

迎来产能释放期，政府助推轻资产运作

民生精品---深度研究报告/农林牧渔行业

2011 年 05 月 09 日

报告摘要:

● 家禽业发展方向：产业链一体化+轻资产规模扩张

良种引进、饲料技术运用、原料供给紧张、上下游企业谈判力较量，以及食品安全等因素推动了家禽产业链一体化和规模快速扩张。基地饲养属轻资产规模扩张模式，其整合了多方资源，节约企业资金以达到利润最大化，受到大型养殖企业的青睐。

● 禽肉潜在需求巨大，预计今后五年产量年增速超过7%

发展中国家的禽肉支出弹性系数超过 0.70，预计随着城镇化率的提升，以及最低工资和居民收入的快速上涨，今后 5 年我国禽肉产销量年增速有望超过 7%。

● 华英农业的新增产能将在2011-2012年集中释放

公司募投项目和上市后重点投资的三大项目将于今明两年集中释放产能。其中，商品鸭养殖能力由 800 万只提升至 1700 万只，商品鸡养殖能力由 0 提升至 1600 万只。

● 地方政府助推公司轻资产运作

除公司自建养殖基地外，单县县政府计划在全县发展标准养殖小区 100 个，共养殖肉鸭 2000 万只；此外，淮滨分公司所在的地方政府计划提供 2600 万只的新增配套养殖。地方政府的配套养殖量超过公司自建基地的养殖总量，助推公司轻资产运作。

● 目标价为31.15-32.0元，给予“强烈推荐”评级

在未考虑公司可能于 2012 年增发扩张产能，以及欧盟市场的开拓，保守估计 2011-2013 年公司净利润年复合增长率为 46.7%，目标价 31.15 - 32.0 元，“强烈推荐”。

● 风险提示

禽肉价格波动；疫情

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,303	2,072	2,591	2,832
增长率(%)	39.78%	59.01%	25.01%	9.31%
归属母公司股东净利润(百万元)	57	130	157	176
增长率(%)	40.48	130.19	20.36	12.26
每股收益(元)	0.38	0.89	1.07	1.20
毛利率(%)	11.9%	12.3%	11.9%	12.0%
净资产收益率 ROE(%)	5.7%	12.5%	13.2%	13.0%
每股净资产(元)	6.50	7.37	8.41	9.57
PE	61.95	26.57	22.08	19.67
PB	3.62	3.20	2.80	2.46
EV/EBITDA	31.74	3.18	2.76	2.25

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

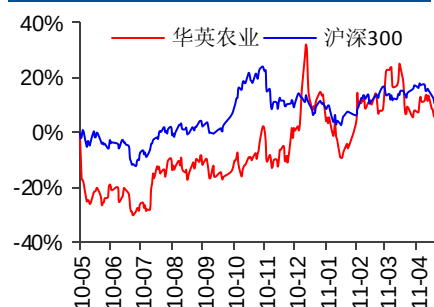
维持评级

合理估值：31.15—32.00 元

交易数据(2011-05-08)

收盘价(元)	23.54
近 12 个月最高/最低	30.75/15.00
总股本(百万股)	147
流通股本(百万股)	103
流通股比例%	70.1%
总市值(亿元)	34.60
流通市值(亿元)	24.25

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王莺

执业证书编号：S0100510120001

电话：(8621) 68885571

手机：13816716806

Email: wangying_yjs@mszq.com

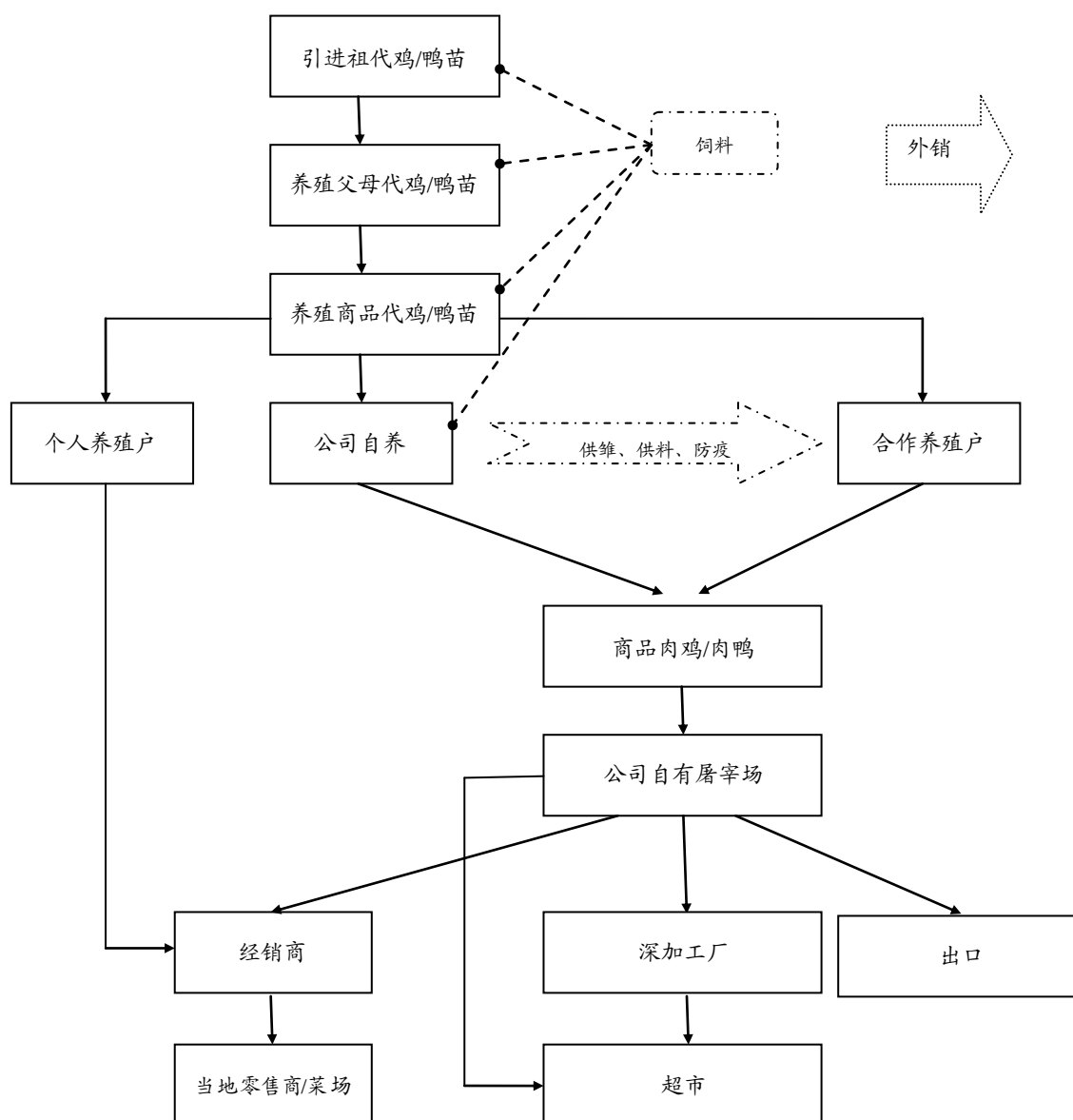
相关研究

一、家禽业发展方向：产业链一体化，轻资产规模扩张

（一）规模扩张和产业链一体化是大势所趋

家禽企业的规模扩张和产业链一体化是大势所趋。首先，疫苗、药品的使用，以及空调系统的引进，使得规模化生产成为可能；其次，国外良种的引进、饲料技术的应用，原料供给的紧张、以及上下游企业的谈判力较量使得企业规模重要性突显；此外，政府和消费者对食品安全的日趋重视又使得产业链一体化成为大势所趋。至于一体化的程度，各个国家和各家公司各不相同；对于多数公司而言，禽肉产业链一体化包括以下多数或所有部分：种群、孵化、饲料、养殖、屠宰、深加工、运输和分销，如图 1 所示。

图 1：常见全球禽业完整供应链



资料来源：民生证券研究所

(二) 产业链整合者呈多元化

在全球范围内，禽业的整合者呈现多元化，包括饲料公司、养殖公司、孵化场以及加工厂等。在中国，新希望集团、六和集团、正大集团（中国）等均以饲料起家，在经营过程中通过上下游整合，最终形成了完整的种禽、饲料、养殖、加工产业链。圣农发展、北京大发正大、河南永达食业、内蒙古塞飞亚集团、华英禽业集团等以孵化场、养殖场或加工厂起家，通过数十年的发展，也形成了完整的肉鸡、肉鸭一体化产业链。

表 1: 禽业整合者呈现多元化

主要农业产品/农业业务		发展历程
正大集团	建立了从畜禽和水产种苗到饲料、饲养、屠宰、食品加工的“一条龙”生产经营体系，并涉足种子、油脂、生化工程等。	1921 年，华侨谢易初、谢少飞兄弟在泰国创办正大种子店
		1979 年，建设了中国第一个现代化饲料厂
六和集团	涉及饲料生产、食品加工、种畜禽繁育、进出口贸易、养殖担保等产业，以肉鸡、肉鸭两大产业链为主要构架	1985 年，构建了中国第一个具有国际水准的家禽一条龙企业
		1986 年，投资了中国第一个国际最优良的家禽育种公司
北京大发正大	集育种、饲料生产、肉鸡饲养、食品研发、屠宰加工、物流配送、熟食生产及国际国内贸易于一身	1997 年，在中国第一个建成拥有覆盖城镇零售网络的企业集团
		2008 年 7 月，成立江西正大畜禽有限公司，启动 200 万头生猪产业化项目
圣农发展	中国最大的自养自宰白羽肉鸡专业生产企业。在同行业内创新性地采用了高度一体化的大规模自养自宰肉鸡经营模式，产业链集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售为一体	1995 年组建山东六和集团，开始生产和销售配合饲料
		1997 年全面接收平邑牧工商饲料厂、冷藏加工厂、种鸡场，进行一条龙运作
		2000 年提出并组织实施商品鸡的标准化、现代化养殖新概念
		2001 年起以每年 10-15 家新增企业快速发展，饲料、肉食加工、养殖和动物保健制品全面快速发展，成为具有行业较大影响力的畜牧业优势企业
		2005 年与新希望集团强强联合、全面合作
		2006 年在集团内推广平度标准化养殖模式和平邑一体化经营模式
		2007 年和与无棣政府成立国内第一家专门为农民提供担保贷款的担保公司
		2008 年与地方政府联合新成立 5 家养殖担保公司
		1986 年 11 月正式成立
		1991 年 11 月公司（密云）孵化场正式投产
		1992 年 3 月原北京鱼饲料厂（小汤山）正式并入公司成为公司饲料一厂
		1992 年 7 月公司（杨镇）肉食品（屠宰）加工厂建成正式投入生产
		1996 年 6 月公司（杨镇）熟食品加工厂建成投产
		2006 年 4 月保定分公司经过一年多的筹建、改造正式投产试运行
		2006 年 7 月承德肉鸡屠宰加工厂开工建设
		2006 年 11 月任丘（北京）大发有限责任公司饲料厂落成
		2009 年 11 月丰宁满族自治县双大食品有限公司成立
		1983 年 4 月傅光明辞职下海养鸡
		1989 年 4 月成立光泽县种鸡场
		1993 年光泽鸡业有限公司成立，形成产、加、销、贸、工、农一体化模式
		1994 年 9 月与肯德基建立长期供销伙伴关系
		2000 年 7 月圣农初步形成产业规模
		2005 年制定未来五年发展计划：至 2010 年年饲养加工规模达到 1.2 亿羽
		2007 年 4 月与牧羊集团举行中国最大饲料厂项目签约仪式
		2011 年 2 月百胜全球餐饮集团、麦当劳全球高管相继考察圣农

河南永达食业	集肉种鸡繁育、饲料生产、商品鸡养殖、屠宰加工、熟制品生产、冷藏配送、商业连锁、国际贸易为一体	1984 年冯永山开始从事蛋鸡生产 1988 年冯永山投资发展肉鸡业，兴建 500 吨冷库，年屠宰 300 万只肉鸡屠宰生产线和 3 万套肉种鸡场 1992 年从荷兰引进一条年加工 1000 万只肉鸡的自动化肉鸡屠宰生产线 1994 年从德国引进年加工 5000 吨中式火腿生产线，组建熟食加工厂；与之配套的冷库、肉种鸡场、孵化场和饲料厂相继建成 2000 年，成为麦当劳、肯德基供应商 2001 年成立郑州永达食品商业连锁有限公司，开设永达放心鸡连锁店 2002 年建种鸡场 5 座，孵化中心 1 座，100 座现代化商品鸡场陆续建成
内蒙古塞飞亚集团	以肉鸭繁育、养殖加工为主体，以熟食制作、连锁餐饮、印刷包装、生物肥料、沼气发电为补充	1996 年 11 月，实施股份制改造，组建内蒙古塞飞亚集团有限公司 1997 年 11 月，塞飞亚食品有限公司成立 1998 年 7 月，塞飞亚肉鸭屠宰生产线试车投产 1999 年 11 月，塞飞亚集团肉鸭产业通过 ISO9002 国际质量体系认证 2003 年 8 月，由塞飞亚食品工业、种鸭孵化、生态移民三大园区构成的“塞飞亚工业园”竣工 2007 年 8 月，塞飞亚集团肉鸭产业三期扩建工程竣工
华英集团	以肉鸭和肉鸡繁育、养殖、加工、销售为主业	1991 年 11 月，国家对外经济贸易部代表与英国政府正式换文对樱桃谷鸭综合项目予以确认，华英事业正式拉开序幕 1992 年 4 月，第一批英国樱桃谷父母代种鸭运达种鸭场，11 月商品鸭苗开孵 1993 年 3 月，华英集团“公司+农户”模式正式确认 1994 年 10 月，年加工 200 万只樱桃谷鸭屠宰加工生产线正式动工 1998 年 4 月，华英祖代种鸭有限公司成立；9 月熟食制品分公司成立 2001 年 5 月，华英集团四期工程建成投产，华英集团成为“世界鸭王” 2002 年 9 月，华英集团 18 万吨饲料厂奠基 2010 年 7 月，河南省推进华英对欧盟出口注册工作会召开

资料来源：民生证券研究所

（三）轻资产规模扩张受青睐

常见的禽业饲养模式有三类：（1）农户饲养；（2）基地饲养；（3）公司自养。其中，公司一体化自养自宰经营模式与基地饲养的合作经营模式的重大区别在于，肉鸡或肉鸭是否主要由企业自建饲养场饲养。

表 2：各种养殖模式的主要特点

	农户饲养	基地饲养	公司自养
投资	少	投资多，投资主体多样化	投资大，投资主体单一
产品质量	参差不齐	较稳定	稳定
产量稳定性	不稳定	较稳定	稳定
食品安全	兽药残留难控制	通常采用“五统一”方式，即“统一供雏、统一供料、统一防疫、统一收购、统一加工”，但需要公司具备较强的对基地的管理、约束能力	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

资料来源：民生证券研究所

基地饲养的合作经营属于轻资产规模扩张模式，因其整合了政府、农户、担保公司、金融机构等多方资源，尽量节约企业资金以达到利润最大化，受到了大型养殖企业的青睐。

以泰森食品和六和集团为例。美国泰森食品股份有限公司 (Tyson Foods Inc.) 创始于 1935 年，目前是全球最大的鸡肉、牛肉、猪肉供应商及生产商，在美国鸡肉市场占 25%。泰森食品在全球拥有 141 家食品加工厂、64 个孵化场、40 个饲料厂、62 个冷库和 10 个物流配送中心；拥有约 6500 个肉鸡合作养殖户和超过 250 个生猪合作养殖户，其中，泰森负责提供鸡苗、仔猪、饲料和技术支持，养殖户则负责提供劳动力、厂房、设备等。

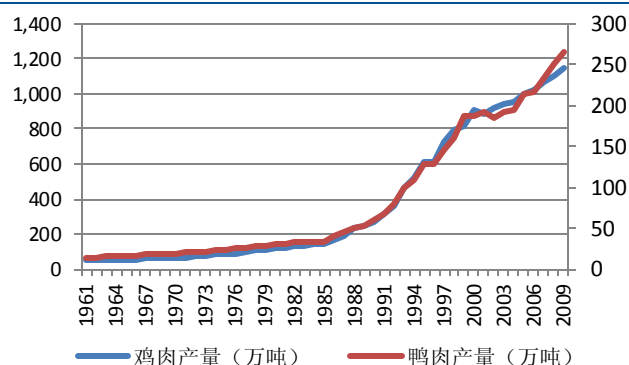
六和集团于 2006 年推出平度标准化养殖推广模式，即六和为农户投建标准化养殖场提供部分资金，并协调六和的饲料厂、冷藏厂、种禽场、兽药厂，为养殖户提供厂房基建、保姆式技术服务、种畜禽和兽药以及合同回收等整体解决方案。但“平度模式”对公司资金的需求极大，2007 年 7 月六和集团又成立了担保公司，由担保公司通过融资为养殖户提供资金，养殖户则帮助企业建立养殖基地。

二、禽肉潜在需求巨大，预计今后五年产量年增速超过 7%

(一) 1980-2009 年我国禽肉产量爆发式增长

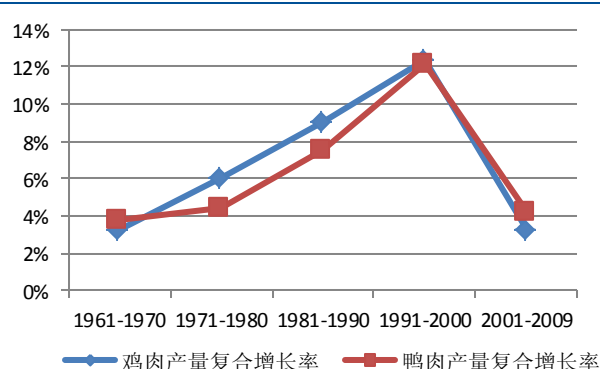
1980 年至 2009 年，我国禽肉产量出现了爆发式增长，鸡肉产量由 122 万吨上升至 1144 万吨，鸭肉产量则由 30 万吨上升至 266 万吨。增速最快的时期出现在 1991-2000 年，其中，鸡肉产量年复合增长率高达 12.4%，鸭肉产量年复合增长率达到 12.1%。

图 2：中国鸡肉和鸭肉产量快速提升



资料来源：WIND，民生证券研究所

图 3：我国鸡肉和鸭肉产量年复合增长率



资料来源：WIND，民生证券研究所

（二）预计今后 5 年我国禽肉产销量年增速超过 7%

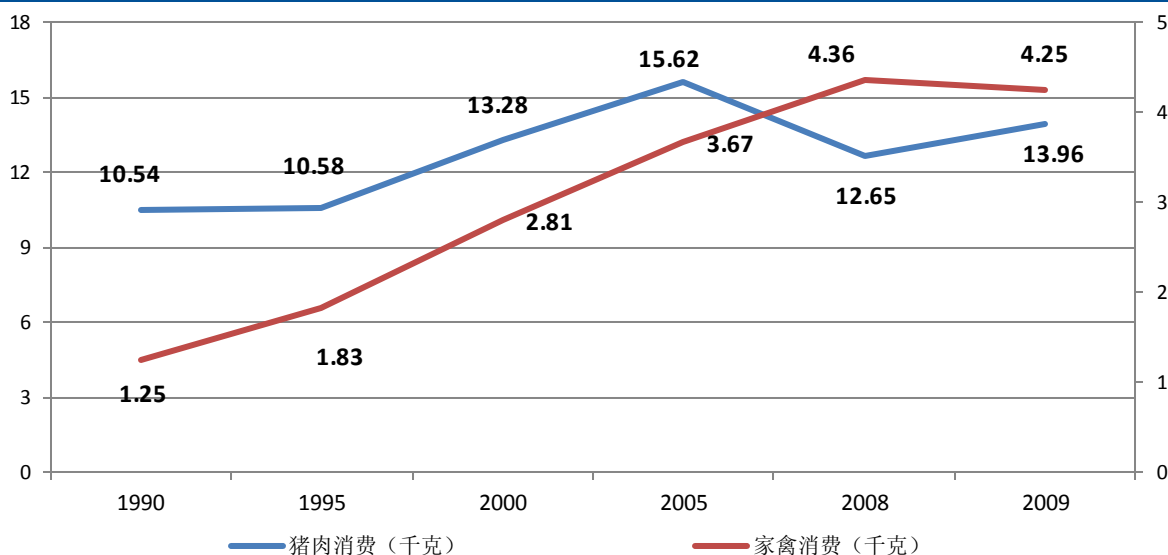
按照收入等级分，2006 年我国城镇居民平均每人每年禽肉消费支出为 8.34 公斤，其中，最低收入户、低收入户和中等偏低户的人均消费量分别为 5.43、6.88 和 7.78 公斤。农村居民的禽肉消费量更是远低于城镇居民平均水平，2009 年农村居民人均家禽消费量为 4.25 公斤/年，仅为城镇居民平均数的 50% 左右，我国潜在的禽肉需求仍然很大。

表 3：按收入等级分 2006 年城镇居民平均每人每年禽肉消费支出

千克/人	总平均	最低收入户	低收入户	中等偏低户	中等收入户	中等偏上户	高收入户	最高收入户
禽肉	8.34	5.43	6.88	7.78	8.54	9.39	10.29	10.66
加工禽肉	1.84	0.88	1.33	1.56	1.92	2.23	2.49	2.76

资料来源：FAO，民生证券研究所

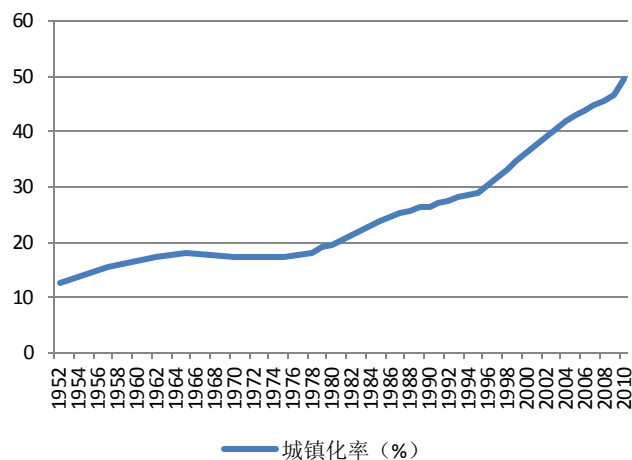
图 4：农村居民家庭人均猪肉和家禽消费量走势图



资料来源：FAO，民生证券研究所

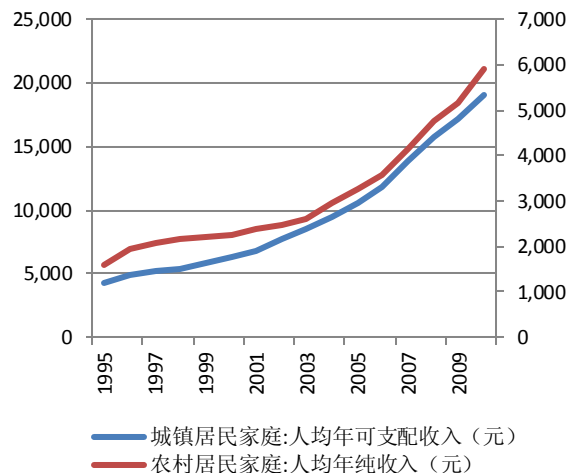
国外研究表明：2005 年发展中国家的禽肉支出弹性系数高达 0.77，是主要肉类产品中最高，至 2025 年发展中国家的禽肉支出弹性系数仍可维持在 0.66。2010 年我国城镇化率提升了 3.09 个百分点，城镇居民家庭人均可支配收入和农村居民家庭人均年纯收入在 2004-2010 年间翻番，年复合增长率 12.5% 左右。我们判断，随着城镇化率的不断提升，最低工资及居民收入的快速上涨，今后 5 年我国禽肉产销量年增速有望超过 7%。

图 5: 中国城镇化率快速提升



资料来源: WIND, 民生证券研究所

图 6: 城镇居民和农村居民收入快速增长



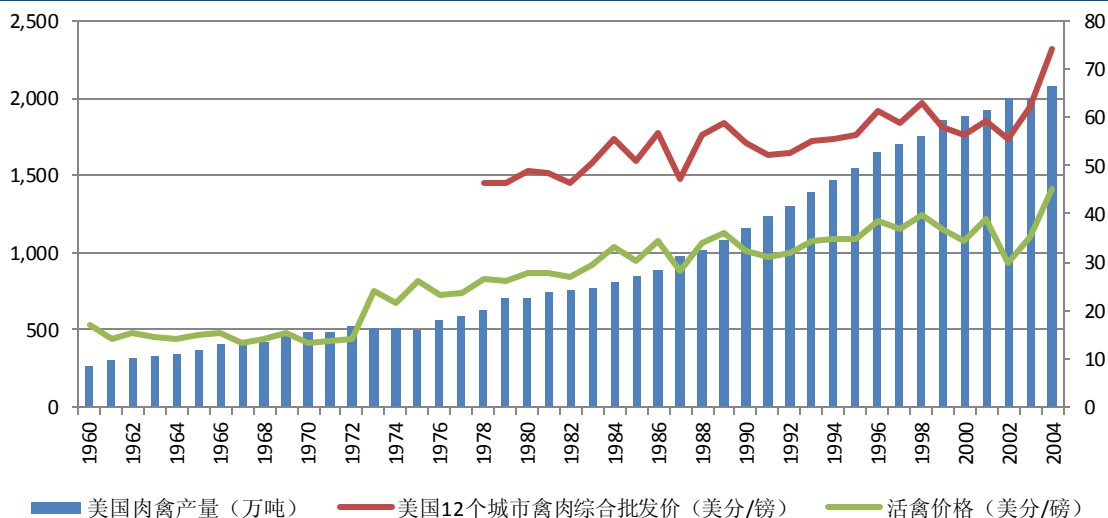
资料来源: WIND, 民生证券研究所

表 4: 发达国家和发展中国家主要肉类产品支出弹性系数列表

	支出弹性系数 1970-1995 年	支出弹性系数 2000 年	支出弹性系数 2005 年	支出弹性系数 2025 年
发达国家				
牛肉		0.18	0.10	0.01
猪肉		0.24	0.14	0.02
禽肉		0.66	0.56	0.45
发展中国家				
牛肉	0.65	0.69	0.62	0.50
猪肉	1.1	0.52	0.46	0.35
禽肉	0.27	0.72	0.77	0.66

资料来源: Global poultry sector trends and external drivers of structural change, 民生证券研究所

图 7: 美国禽肉产量及价格走势图



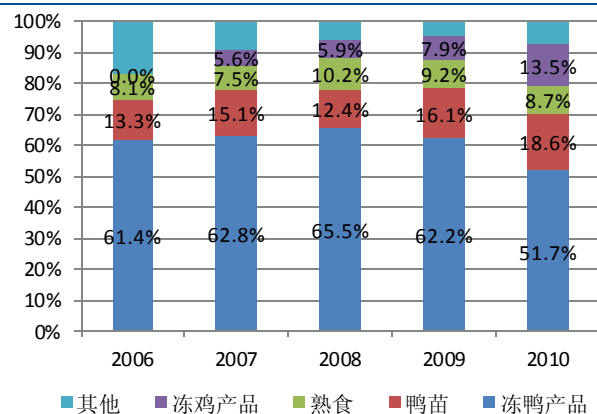
资料来源: USDA, 民生证券研究所

三、华英：新增产能集中释放，政府助推轻资产运作

(一) 肉鸭和肉鸡产业链一体化

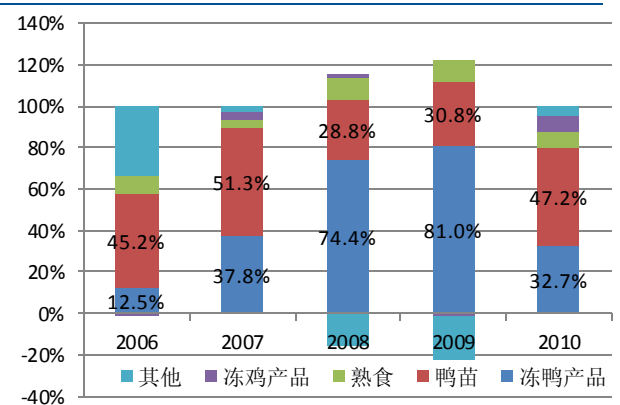
公司成立于 2002 年 1 月，2009 年 12 月上市，上市前已发展成全国规模最大的樱桃谷鸭孵化、养殖、屠宰加工和禽类制品生产销售一体化企业。随着上市募投项目的逐步投产和上市后新项目的跟进，公司逐步形成了肉鸡规模化养殖、生产加工、销售及饲料生产为一体的完整产业链。

图 8：主营收入占比图



资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 9：主营利润占比图



资料来源：公司公告，民生证券研究所

(二) 地方政府助推公司轻资产运作

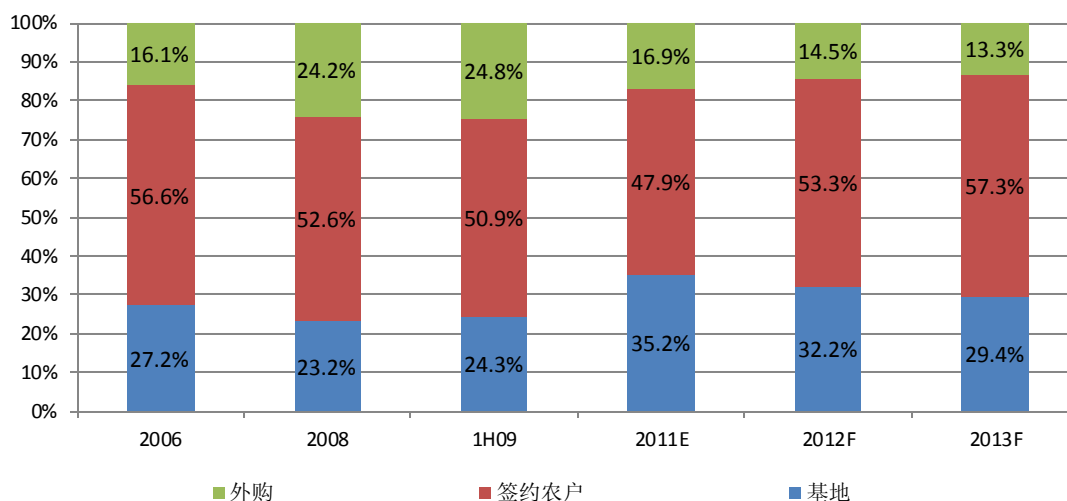
华英农业的商品肉鸭养殖模式包括：公司自建基地、合同养殖户和外购。2009 年上半年，基地、合同养殖户和外购提供的鸭源比重分别为 24.3%、50.9%和 24.8%，占用公司资金投资建场的比重仅为 24.3%。

在基地模式下，公司自建商品鸭养殖基地，并将这些养殖场提供给养殖户，与养殖户签订合同按核定价格向养殖户提供饲料、鸭苗等，养殖户按照标准化养殖程序进行饲养，由公司按事先约定价格回购商品肉鸭。在合同养殖农户模式下，养殖户与公司签订合同，并在公司指导下自行建设养殖场，养殖户从公司购买饲料、鸭苗后饲养，商品成鸭由公司回购。在外购模式下，徐州分公司、丰城华英公司和菏泽华英公司向公司总部按市价购买商品代鸭苗销售给当地养殖户，同时给予养殖户是否将成鸭售予公司的选择权，予以回售的公司按核定价格进行收购。

上市前,公司拥有 800 万只公司基地商品鸭养殖能力,上市后新增 900 万只养殖能力,公司基地的养殖能力合计 1700 万只。此外,公司的全资子公司菏泽华英新建 2000 万只/年肉鸭屠宰加工项目得到了单县县政府的大力支持,县政府计划在全县发展标准养殖小区 100 个,共养殖肉鸭 2000 万只。地方政府的支持助推了公司的轻资产运作,我们预计至 2013 年公司基地、合同养殖农户和外购的占比分别为 29.4%、57.3%和 13.3%,公司自有资金投资建场的比重仍不到 30%。

上市前,公司肉鸡养殖模式包括合同养殖农户和外购;上市后,公司新增肉鸡养殖能力 1600 万只。此外,淮滨分公司所在的当地政府承诺在 3 年内采取一系列的优惠、扶持政策,为淮滨分公司提供 2600 万只的配套养殖,加上原有的 700 万只养殖能力,共计 3300 万只,预计政府配套项目投产后,公司自建建肉鸡养殖场的比重将低于 30%。

图 10: 华英农业肉鸭养殖模式占比



资料来源: USDA, 民生证券研究所

(三) 2011-2012 年新增产能将集中释放

公司上市募投项目包括陈州华英的 4000 万只商品肉鸡系列养殖加工综合项目、丰城华英的 1000 万只/年商品雏鸭生产项目、菏泽华英的 2000 万只/年雏鸭生产项目,以及在公司总部建设 900 万只/年商品肉鸭养殖项目;除丰城华英项目在 2009 年 6 月完工外,其余项目均在 2010 年 6 月底之后完工。

除募投项目外,公司涉及主业的项目还包括,淮滨分公司加工厂和饲料厂迁址扩建项目、菏泽华英新建 2000 万只/年肉鸭屠宰加工项目,以及陈州华英年产 1000 万只商品肉鸡养殖场项目;其中,淮滨分公司项目今年 5 月试生产,6 月投产;菏泽华英和陈州华英项目将于今年年内完工。我们预计 2011-2012 年将是公司新增产能的集中释放期,因公司计划进一步扩大产能,2012 年有望再融资。

表 5：公司 IPO 募投项目及其他项目列表

	原有产能	募投项目新增产能	其他新增产能
公司总部	公司自有商品鸭年养殖能力 800 万只，年屠宰能力 7000 万只	年出栏 900 万只樱桃谷商品代成鸭	无
菏泽华英	租赁 500 万只肉鸭加工厂，2013 年到期	2000 万只/年樱桃谷商品雏鸭生产项目：大部分外销，小部分自用	年屠宰加工肉鸭 2000 万只屠宰加工厂，年产加工鸭肉产品 4.75 万吨
丰城华英	商品鸭苗孵化能力 6500 万只/年	1000 万只/年樱桃谷商品雏鸭生产项目：合格雏鸭拟全部用于外销	无
陈州华英	无	4000 万只商品肉鸡养殖加工综合项目：年出栏 600 万只商品鸡+3200 万只肉鸡实际屠宰加工能力+饲料、种鸡、雏鸡孵化场等配套设施	年出栏 1000 万只商品肉鸡
淮滨分公司	年孵化雏鸡能力 800 万只，配套 700 万只/年商品肉鸡屠宰加工厂等	无	加工厂和饲料厂迁址扩建：建设年屠宰肉鸡 4000 万只加工厂
华英樱桃谷	熟食年产能 2.1 万吨	无	无

资料来源：公司公告，民生证券研究所

表 6：公司产能汇总

	原有公司自建基地产能	IPO 新增产能	其他项目新增产能	地方政府发展标准养殖小区	合计
商品鸭屠宰加工能力	7000 万只		2000 万只		9000 万只
商品鸭养殖能力	800 万只	900 万只		2000 万只	3700 万只
鸭苗产能	6500 万只	3000 万只			9000 万只
鸡苗产能	1000 万只				1000 万只
商品鸡养殖产能	0	600 万只	1000 万只	3300 万只	4900 万只
商品鸡屠宰加工能力	700 万只	3200 万只	3300 万只		7200 万只
熟食	2.1 万吨				2.1 万吨

资料来源：公司公告，民生证券研究所

（四）盈利预测与投资建议

1、盈利预测

预计 2011-2013 年公司营业收入分别为 20.72 亿元、25.91 亿元和 28.32 亿元，主营利润分别为 2.55 亿元、3.08 亿元和 3.39 亿元，净利润分别为 1.30 亿元、1.57 亿元和 1.76 亿元，对应 EPS 分别为 0.89 元、1.07 元和 1.20 元。

表 7：公司主营利润预测表

合计	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
营业收入（百万元）	642	945	963	932	1,303	2,072	2,591	2,832
毛利率	13.7%	17.3%	13.4%	12.8%	11.9%	12.3%	11.9%	12.0%
主营利润（百万元）	88	163	129	120	155	255	308	339
1、冻鸭产品	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
实际屠宰产能（吨）	138,880	138,880	138,880	138,880	138,880	186,380	186,380	186,380
产量（吨）	65,940	75,304	76,238	75,808	84,062	112,433	130,633	142,993
销量（吨）	58,802	73,259	72,210	70,916	78,279	106,333	124,228	136,267

销售价格(元/吨)	6,670	8,045	8,661	8,132	8,572	8,850	8,850	8,850
主营收入(百万元)	392	589	625	577	671	941	1,099	1,206
毛利率	2.7%	10.2%	14.8%	16.5%	7.5%	10.7%	10.7%	10.7%
主营利润(百万元)	11	60	92	95	50	101	118	129
2、鸭苗	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
商品代鸭苗产能(万只)	5,500	6,500	6,500	7,500	9,500	9,500	9,500	9,500
商品代鸭苗产量(万只)	8,326	7,367	9,498	8,098	9,565	9,500	9,500	9,500
商品代鸭苗销售量(万只)	3,009	2,371	3,579	5,729	6,433	5,484	4,984	4,484
商品代鸭苗销售价格(元/只)	2.82	5.69	3.21	2.61	3.76	4.00	4.00	4.00
主营收入(百万元)	85	141	118	150	242	219	199	179
毛利率	45.2%	57.8%	30.4%	24.2%	29.9%	33.0%	33.0%	33.0%
主营利润(百万元)	38	82	36	36	72	72	66	59
3、熟食	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
实际产能(吨)	15,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000
销售量(吨)	4,687	5,231	6,101	5,399	6,049	6,100	6,405	6,725
销售价格(元/吨)	10,988	13,381	16,039	15,723	18,661	20,000	20,000	20,000
主营收入(百万元)	51	70	98	85	113	122	128	135
毛利率	13.9%	8.7%	13.3%	14.0%	10.6%	15.0%	15.0%	15.0%
主营利润(百万元)	7	6	13	12	12	18	19	20
4、冻鸡产品	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
公司自有养殖产能(万只)	0	0	0	0	600	1600	1600	1600
实际屠宰产能(吨)	0	9,000	9,000	9,000	76,200	154,160	154,160	154,160
产量(吨)	0	6,107	5,763	8,679	18,606	74,599	113,479	128,467
销售量(吨)	10	5,808	5,932	7,972	18,163	70,869	107,805	122,043
销售价格(元/吨)	8,239	8,983	9,560	9,178	9,653	9,735	9,735	9,735
主营收入(百万元)	0	52	57	73	175	690	1,049	1,188
毛利率	-10.2%	12.3%	4.3%	-1.2%	6.9%	8.6%	9.6%	10.6%
主营利润(百万元)	(0)	6	2	(1)	12	59	101	126
5、鸡苗	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
实际产能(万只)	0	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
销售量(百万只)	0.0	1.7	6.5	4.6	2.4	0.0	0.0	0.0
销售价格(元/只)		3.31	2.30	1.53	1.45			
自用量(万只)		516	449	550	1,138	1,000	1,000	1,000
主营收入(百万元)	0	6	15	7	3	0	0	0
毛利率		30.7%	16.8%	4.0%	-35.7%			
主营利润(百万元)	0	2	2	0	(1)	0	0	0
6、其他	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
主营收入(百万元)	113	86	50	41	99	100	114	124
主营利润(百万元)	32	7	(17)	(23)	10	4	4	4

资料来源：民生证券研究所

2、投资建议

今后 5 年我国禽肉产销量年增速有望超过 7%。公司募投项目和上市后重点投资的三大项目将于今明两年集中释放产能：其中，商品鸭养殖能力由 800 万只提升至 1700 万只，商品鸡养殖能力由 0 提升至 1600 万只。除公司自建养殖基地外，地方政府的配套养殖量超过了公司自建基地养殖总量，地方政策的支持助推了公司轻资产快速扩张。在未考虑公司可能会在 2012 年增发扩张产能，以及欧盟市场的开拓，我们保守估计 2011-2013 年公

司净利润年均复合增长率为 46.70%，给予 2011 年 35 倍市盈率对应目标价为 31.15 - 32.00 元，给予“强烈推荐”评级。

表 8：养殖业公司估值表

代码	简称	最新价格（元）	总市值（亿元）	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB（MRQ）	市销率 PS（TTM）
				2010	11E	12E	2010	11E	12E		
002477	雏鹰农牧	25.78	68.83	1.13	0.87	1.02	45.8	29.8	25.3	4.26	10.08
002458	益生股份	31.29	33.79	0.51	1.25	0.96	61.4	25.0	32.6	3.73	7.36
002299	圣农发展	16.67	136.69	0.68	0.55	0.72	49.6	30.3	23.2	7.92	6.61
002505	大康牧业	23.11	23.76	0.51	0.60	0.88	45.0	38.3	26.3	3.01	6.21
002321	华英农业	23.54	34.60	0.38	0.89	1.07	62.3	26.4	22.0	3.61	2.66
002234	民和股份	23.75	25.53	0.41	0.82	0.91	57.9	28.9	26.1	3.90	2.55
000876	新希望	18.31	152.41	0.70	1.00	1.29	26.2	18.3	14.2	3.72	1.96
002157	正邦科技	13.40	36.10	0.22	0.56	0.80	60.9	24.0	16.8	3.86	0.49

资料来源：民生证券研究所

四、风险提示

禽肉价格波动；疫情

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,303	2,072	2,591	2,832
减：营业成本	1,149	1,818	2,283	2,493
营业税金及附加	0	1	1	1
销售费用	20	25	31	34
管理费用	54	73	91	99
财务费用	31	31	31	31
资产减值损失	7	11	13	15
加：投资收益	(0)	0	0	0
二、营业利润	43	115	141	160
加：营业外收支净额	12	12	12	12
三、利润总额	55	127	153	172
减：所得税费用	(1)	0	0	0
四、净利润	55	127	153	172
归属于母公司的利润	57	130	157	176
五、基本每股收益 (元)	0.38	0.89	1.07	1.20

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	31.74	3.18	2.76	2.25
成长能力:				
营业收入同比	39.8%	59.0%	25.0%	9.3%
营业利润同比	65.9%	168.4%	22.5%	13.3%
净利润同比	36.8%	130.2%	20.4%	12.3%
营运能力:				
应收账款周转率	12.69	14.50	13.12	12.34
存货周转率	4.46	5.04	4.56	4.28
总资产周转率	0.72	0.17	0.11	0.13
盈利能力与收益质量:				
毛利率	11.9%	12.3%	11.9%	12.0%
净利率	4.3%	6.3%	6.0%	6.2%
总资产净利率 ROA	3.1%	1.0%	0.7%	0.8%
净资产收益率 ROE	5.7%	12.5%	13.2%	13.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.71	0.97	1.61	2.20
资产负债率	62.9%	5.1%	5.7%	6.0%
长期借款/总负债	9.9%	8.7%	8.0%	7.7%
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.89	1.07	1.20
每股经营现金流量	0.07	7.40	8.10	8.80
每股净资产	6.50	7.37	8.41	9.57

资料来源：民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	0	0	573	1,249
应收票据	0	0	0	0
应收账款	110	175	219	240
预付账款	181	288	360	393
其他应收款	37	58	73	80
存货	319	504	633	691
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	646	1,025	1,857	2,653
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	753	21,586	20,448	19,309
在建工程	129	129	129	129
无形资产	103	91	80	68
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	985	21,806	20,656	19,507
资产总计	1,631	22,831	22,514	22,159
短期借款	587	587	587	587
应付票据	80	127	159	174
应付账款	142	224	281	307
预收账款	33	52	65	71
其他应付款	80	80	80	80
应交税费	(16)	(16)	(16)	(16)
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	905	1,054	1,157	1,203
长期借款	102	102	102	102
其他非流动负债	18	18	18	18
非流动负债合计	120	120	120	120
负债合计	1,025	1,174	1,277	1,323
股本	147	147	147	147
资本公积	575	575	575	575
留存收益	236	366	522	698
少数股东权益	(1)	(5)	(9)	(13)
所有者权益合计	956	1,083	1,236	1,407
负债和股东权益合计	1,981	2,256	2,512	2,730

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	10	1,087	1,190	1,294
投资活动现金流量	-275	-21,971	0	0
筹资活动现金流量	9	-31	-31	-31
现金及等价物净增加	-256	-20,915	1,159	1,263

插图目录

图 1: 常见全球禽业完整供应链	2
图 2: 中国鸡肉和鸭肉产量快速提升	5
图 3: 我国鸡肉和鸭肉产量年复合增长率	5
图 4: 农村居民家庭人均猪肉和家禽消费量走势图	6
图 5: 中国城镇化率快速提升	7
图 6: 城镇居民和农村居民收入快速增长	7
图 7: 美国禽肉产量及价格走势图	7
图 8: 主营收入占比图	8
图 9: 主营利润占比图	8
图 10: 华英农业肉鸭养殖模式占比	9

表格目录

表 1: 禽业整合者呈现多元化	3
表 2: 各种养殖模式的主要特点	4
表 3: 按收入等级分 2006 年城镇居民平均每人每年禽肉消费支出	6
表 4: 发达国家和发展中国家主要肉类产品支出弹性系数列表	7
表 5: 公司 IPO 募投项目及其他项目列表	10
表 6: 公司产能汇总	10
表 7: 公司主营利润预测表	10
表 8: 养殖业公司估值表	12

分析师与联系人简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。