

湘财证券研究所
农林牧渔研究小组

于青青

Tel: 021-68634518-8306

E-Mail: yqq2836@xcsc.com

徐广福

Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

投资要点

- **水灾不影响公司产能扩张步伐** 2010年6月15日,公司所在地光泽县遭遇百年一遇的水灾。公司初步估计此次水灾带来3000万元的损失,包括活鸡、厂房和围墙等基础设施。我们预计公司共计损失利润1657万元,在不考虑保险公司索赔的基础上,将会减少10年的eps0.04元。我们认为此次水灾事件不影响公司产能扩张步伐。我们预计未来公司可能会保持每年3000万羽的增速,预计2012年公司的产能将在09年基础上翻番。
- **三大体系保障产品质量安全** 我们认为食品安全是公司能否持续成长的关键性因素。公司从三大体系确保了产品质量安全,做到源头可追溯。第一大体系是公司得天独厚的地理位置,也是公司保障食品质量安全的基础条件;第二大体系公司完整的纵向产业链经营模式。此种经营模式能确保整个生产过程由企业统一控制,疫病防控和食品安全体系统一、产量稳定,第三大体系为公司引进的先进设备,通过全球领先的设备,公司能减少屠宰加工过程中人畜接触而导致的二次污染,还能对生产线上的产品进行实施监控和检测。
- **一体链生产模式提高公司抗风险能力** 肉鸡养殖产业链较长,中间涉及到多个环节,加之肉鸡的生长周期较短,供给根据市场情况可变性强,所以导致各环节价格波动较大,如果仅涉及其中一个环节,则可能会因市场价格的大幅波动导致公司盈利能力也随之进行大幅波动,公司近几年来肉鸡的利润率水平一直稳定在20%-30%之间,尽管08年鸡苗价格出现了大幅的波动,也因为公司的完整一体化产业链,也使公司的利润率保持了平稳的态势。
- **优质的营销渠道使公司具有难复制性** 公司成功成为肯德基、德克士、铭基等优质餐饮企业的供应商,并因为优质的产品比例,逐步扩大其市场份额。09年公司提供的产品占肯德基的采购总量的12%,随着募投项目突破产能瓶颈后,公司份额会提至20%。我们认为公司在肯德基的采购份额能提高至30%,所以公司未来仍有10%的提升空间。
- **盈利预测** 我们预计公司2010年、2011年和2012年收入分别为21.25亿元、28.83亿元和38.74亿元,净利润分别为3.28亿元、4.74亿元和6.12亿元,对应的eps分别为0.80元、1.16元和1.49元。考虑到公司的快速成长性,我们给予公司2011年40倍的PE,目标价为46.4元。
- **风险提示** 自然灾害风险、养殖疫情风险等

单位: 百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1438	2125	2883	3874
增长率 YOY	10.97%	47.81%	35.67%	34.34%
净利润	201	323	474	612
增长率 YOY	10.22%	60.75%	46.94%	29.08%
EPS (元)	0.49	0.79	1.16	1.49

目录

水灾不影响公司产能扩张的步伐	4
完整的纵向一体链生产模式是公司的核心竞争力之一.....	5
三大体系保障产品质量安全	5
一体链模式提高了公司抗风险能力	6
优秀的营销渠道建设使公司具有难复制性	7
盈利预测	9

图目录

图 1 产能扩张步伐加大	4
图 2 营业收入和利润大幅持续上涨	4
图 3 上市前公司股权结构图	5
图 4 鸡苗价格波动幅度较大	6
图 5 07-09 年虾夷贝苗利润和毛利率情况	6
图 6 自销收入占比持续上升	7
图 7 公司是肯德基三大策略供应商之一	7
图 8 肯德基在我国持续扩张（单位：家）	9
图 9 我国快餐业门店数稳步增长（单位：家）	9
图 10 我国鸡肉消费量持续上涨	9
图 11 我国人均每日鸡肉消费量较低（单位：克）	9

表目录

表 1 各种饲养模式的特点	6
表 2 公司利润率显著高于大成食品	8
表 3 公司饲养能力和屠宰能力预测	10
表 4 鸡肉业务盈利预测	10
表 5 其他业务盈利预测	11
表 6 利润表预测	11

水灾不影响公司产能扩张的步伐

自 2010 年 6 月 15 日以来，公司所在地福建省光泽县出现了持续的强降雨，特别是 6 月 18 日至 20 日出现持续特大暴雨，使光泽县遭遇百年一遇的水灾。公司的黄岭肉鸡场、高源肉鸡场、金陵肉鸡场、招德肉鸡场、下史源肉鸡场等 12 个左右的鸡场经因此次强降雨而受淹，造成了约 3000 万元的损失。公告一出，圣农发展出现了连续大跌，短短十个交易日，股价下跌幅度高达 27.51%。

我们认为此次洪水灾害对公司的长期发展不造成影响。目前公司共受灾鸡场 12 个左右，占到总鸡场的 20%，大概损失 200 多万只，其中相对小鸡受损占比较大，约 60% 左右。此次水灾并没有对公司的种鸡场、饲料厂、孵化场和屠宰场带来影响。

公司初步估计此次水灾带来 3000 万元的损失，包括活鸡、厂房和围墙等基础设施。我们假设每羽肉鸡的成本是 16 元/羽，鸡苗的成本在 2.5 元/羽，则公司 200 多万只鸡的损失大概在 1580 万元，假设的利润率为 15%，则公司损失利润 237 万，加之公司在厂房、围墙等基础设施的损失，共计公司损失利润 1657 万元，在不考虑保险公司索赔的基础上，将会减少 10 年的 eps0.04 元。

由于公司 09 年 IPO 时的募投项目采取了由自有资金进行先期投资，所以公司 2010 年 3 月就基本已经达到 9600 万羽的产能。屠宰量也由去年的 26 万羽/日增加到 32 万羽/日。我们预计公司 2010 年白羽鸡屠宰量为 9600 万羽。

公司在 09 年年报中披露，“全年拟投资 7.7 亿元继续扩大生产规模，使年末肉鸡生产产量达到 12000 万羽”。我们认为公司已经开始大踏步的进行产能扩张，未来公司可能会保持每年 3000 万羽的增速，预计 2012 年公司的产能将在 09 年基础上翻番。

图 1 屠宰产能扩张步伐加大 (单位：万羽)

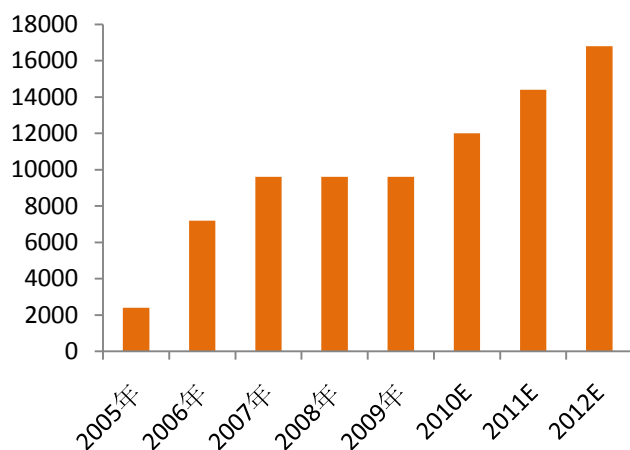
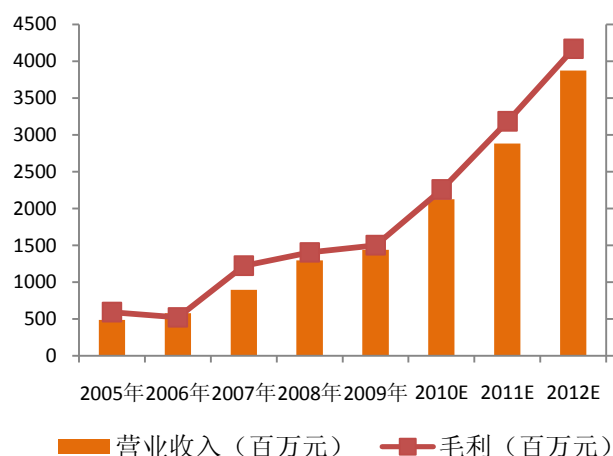


图 2 营业收入和利润大幅持续上涨



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

完整的纵向一体链生产模式是公司的核心竞争力之一

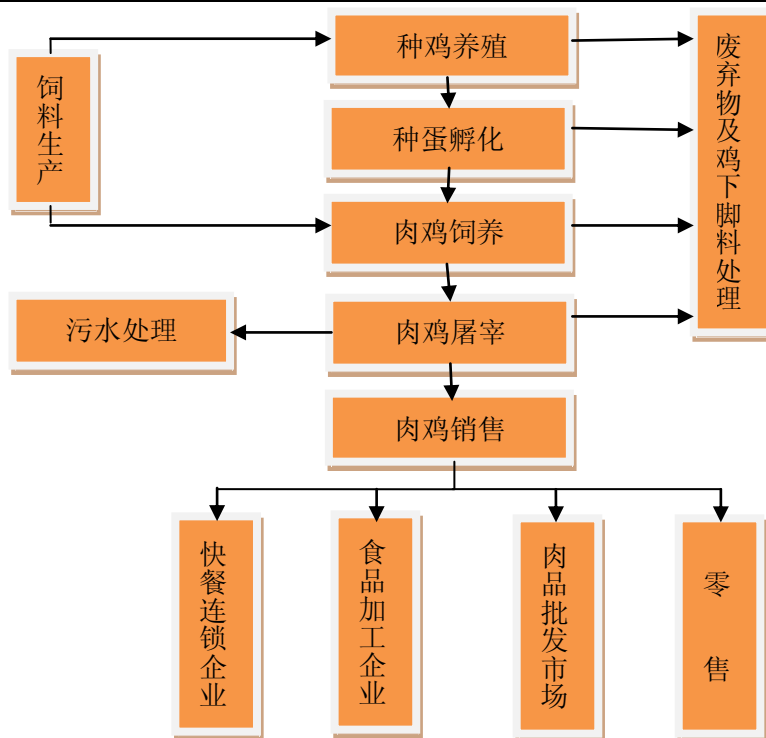
三大体系保障产品质量安全

我们认为公司从三大体系确保了产品质量安全，做到源头可追溯。随着生活水平的提高，人们对食品安全问题的重视程度越来越高，产品质量安全已经成为公司是否能健康持续发展的核心因素之一，这是我们推荐公司的第二个理由。

第一大体系是公司得天独厚的地理位置。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，独特的生态环境降低了动物疫病发生的风险，为生产高品质鸡肉产品提供了基础条件。

第二大体系是公司完整的纵向产业链经营模式。公司是国内最大的自养自宰白羽鸡专业生产企业，拥有完整的“饲料—种鸡—种蛋—肉鸡—屠宰—加工—销售”的一体化产业链模式。目前我国肉鸡饲养主要存在三种模式，即农户饲养、基地饲养和公司字样。所谓的一体化自养自宰经营模式的企业，集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、屠宰加工、产品销售为一体，整个生产过程由企业统一控制，企业投资大，疫病防控和食品安全体系统一、产量稳定。

图 3 上市前公司股权结构图



数据来源：招股说明书

表 1 各种饲养模式的特点

生产模式	农户饲养	基地饲养	公司自养
主要特点	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，投资主体多样化 产量较稳定 通常采用“五统一”方式，但需要公司具备较强的对基地管理和约束能力	投资大，投资主体单一 产量稳定 公司对饲养场具有完全的控制能力，食品安全体系可测、可控、有效

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

第三大体系是公司引进的先进设备。公司目前使用的肉鸡屠宰加工生产线全部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。公司还配置了“宰后再现同步检验体系”，实现了兽医“实时在线检验肉鸡内脏情况”，一旦发现问题鸡只，可立即对问题鸡只自动卸载，节约了时间，保证了鸡只全部再现减产，不漏检，产品质量安全再次得到保障。

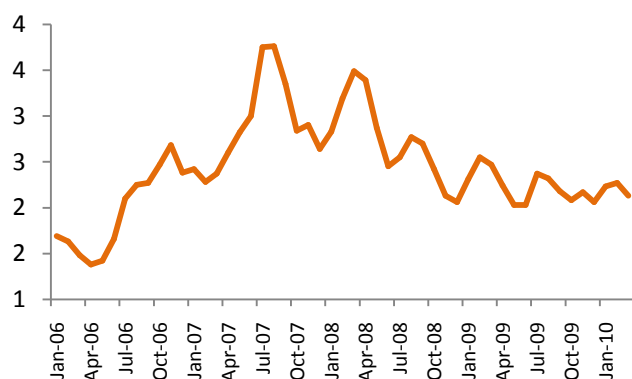
一体链模式提高了公司抗风险能力

肉鸡养殖产业链较长，中间涉及到饲料、种鸡、种蛋、肉鸡饲养、屠宰等多个环节，加之肉鸡的生长周期较短，供给根据市场情况可变性强，所以导致各环节价格波动较大，如果仅涉及其中一个环节，则可能会因市场价格的大幅波动导致公司盈利能力也随之进行大幅波动。

民和股份则是典型因为产业链不完整而导致公司利润变动幅度较大的公司。民和股份 08 年 4 月鸡苗价格高达 5 元/羽，而短短 4 个月后，鸡苗价格出现了大幅度的跳水，跌至不到 1 元/羽，也远低于成本价格，鸡苗价格的大幅波动对公司的盈利能力造成了重大的影响。

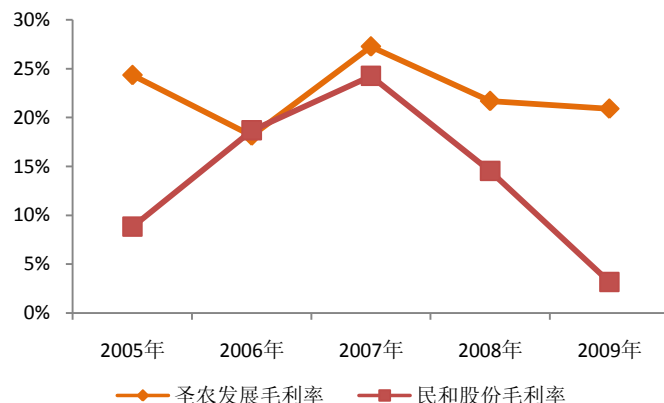
公司近几年来肉鸡的利润率水平一直稳定在 20%-30%之间，尽管 08 年鸡苗价格出现了大幅的波动，也因为公司的完整一体化产业链，也使公司的利润率保持了平稳的态势。

图 4 鸡苗价格波动幅度较大



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 5 07-09 年虾夷贝苗利润和毛利率情况



优秀的营销渠道建设使公司具有难复制性

优秀的营销渠道建设直接关注到公司的产品销售情况以及产品的销售溢价空间，也是我们认为最难被竞争对手所复制的核心竞争力。公司拥有高效的营销渠道是我们推荐公司的第三个理由。

圣农发展的营销渠道主要有四类：（1）快餐行业：如肯德基、德克士等，主要采购鸡胸、鸡腿、鸡翅等鸡肉产品；（2）食品工业企业销售渠道，如铭基、福喜、双汇、万威客、太太乐等，主要采购鸡胸、鸡腿、鸡翅、碎肉、鸡皮等鸡肉产品；（3）肉类批发市场，主要采购鸡爪、鸡胗、鸡骨架等鸡肉产品；（4）零售渠道，如商业超市等。

在以上四种营销渠道中，第一种和第二种为直销方式，也是公司核心的销售方式，而第三种则为经销商销售方式。自 2006 年年开始，公司直销方式的收入占比一直保持持续上升，而经销商销售则逐步减少。我们认为产生这种情况的原因是因为公司的鸡肉品质得到了直销客户的高度认可，使得直销客户增大了对公司的订单量，而公司由于产能的限制和营销核心的选择，所以加大力度满足直销客户的需求，而对经销商采取了部分供应来维系关系的方式。

公司和肯德基等采购商采用“成本+利润”的定价方法，稳定了公司的利润。公司是肯德基的三大策略供应商之一。由于公司产能瓶颈的问题，09 年公司提供的产品占肯德基的采购总量的 12%，随着募投项目突破产能瓶颈后，公司份额会提至 20%。我们认为肯德基为了规避货源稳定性风险以及自己的议价能力，最多会允许单家供应商的份额为 30%，所以公司未来仍有 10% 的提升空间。

肯德基将自己的供应商分为三个等级，第一等级是策略供应商，目前主要包括圣农发展、辽宁大成和山东新昌三家；第二层级是核心供应商，目前约有 10 家左右；第三层是一般供应商，目前肯德基拥有 19 家一般供应商。

图 6 自销收入占比持续上升

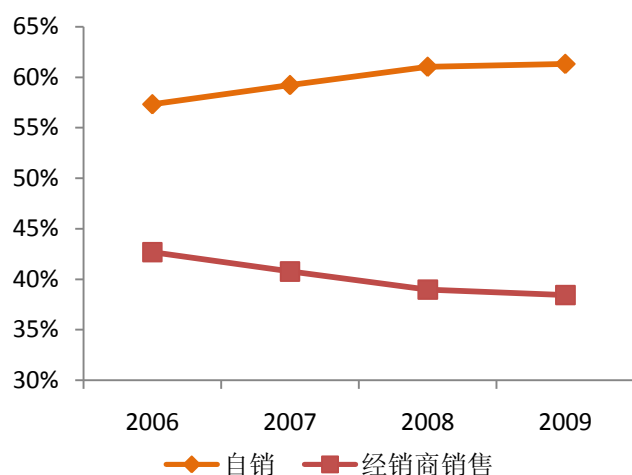
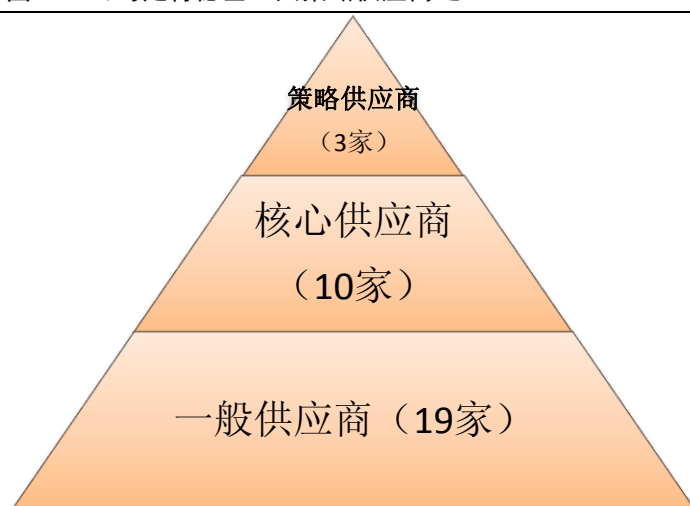


图 7 公司是肯德基三大策略供应商之一



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

定价模式：采购商在考虑供货公司合同期内（一般合同期为 6 个月）的成本，以及对未来合同期内的鸡肉价格走势预测的基础上，加上一定的利润，则成为采购商与供货商之间的合同价格，合同期内如果鸡肉价格波动幅度大于或小于利润幅度，则

在合同期结束时采购商根据实际供货商的盈亏情况多退少补，使供货商能保持较为稳定的利润率。由于公司拥有完整的纵向一体链生产模式，在成本上具有较大的优势，从而使得公司的利润率显著高于其他两家供货商的利润率。

表 2 公司利润率显著高于大成食品

	2006	2007	2008	2009
圣农发展				
屠宰量（百万羽）	35	42	54	68
收入（百万元）	577	897	1295	1438
成本（百万元）	473	653	1014	1137
单羽鸡毛利（元）	2.98	5.81	5.20	4.42
毛利率（%）	18.10%	27.20%	21.70%	20.90%
大成食品				
屠宰量（百万羽）	107	115	134	152
收入（百万元）	637	894	1294	1242
成本（百万元）	583	818	1198	1154
单羽鸡毛利（元）	0.50	0.66	0.71	0.58
毛利率（%）	8.40%	8.50%	7.40%	7.10%

数据来源：湘财证券研究所

肯德基等快餐店的高速增长，支撑圣农直销业务的快速增长。2004 年，肯德基在中国的店面数量为 1260 家，截止到 2009 年年底，肯德基的店面数量已经升至 2900 家，增幅高达 130.16%。我们预计 2010 年肯德基的门面店数量将达到 3400 家左右，增幅达到 17% 左右。

除了肯德基的快速发展，我们还应该注意到麦当劳的增速也十分惊人。1990 年麦当劳在深圳开张第一家门面店，短短 10 年间，麦当劳的门面店数量已经达到 1137 家，扩张速度也十分迅速。面对中国庞大的市场，我们认为未来麦当劳不仅会通过 24 小时营业方式来提高单店营业收入，而且会继续加快门面店的扩张速度。

我们还应该看到德克士、真功夫、东方既白如雨后春笋出现也会给公司的直销业务带来的市场潜力。

图 8 肯德基在我国持续扩张（单位：家）

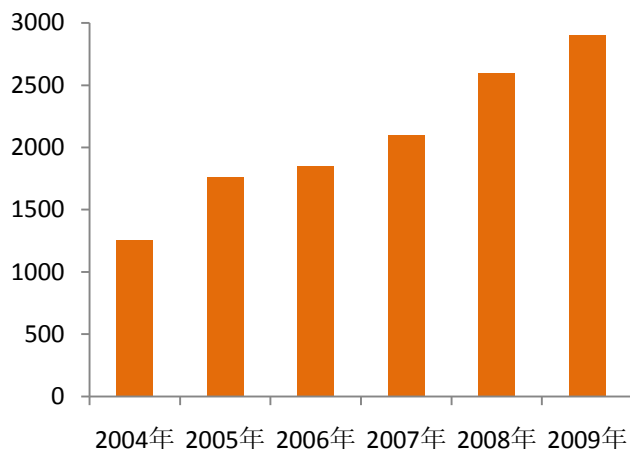
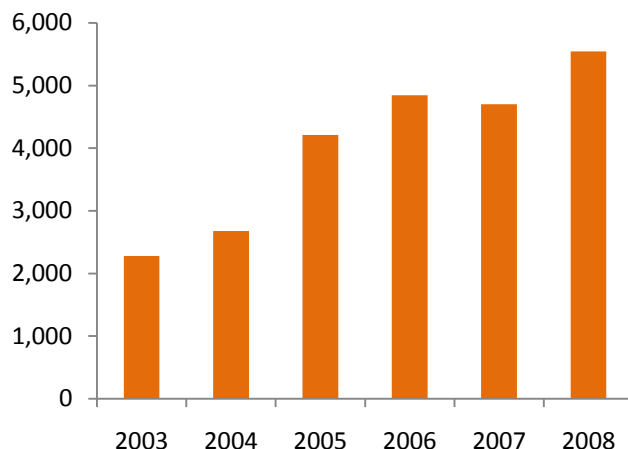


图 9 我国快餐业门店数稳步增长（单位：家）



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

公司除了直销客户外，还有 38% 的营业收入来自于经销商业务。公司目前对于经销商的营销方法是：紧抓闽粤市场，拓展江浙沪等新市场，通过部分供给来维系公司与经销商之间的关系。目前公司对经销商供给份额只为经销商实际需求量的 30% 左右，公司目前面对老经销商产品供不应求的情况，以及不断开发的新客户，为公司的产能扩张奠定了坚实的销售渠道。

图 10 我国鸡肉消费量持续上涨

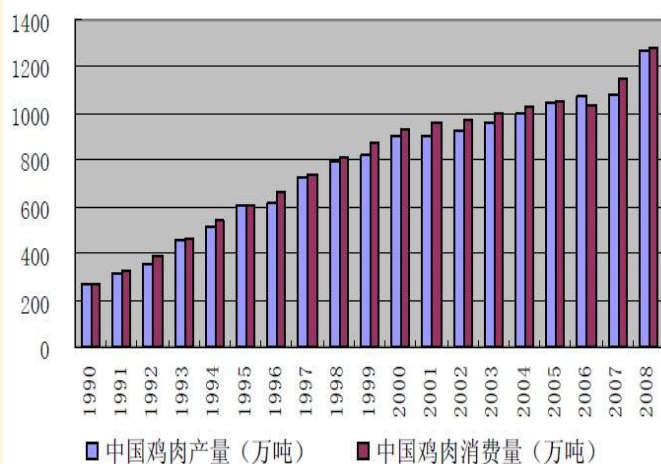
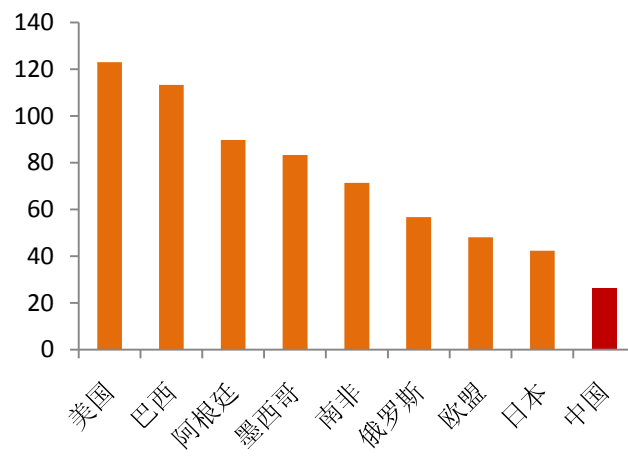


图 11 我国人均每日鸡肉消费量较低（单位：克）



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

盈利预测

我们假设公司的肉鸡饲养能力和公司的屠宰能力如下表：

表 3 公司饲养能力和屠宰能力预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
饲料厂个数（个）	2	2	2	2	3	3	3
饲料产能（万吨）	26	26	26	26	61	61	61
孵化厂个数（个）	2	2	2	2	3	3	3
雏鸡产能（万羽）	4868	4868	6069	6069	7681	10905	10905
种鸡场个数（个）	5	7	9	12	14	17	20
种蛋产能（万枚）	2779	3462	5171	7735	9444	12008	14140
肉鸡场数量（个）	18	20	25	29	34	37	52
肉鸡场产能（万羽）	2343	2692	3787	4636	5605	7242	10301
肉鸡加工生产线（条）	1	1	3	4	4	4	5
肉鸡加工产能（万羽）	2400	2400	7200	9600	9600	9600	12000

数据来源：湘财证券研究所

假设公司各项分业务的盈利情况如下：

表 4 鸡肉业务盈利预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
肉鸡屠宰量（万羽）	2692	3532	4229	5399	6770	9600	12000	16000
销售数量（吨）	55307	67950	81364	105503	134484	189120	236160	315200
平均售价（元/公斤）	8.84	8.14	10.85	11.97	10.5	11.02	12.00	12.12
销售收入（百万元）	488.92	553.11	882.80	1262.87	1412.08	2084.10	2833.92	3813.92
毛利率（%）	24.36%	16.93%	26.77%	20.89%	20.46%	20.77%	21.66%	21.13%
销售成本（百万元）	370	459	646	999	1123	1651	2220	3008
毛利（百万元）	119	94	237	264	289	433	649	946

数据来源：湘财证券研究所

表 5 其他业务盈利预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入（百万元）	0	24	15.01	32.8	25.74	41.16	49.52	59.82
成本（百万元）	0	13.09	6.78	15.77	14.02	22.32	26.64	32.18
毛利（百万元）	0	10.91	8.23	17.03	11.72	18.84	22.88	27.64
毛利率（%）	0.00%	45.47%	54.84%	51.92%	45.53%	45.78%	46.20%	46.20%

数据来源：湘财证券研究所

我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年收入分别为 21.25 亿元、28.83 亿元和 38.74 亿元，净利润分别为 3.28 亿元、4.74 亿元和 6.12 亿元，对应的 eps 分别为 0.80 元、1.16 元和 1.49 元。考虑到公司的快速成长性，我们给予公司 2011 年 40 倍的 PE，目标价为 46.4 元。

表 6 利润表预测

利润表

单位：百万元

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	898	1296	1438	2125	2883	3874
营业成本	653	1015	1137	1673.52	2246.64	3040.18
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	18.47	21.69	23.44	34.00	47.58	65.08
管理费用	35.41	34.36	38.54	52.71	70.64	94.91
财务费用	21.95	42.26	39.80	31.88	43.25	60.04
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	168.79	182.79	198.86	333.16	475.33	613.53
营业外收入	2.00	3.00	3.00	20.00	3.00	3.00
营业外支出	3.00	4.00	1.00	30.00	3.00	3.00

利润总额	167.79	182	201	323	475	614
所得税	0.7	-0.4	0.0	0.3	1.0	1.2
净利润	167.10	182	201	323	474	612
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	167	182	201	323	474	612
EPS（元）	0.41	0.44	0.49	0.79	1.16	1.49

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。