公司长期以来采用一体化自养自宰经营模式，培养了一批能够熟练管理多个生产环节、制定均衡生产计划的专业管理人员。公司聘请百胜和肯德基管理人员任职，对于公司更全面了解下游链条提供了无可比拟的优势。

公司坚持“四不做”原则即离开鸡不做、无资金不做、不熟悉的业务不做、无人才不做，正是在这种严格的目标和原则下，公司形成了清晰的战略、良好的企业文化和制度，为公司的可持续发展提供了有力的保障。

2.4 熟食业务正在走向盈利：将彻底完善产业链

公司销售的产品主要是分割冻鸡肉和鸡碎肉等鸡肉副产品，产业链只延伸到生鸡肉，角色是企业的供应商。而作为全产业链的重要下游环节——熟食，公司还尚未涉及，我们预计未来肉鸡的深加工将是公司发展的方向之一。

目前公司已从事熟食业务 3 年左右，今年一季度开始实现盈利，并且在 09 年获得日本出口许可证，近期与日本达成出口协议，我们预计在可预见的 3-5 年内熟食投入与盈利的增加将彻底完善公司产业链。

3.未来成长：主要看五个层面

3.1 我国鸡肉行业增速将继续大大高于全球

1990-2008 年这 19 年间，世界鸡肉产销量均有 4.4%以上的增长。中国作为全球鸡肉产量第二、亚洲之首的鸡肉产销大国，同期鸡肉产销量增速在 9%以上，远高于猪肉 4%左右的水平。我们认为，未来若干年仍将会保持这种较高增长态势。主要理由如下：

（1）鸡肉在我国肉食消费中占据极高地位。在我国鸡肉是仅次于猪肉的第二大肉类食品，具有广大的消费群体和需求刚性，自古就有“无鸡不成宴，无酒不成席”之说。但相比发达国家来说，2008 年全球人均消费鸡肉 10.1 公斤，我国只有 9 公斤，美国高达 43.67 公斤，是我们的 8 倍多，而人口只有 2 亿多，仅相当于我们的 1/6。假如我国赶上美国的鸡肉消费水平，则发展空间十分诱人。

（2）鸡肉的高营养价值符合营养健康消费大趋势。鸡肉在营养价值方面具有“一高三低”的特性（高蛋白质、低脂肪低热量低胆固醇），符合人们追求健康饮食的新概念；欧美及日本等发达国家肉类消费趋势是减少红肉消费，增加白肉（主要是鸡肉）消费。值得注意的是，流行病学研究发现，吃红肉的人群患结肠癌、乳腺癌、冠心病等慢性病的危险性增高，而吃白肉可以降低患上上述病症的危险性，延长寿命。

（3）鸡肉价格相对低廉，成为肉品替代的重要原因，会因此形成鸡肉的额外增长。以国家发改委发布的 36 个城市月度猪肉精瘦肉零售价为例，2005.4~2007.4 这两年间，最高价为 9.05 元/斤，最低价为 7.25 元/斤，平均 8.19 元/斤，而 2010 年 1-3 月分别为 11.69 元/斤、11.49 元/斤和 10.87 元/斤，高出幅度分别为 43.78%、40.34%和 31.66%；此三个月鸡肉价格分别为 7.35 元/斤、7.52 元/斤和 7.46 元/斤，分别低于同期猪肉价格 37.13%、34.55%和 30.8%。人们在如此悬殊的价格面前，以鸡肉替代猪肉是非常正常的。虽然没有看到最近有关猪肉替代的报道数据，但我们不要忘记《都市时报》2008 年 4 月 30 日一篇题为《为省钱改吃鸡鸭牛 云南猪肉消费下降 5.8%》报道：据国家统计局云南调查总队的抽样调查，一季度城镇居民人均食品支出 1093.01 元，同比增长 23.6%，猪肉价格继续高位运行，肉禽类消费替代效应依然明显。调查数据显示，一季度人均猪肉消费数量出现负增长，同比下降 5.8%；同时人均鸡消费量增长 13.6%，鸭消费量增长 33.3%，牛肉消费量同比增长 12.5%。

（4）鸡肉价格的相对稳定性有利于行业稳定和发展。相对于猪肉来说鸡肉价格比较稳定，在 08 年猪肉价格出现较大涨幅的情况下，鸡肉价格也有相应同向上涨但幅度远没有猪肉大，具有很强的防御性。这对于鸡肉行业来说，意味着盈利相对稳定，产业发展的盈利基础牢固。

（5）我国鸡肉出口的全球占比之只有 3.5%，为主要鸡肉生产国之末位，增长空间巨大。2008 年巴西、美国、欧盟和泰国的鸡肉出口全球占比达到 38.6%、37.6%、8.8%和 4.5%，远高于我国的 3.5%。这与我国作为全球第二大鸡肉生产国的地位极不相称。随着全球鸡肉消费需求的持续增长，我国鸡肉出口的空间将大为提升。

（6）我国鸡肉行业集中度极低，有利于龙头企业做大做强。从行业集中度看，美国前 10 家销售额占 72%；08 年公司鸡肉销量占全球鸡肉消费量 7052 万吨的 0.15%，占中国鸡肉销量 1201 万吨的 0.88%。因此，我国鸡肉规模较大的企业普遍面临极大的机遇。

表 12：红肉白肉及鸡肉的主要品种、特点及营养保健价值

肉的分类	主要品种	主要特点	营养保健价值
红肉	牛肉、羊肉和猪肉等	肌肉纤维粗硬、脂肪含量较高	流行病学研究发现，吃红肉的人群患结肠癌、乳腺癌、冠心病等慢性病的危险性增高
白肉	鸡肉等禽肉、鱼肉等	肌肉纤维细腻，脂肪含量较低，脂肪中不饱和脂肪酸含量较高	吃白肉可以降低患上上述病症的危险性，延长寿命
鸡肉	白羽鸡肉、黄羽鸡肉	高蛋白、低脂肪、低胆固醇和低热量；味美，营养好	鸡肉和中药材配合，对人体的滋补强身健体功效更为显著且副作用少，可以常年食用

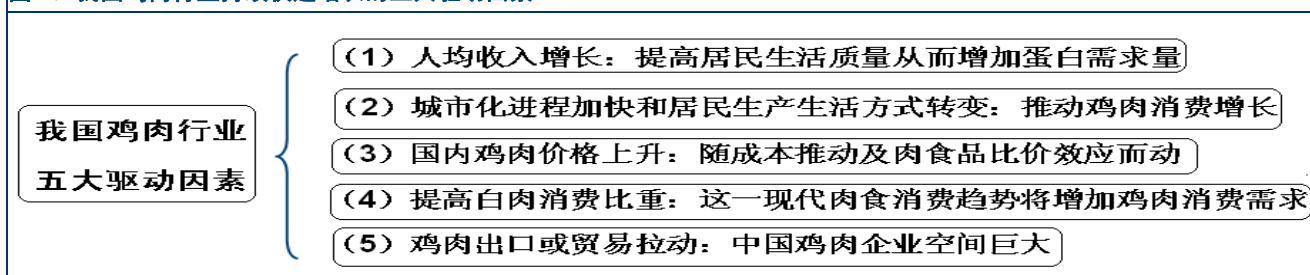
资料来源：东兴证券研究所

表 13：1990-2008 我国鸡肉与猪肉及全球鸡肉产销及增速对比

指标	1990	2008	年均增长	中国 vs 世界
世界鸡肉产量（万吨）	3540	7703	4.42%	-
中国鸡肉产量（万吨）	266	1265	9.31%	110.63%
世界鸡肉消费（万吨）	3379	7651	4.66%	-
中国鸡肉消费（万吨）	271	1283	9.20%	97.42%
中国猪肉产量（万吨）	2281.1	4889	4.40%	-
中国猪肉消费（万吨）	2257	4879	4.47%	-

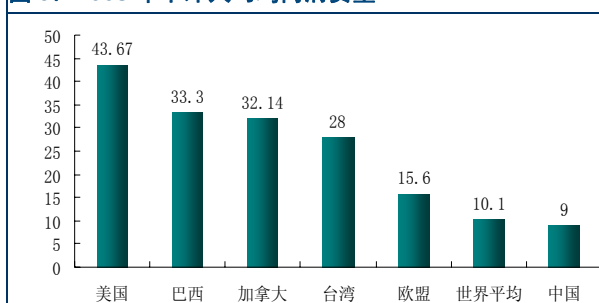
资料来源：东兴证券研究所

图 8：我国鸡肉行业持续快速增长的五大驱动因素



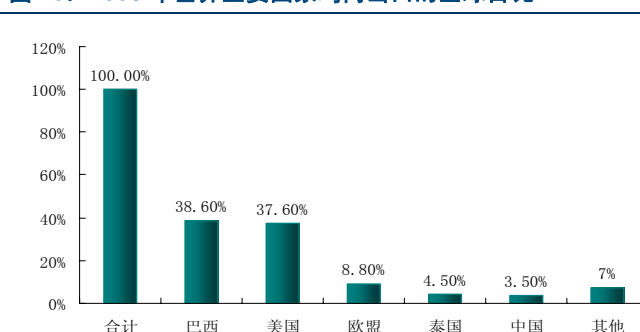
资料来源：东兴证券研究所

图 9：2008 年中外人均鸡肉消费量



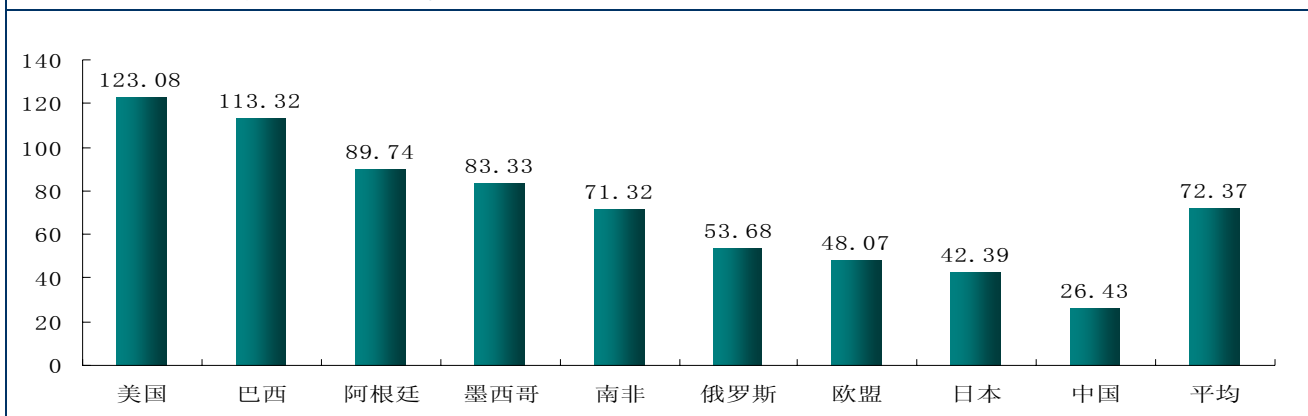
资料来源：美国农业部（USDA）

图 10：2008 年世界主要国家鸡肉出口的全球占比



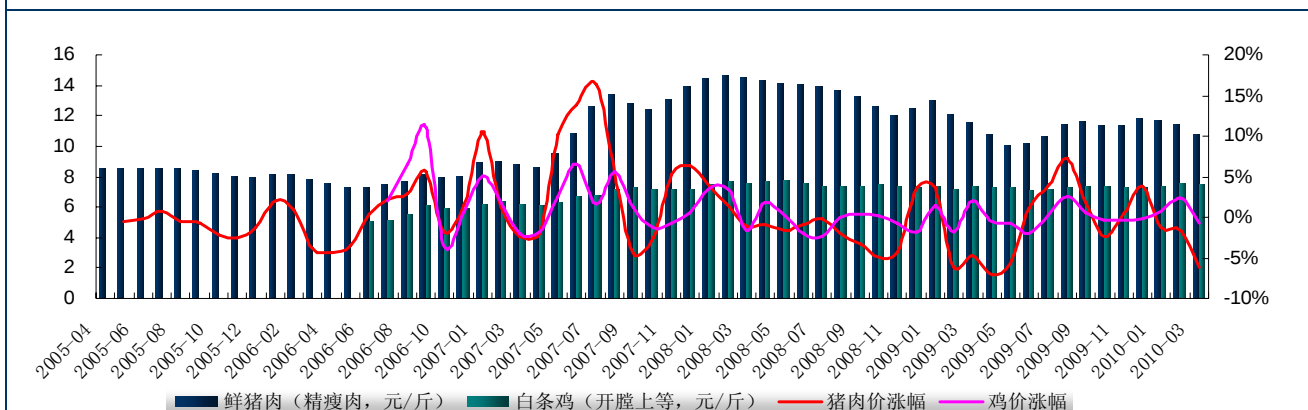
资料来源：美国农业部（USDA）

图 11：2008 年世界主要国家人均每日鸡肉消费量对比（克）



资料来源：东兴证券研究所

图 12：2005.4-2010.3 国家发改委发布 36 城市鲜猪肉和白条鸡月度零售价



资料来源：东兴证券研究所

3.2 三年内光泽县境内业务规模可望翻番，仍不能满足鸡肉需求

公司肉鸡产品常年供不应求，仅能满足肉批市场 20-30% 的份额，同时随着快餐行业在国内二、三线城市的快速增长，公司肉鸡产品需求有望强劲增长，同时可持续的产能增加将是公司满足大规模需求的有力保障。公司目前拥有 3 个饲料厂、3 个孵化厂、4 个肉鸡屠宰加工生产线、募投新建 14 个种鸡场、37 个肉鸡场，均在光泽县内分布，具有单班年产饲料 61 万吨、年饲养肉鸡 12000 万羽、年屠宰加工肉鸡 9600 万羽的生产能力。公司 09 年 IPO 募投项目 7.6 亿投放后还剩 1.3 亿元，目前募投的 4600 万羽肉鸡养殖已基本达产，也就是说今年公司已具备与 9600 万羽屠宰加工能力相匹配的 12000 万羽肉鸡饲养产能（按 94% 存活率则出栏量为 11280 万羽），规模效益将有体现且客户需求将得到有效满足。预计 10 年种鸡场将达到 18-20 个，肉鸡场将达到 50 个以上，较 08 年增长约 42.9% 和 52.9%。

我们预计 2010、2011 年和 2012 年公司肉鸡养殖将分别达到 1.2 亿羽、1.61 亿羽和 1.92 亿羽，较 08 年增长 114.3%、187.5% 和 242.9%，08-12 年间复合增长率可达 36.08%。

表 14：2009 年公司主要销地营业收入和增速

地区	营业收入	增减	地区	营业收入	增减
广东地区	5334.51	27.03%	西南地区	691.18	71.25%
福建地区	3825.12	-3.12%	华中地区	366.22	49.00%
华东地区	3505.2	0.09%	其他地区	397.24	21.65%
合计	14119.48	11.83%			

资料来源：招股说明书。东兴证券研究所

表 15：2005-2008 年饲料厂、孵化场、种/肉鸡场和加工厂新增产能

项目	2005 增加		2006 增加		2007 增加		2008 增加	
	数量	产能	数量	数量	数量	数量	数量	产能
饲料厂（个、万吨）	-	-	-	-	-	-	1	35
孵化场（个、万羽）	-	-	-	-	-	-	1	1611.79
种鸡场（个、万枚）	2	1709.12	2	683.65	3	2563.68	2	1709.12
肉鸡场（个、万羽）	-	-	5	348.4	4	848.4	5	969.6
肉鸡加工厂（生产线条数、万羽）	2	4800	-	-	1	2400	-	-

资料来源：招股说明书。东兴证券研究所

表 16：2006-2008 肉鸡饲养、加工、屠宰和销售量与增长率

项目	2006		2007		2008	
	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率
肉鸡饲养（万羽/年）	3600	20%	5000	38.89%	5600	12%
年肉鸡加工量（万羽）	7200	200%	9600	33.33%	9600	0%
肉鸡屠宰量（万羽）	3531.71	20.53%	4229.29	19.75%	5398.6	27.65%
鸡肉销售量（吨）	67949.81	22.86%	81363.95	19.74%	105502.55	29.67%

资料来源：招股说明书。东兴证券研究所

表 17：2009A—2010E 公司各环节产能

项目	数量 (个)	2009			数量 (个)	2010E			单位
		产能	新增产能	增幅		产能	新增产能	增幅	
饲料厂	3	61	0	0	3	61	0	42.86%	万吨
种鸡场	14	9444.07	2563.68	27.15%	20	13491.53	4047.46	15.23%	万枚（种蛋）
孵化厂	3	9293.07	3223.58	34.69%	3	10963.12	1670.05	38.11%	万羽（鸡苗）
肉鸡场	37	6400	1636.2	25.57%	52	10340	3940	25.00%	万羽（肉鸡）
肉鸡加工厂	2	9600	0	0	2	12000	0	0	万羽（肉鸡）

资料来源：东兴证券研究所

3.3 三年后可实施附近县域扩张

光泽县土地面积 2300 平方公里，人口仅有 16 万 3 千，鉴于动物福利政策，禽类生存需保证一定空间且由于饲养太过密集也会导致鸡只疫病死亡等，故按照光泽县土地和人口分布，其禽类最大饲养容量是 2 亿只。预计公司 2012 年产能将达到 1.92 亿羽，接近光泽县肉鸡养殖量上限，届时县外扩张就势在必行。

我们预计公司未来县外扩张将以目前销售地和业务扩展地为中心，向原料产地和交通便捷的地区靠近，同时考虑到禽流感等疫情爆发的风险等因素，偏中部的南方地区可能是公司未来选址的主要方向。虽然目前还有 2、3 年的时间筹备选址，但肉鸡场的建设还需要一系列配套设施及土地储备，我们认为要想在 3 年内顺利完成扩张计划，公司应该已经开始着手选址事宜，预计主要的选址标准如下：

（1）与公司主要生产销售地地源接近或与公司未来业务拓展地接近的地区。公司在福建南平市光泽县，目前南平市与光泽条件相似的县区还有 9 个，考虑到目前销售主要面向福建省内、广东、江浙等南方省市，未来西南地区以及两湖地区亦是公司拓宽的地域，我们预计以南平各县为基地能辐射到南方的养殖规模将在 3 年左右时间达到 4 亿只；湖南、湖北等两湖地区是公司由南方向内陆进军的过渡地带，未来此中部地区肉鸡养殖有望达到 2 亿只左右。

（2）与原料产地接近且交通便利地区。公司肉鸡养殖的主要成本是饲料原料即玉米和豆粕，公司玉米主要来自河南、东北等北方地区，豆粕主要来自福建省内和浙江，鉴于中国玉米主产地大部分在北方，而公司近几年暂无进军北方的打算，我们认为公司未来扩张选址可能会考虑铁路线发达，适合北粮南运的的枢纽型地区。

（3）地势较偏但不隔绝且人口较少的地区。这主要是考虑到禽类企业最大的风险因素禽流感等疫病在地势较偏的地区不易于大规模传播，公司所处的武夷山地区就具有这种特征（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），所以公司建成 26 年来尚未发生过禽流感。中国中部地区虽然离玉米等产地较近，但其一马平川的地势在疫病爆发时便于传播，尤其是春秋季节在风力作用下危险性相对较高。

3.4 祖代鸡养殖增加利润 0.05 元/羽、熟食业务一旦盈利较好将全部注入

公司未来发展方向除了横向的规模扩张外，还将纵向延伸上下游产业链，主要是上游增加祖代鸡的养殖，下游培养鸡肉熟食业务，做到争取一点一滴利润，培育更大更广产业。

公司预计每增加一只祖代鸡可增加 5 分钱利润。08 年公司每只鸡的利润是 3.3 元，主要是因为 08 年通货膨胀导致包括鸡肉在内的肉类价格整体上扬；09 年每只鸡利润约 2.9 元，略有下降主要是因为 08 年价格高基数较大；预计 2010 年单只鸡利润可达 3.2 元左右，主要是由于今年西南地区大旱导致肉价上涨，世界黄豆丰收引起原材料豆粕价格较去年每吨价格下降至 3000 多元，下降约 1000 元或 25%。未来若公司开始增加祖代鸡，则完成整个链条达到最后销售可增加单只鸡利润 5 分钱，随着公司规模的不扩张，此部分未来有望增加一定的利润。

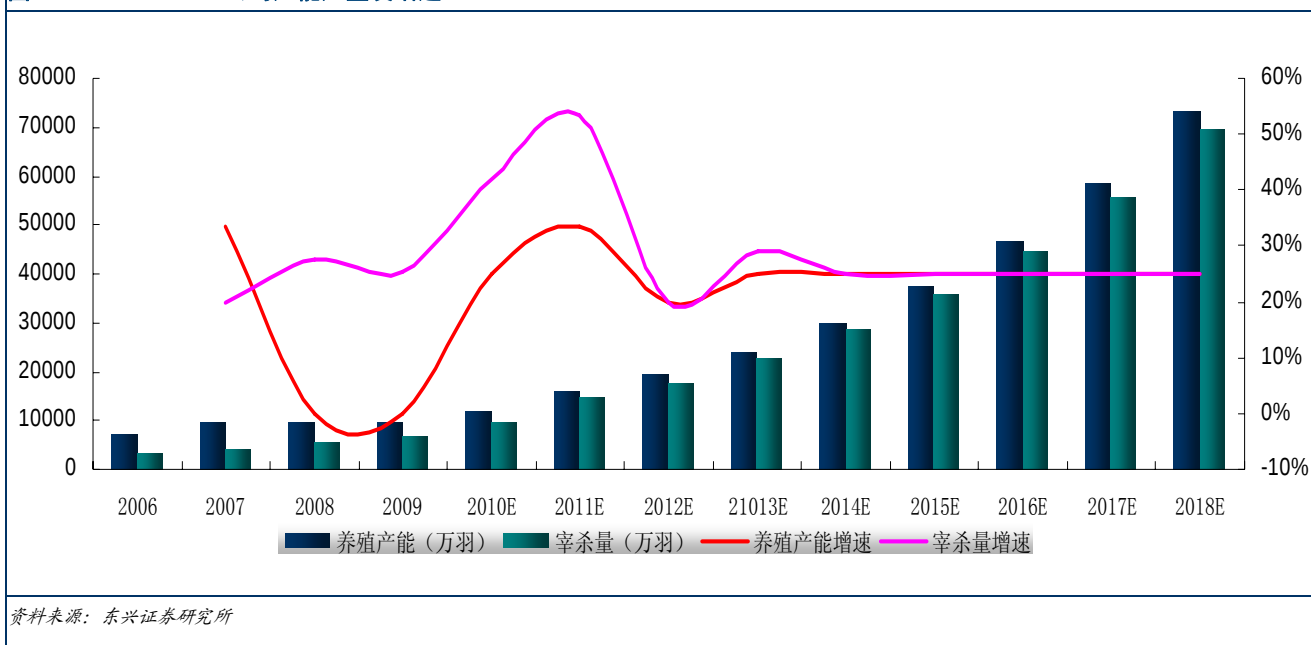
发达国家的肉制品深加工程度为 30%，世界肉鸡的平均深加工程度为 20%，而我国肉鸡深加工程度较低，只有 5.8%，可见我国鸡禽深加工发展潜力巨大。公司目前深加工的熟食制品业务属于集团旗下，主要销往广东、福建、江浙和香港地区，另有部分出口日本。2008 年集团熟食业务收入 1 亿元以上且熟食毛利率虽然目前略有下降，但仍处在较高的水平。2009 年公司熟食以其优良的品质获得一向要求苛刻的日

本出口许可证，今年3月已与日本方面签署订单，在今年一季度熟食业务以及开始盈利的基础上，可以预见熟食业务将是公司完善产业链的重要一环且未来增长可观。

3.5 行业兼并收购一旦成熟就会实施

公司是“四自”一体化产业链，其种鸡和肉鸡的养殖均由内部完成，建成投产后虽然可以降低成本、防范风险，但存在初始投入资金过大的压力。目前公司 IPO 融资资金已全部用于募投项目的建设且今年内预计将全部达产，达产后公司还将进一步向光泽和县外扩张，存在大规模建设种鸡、肉鸡及配套设施而一次性资本支出过大的风险，我们认为相关行业的兼并收购将是公司迅速扩大规模的捷径。而在并购对象选择上我们预计公司将把重点放在具有一体化优势的企业，或具有改造成一体化潜力的公司，未来公司全产业链将是长期坚持并且树为标杆的模式。

图 13：2006-2018E 公司产能产量及增速



4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 四个关键假设

关键假设之一：三至五年左右我国大规模禽流感发生概率不大。按照太阳黑子运行周期 8-10 年导致禽流感高发测算，04-06 年的严重禽流感距今只有 5 年左右，一次简单推测未来三年我国以及周边国家和地区发生大规模禽流感概率不大，从而公司遭遇禽流感的间接损失会比较有限。

关键假设之二：鸡肉价格整体继续趋稳并有所上涨，多数情况下涨幅略大于成本涨幅。未来几年，占公司肉鸡饲料比重达 60%、养殖成本 31%的玉米价格在国家有关调控政策作用下会保持稳步小幅上涨态势，这会推动公司成本增加，再加上猪肉价格有可能出现小幅上涨，从而公司鸡肉价格会稳步小幅上扬。

关键假设之三：公司新产能扩张与管理技术继续有较好匹配。公司雄厚的技术管理优势会帮助公司在产能扩张的同时，同步实现技术与管理的配套。

关键假设之四：整个鸡肉行业产销量稳步较高增长。随着消费升级，健康营养食品越来越成为大众饮食诉求，导致鸡肉消费的自然增长。

4.2 盈利预测：未来三年复合增长率 45%以上

在上述假设条件下，我们预计 2010-2012 年主营收入可达 2285.60 百万元、3488.22 百万元和 4269.59 百万元，净利润 318.39 百万元、499.87 百万元和 659.83 百万元，增速为 58.89%、57%和 32%，三年复合增长率 45%以上，EPS0.78 元、1.22 元和 1.60 元，对应 PE 为 39 倍、25 倍和 20 倍。

4.3 估值讨论：以养殖业地板式 PE45 倍估值具有合理性

（1）鸡肉行业：刚性十足的需求与价格具有极强的防御性。鸡肉具有刚性十足的需求、符合营养健康升级的要求、历年产销量增速较高且价格比较稳定等特点，所以，公司在行业估值方面可享受较高成长性对应的估值水平。

（2）企业特征：高标准、高盈利和高成长性奠定高估值基础。公司拥有从饲料到养殖屠宰加工的一体化产业链，具有低成本低风险高盈利和高成长特点，其业务模式已成为鸡肉企业争相学习的范例，是行业标杆企业，理应享受相对较高的估值基础。

（3）按照整体法中小企业当前平均市盈率的中值是 50 倍左右，自 09 年 6 月以来上市的中小企业市盈率中值也是 50 倍，其中与公司具有可比性的华英农业市盈率是 82 倍。鉴于公司拥有产业链优势且扩产计划明确、下游需求增长迅速，我们认为按照养殖企业地板式估值水平 PE45 倍对公司进行定价是适当的。

4.4 投资建议：2011 年目标价 55 元，维持强烈推荐评级

相对估值：综合考虑，以养殖业地板式估值水平 45 倍 PE 测算，2011 年目标价 55 元左右，与当前股价相比还有 70%以上空间，故维持强烈推荐评级。

绝对估值：以第二阶段增长率 12%、长期增长率 5%为假设，2010 年股价重心为：FCFF39.81 元，极值 50.52 元；FCFE32.03 元，极值 44.24 元。从极值看，与当前股价相比升幅空间达到 50%~60%，符合强烈推荐评级标准。

表 18 圣农发展 DCF 估值结果

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	35.58	27.64 - 50.52	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	32.03	25.35 - 44.24	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	17.70	14.26 - 23.15	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	33.51	25.23 - 49.19	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	30.38	26.17 - 36.46	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	28.30	23.95 - 35.59	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：东兴证券研究所

表 19：2010-2014E 圣农发展业绩预测（DCF 估值版）

Word 模板指标输出	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	1,295.35	1,437.69	2,285.60	3,565.74	4,598.87	5,863.56	7,476.05
主营收入增长率	44.33%	10.99%	58.98%	56.01%	28.97%	27.50%	27.50%
EBITDA（百万元）	340.76	372.26	418.75	614.24	774.53	967.09	1,207.84
EBITDA 增长率	20.07%	9.24%	12.49%	46.68%	26.10%	24.86%	24.89%
净利润（百万元）	181.34	200.39	341.83	525.73	676.35	870.47	1,123.17
净利润增长率	8.37%	10.50%	70.59%	53.80%	28.65%	28.70%	29.03%
ROE	27.22%	12.68%	18.79%	23.96%	25.35%	26.56%	27.64%
EPS（元）	0.49	0.53	0.83	1.28	1.65	2.12	2.74
P/E	65.45	60.32	38.57	25.08	19.50	15.15	11.74
P/B	17.81	8.35	7.25	6.01	4.94	4.02	3.25
EV/EBITDA	36.17	35.43	31.37	21.41	16.83	13.06	10.04

资料来源：东兴证券研究所

5.风险提示

我们认为，严重禽流感、个别人为因素等将是公司主要的风险因素。严重禽流感导致鸡肉价格大幅下降；个别因素（如投毒）会带来巨大损失。

附：近期研究报告一览

序号	报告名称	评级	时间
1	稳粮增收，统筹强基-关于中央农村工作会议的点评	看好	1-1
2	“普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1月12日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	1-13
3	播“种”正当时，涨声响起——农林牧渔1、2月投资策略	看好	1-15
4	继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	1-19
5	五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1月15日提价公告点评	强烈推荐	1-19
6	自培增加提高毛利率，绿化工程推进加快——绿大地（002200）调研报告	推荐	1-19
7	09年增长近80% 维持“强推”——五粮液（000858）09年业绩快报点评	强烈推荐	2-2
8	净利润下降27.34%，增发或是新机会——顺鑫农业（000860）09年报点评	推荐	2-2
9	干旱影响业绩，工程助力发展，长期高成长性不改——绿大地（002200）业绩修正点评	推荐	2-3
10	安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09年报点评	推荐	2-8
11	种业农化展翅齐飞——丰乐种业（000713）年报点评	推荐	2-10
12	玉米种子力挺公司增长——敦煌种业（600354）年报点评	推荐	2-10
13	老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2-11
14	食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2-22
15	稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高稻谷最低收购价政策点评	看好	2-22

16	深入合作有望提升积极面——水井坊（600779）中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2-23
17	内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评	推荐	2-23
18	第七周食用农产品与生资价格小涨——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2-24
19	增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒（600573）09 年报点评	强烈推荐	2-25
20	四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2-26
21	09 年平稳增长 10 年可能提速——三全食品（002216）业绩快报点评	推荐	2-26
22	燕京啤酒驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒（000729）09 年报点评	强烈推荐	3-2
23	外资有望必得控股权 继续强推——水井坊（600779）股权转让公告点评	强烈推荐	3-2
24	第八周食用农产品价格降 1% 继续看好食品饮料-商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-4
25	洋河股份：全面攀高 势头正猛-洋河股份（0020304）09 年报点评	推荐	3-5
26	增长或再超预期 继续强推——金种子酒（600199）北京交流会快报	强烈推荐	3-8
27	农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	3-8
28	第九周食用农产品价格降 0.6%继续看好食品饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	3-10
29	2 月食品 CPI 上涨 6.2%略超预期 3 月可能回落——国家统计局 2 月份食品类价格数据点评	看好	3-12
30	皇氏乳业（002329）调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	3-15
31	基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业（600616）09 年报点评	强烈推荐	3-17
32	求变增强各方信心 维持强推评级——惠泉啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	3-18
33	中外合作提升长效积极效应——水井坊（600779）调研快报	强烈推荐	3-18
34	收入首破百亿 预收款剧增 3 倍达 43 亿 继续强推——五粮液（000858）09 年报点评	强烈推荐	3-18
35	“普京”提价见效 区域增长或超好——燕京啤酒（000729）22 日投资者交流会快报	强烈推荐	3-23
36	第 11 周食用农产品价格连降四周但降幅趋缓——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-24
37	受益自养自宰 预期更可向好——圣农发展（002299）09 年报点评	推荐	3-26
38	得利斯山东肉制品龙头横纵布局——得利斯（002330）09 年报点评	推荐	4-1
39	净利润增长 227% 争做省内第一品牌——金种子酒（600199）09 年报点评	强烈推荐	4-1
40	东兴证券研究所 2010 年联合调研系列之一：海西大消费品之圣农发展	强烈推荐	4-3
41	第 12 周食用农产品价格继续下降 西南干旱影响有限——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-3
42	增发预案获通过 高管换届不换届 维持评级——金种子酒 10 年第一次临时股东会公告点评	强烈推荐	4-7
43	第 13 周食用农产品价格降幅扩大 猪价下跌将缓解——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-8
44	第 14 周食用农产品价格连降七周 猪价跌幅收窄——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-14
45	1 季度 CPI 食品类上涨 5.1% 啤酒等进入旺季——国家统计局一季度食品类价格数据点评	看好	4-16
46	近期猪价难大涨 若反弹对鸡肉是利好——关于近期猪肉价格走势的一些看法	看好	4-16
47	食用农产品价格连降七周后首次回升 猪价止跌反弹——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-22
48	猪肉价环比连涨两周 五一等节日因素可能刺激消费增长——第 16 周商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-28

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事食品饮料和农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券研究所股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券研究所股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券研究所股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。