

审慎推荐-B (维持)**民和股份** 002234.SZ

目标估值: N.A.

当前股价: 13.64 元

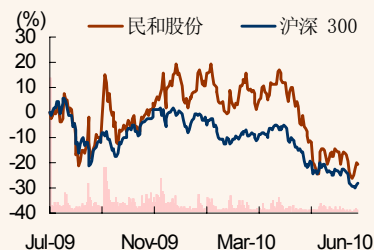
2010 年 7 月 22 日

苗价随鸡价反弹，把握交易性机会**基础数据**

上证综指	2421
总股本(万股)	10750
已上市流通股(万股)	5035
总市值(亿元)	13
流通市值(亿元)	6
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	-10.1
资产负债率	44.1%
主要股东	孙希民
主要股东持股比例	53.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-31	-18
相对表现	1	-5	8

**相关报告**

- 1、《民和股份(002234)-反倾销初裁及春节双因素推动鸡苗价格超预期上涨》2010/2/23
- 2、《我国对美肉鸡反倾销初裁点评-短期助推禽类价格复苏，长期利于禽类出口》2010/2/8
- 3、《民和股份(002234)-鸡苗为主的模式略显单薄》2008/5/30

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

黄璐

0755-82943241
huangl@cmschina.com.cn
S1090208040189

研究助理**董广阳**

0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

最近两个月，全国鸡苗价格已从最低点的 0.7 元/羽大幅上涨至超过 3 元/羽，我们认为，由于前期畜禽养殖持续低迷、南方水灾等，此轮鸡肉、猪肉相关产品价格上涨在未来一年有望延续，公司作为弹性最大品种将迎来较好交易性机会时点。

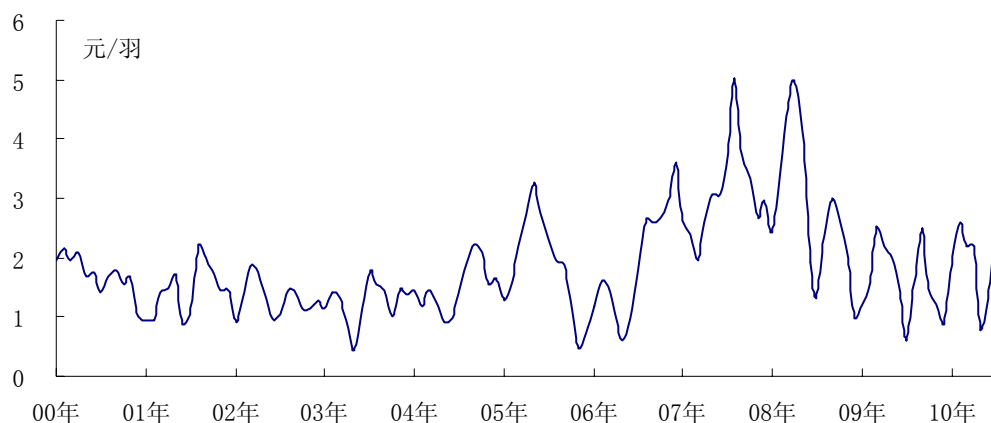
- **近期鸡苗价格超预期大幅上涨。**5 月中开始，全国鸡苗开始季节性复苏，7 月进入加速上涨阶段，鸡苗进入盈利区间，以公司鸡苗产品主销地山东临沂来看，鸡苗价格从 5 月底最低点 0.9 元/羽到 7 月 21 日的 3.3 元/羽。
- **短期上涨原因：**1、南方水灾直接导致的畜禽存栏量的减少，短期形成肉类供应缺口；2、局部地区生猪蓝耳病及口蹄疫的爆发，导致猪肉供应量的减少，以及部分消费转移，鸡肉短期需求加大；3、上半年玉米价格上涨鸡苗价格下跌导致小厂提前淘汰父母代种鸡，造成商品代种鸡苗供不应求。
- **中长期判断：猪价、鸡价可能同时步入温和上涨周期，看好未来两年鸡苗行情。**由于猪、鸡养殖周期不同，价格走势也相对独立，但因近年消费升级，鸡肉替代性增强，猪、鸡价格也呈现一定相关性，特别在猪价相对低位的现阶段，对鸡价走势影响较大。猪价通常为 3 年周期，经过 07 年、08 年上半年上涨和 08 年下半年和 09 年下跌后，按经验推算为 10 年开始复苏，但因 08 年高点政府出台生猪补贴政策等，周期有所拉长，直到今年 6、7 月份才开始复苏，加上玉米上涨这一成本推动因素，我们预计猪价在未来两年将持续温和和上涨。鸡价通常为 5 年周期，经过 06-08 上半年的上涨，08 年下半年至今一直在下降通道，按经验推算为 11 年初开始进入两年半上升通道，然因此次水灾和猪价上涨的影响，可能导致复苏提前。鸡苗价格相对鸡肉价格有 3-6 个月的滞后，按此推算 11 年中才能进入上涨大周期，目前祖代肉鸡、父母代肉鸡存栏仍居高不下，因此我们认为此次鸡苗涨价后续仍有反复，但下半年为价格筑底复苏阶段，明后年进入相对高位。
- **短期中期皆可关注。**由于上半年玉米价格大幅上涨，鸡肉价格持续低迷，鸡苗价格虽较去年有所起色，但仍有一半时间处在亏损状态，公司鸡苗完全成本 2.2-2.3 元/羽，上半年均价在 1.8-1.9 元/羽，单羽盈利-0.4 元，预计下半年均价约为 2.8 元/羽，单羽盈利 0.6 元/羽。由于上半年鸡苗价格仍低于预期，我们下调未来三年 EPS 至 0.3、0.62 和 0.95 元，公司前期公告预计上半年亏损 2500-3000 万，股价已反映此利空。公司产业链短、业绩对鸡苗价敏感，鸡苗上涨给股价带来短期交易性机会，同时我们看好未来 1-2 年的鸡苗价格以及通胀带来畜禽类板块的投资机会，维持审慎推荐 B 的评级。
- **风险提示：**过去两年祖代种鸡进口量较大造成目前供给压力仍然存在，下半年鸡苗价格仍有可能反复。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	812	726	865	991	1101
同比增长	44%	-11%	19%	15%	11%
营业利润(百万元)	58	33	33	66	101
同比增长	-39%	-171%	-179%	104%	53%
净利润(百万元)	52	-42	33	66	102
同比增长	-39%	-182%	-177%	104%	53%
每股收益(元)	0.48	-0.39	0.30	0.62	0.95
PE	28.6	-34.7	45.1	22.2	14.5
PB	2.4	2.6	2.5	2.3	2.0

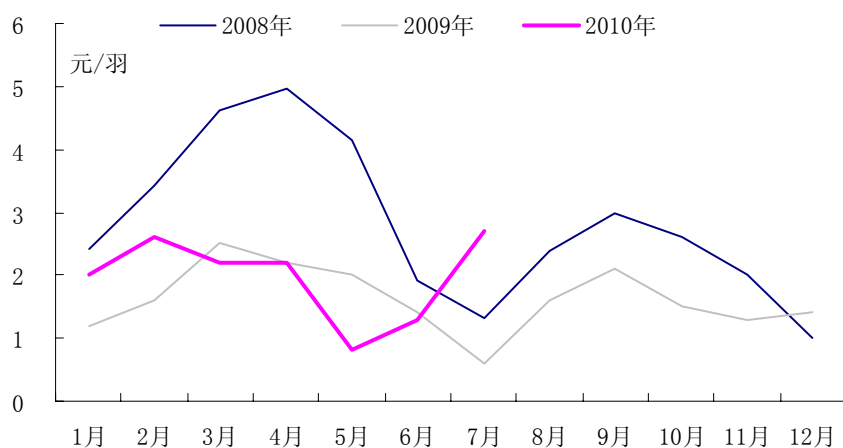
资料来源：招商证券

图 1、山东地区鸡苗价格（2000 年 1 月-2010 年 7 月）



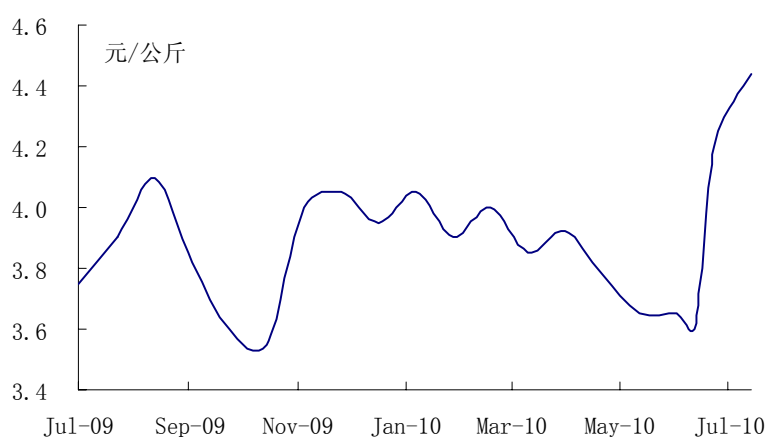
资料来源：农业部，招商证券

图 2、山东地区鸡苗价格（近三年年度比较）



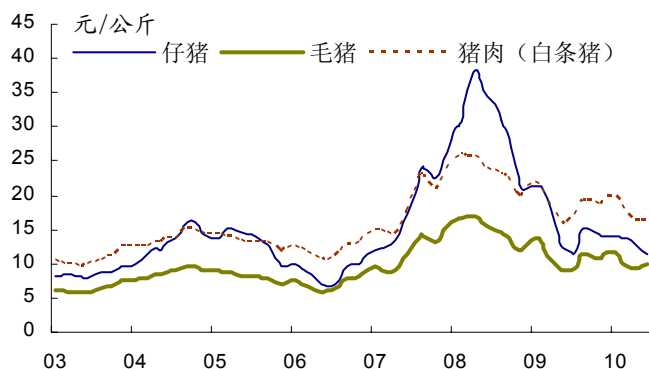
资料来源：农业部，招商证券

图 3、近日山东肉毛鸡收购价格走势



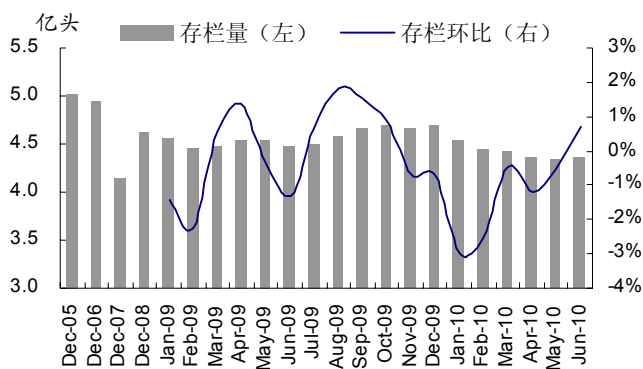
资料来源：农业部，招商证券

图 4、全国仔猪、活猪、猪肉价格走势



资料来源：农业部，招商证券

图 5、全国生猪存栏量及变化情况



资料来源：农业部

表 1、民和股份鸡苗业务预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
鸡苗销量（万羽）	8,734	12,079	15,500	18,600	21,390	23,529
鸡苗单价（元/只）	2.82	2.57	1.77	2.43	2.51	2.61
单位成本（元/只）	1.60	2.14	1.64	2.00	2.00	2.00
单位毛利（元/只）	1.23	0.77	-0.11	0.43	0.51	0.61
单位净利（元/只）	0.98	0.19	-0.08	0.21	0.29	0.39

资料来源：公司公告，招商证券

表 2、民和股份销售收入结构预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
合计收入（万元）	39,561	56,438	81,208	72,573	86,523	99,132	110,142
鸡苗	17,273	24,654	35,103	27,421	45,198	53,753	61,505
鸡肉制品	17,149	26,738	40,135	39,798	40,196	44,216	48,637
收入增长率	-2%	43%	44%	-11%	19%	15%	11%
鸡苗	34%	43%	42%	-22%	65%	19%	14%
鸡肉制品	-16%	56%	50%	-1%	1%	10%	10%
合计毛利（万元）	7,393	13,688	11,795	2,301	9,634	13,655	17,365
鸡苗	5,899	10,701	9,312	2,024	7,998	10,973	14,447
鸡肉制品	392	2,508	2,026	280	1,608	2,653	2,918
毛利增长率	20%	85%	-14%	-80%	319%	42%	27%
鸡苗	53%	81%	-13%	-78%	295%	37%	32%
鸡肉制品	-51%	539%	-19%	-86%	473%	65%	10%
毛利率	19%	24%	15%	3%	11%	14%	16%
鸡苗	34%	43%	27%	7%	18%	20%	23%
鸡肉制品	2%	9%	5%	1%	4%	6%	6%

资料来源：公司公告，招商证券

表 3、民和股份各季度业绩回顾

单位：百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
一、营业总收入	185	210	232	196	162	147	214	202	178
二、营业总成本	158	183	211	214	164	175	199	230	194
其中：营业成本	144	165	195	200	149	159	183	212	178
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业费用	3	3	3	4	3	3	4	4	3
管理费用	5	9	6	5	7	7	8	8	9
财务费用	5	5	6	5	5	5	4	6	5

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
三、其他经营收益	0	0	0	1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	1	0	0	0	0	0
四、营业利润	27	27	21	-17	-2	-28	16	-28	-16
加: 营业外收入	0	0	3	-2	0	0	0	2	0
减: 营业外支出	0	3	2	1	0	0	0	3	0
五、利润总额	27	24	22	-20	-2	-28	16	-29	-16
减: 所得税	0	0	0	0	0	0	0	0	0
六、净利润	27	24	21	-20	-2	-28	16	-29	-16
减: 少数股东损益	0	1	0	-1	0	0	0	0	-1
七、归属母公司所有者净利润	27	23	21	-19	-1	-28	16	-29	-15
EPS	0.25	0.22	0.19	-0.18	-0.01	-0.26	0.15	-0.27	-0.14
主要比率									
毛利率	22%	21%	16%	-2%	8%	-8%	15%	-5%	0%
营业费率	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费率	3%	5%	3%	3%	5%	5%	4%	4%	5%
营业利润率	15%	13%	9%	-9%	-1%	-19%	7%	-14%	-9%
实际税率	1%	1%	2%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%
净利率	14%	11%	9%	-10%	-1%	-19%	7%	-14%	-9%
YoY									
收入增长率	73%	44%	53%	22%	-12%	-30%	-8%	3%	10%
营业利润增长率	54%	-8%	-15%	-176%	-106%	-202%	-25%	62%	894%
净利润增长率	48%	-8%	5%	-190%	-105%	-218%	-23%	51%	949%

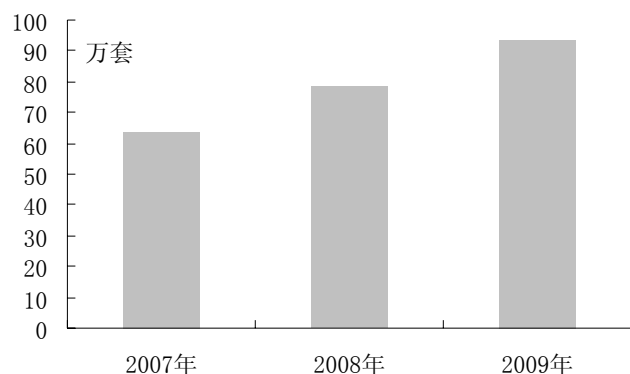
资料来源: 公司公告, 招商证券

表 4、民和股份盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	564	812	726	865	991	1101
营业成本	427	694	703	769	855	928
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
营业费用	10	13	14	14	15	17
管理费用	17	26	31	32	30	33
财务费用	15	22	19	18	25	22
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
营业利润	95	58	-41	33	66	101
营业外收入	2	1	2	0	0	0
营业外支出	5	6	3	0	0	0
利润总额	91	53	-43	33	66	101
所得税	2	1	0	0	0	0
净利润	89	52	-43	33	66	102
少数股东损益	4	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	85	52	-42	33	66	102
EPS (元)	0.79	0.48	-0.39	0.30	0.62	0.95

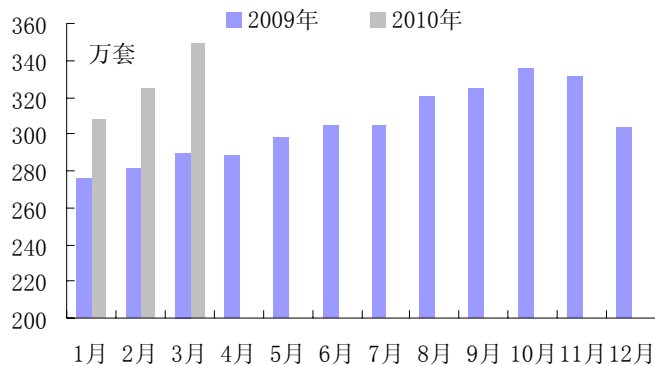
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 6、近三年我国原种代肉鸡进口量



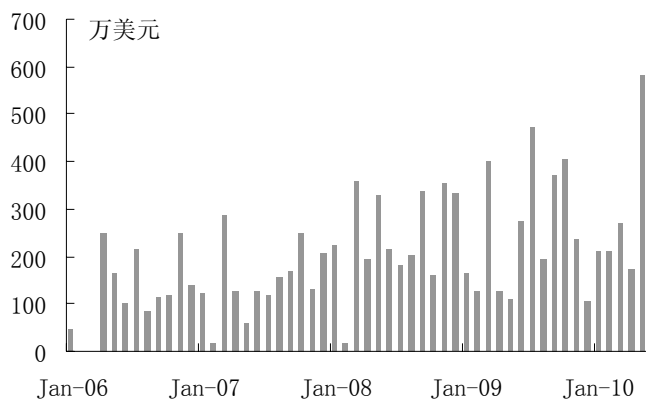
资料来源：农业部

图 7、2009 年以来全国 12 家父母代肉种鸡企业存栏量



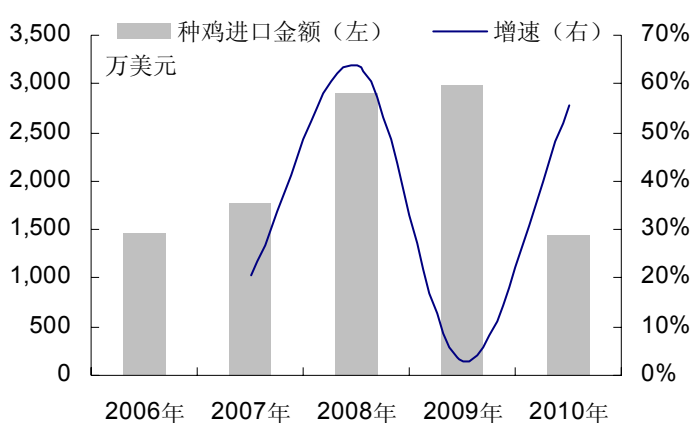
资料来源：鸡病专业网

图 8、我国种鸡月度进口金额



资料来源：国家海关总署

图 9、我国种鸡年度进口金额



资料来源：国家海关总署

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	529	474	395	400	427
现金	274	228	126	100	100
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	3	4	5	5
应收款项	21	23	26	30	33
其它应收款	2	1	1	2	2
存货	157	155	170	189	205
其他	75	64	67	75	81
非流动资产	492	563	592	754	768
长期股权投资	0	5	5	5	5
固定资产	320	417	457	627	648
无形资产	40	38	35	31	28
其他	133	102	96	91	87
资产总计	1022	1037	987	1154	1195
流动负债	379	442	375	487	444
短期借款	307	370	300	405	356
应付账款	57	59	64	71	77
预收账款	0	1	1	1	1
其他	16	13	10	10	10
长期负债	16	11	2	2	2
长期借款	10	2	2	2	2
其他	6	9	0	0	0
负债合计	396	454	377	489	446
股本	108	108	108	108	108
资本公积金	242	242	242	242	242
留存收益	266	224	250	305	389
少数股东权益	11	11	11	11	11
母公司所有者权益	615	573	600	654	738
负债及权益合计	1022	1037	987	1154	1195

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	49	24	109	146	189
净利润	52	(42)	33	66	102
折旧摊销	0	0	63	75	85
财务费用	0	0	18	25	22
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(12)	(24)	(21)
其它	(2)	66	8	4	1
投资活动现金流	(167)	(103)	(100)	(240)	(100)
资本支出	0	0	(100)	(240)	(100)
其他投资	(167)	(103)	0	0	0
筹资活动现金流	332	33	(111)	67	(89)
借款变动	0	0	(78)	105	(49)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(6)	(12)	(18)
其他	332	33	(27)	(25)	(22)
现金净增加额	214	(46)	(102)	(26)	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	812	726	865	991	1101
营业成本	694	703	769	855	928
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	13	14	14	15	17
管理费用	26	31	32	30	33
财务费用	22	19	18	25	22
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	58	(41)	33	66	101
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	6	3	0	0	0
利润总额	53	(43)	33	66	101
所得税	1	0	(0)	(0)	(0)
净利润	52	(43)	33	66	102
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	52	(42)	33	66	102
EPS (元)	0.48	(0.39)	0.30	0.62	0.95

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	44%	-11%	19%	15%	11%
营业利润	-39%	-171%	-179%	104%	53%
净利润	-39%	-182%	-177%	104%	53%
获利能力					
毛利率	14.5%	3.2%	11.1%	13.8%	15.8%
净利率	6.3%	-5.8%	3.8%	6.7%	9.2%
ROE	8.4%	-7.4%	5.4%	10.1%	13.8%
ROIC	8.2%	-2.3%	5.5%	8.6%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	38.7%	43.7%	38.2%	42.4%	37.4%
净负债比率	32.0%	36.6%	30.6%	35.2%	29.9%
流动比率	1.4	1.1	1.1	0.8	1.0
速动比率	1.0	0.7	0.6	0.4	0.5
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9
存货周转率	4.7	4.5	4.7	4.8	4.7
应收帐款周转率	40.5	32.8	35.4	35.4	34.9
应付帐款周转率	9.6	12.2	12.5	12.6	12.5
每股资料(元)					
每股收益	0.48	-0.39	0.30	0.62	0.95
每股经营现金	0.46	0.22	1.02	1.36	1.76
每股净资产	5.72	5.33	5.58	6.09	6.86
每股股利	0.09	-0.07	0.05	0.11	0.17
估值比率					
PE	28.6	-34.7	45.1	22.2	14.5
PB	2.4	2.6	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	8.9	115.0	8.2	5.6	4.5

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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄璐：MBA，拥有证券从业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。