

增持 (首次)

鸡苗毛鸡价格背离，关注交易性机会

——民和股份 (002234) 调研报告

市场数据

上证综合指数	2,791.34
深证成分指数	12,294.16
农林牧渔指数 (申万)	2,345.03

相对股价表现



相关研究

德邦证券农林牧渔研究小组

联系人: 徐伟民

8621-68761616-8686

Xuwmm@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

<http://www.tebon.com.cn>

报告摘要:

鸡苗毛鸡价格出现背离。 2010 年 12 月 11 日, 鸡苗价格达到峰值, 山东地区鸡苗最高价格达到 4.7 元/羽, 然后受春节假期间屠宰停止的影响, 价格开始急剧下降, 山东地区最低价格曾达到 1.5 元/羽。与此同时, 山东地区毛鸡价格仍处于上升态势, 最高价格曾经达到 5.05 元/斤。这就形成了明显的价格背离现象。

价格背离通常带来鸡苗价格急剧回归。 价格背离通常会带来价格急剧回归。这种现象在 2009 年 1 月份以及 2010 年 1 月份连续发生。2009 年由于价格背离, 山东鸡苗价格由 2009 年 1 月份的最低 0.2 元/羽, 上涨到 3 月份的最高 3.7 元/羽。2010 年由于价格背离, 山东鸡苗价格由 2010 年 1 月份的最低 0.5 元/羽, 上涨到 2 月份的最高 3.6 元/羽。

鸡苗价格决定公司业绩, 急剧回归将带动公司业绩向好。 由于公司业务较单一, 主要靠鸡苗, 鸡苗价格对公司业绩有决定性影响。在其他成本没有显著变化的前提下, 鸡苗价格急剧回归将带动公司整体业绩向好。目前公司股价从 2010 年 11 月 16 日的最高价 29.8 元跌到 20 元附近, 跌幅近 32%。鸡苗价格回归带动公司业绩向好, 将会刺激股价止跌反弹产生交易性机会。另外, 鸡苗价格目前呈波动上升态势, 2011 年公司业绩也值得期待, 所以我们认为岁末年初是一个买入的较为有利机会。

预计 2010-2012 年 EPS 估计为 0.31/0.68/0.8 元。 我们认为给予公司 2011 年 35 倍到 40 倍 PE 较为合理, 价格区间 23.8-27.2 元/股, 给予增持评级。

风险提示。 鸡苗价格波动

盈利预测:

单位: 百万元, 元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	812	726	916	1112	1278
yoy	43.9%	-10.6%	26.3%	21.3%	14.9%
净利润	52	-42	34	74	87
yoy	-38.8%	-180.8%		119.0%	17.5%
每股收益	0.48	-0.39	0.31	0.68	0.80
yoy	-54.3%	-181.3%		119.0%	17.5%
毛利率	14.5%	3.5%	10.0%	12.4%	13.0%

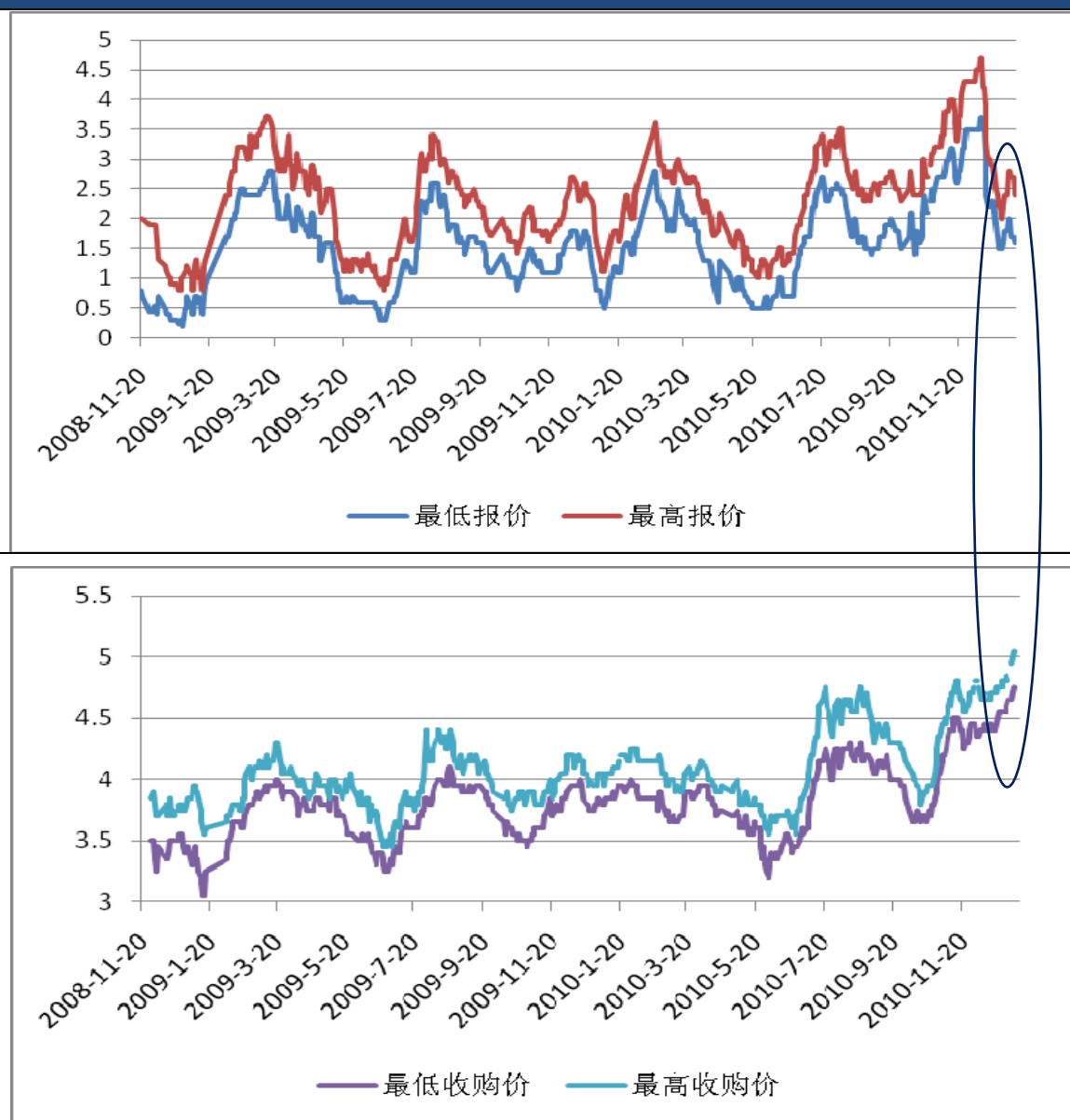
请务必阅读正文后的免责条款部分

1. 近期山东鸡苗毛鸡价格出现明显背离

2010 年 12 月 11 日，鸡苗价格达到峰值，山东地区鸡苗最高价格达到 4.7 元/羽，然后受春节假期间屠宰停止的影响，价格开始急剧下降，山东地区最低价格曾达到 1.5 元/羽。与此同时，山东地区毛鸡价格仍处于上升态势，最高价格曾经达到 5.05 元/斤。这就形成了明显的价格背离现象。

从图表 1 鸡苗价格走势上，我们可以看到近期鸡苗价格迅速下降，但目前似有趋稳迹象。从图表 1 毛鸡价格走势我们则可以看到，毛鸡价格则有加速上涨趋势，形成背离走势。

图表 1 近期鸡苗毛鸡价格发生背离（上图为鸡苗价格走势，下图为毛鸡价格走势）



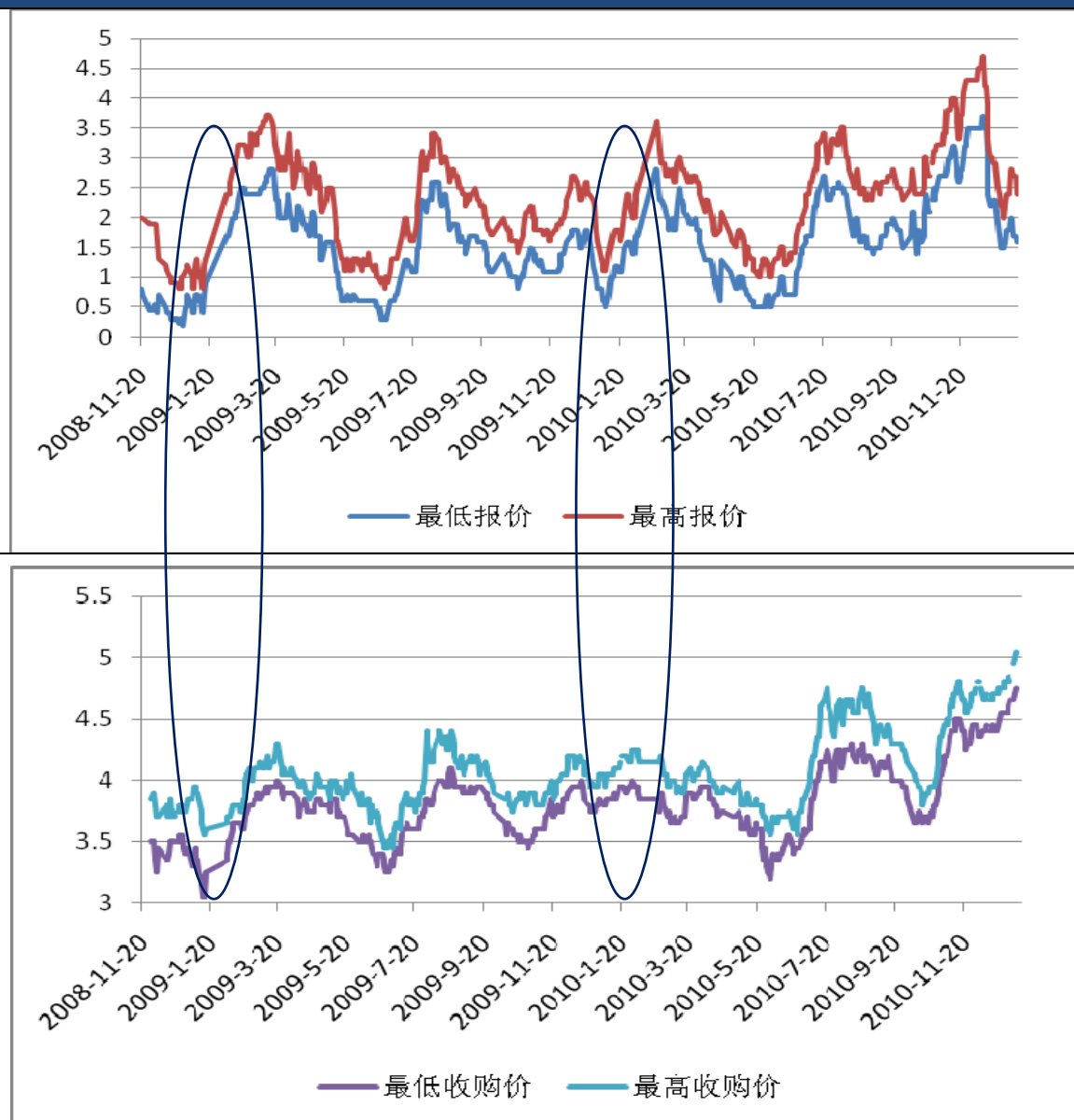
资料来源：德邦证券

2. 价格背离通常带来鸡苗价格急剧回归

价格背离通常会带来价格急剧回归。这种现象在 2009 年 1 月份以及 2010 年 1 月份连续发生。2009 年由于价格背离，山东鸡苗价格由 2009 年 1 月份的最低 0.2 元/羽，上涨到 3 月份的最高 3.7 元/羽。2010 年由于价格背离，山东鸡苗价格由 2010 年 1 月份的最低 0.5 元/羽，上涨到 2 月份的最高 3.6 元/羽。

从图表 2 鸡苗价格走势上，我们可以明显看到鸡苗价格的两次急剧回归。

图表 2 价格背离之后往往伴随鸡苗价格急剧回归（上图为鸡苗价格，下图为毛鸡价格）



资料来源：德邦证券

3. 鸡苗价格决定公司业绩，急剧回归将带动公司业绩向好

由于公司业务较单一，主要靠鸡苗，2009 年销售占比 37.9%，毛利占比为 88%，鸡苗价格对公司业绩有决定性影响。在其他成本没有显著变化的前提下，鸡苗价格急剧回归将带动公司整体业绩向好。目前公司股价从 2010 年 11 月 16 日的最高价 29.8 元跌倒 20 元附近，跌幅近 32%。鸡苗价格回归带动公司业绩向好，将会刺激股价止跌反弹产生交易性机会。

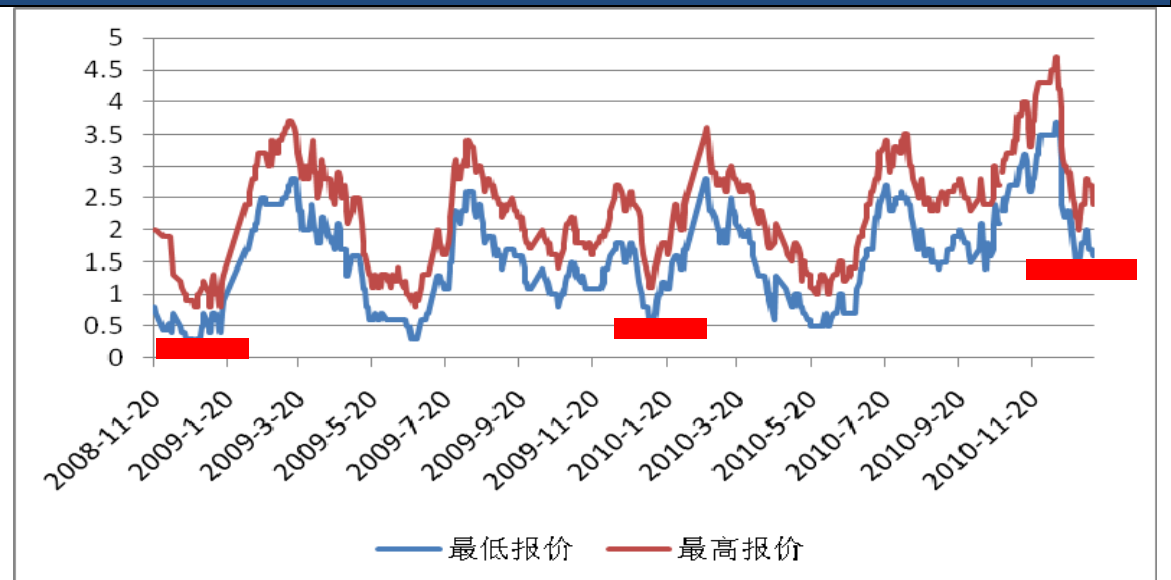
图表 3 公司鸡苗业务对于公司业绩具有决定性影响

	2007	2008	2009	2010E
存栏种鸡（万套）	137.03	160	180	200
销售数量（万只）	8,734	12,079	14,208	15,000
单价（元/只）	2.83	2.91	1.93	2.20
销售收入（百万元）	247	351	274	350
YOY	42.7%	42.4%	-21.9%	27.8%
销售成本（百万元）	140	258	254	277
毛利（百万元）	107	93	20	73
毛利率	43.4%	26.5%	7.4%	20.8%
销售占比	43.7%	43.2%	37.9%	37.0%
毛利占比	78.2%	78.9%	88.0%	64.6%

资料来源：德邦证券

4. 鸡苗价格波动向上，2011 年业绩可期

图表 4 价格背离之后往往伴随鸡苗价格急剧回归（上图为鸡苗价格，下图为毛鸡价格）



资料来源：德邦证券

另外，鸡苗价格目前呈波动上升态势，2011 年公司业绩也值得期待，所以我们认为岁末年初是一个买入的较好的时间点。

5. 沼气发电项目，有利于平滑利润波动

公司 IPO 募投项目沼气发电项目已经完工投产，该项目发电装机容量 3000kw，2 季度进入满负荷运转，年满负荷运转发电量 2190 千瓦时，7 月份发改委发布《关于完善农林生物质发电价格政策的通知》中，将全国农林生物质发电执行的上网电价统一调高至每千瓦时 0.75 元，按此计算，公司发电业务年收入约 1642.5 万元。

此外，公司沼气发电后的副产品可用于生产生物肥，年收入可达 1000 万左右。

还有，公司的鸡粪沼气发电项目属于政府支持的生物质发电项目，该项目通过了国家发改委的 CDM 项目批准，并与世界银行签订 CDM 购买意向协议。协议显示，公司未来向世界银行转让该发电项目产生的温室气体减排量，累计转让量不超过 60 万吨二氧化碳当量，转让价格不低于 10 美元/吨。公司发电项目满负荷运行后，年二氧化碳换算当量约 10.45 万吨，按 10 美元/吨转让，未来 5-6 年内年 CDM 收益约 104.5 万美元左右。

这些收入非常稳定，对平滑公司利润波动会很有好处。

6.业务收入细分表

图表 5 业务收入细分表		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
鸡苗业务	销售数量（万只）	8,734	12,079	14,208	15,200	16,000	18,000
	单价（元/只）	2.83	2.91	1.93	2.20	2.50	2.60
	销售收入（百万元）	247	351	274	334.4	400	468
	YOY	42.7%	42.4%	-21.9%	22.0%	19.6%	17.0%
	毛利率	43.4%	26.5%	7.4%	18.6%	24.0%	23.1%
鸡肉制品	销量（吨）	26,153	36,201	41,630	49,000	57,000	62,000
	单价（元/公斤）	10.22	10.52	9.56	10	10.5	11
	销售收入（百万元）	267	401	398	490	598.5	682
	YOY	55.9%	50.1%	-0.8%	23.1%	22.1%	14.0%
	毛利率	9.4%	5.0%	0.7%	4.0%	4.8%	6.4%
饲料业务	销售收入（百万元）	31	33	11	34	44	54
	YOY	-16.6%	7.3%	-67.7%	223.5%	27.3%	22.1%
	毛利率	6.0%	7.1%	2.4%	5.9%	4.5%	5.6%
生物发电	发电量			1163	1810	2190	2190
	上网电价（元/度）			0.594	0.594	0.67	0.75
	销售收入（百万元）			6.9	6.9	12.127	16.425
	毛利率			-38.6%	14.9%	26.7%	26.7%
有机肥	销售收入（百万元）				10	12	12
	毛利率				60.0%	58.3%	58.3%
其他	销售收入（百万元）	19	27	36	36	41	45
	YOY		39.7%	32.3%	0.1%	13.1%	11.1%
	毛利率	11.5%	9.9%	14.1%	4.2%	3.9%	2.7%
合计	营业收入	564.38	812.08	725.73	916	1112	1278
	YOY	42.5%	43.9%	-10.6%	26.3%	21.3%	14.9%
	毛利率	24.2%	14.5%	3.5%	10.0%	12.4%	13.0%

资料来源：德邦证券

7. 盈利预测表

单位：百万元

图表 6 利润表	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	564	812	726	916.4	1111.5	1277.5
减：营业成本	428	694	700	825	974	1112
减：营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
营业费用	10	13	14	14	17	18
管理费用	17	26	31	32	39	43
财务费用	15	22	19	17	21	23
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0	0
营业利润	95	58	-41	29	61	82
加：营业外收入	2	1	2	7	17	8
减：营业外支出	5	6	3	1	2	1
利润总额	91	53	-43	35	76	89
减：所得税	2	1	0	1	2	2
净利润	89	52	-43	34	74	87
减：少数股东权益	4	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	85	52	-42	34	74	87
总股本（百万股）	81	108	108	108	108	108
EPS（元）	1.05	0.48	-0.39	0.31	0.68	0.80

我们认为可以给予公司 2011 年 35 倍到 40 倍 PE，合理价格区间为 23.8-27.2 元/股，给予增持评级。

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性-In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避-Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入-Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持-Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性-Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\%+10\%$

减持-Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。