

公司评级

推荐（维持）

公司基本情况

总股本（万股）	82000
流通股本（万股）	28206
总市值（亿元）	140
流通市值（亿元）	48

公司股价走势图



相关报告

《规模扩大、盈利提升共推业绩增长—圣农发展（002299）一季报点评》

2011 年 4 月 13 日

《独特模式+优质客户+产能扩张—圣农发展（002299）年报点评》

2011 年 1 月 25 日

《新兴种业 规模养殖——农业 2011 年投资策略》

2010 年 12 月 31 日

《圣农发展（002299）：“肯德基+麦当劳”供应商未来超预期增长》

2010 年 12 月 7 日

《圣农发展（002299）：国内最大的“自养自宰”肉鸡企业》

2009 年 10 月 9 日

研发部

冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

自养自宰保品质 产能扩张促成长

——圣农发展（002299）研究报告

摘要：

● **快速成长的“自养自宰”肉鸡全产业链经营者。**公司的主营业务是肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工和鸡肉销售，产品主要以分割的冻鸡肉产品形式，销售给快餐以及食品加工工业、批发市场等市场领域。鸡肉销售业务在收入和毛利中占比都在 90% 以上。2006-2010 年，收入和净利润的复合增长率分别为 37.6% 和 50.9%。2011 年中期业绩预增 80%-130%。

● **食品安全问题层出不穷凸显全产业链经营的优势。**近些年，我国食品安全事件层出不穷，尤其是今年，瘦肉精、牛肉膏、染色馒头等事件屡屡曝光。国家对食品安全问题的重视程度加强，多个地区已将食品安全纳入政府业绩考核的范畴。对企业而言，触礁食品安全问题无异于踩上定时炸弹，单一企业要保障食品安全，我们认为关键有两条途径：一是加大检测力度，二是向上延伸产业链，保障原材料安全。在食品安全日益受到重视的背景下，本身已形成全产业链经营的企业的优势将日渐凸显。

● **公司核心经营优势：好模式生产好鸡肉，大客户不愁卖鸡肉。**（1）公司建成了集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售为一体的白羽肉鸡产业链。这种自养自宰的经营模式将肉鸡产业链上下游环节有效地纳入到公司内部，将市场风险转为管理成本，能有效保障鸡肉品质和食品安全，并能提高公司经济效益；（2）公司销售渠道包括快餐、工业企业、批发市场等，直销的比例接近 60%，下游直销客户包括肯德基、麦当劳、太太乐、铭基、福喜等。由于大客户的需求增长和公司鸡肉的好品质，公司做销鸡肉，且未来订单的增长空间大。

● **公司高成长途径清晰：产能扩张+上下延伸产业链+鸡肉涨价。**（1）公司积极推进产能扩张之路，预计 2013 年肉鸡产能达 2.52 亿羽，是现有产能的 2.6X；（2）公司积极上下延伸产业链，今年中期有望开始引进祖代鸡进行养殖；（3）鸡肉价格稳步上行。

● **盈利预测和评级。**按最新股本 8.2 亿股全面摊薄后，我们预计公司 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.58 元和 0.91 元。以最新收盘价计算，对应的 PE 分别为 29X 和 19X。我们认为，“好模式生产好鸡肉，大客户不愁卖鸡肉”是公司的核心优势，公司是食品安全日益受重视，鸡肉价格日益上行背景下，可选择的具有高成长性的投资标的，维持公司“推荐”的评级。

● **风险提示：**（1）食品安全的风险；（2）肉鸡疫病的风险；（3）产能投放不达预期。

	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,070	3,040	4,313
(+/-)	43.95%	38.00%	28.00%
营业利润	277	478	758
(+/-)	39.41%	72.70%	58.44%
归属于母公司的净利润	278	478	743
(+/-)	38.77%	72.05%	55.27%
每股收益（元）	0.34	0.58	0.91
市盈率（倍）	50	29	19

目 录

1. “自养自宰”的肉鸡产业链经营者.....	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 公司收入和利润构成.....	4
1.3 业绩快速增长.....	5
1.4 中期业绩预增 80%-130%.....	5
2. 食品安全问题层出凸显全产业链经营的优势.....	5
2.1 国内食品安全事件层出不穷.....	5
2.2 政府对食品安全问题的重视日益加强.....	6
2.3 食品企业自我改善途径：全产业链和加大检测.....	7
3. 公司核心经营优势分析.....	7
3.1 好模式生产好鸡肉——自养自宰的全产业链模式.....	7
3.2 大客户不愁卖鸡肉——肯德基+麦当劳供应商.....	8
4. 公司高成长途径清晰.....	11
4.1 产能扩张推动公司业绩增长.....	11
4.2 上下积极延伸产业链.....	13
4.3 鸡肉价格上行.....	14
5. 盈利预测和投资建议.....	14
5.1 盈利预测假设.....	14
5.2 盈利预测.....	15
5.3 估值和投资建议.....	16
5.4 风险提示.....	17

图表目录

图表 1 公司收入和利润构成（2010 年）	4
图表 2 公司历年收入和净利润（2006-2010）	5
图表 3 食品安全事件层出不穷	5
图表 4 国家食品安全有关法律规章	6
图表 5 食品企业保障食品安全可行的两条途径（以伊利和双汇为例）	7
图表 6 公司“自养自宰”产业链	8
图表 7 公司销售模式	8
图表 8 公司销售渠道比例及前五大客户占比	9
图表 9 公司大客户情况及与公司合作情况	10
图表 10 合资公司设立后公司客户结构变化	10
图表 11 公司产能扩张之路	11
图表 12 公司肉鸡产能快速扩张	13
图表 13 公司控股股东圣龙实业及下属企业	13
图表 14 鸡肉价格稳步上行	14
图表 15 公司盈利预测假设	15
图表 16: 公司盈利预测表	15
图表 17 公司与可比企业估值	17

1. “自养自宰”的肉鸡产业链经营者

1.1 公司简介

公司的主营业务是肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工和鸡肉销售，公司鸡肉主要以分割的冻鸡肉产品形式，销售给快餐以及食品加工工业、批发市场等市场领域。

公司建立了大规模一体化自养自宰的肉鸡经营模式，建成了集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售为一体的完整的白羽鸡产业链，是我国规模最大的自养自宰白羽鸡专业生产企业。

公司是肯德基、铭基的长期战略合作伙伴，福喜、德克士的核心鸡肉供应商；肯德基和德克士的国内前三大鸡肉供应商之一。圣农发展是北京奥运会（铭基和福喜为麦当劳指定专门肉类采购商，圣农发展向铭基和福喜直供）、上海世博会及广州亚运会的指定鸡肉供应商。

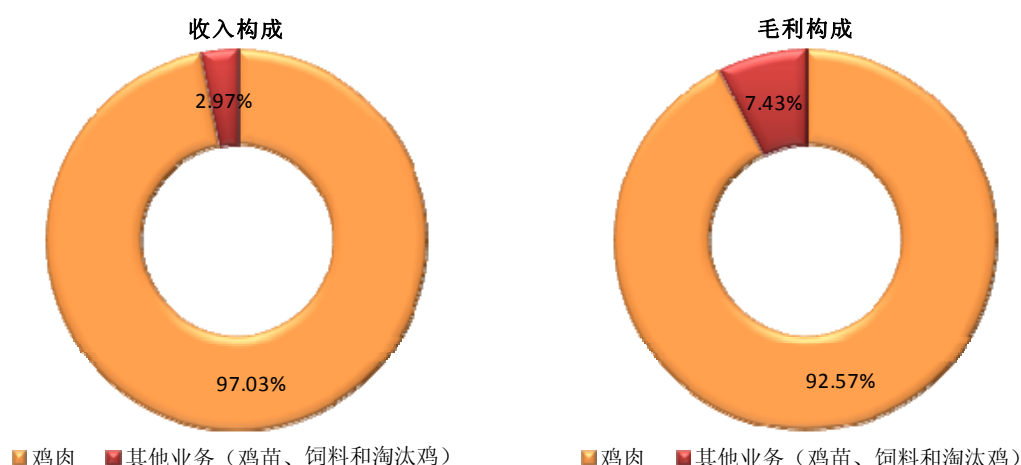
公司于 2009 年上市，控股股东是福建圣农实业有限公司，实际控制人是傅光明先生，控股股东的持股比例为 57.27%。

1.2 公司收入和利润构成

公司主营产品为分割的冻鸡肉，产品主要包括鸡腿、鸡胸、鸡翅、九块鸡（2 块三角腿、2 块琵琶腿、2 块旁肋、2 块鸡翅及 1 块鸡胸的组合，专供西式快餐），以及鸡碎肉、肉泥、鸡皮、鸡颈、鸡爪、鸡胗、鸡骨架、鸡头等。

鸡肉销售业务在收入和毛利中都占了绝对比例，都在 90%以上。

图表 1 公司收入和利润构成（2010 年）

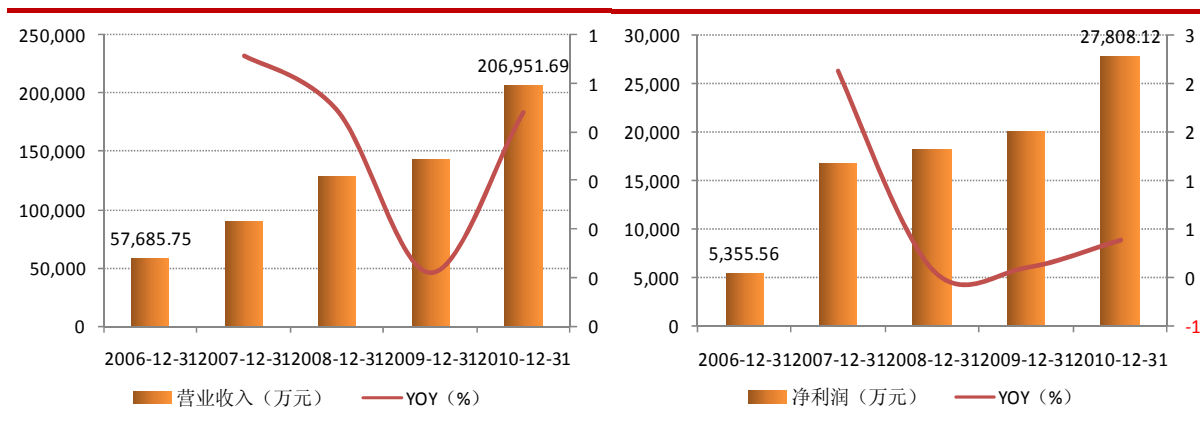


数据来源：公司半年报，中邮证券研发部

1.3 业绩快速增长

2006 年以来，随着公司规模的扩大，公司收入和净利润都实现快速增长。2010 年，公司收入 20.7 亿元，归属于上市公司股东的净利润 2.78 亿元。2006-2010 年，收入和净利润的复合增长率分别为 37.6% 和 50.9%。

图表 2 公司历年收入和净利润（2006-2010）



数据来源：公司定期报告，中邮证券研发部

1.4 中期业绩预增 80%-130%

2011 年 1 季度，公司实现营业收入 5.44 亿元，同比增长 30.21%；归属于上市公司股东的净利润 4517 万元，同比增长 74.95%。每股收益 0.05 元。公司鸡肉销量一季度同比增长 12.88%。同时，公司鸡肉销售均价上升 13.08%，比单位成本的升幅高出 3.52 个百分点，带动公司综合毛利率提升 2.75 个百分点，至 14.27%。

公司预计 2011 年 1-6 月实现归属于上市公司股东的净利润同比增长 80%~130%，以此预计 EPS 区间为 0.15 元~0.19 元。

2. 食品安全问题层出凸显全产业链经营的优势

2.1 国内食品安全事件层出不穷

近些年，国内食品安全事件层出不穷。从“苏丹红”事件，到 2008 年导致三鹿破产和整个乳制品行业洗牌的“三聚氰胺”事件，再到昌黎“假葡萄酒”事件，再到最近被曝光的双汇“瘦肉精”事件。

图表 3 食品安全事件层出不穷

年份	事件	描述
2006	苏丹红事件	河北产“红心”咸鸭蛋含有苏丹红，因部分河北农户用添加了工业染料苏丹红的饲料喂养鸭子。
2008	三聚氰胺事件	由于三鹿集团生产婴幼儿配方奶粉受三聚氰胺污染，自08年7月始，全国各地陆续收治婴儿泌尿系统结石患者多达1000余人。
2010	地沟油	餐厅将垃圾变食用油，据报道，目前我国每年返回餐桌的地沟油有200至300万吨。
2010	假葡萄酒	河北秦皇岛市昌黎县周边葡萄酒厂家一条龙造假内幕。用水、色素、酒精和香精，便勾兑出“葡萄酒”。
2011	瘦肉精	河南济源双汇公司使用瘦肉精猪肉
2011	万能牛肉膏	“牛肉膏”添加剂可以将鸡肉、猪肉加工成“牛肉”。

数据来源：网页数据，中邮证券研发部

触礁食品安全事件对食品企业以及行业来说等于是踩上定时炸弹，例如三鹿因三聚氰胺事件而破产，如双汇因瘦肉精事件市值5天增发170亿元，销售损失十几亿，品牌影响力大达折扣。

2.2 政府对食品安全问题的重视日益加强

近些年，国家对食品安全问题的重视程度不断加大，相关法律法规也不断出台完善。

图表 4 国家食品安全有关法律规章

法律规章	颁布时间
《中华人民共和国农产品质量安全法》	2006年4月29日颁布，自2006年11月1日起施行
《中华人民共和国食品安全法实施条例》	2009年7月20日公布并施行
《中华人民共和国食品安全法》	2009年2月28日颁布，自2009年6月1日起施行
《食品卫生许可证管理办法》	卫生部2005年12月25日颁布

数据来源：中邮证券研发部

今年频繁出现的食品安全问题，也引起政府的高度重视。胡锦涛主席五一在天津考察时强调要严把食品安全关，确保民众吃上放心食品；温家宝总理称恶性食品安全事件表明道德滑坡何等严重；李克强在全国食品安全工作会议上强调要加大严肃惩处力度，坚决打击食品非法添加行为。

近日，李克强在全国食品安全工作专题会议暨省部级领导干部加强食品安全监管专题研讨班结业式上强调，今年要加大食品安全重点整治力度，重典治乱必须重拳出击。一是严肃依法进行整治；二是强化企业责任；三是落实政府监管职责。

北京、上海、浙江、广东等地将食品安全工作纳入领导干部政绩考核，推行食品安全整治区(县)长负责制，统筹推进市县两级食品安全监管职能调整，实现各环节紧密衔接，有效形成全链条监管。我们认为，食品安全纳入政绩考核，有助于食品安全监管工作的实质性加强。随着政府食品安全监管力度的加强，食品企业也将加大自身食品安全检测、追溯和产业链的建设，已在这些方面做好的企业将形成优势。

2.3 食品企业自我改善途径：全产业链和加大检测

由于食品产业链涵盖了从饲料、植物种植、动物养殖、初加工、深加工、流通等环节，单一食品企业想要食品安全，我们认为，有两条途径，一是利用检测设备和检测技术，加大检测力度，控制进入原料的安全，二是下游延伸，进行全产业链经营。

图表 5 食品企业保障食品安全可行的两条途径（以伊利和双汇为例）

	加大监测力度	延伸产业链，掌控进入原料安全
伊利	所有的检测设备前置到收奶环节，增加专业质量检测人员的数量。在对所有原料和产品进行严格检测的基础上，再请当地质检部门进行复检	加大自有牧场的建设
双汇	生猪头头检验，原辅料强化批批检查，引入独立的监督机构，对双汇集团的产品质量、食品安全和内控体系进行全方位的第三方监督审核和检测检验等	加快上游养殖业的发展

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

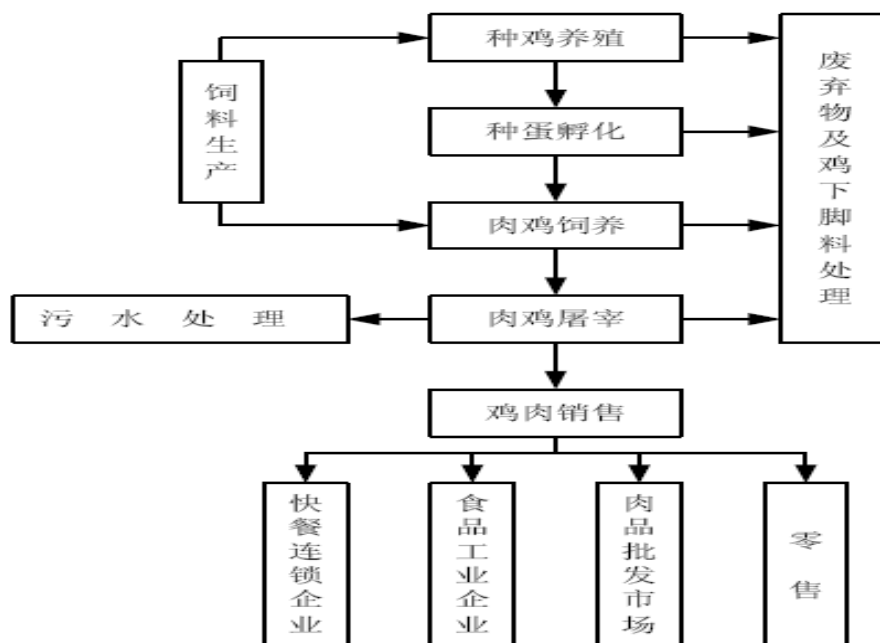
我们认为，随着收入水平提高，人们对食品安全的关注会越来越多，加上政府监管力度会越来越大，食品安全风险对食品企业是重大考验。食品安全问题日益重要的背景下，全产业链经营模式的优势将凸显。圣农发展正是这样一家“自养自宰”全产业链经营的鸡肉企业，在人们对食品安全问题越来越关注的背景下，公司是值得关注的明珠。

3. 公司核心经营优势分析

3.1 好模式生产好鸡肉——自养自宰的全产业链模式

目前国内白羽肉鸡生产企业的模式多为“公司+农户”模式，公司创新性地建立了自宰自养、产业链覆盖完善的一体化经营模式，建成了集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售为一体的完整的白羽鸡产业链。

图表 6 公司“自养自宰”产业链



数据来源：wind，中邮证券研发部

公司这一模式将肉鸡产业链上下游环节有效地纳入到公司内部，这一模式具有两大明显优势：

- (1) 保障鸡肉品质和食品安全。在这一模式下，公司可以实现作业标准化，可以同一时间出栏肉质、重量基本一致的肉鸡，而且可以在企业内部追溯食品安全，保障鸡肉品质和食品安全；
- (2) 提高公司经济效益。在这一模式下，公司将外部市场风险转化内部管理，避免原材料价格波动的风险，并减少了交易成本，提高经济效益。比如，公司若全部实现父母代鸡苗自给，将增加单只鸡盈利 0.1 元以上；又比如，公司饲料通过饲料车运输，减少了编织袋包装的环节，节约了成本。

3.2 大客户不愁卖鸡肉——肯德基+麦当劳供应商

公司的销售渠道有 4 类：（1）快餐行业企业，如肯德基、德克士等；（2）食品工业企业销售渠道，如铭基、福喜、太太乐、双汇等；（3）肉品批发市场；（4）零售渠道，如商业超市等。其中，前两种以直销方式进行，后两种以经销商销售方式进行。

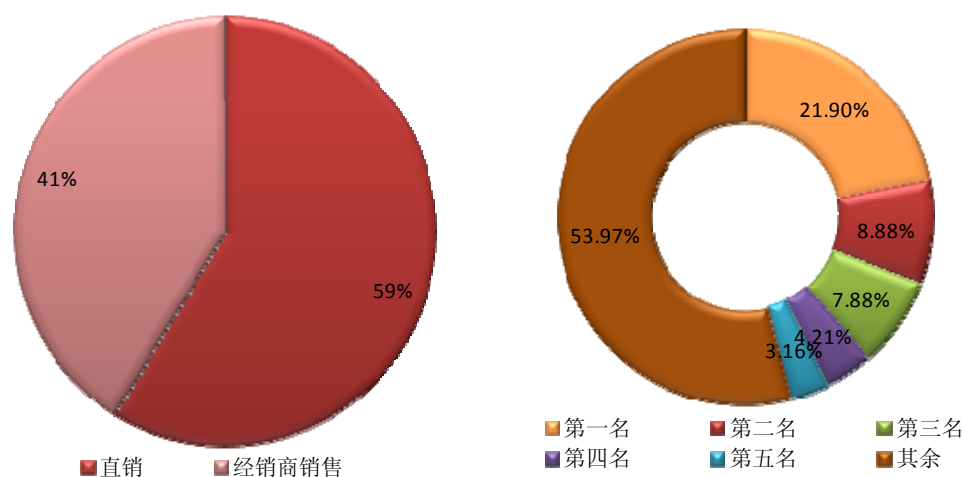
图表 7 公司销售模式

销售渠道	销售模式	代表性企业及销售产品
快餐行业企业	直销	肯德基、德克士等，主要采购鸡胸、鸡腿、鸡翅等
食品工业企业	直销	铭基、福喜、双汇等，主要采购鸡胸、鸡腿、鸡翅、碎肉、鸡皮等
肉品批发企业	经销商销售	鸡爪、鸡胗、鸡骨架等
零售渠道	直销	商业超市等

数据来源：中邮证券研发部

目前，直销的比例已提升至约为 60%，销售给包括肯德基和铭基在内的前三大客户的比例超过 35%。

图表 8 公司销售渠道比例及前五大客户占比



数据来源：中邮证券研发部

公司在 2009 年 7 月成为肯德基三大策略联盟合作伙伴之一，目前公司供应肯德基的鸡肉产品占中国肯德基鸡肉采购总量不足 15%。肯德基每年以新增 500 家新店的速度进行扩张，肯德基看中公司鸡肉品质，希望提高公司鸡肉的采购比例，公司的订单仍有很大的提升空间。

公司是铭基的长期战略合作伙伴，福喜的核心鸡肉供应商，铭基和福喜为麦当劳指定专门肉类采购商，圣农发展向铭基和福喜直供。

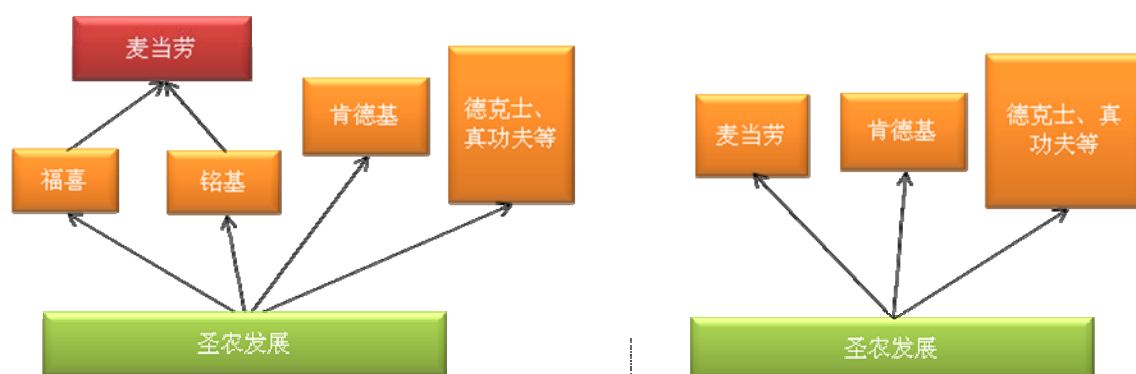
公司拟与美国莱吉士公司共同投资 2 亿元设立中外合资企业，该合资公司成立后，将成为继中国区内继福喜公司、铭基公司之后的第三个直接向麦当劳提供鸡肉产品的供应商。合资公司涵盖饲料、养殖和屠宰三个环节，未来三年的预计产能将达到年产肉鸡 6000 万羽。麦当劳计划三年内开店数量翻番，合资公司有望最大程度的获取麦当劳的鸡肉产品订单。

图表 9 公司大客户情况及与公司合作情况

客户名称	合作情况	客户情况	备注
肯德基	公司在2009年7月成为肯德基三大策略联盟合作伙伴之一，肯德基以成本加成定价模式向公司采购鸡肉。2010年，公司对肯德基销售额达4.5亿元。	2007年以来，肯德基在中国大陆保持了每年开设500家新店的扩张速度，目前已在500多个城市开设了3000余家连锁餐厅。据商务部网站公布的“2005年度中国餐饮业百强企业调查”分析表明，肯德基在华单店年营业额平均在750万元人民币以上。	目前公司供应肯德基的鸡肉产品占中国肯德基鸡肉采购总量不足15%，尚不能满足肯德基对鸡肉需求的增长，公司的订单仍有很大增长空间。
麦当劳	1. 铭基和福喜为麦当劳指定专门肉类采购商，公司向铭基和福喜直供，公司是铭基的战略合作伙伴，是福喜的核心鸡肉采购商。2. 公司与莱吉士成立合资公司，合资公司将成为麦当劳鸡肉的直接供应商。合资公司涵盖饲料、养殖和屠宰三个环节，三年内产能计划6000万羽。	麦当劳至今在中国大陆开店总数已近1300多家，拥有员工近70000名。麦当劳2011年计划开店175-200家，三年内计划新增1000家店面，实现开店数量的翻番。	公司未来可以最大程度的获取麦当劳公司的鸡肉产品订单。2014年将建第二厂。
太太乐	公司与上海太太乐食品有限公司于2010年11月18日签订了《上海太太乐食品有限公司物资采购合同》。合同约定，需方向本公司采购规格为1.0~2.0kg/羽的冰鲜鸡，价格随行就	太太乐是雀巢全资子公司，鸡精行业龙头，鸡精的市场份额接近45%，排名第一。2009年，太太乐销售额逾16亿元。	
德克士	公司是德克士的核心鸡肉供应商	2009年德克士开店总数达到1000家	

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 10 合资公司设立后公司客户结构变化



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

4. 公司高成长途径清晰

4.1 产能扩张推动公司业绩增长

下游客户对公司鸡肉产品需求旺盛，公司产品以销定产，坐销产品。公司通过产能扩张之路来实现业绩增长。

2009 年，公司进行 IPO，募投项目用于补充公司产业链中的产能短板，2010 年 9 月，IPO 项目全部达产。2010 年底，公司实现了年屠宰 9600 万羽肉鸡的产能，实际屠宰 9037 万羽。

2010 年 11 月，公司公告增发预案，拟向不超过 10 名的特定投资者发行不超过 5200 万股股份，发行价格不低于 29.23 元/股，增发项目是新增 9600 万羽肉鸡的全产业链配套工程。总投资 24 亿元，增发募集资金 15 亿元。目前，公司已经投完 9 亿元的自有资金建设部分，饲料厂预计 7 月投产。

另外，公司拟与美国莱吉士公司共同投资 2 亿元设立中外合资企业，合资公司拟新增 6000 万羽。

通过增发和合资公司的产能扩张，预计 2013 年，公司肉鸡产能将达到 2.52 亿羽。我们认为，产能快速扩张推动了公司业绩快速增长。

图表 11 公司产能扩张之路

IPO（补充养殖产能短板）

项目名称	2009年底（部分IPO项目已投产）	新增4600万羽肉鸡工程项目
饲料	3个饲料厂，年产饲料61万吨	无
父母代种鸡场	种蛋产能9600万枚	新建8个种鸡场，引进父母代种鸡54.35万套
孵化厂	雏鸡产能10963.12	新建1个孵化厂，年提供雏鸡4,893.63万羽
肉鸡场	年出栏肉鸡7500万羽	新建21个肉鸡场，年出栏肉鸡4,600万羽
屠宰厂	年屠宰肉鸡9600万羽	-
总投资		8.56亿
募集资金		7.65亿

2010年底产能（IPO项目完全投产）

3个饲料厂，年产饲料61万吨
 22个父母代种鸡场，年产种蛋1.54亿枚
 4个孵化厂，年出雏鸡1.57亿羽
 54个肉鸡场，年出栏肉鸡10,438万羽
 2个肉鸡加工厂，年屠宰肉鸡9600万羽

增发预案(扩充产能)

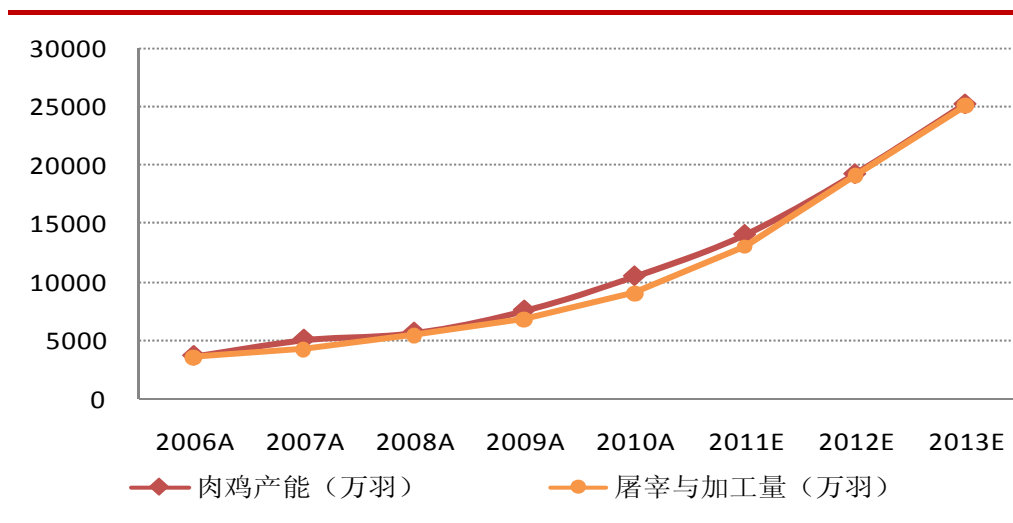
合资公司计划

项目名称	新增9600万羽肉鸡工程及配套工程	
饲料	新建饲料厂1个，年产饲料48.26万吨	
父母代种鸡场	新建父母代种鸡场19个，年存栏种鸡116.30万套	新增年屠宰肉鸡6000万羽
孵化厂	新建父母代孵化厂2个，年出雏鸡10,421.19万羽	
肉鸡场	新建肉鸡场46个，年出栏肉鸡9,600万羽	
屠宰厂	新建肉鸡加工厂2个，年屠宰肉鸡9,600万羽	
总投资	23.75亿	
募集资金	不超过15亿元	

数据来源：中邮证券研发部

我们预计，公司 2010-2013 年的肉鸡产能分别为 10438 亿只、14000 亿只、19200 亿只和 25200 亿只，4 年的复合增长率 34%；公司肉鸡屠宰量 2010-2013 年分别为 9037 万羽、13000 万羽、19000 万羽和 25000 万羽，4 年的复合增长率 40.38%。

图表 12 公司肉鸡产能快速扩张



数据来源: wind, 中邮证券研发部

产能扩张除了在销量上支撑公司业绩增长, 还因为规模扩大带来的规模效应降低公司的管理成本, 而推进公司业绩增长。

我们认为, 在供不应求的背景下, 公司会一直推行产能扩张之路, 除本地扩张外, 公司还可能进行异地扩张。

4.2 上下积极延伸产业链

我们认为, 公司未来还将积极的上下游延伸产业链。向上, 做祖代鸡养殖; 向下, 做鸡肉熟食制品。

公司前期公告, 将公司产业链拉长延伸至上游祖代种鸡养殖, 投资新建祖代孵化厂 1 个, 祖代种鸡场 5 个 (每个祖代种鸡场鸡舍 4 栋, 共 20 栋); 年饲养祖代种鸡 5.4 万套, 年提供父母代种鸡 200 万套。该项目预计总投资为 6800 万元。公司预计今年 6 月将进鸡, 按 7 个月产蛋计算, 明年祖代鸡有望开始提供父母代鸡苗。祖代鸡养殖纳入公司产业链后, 预计可增加商品代单只鸡毛利 0.1-0.2 元。

公司控股股东为福建省圣农实业有限公司, 圣龙实业下有圣农食品有限公司。圣农食品注册资本 2 亿元, 主要从事熟食加工和生产。圣农食品下有两个食品厂, 走差异化竞争, 主要利用鸡骨架、鸡皮、鸡碎肉等原料进行加工, 主要渠道是出口和商超。目前供不应求, 现在收入 4 亿元, 后续几年有望加快做大, 再作为下游的延伸纳入上市公司。

图表 13 公司控股股东圣龙实业及下属企业

企业名称	主营业务	注册资本(万元)	股权比例
福建省圣农实业有限公司	实业投资、有机肥生产、纸箱加工	5,800.00	傅光明87.5%, 傅芬芳12.5%
福建省光泽县兴瑞液化气有限公司	液化石油气储存和销售	180	圣农实业85%, 傅芬芳15%
福建圣农食品有限公司	熟食产品生产和加工	20,000.00	圣农实业80.025%, 傅芬芳14.975%, 福建富广源投资有限公司5%
光泽县圣农假日酒店	客房和中餐服务	600	傅长玉60%, 傅芬芳40%
福建省凯圣生物质发电有限公司	生物质发电、供热	6,300.00	圣农实业49%, 武汉凯迪控股51%
福建省美其乐餐饮有限公司	餐饮服务	500	傅芬芳90%, 傅露芳10%

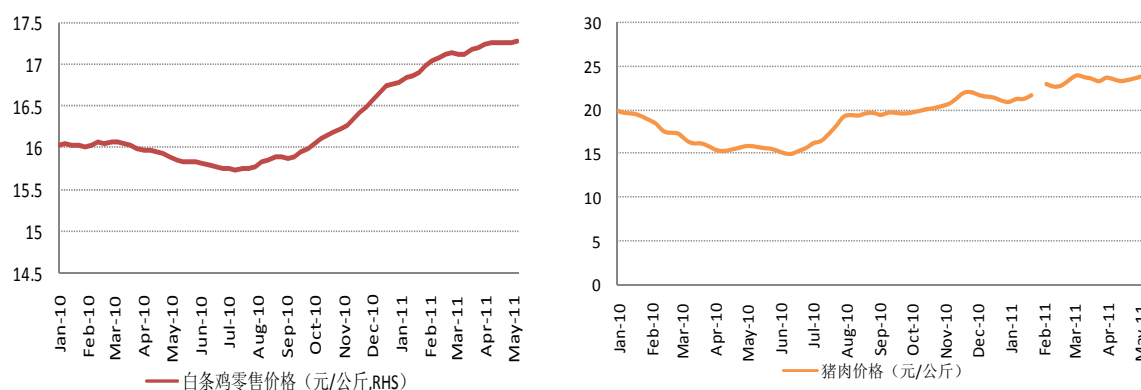
数据来源：公司网站，中邮证券研发部

4.3 鸡肉价格上行

去年6月以来，商务部白条鸡价格呈稳步上行的态势，从15.7元/公斤上升至目前的17.27元/公斤。

我们认为，猪肉价格从去年6月开始已进入新的上升周期，猪价从最低点的15元/公斤上升至目前的23.93元。我们认为，生猪新的上升周期的高点应该在明年上半年，鉴于鸡肉和猪肉的比价效应，鸡肉价格也将保持持续上行趋势。

图表 14 鸡肉价格稳步上行



数据来源：公司网站，中邮证券研发部

5. 盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测假设

我们预计，公司 2011 和 2012 年的屠宰和加工量分别为 1.3 亿羽和 1.9 亿羽；鸡肉销量分别为 25.89 万吨和 37.8 万吨；收入同比增长分别为 49.57%和 42.37%；毛利率分别为 21.4%海外 22.4%。

图表 15 公司盈利预测假设

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
肉鸡产能（万羽）	5000	5605	7500	10438	14000	19200
屠宰与加工产能（万羽）	9600	9600	9600	9600	14000	19000
屠宰与加工量（万羽）	4229	5399	6770	9037	13000	19000
单羽鸡肉产量（公斤/羽）	1.95	1.99	2.04	2.05	2.02	2.02
鸡肉产量（吨）	82491	107494	138083	185513	262600	383800
鸡肉销量（吨）	81364	105503	134483	181383	258924	378427
单价（元/公斤）	10.85	11.97	10.50	11.07	11.60	11.30
收入（万元）	88246	126255	141207	200809	300351	427622
毛利率(%)	26.77%	20.89%	21.46%	18.28%	21.40%	22.40%
收入同比增长(%)	59.62%	43.07%	11.84%	42.21%	49.57%	42.37%

数据来源：公司网站，中邮证券研发部

5.2 盈利预测

按最新股本 8.2 亿股全面摊薄后，我们预计公司 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.58 元和 0.91 元。

图表 16：公司盈利预测表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	143,769	206,952	304,035	431,306
增长率	10.99%	43.95%	38.00%	28.00%
减：营业税金及附加	7	14	30	43
销售费用	2,344	2,862	4,256	6,038
管理费用	3,853	5,459	7,905	10,998
财务费用	3,980	3,598	6,081	4,744
期间费用率	7.08%	5.76%	6.00%	5.05%
资产减值损失	4	22	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	19,872	27,703	47,844	75,805
增长率(%)	9.10%	39.41%	72.70%	58.44%
加：营业外收入	301	682	0	0
减：营业外支出	132	580	0	0
利润总额	20,041	27,805	47,844	75,805
增长率(%)	10.77%	38.74%	72.07%	58.44%
利润率(%)	13.94%	13.44%	15.74%	17.58%
减：所得税费用	3	(3)	0	0
实际税负比率(%)	0.01%	-0.01%	0.00%	0.00%
净利润	20,039	27,808	47,844	75,805
归属母公司所有者的净利润	20,039	27,808	47,844	74,289
增长率	10.50%	38.77%	72.05%	55.27%
净利润率(%)	13.94%	13.44%	15.74%	17.58%
少数股东损益	0	0	0	1,516
总股本(万股)	82,000	82,000	82,000	82,000
每股收益(元)	0.24	0.34	0.58	0.91

数据来源：wind，中邮证券研发部

5.3 估值和投资建议

以最新收盘价计算，公司 2011 和 2012 年对应的 PE 分别为 29X 和 19X。与同行业公司估值相比较以及考虑到公司全产业链应享有的溢价，我们认为给予公司 2012 年 25~30XPE 较为合理，以此对应的公司合理价格区间为 23~27.6 元。

我们认为，“好模式生产好鸡肉，大客户不愁卖鸡肉”是公司的核心优势，公司“自养自宰”全产业链的经营模式将市场风险转为管理成本，能有效的确保食品安全。公司是食品安全日益受重视，鸡肉价格日益上行背景下，具有高成长性的投资标的，维持公司“推荐”的评级。

图表 17 公司与可比企业估值

名称	代码	2010A	2011E	2012E
民和股份	2234	53	28	25
益生股份	2458	42	26	22
雏鹰农牧	2477	54	32	23
平均		50	29	23
圣农发展	2299	50	29	19

数据来源：wind，中邮证券研发部

5.4 风险提示

(1) 食品安全的风险；(2) 肉鸡疫病的风险；(3) 产能投放不达预期的风险。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。