

2011-06-21

农林牧渔

民和股份 002234.SZ

鸡苗价格高企下的标的选择

◆鸡苗价格超景气背景下，公司业绩有望爆发：

作为国内最大的肉鸡苗生产企业，当前较高的鸡苗价格给公司业绩带来较大的想象空间。进入 11 年以来，以猪肉为标杆，养殖景气度高企，鸡苗价格一直维持在 3 元以上，一季度均价 3.4 元左右，4-6 月份均价略高于一季度。目前民和鸡苗报价 3.8 元左右。单鸡苗的净利润 1.2-1.3 元，我们预计半年报业绩为 7000-7500 万元。

对于下半年鸡苗价格走势，取决于供给端释放。商品代鸡苗的量决定于父母代鸡苗的供给。父母代鸡苗今年 1 季度一度突破 24 元，出现较强的补栏。从父母代鸡苗补栏到商品代鸡苗出栏往后要推 27 周左右，大概到 8-9 月份。考虑到三季度节日因素，鸡苗价格有支撑。

◆鸡肉制品业务，毛利率回升：

除鸡苗外，民和还拥有 2000 万羽的鸡肉屠宰产能。11 年以来，鸡肉价格一直保持上涨趋势。我们发现，从 10 年下半年以来，随着鸡肉价格的不断上涨，民和鸡肉制品毛利率不断提升，10 年为 5.52%，预计当前毛利率已达到 8% 左右。

◆再融资诉求，公司积极释放业绩的动力较大：

民和 4 月 18 日公告再融资方案：拟不低于 19.36 元价格发行 4500 万股，募集 8.4 亿元，用于扩展下游养殖和屠宰业务，以期熨平鸡苗价格波动较大带来的业绩不稳定性。

项目达产后，民和养殖和屠宰产能可达到 5500 万羽，年利润可达 1.9 亿元，给公司业绩带来新的增长点。

增发方案已报会，预计 3 季度能获得批文。基于公司再融资诉求，民和释放业绩的动力也较为充足。

◆盈利预测及评级：

我们预测民和股份 11-13 年净利润分别为 1.47 亿、1.94 亿和 2.44 亿元，3 年复合增长率 29%。假设公司 12 年完成增发 4500 万股，考虑增发摊薄，11-13 年对应 EPS 分别为 0.96 元、1.27 元和 1.60 元。

在鸡苗高企的背景下，公司的业绩超预期是大概率事件。我们给予公司 11 年 28-30 倍 PE，对应 26.88-28.8 元目标价，买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	726	1,003	1,327	1,902	2,348
营业收入增长率	-10.63%	38.22%	32.29%	43.32%	23.44%
净利润（百万元）	-42	44	147	194	244
净利润增长率	-182.37%	-204.75%	230.11%	32.35%	25.56%
EPS（元）（增发摊薄）	-0.28	0.29	0.96	1.27	1.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	-7.41%	7.20%	19.48%	10.96%	12.48%
P/E	-85	82	25	19	15

首次

买入

当前价格	23.74 元
目标价格	26.88-28.8 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

(执业证书编号：S0930511010001)

联系人

刘晓波

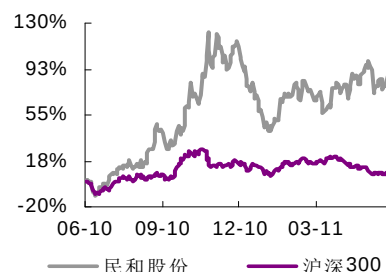
021-2216 9177

liuxb@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	108
总市值(百万元)	2,552
流通比例(%)	99.43%
12 个月最高/最低(元)	29.80/11.14
近 3 月日均成交量(百万股)	2.08
主要股东	孙希民

股价表现(12 个月)

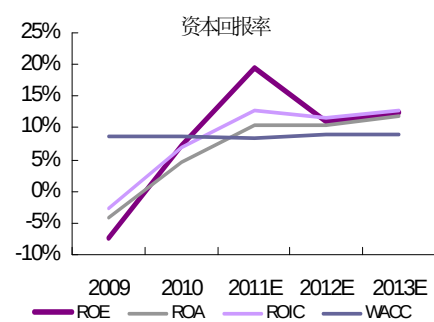
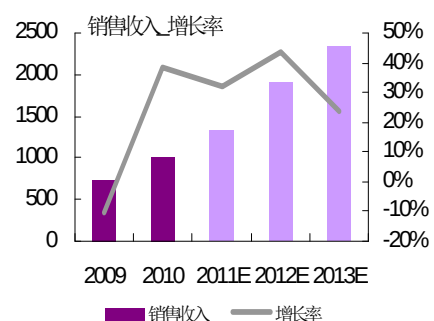
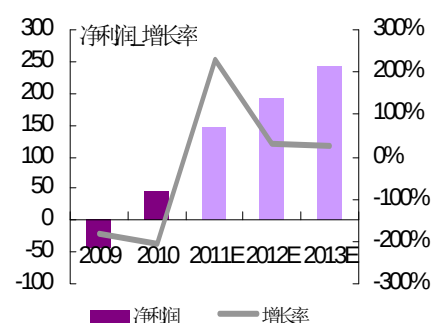
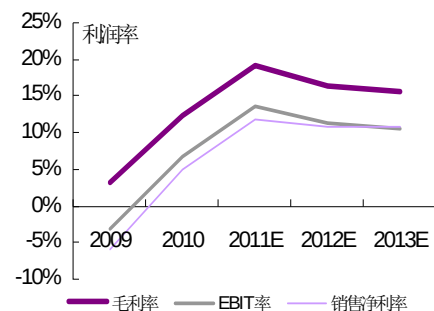


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.88	20.06	88.94
绝对收益	-5.02	9.46	95.57

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	726	1,003	1,327	1,902	2,348
营业成本	703	879	1,073	1,588	1,982
折旧和摊销	34	44	71	91	102
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	14	18	25	30	36
管理费用	31	37	49	68	82
财务费用	19	22	24	11	-9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	-41	47	157	204	256
利润总额	-43	50	158	205	257
少数股东损益	0	5	10	10	12
归属母公司净利润	-42.44	44.45	146.75	194.22	243.86

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,037	1,108	1,496	1,982	2,178
流动资产	474	432	491	718	966
货币资金	228	154	133	190	308
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	23	32	43	61	76
应收票据	3	0	0	0	0
其他应收款	1	4	4	6	7
存货	155	159	215	318	396
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	8	8	8	8
固定资产	417	513	785	1,007	982
无形资产	38	37	35	34	32
总负债	454	475	717	175	176
无息负债	74	76	100	143	176
有息负债	380	399	617	32	0
股东权益	583	633	779	1,807	2,002
股本	108	108	108	153	153
公积金	341	343	343	1,169	1,169
未分配利润	124	167	303	450	633
少数股东权益	11	15	25	35	47

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	24	116	194	179	251
净利润	-42	44	147	194	244
折旧摊销	34	44	71	91	102
净营运资金增加	-20	54	89	184	141
其他	52	-26	-113	-291	-236
投资活动产生现金流	-103	-187	-399	-349	-49
净资本支出	98	184	400	350	50
长期投资变化	5	8	0	0	0
其他资产变化	-206	-379	-799	-699	-99
融资活动现金流	33	-3	184	228	-85
股本变化	0	0	0	45	0
债务净变化	53	19	218	-585	-32
无息负债变化	5	3	23	43	33
净现金流	-46	-74	-21	57	118

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-10.63%	38.22%	32.29%	43.32%	23.44%
净利润增长率	-182.37%	-204.75%	230.11%	32.35%	25.56%
EBITDA 增长率	-89.34%	873.47%	125.44%	21.66%	14.11%
EBIT 增长率	-128.38%	-402.97%	165.19%	19.44%	14.71%
估值指标					
PE	-85	82	25	19	15
PB	4	4	3	2	2
EV/EBITDA	244	26	13	12	10
EV/EBIT	-125	43	18	17	15
EV/NOPLAT	-125	43	18	17	15
EV/Sales	4	3	2	2	2
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	3.17%	12.34%	19.18%	16.48%	15.57%
EBITDA 率	1.58%	11.10%	18.92%	16.06%	14.85%
EBIT 率	-3.08%	6.75%	13.54%	11.28%	10.48%
税前净利润率	-5.90%	4.95%	11.87%	10.79%	10.95%
税后净利润率 (归属母公司)	-5.85%	4.43%	11.06%	10.21%	10.39%
ROA	-4.13%	4.46%	10.48%	10.30%	11.75%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-7.41%	7.20%	19.48%	10.96%	12.48%
经营性 ROIC	-2.79%	6.94%	12.88%	11.66%	12.75%
偿债能力					
流动比率	1.07	0.92	0.69	4.25	5.70
速动比率	72.13%	58.22%	38.90%	237.19%	335.94%
归属母公司权益/有息债务	1.51	1.55	1.22	54.52	-
有形资产/有息债务	2.55	2.60	2.31	58.99	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS (增发摊薄)	-0.28	0.29	0.96	1.27	1.60
每股红利	0.00	0.10	0.44	0.40	0.50
每股经营现金流	0.22	1.08	1.81	1.17	1.65
每股自由现金流(FCFF)	-0.63	-1.17	-2.22	-1.50	1.03
每股净资产	5.33	5.74	7.01	11.62	12.81
每股销售收入	6.75	9.33	12.34	12.47	15.39

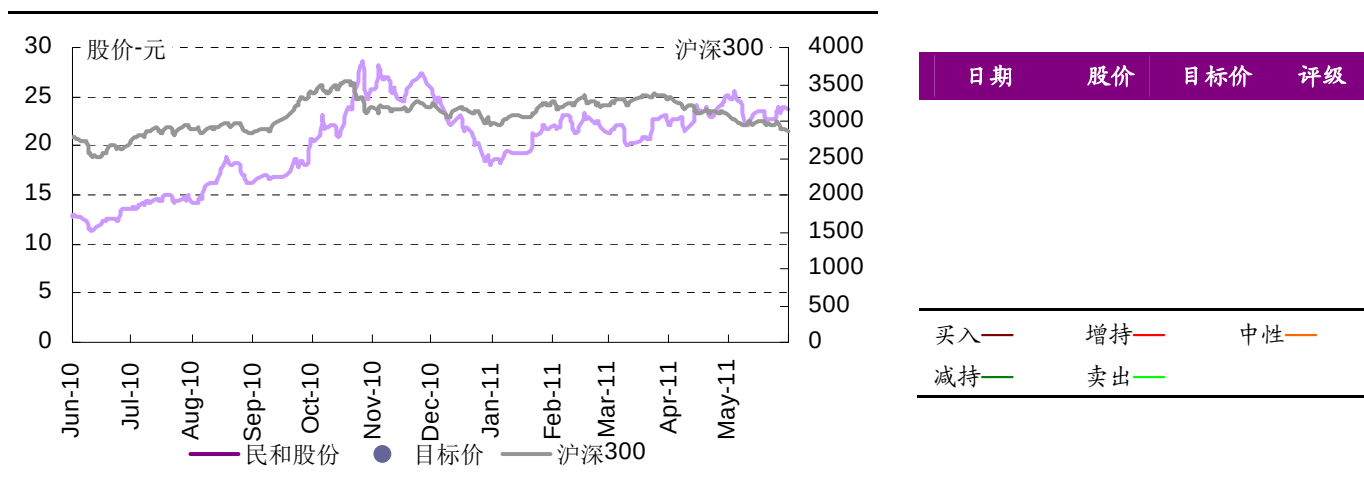
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

民和股份（002234）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。