

圣农发展 (002299.SZ)

肉禽鱼产品行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

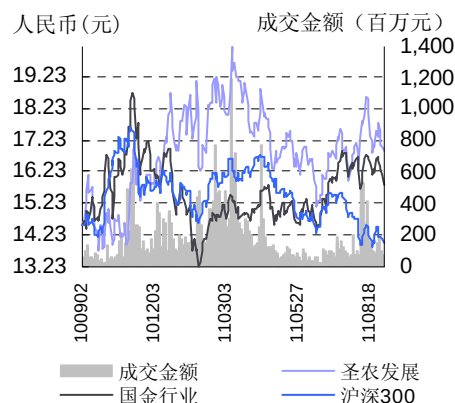
市价(人民币): 16.91元

目标(人民币): 22.14-23.72元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	282.44
总市值(百万元)	15,403.32
年内股价最高最低(元)	20.17/13.72
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



攻守兼备的肉鸡行业龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.489	0.678	0.546	0.791	0.947
每股净资产(元)	3.85	4.35	3.90	4.44	5.14
每股经营性现金流(元)	0.63	0.67	0.61	0.81	0.77
市盈率(倍)	51.21	53.00	30.95	21.38	17.86
行业优化市盈率(倍)	53.20	58.60	52.23	52.23	52.23
净利润增长率(%)	10.50%	38.77%	78.95%	44.75%	19.76%
净资产收益率(%)	12.68%	15.59%	14.00%	17.80%	18.43%
总股本(百万股)	410.00	410.00	910.90	910.90	910.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是国内肉鸡一体化自养模式的龙头企业。产品的品质差异化和标准化是公司的核心竞争力所在。凭借差异化的竞争策略, 公司产品供不应求, 销售顺畅。
 - 依靠竞争对手难以复制的山区养殖资源, 公司一体化自养模式生产的鸡肉品质优, 产出稳定, 在行业中具有突出的产品差异化竞争优势。
 - 凭借差异化的产品品质优势, 公司成为肯德基、麦当劳等国内知名快餐、食品企业的核心供应商。突出的销售渠道优势使大部分竞争对手难以望其项背。公司目前的供给仍无法满足下游客户的需求。
 - 公司分割冻鸡肉产品每吨销售溢价几百元至上千元。公司大客户以“成本+合理利润”的方式定价, 保障公司获取稳定的利润份额。
- 公司截止去年底的产能为 9600 万羽, 未来三年将新增 9600 万羽, 并以 51%控股的合资公司欧圣未来将拥有 6000 万羽产能, 共计 2.22 亿羽。在公司鸡肉产品以产定销、供不应求的销售形势下, 预计公司未来 3 年的新增产能基本可以转化成销量, 业绩增长确定性高。
- 我们判断肉鸡养殖业的景气行情将有望延续至 2012 年中。预计公司单只肉鸡的净利润为 3.8-4 元, 并触及 07 年 4 元/只的历史较高水平。

盈利预测与投资建议

- 盈利预测。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.55、0.79 和 0.95 元, 同比增长 78.95%、44.75%和 19.76%。
- 投资建议。A 股目前主要禽畜类上市公司的平均估值水平为 28×12PE。圣农发展业绩增长的确定性高, 这是其他可比公司难以比拟的。因此, 在业绩增长不确定风险低于可比公司的情况下, 公司估值理应享受一定的溢价。我们给予公司 28-30×12PE 的估值水平, 未来 6-12 个月目标价 22.14-23.72 元, 首次给予“买入”的投资评级。在系统性风险有所增加的市场环境中, 公司作为增长确定性较高的投资品种, 进可攻, 退可守, 是我们推荐公司的重要逻辑。

风险提示

- (1) 严重的洪涝灾害等自然灾害; (2) 鸡严重疫病影响公司产品价格; (3) 玉米、豆粕等饲料原料大幅上涨风险。

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130511030027
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

虞秀兰 联系人
(8621)61038294
yuxl@gjzq.com.cn

内容目录

公司盈利预测及说明	3
盈利预测：2011-2013 年 EPS 为 0.55、0.79 和 0.95 元	3
估值与投资建议：目标价 22.14-23.72 元，建议买入	4
公司是国内肉鸡一体化自养的龙头企业	4
肉鸡养殖行业集中度逐步提升，未来一年有望延续高景气	5
我国鸡肉消费量平稳增长，龙头企业市场份额逐渐提升	5
肉鸡行业未来一年有望延续景气行情	7
公司的核心竞争力在于产品品质的差异化和标准化	9
独特的山区养殖环境和一体化自养模式为公司带来优质化和标准化的产品 ..	9
凭借差异化的竞争策略，公司已建立起突出的销售渠道优势	11
在产业链一体化模式下，公司的盈利稳定性和管理能力业内领先	13
公司未来三年销量有望翻番	15
未来三年成长无忧，需求翻倍	15
未来三年产能翻倍，年产超过 2 亿羽	16
产业链延伸，祖代鸡业务将锦上添花	16
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	18

公司盈利预测及说明

盈利预测：2011-2013 年 EPS 为 0.55、0.79 和 0.95 元

- 关键假设：公司未来三年肉鸡产能分别为 1.36、1.81、2.22 亿羽。
 - 我们考虑新增 9600 万羽及欧圣 6000 万羽产能（公司占比 51%）。
 - 新建 9600 万羽项目：截止 2011 年 6 月大约有一半产能已建成。我们假设其未来三年产能的达产进度分别为 4000、8000、9600 万羽。
 - 欧圣项目：我们假设其未来三年产能的达产进度分别为 0、1000、6000 万羽。
- 根据肉鸡的补栏周期和替代品生猪的景气周期，我们假设未来三年鸡肉价格增速分别为 10%、5%、-3%，毛利率分别为 20%、19%、19%。
 - 根据 36-45 个月的猪周期，我们预计 2012 年春节附近为猪肉价格最高点。综合考虑肉鸡的补栏周期，我们假设 2011、2012 年鸡肉价格分别上涨 10%、5%，2013 年下跌 3%。
 - 我们假设未来三年鸡肉毛利率分别为 20%、19%和 19%。由于鸡肉养殖行业上半年与下半年销售比例约为 1:1.5，我们认为 2012 年盈利水平略逊于 2011 年。
- 盈利预测：2011-2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.79 元和 0.95 元。
 - 我们预测 2011-2013 年主营收入分别为 3244.51 百万元、4570.33 百万元和 5479.46 百万元，同比增长 56.78%、40.86%和 19.89%。
 - 预测未来三年净利润分别为 497.63 百万元、720.3 百万元和 862.66 百万元，同比增长 78.95%、44.75%和 19.76%。
- 敏感性分析：新建肉鸡产能释放是影响今年 EPS 的主要因素，若 2011 年肉鸡产能释放增加 1000 万羽，EPS 增厚约 0.04 元。

图表1：主营业务盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
肉鸡产能（万羽）	3600	5000	5605	7242	9600	13600	18100	22200
增长率（YOY）		39%	12%	29%	33%	42%	33%	23%
产能利用率	98%	85%	96%	93%	94%	95%	95%	95%
鸡肉产品								
平均售价（元/羽）	15.7	20.9	23.4	20.9	22.2	24.4	25.7	24.9
增长率（YOY）		33%	12%	-11%	7%	10%	5%	-3%
每羽的肉重（公斤）	1.90	1.95	1.99	1.99	2.00	2.00	2.00	2.00
平均售价（元/公斤）	8.22	10.70	11.75	10.50	11.11	12.22	12.83	12.45
屠宰数量（万羽）	3532	4229	5399	6770	9037	12,872	17,195	21,000
增长率（YOY）		20%	28%	25%	33%	42%	34%	22%
销售收入（百万元）	553	882	1263	1412	2008	3146	4413	5228
增长率（YOY）		60%	43%	12%	42%	57%	40%	18%
毛利率	17%	27%	21%	20.5%	18.3%	20.0%	19.0%	19.0%
毛利润（百万元）	94	236	264	289	367	629	839	993
单只毛利润（元）	2.6	5.6	4.9	4.3	4.1	4.9	4.9	4.7
其他产品和业务								
销售收入（百万元）	24	15	33	26	61	98	157	251
增长率（YOY）		-37%	118%	-22%	139%	60%	60%	60%
毛利率	45.5%	54.8%	52.0%	45.5%	48.0%	49.0%	47.0%	45.0%
毛利润	11	8	17	12	29	48	74	113

来源：公司公告、国金证券研究所

估值与投资建议：目标价 22.14-23.72 元，建议买入

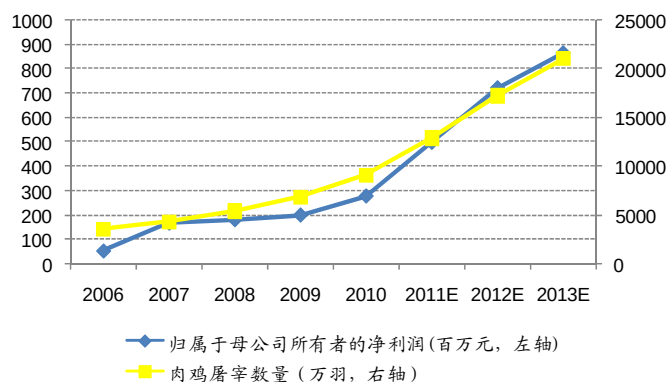
- A 股目前主要禽畜类上市公司的平均估值水平为 $28 \times 12\text{PE}$ 。圣农发展的肉鸡产品以产定销，供不应求。随着未来 3 年的产能扩张，公司销量和业绩增长的确性高，这是其他可比公司难以比拟的。因此，在业绩增长不确定风险低于可比公司的情况下，公司估值理应享受一定的溢价。我们给予公司 $28-30 \times 12\text{PE}$ 的估值水平，未来 6-12 个月目标价 22.14-23.72 元，首次给予“买入”的投资评级。在系统性风险有所提升的市场环境中，公司作为增长确定性较高的投资品种，进可攻，退可守，是我们推荐公司的重要逻辑。

图表2：可比公司估值水平

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS		PE	
				2011E	2012E	2011E	2012E
002477	雏鹰农牧	81.84	20.54	1.18	1.35	25.95	22.67
600975	新五丰	20.93	20.93	0.17	0.23	66.98	49.76
002234	民和股份	32.04	19.08	1.15	1.23	25.96	24.23
002505	大康牧业	27.45	6.94	0.43	0.55	38.97	30.53
002458	益生股份	40.08	10.02	1.27	1.43	22.45	20.01
002321	华英农业	30.38	21.29	0.76	1.01	27.14	20.47
					平均	34.57	27.94

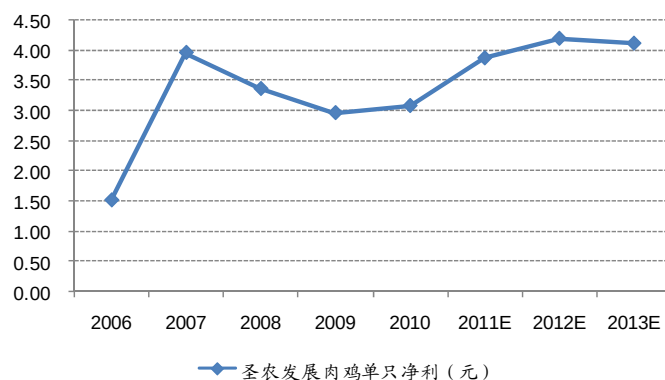
来源：聚源一致预期、国金证券研究所

图表3：在以产定销和供不应求的驱动之下，随着公司产能和销量的增加，公司业绩增长的确性相对较高。



来源：公司公告、国金证券研究所

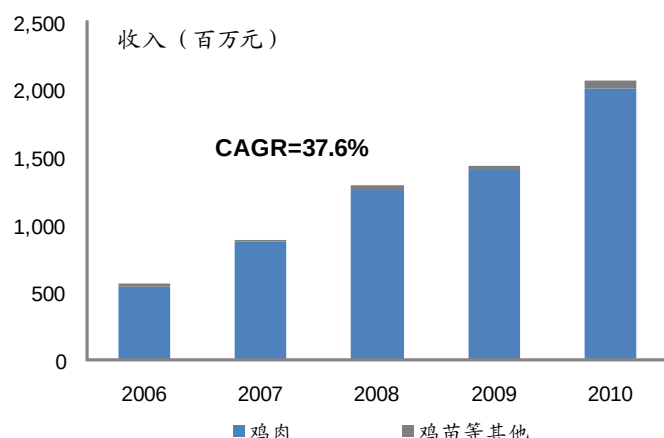
图表4：圣农发展单只肉鸡净利润历史变化趋势



公司是国内肉鸡一体化自养的龙头企业

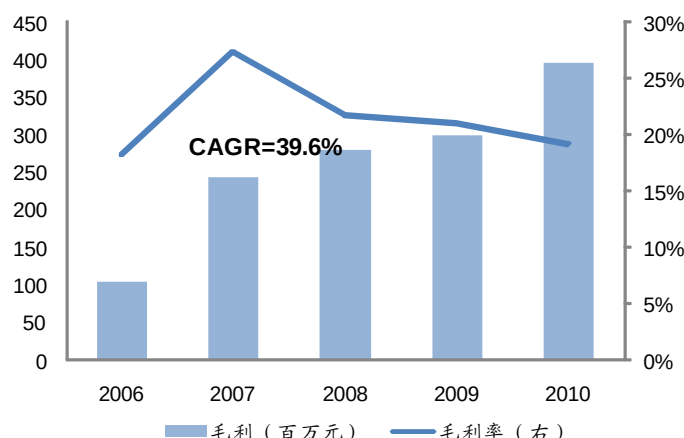
- 公司经过近 30 年发展成为全国肉鸡专业化养殖龙头。创始人傅光明夫妇自 1983 年开始从事个体养鸡场，1993 年成立光泽鸡业有限公司，肉鸡年产量 300 万只。而目前公司年产肉鸡约为 1 亿羽。公司生产的鸡肉主要以分割的冻鸡肉产品形式，销售给快餐以及食品加工工业、批发市场等。
- 公司主营清晰，成长稳健。2006-2010 年公司营业收入复合增速达 37.6%，毛利复合增速达 39.6%，毛利率保持在 20% 附近。截止 2010 年公司营业收入达 20.7 亿元，毛利润 3.97 亿元，净利润 2.78 亿元。
- 截止 2010 年底，公司第一大股东圣农实业持股比例为 57.27%，实际控制人为公司董事长傅光明夫妇及其女傅芬芳。

图表5：公司营业收入增长稳健



来源：公司公告、国金证券研究所

图表6：公司毛利率维持在20%附近

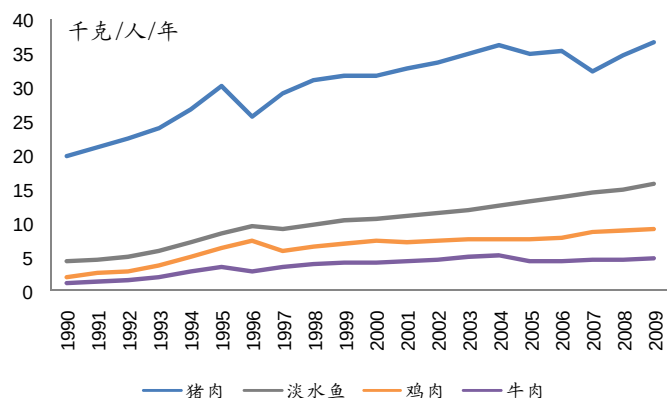


肉鸡养殖行业集中度逐步提升，未来一年有望延续高景气

我国鸡肉消费量平稳增长，龙头企业市场份额逐渐提升

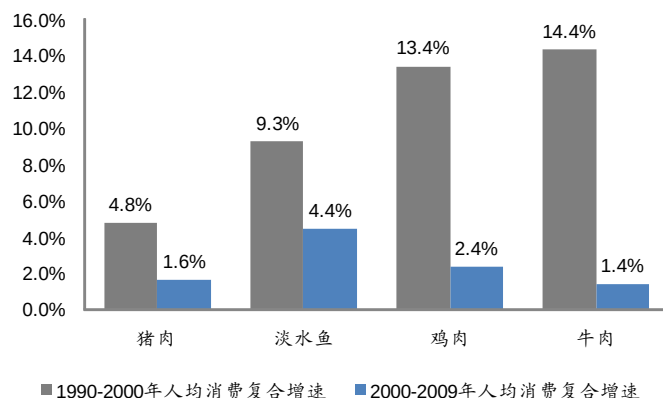
- 目前我国鸡肉消费量平稳增长。1990-2000 年期间我国居民生活水平明显提高，人均食用肉类增速较快，其中鸡肉增速高达 13.4%。而 2000-2009 年期间增速明显放缓，鸡肉消费增速仅为 2.4%，略高于猪肉的 1.6%。
- 我们认为三大因素将促使鸡肉消费获得高于猪肉的增速。
 - 生产和价格优势。鸡肉具有生产周期短、生产现代化程度高等优点，因此价格也较为平稳。近期鸡肉价格同比增长约 20%，而猪肉价格同比涨幅达则高达 50%。
 - 营养优势。相比猪肉，鸡肉蛋白质的质量较高，脂肪含量较低，富含多种氨基酸，也是磷、铁、铜与锌的良好来源。
 - 在外用膳尤其是快餐的比例提升。目前我国城市居民在外膳食费用支出年增长达 14%，而快餐门店数增速高达 20%。由于中低端餐馆注重成本管理，在当前原料价格上涨的压力下，鸡肉比猪肉更具有优势。
- 我们测算 5 年后鸡肉行业需求将增长 19%。基于 2.4% 的人均消费量增速、0.6% 的人口增速、以及我们附加其 0.5% 的营养和价格溢价，肉鸡行业增速或将达 3.5%，5 年可增长 19%。（进出口占比不及 10%，暂不考虑）
- 行业集中度将提升，龙头企业市占率逐步提高。目前国内年出栏量 2000 只以上的鸡场出栏比例已高达 80%，但 2 千-5 万只的占比则为 55%，100 万只以上的共 128 户，出栏占比仅为 5%。而美国仅泰森出栏占比达 30%，CR10 达 72.3%。随着竞争激烈程度加剧，成本缩减和技术提高将成为企业的核心竞争力，我国养殖业龙头企业的竞争优势越发明显，市场份额有望逐步扩大。

图表7：近年鸡肉人均消费量仍低于淡水鱼

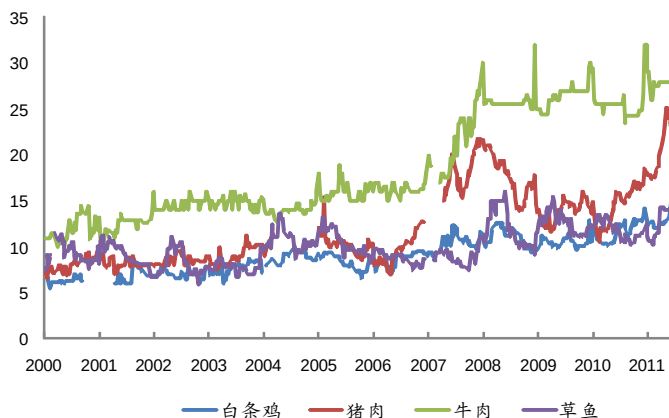


来源：wind、国金证券研究所

图表8：鸡肉近十年增速高于猪肉

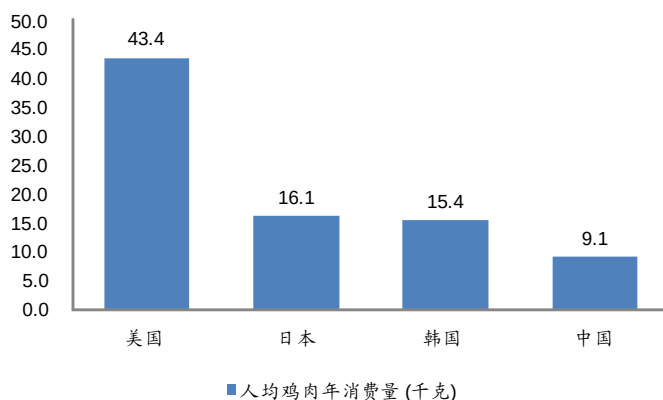


图表9：鸡肉相比猪肉、牛肉价格低且波动性小

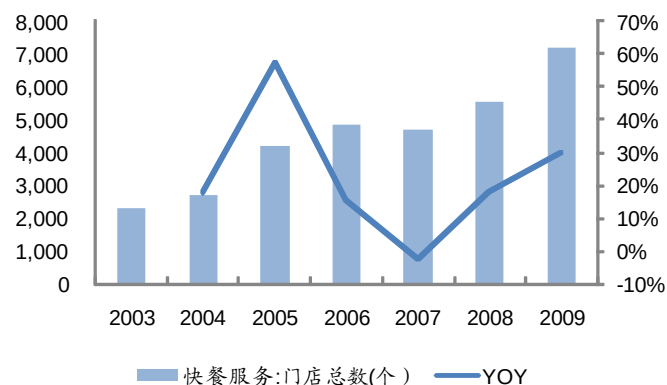


来源：bloomberg、国金证券研究所

图表10：相比日韩，我国人均鸡肉消费量仍有50%以上的增长空间



图表11：快餐门店数呈高速增长

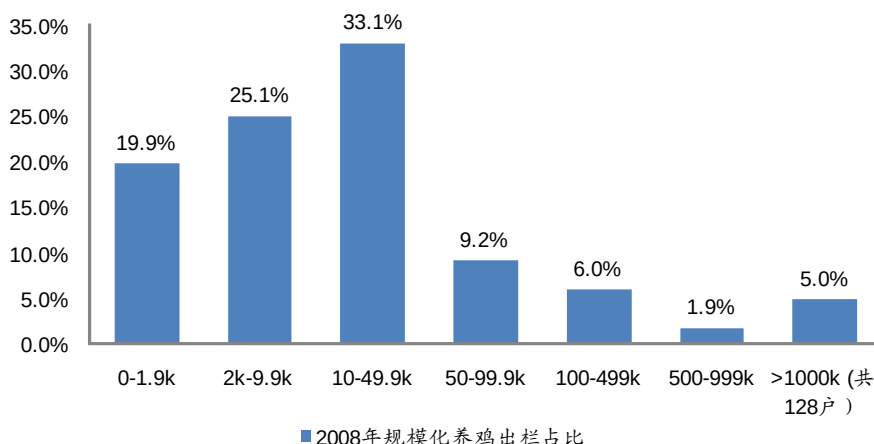


来源：wind、国金证券研究所

图表12：未来五年我国鸡肉行业规模将增长20%

目前人均销量(千克)	9.1
目前消费量(万吨)	1246
人口年增速	0.6%
人均鸡肉年增速	2.4%
快餐、健康溢价年增速假设	0.5%
行业年增速	3.5%
五年后人均消费(千克)	10.6
五年后消费量(万吨)	1481
五年总增速	19%

图表13: 年出栏5万只以下规模占比较高, 龙头企业市占率未来有望提高



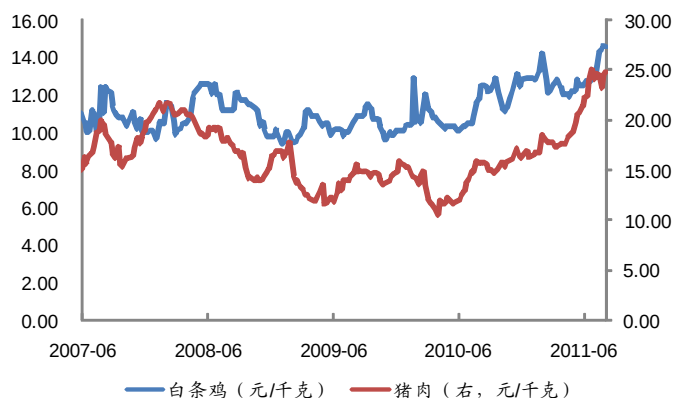
来源: 中国畜牧业统计年鉴、国金证券研究所

肉鸡行业未来一年有望延续景气行情

■ 我们认为今年下半年及明年上半年, 肉鸡行业景气将持续。

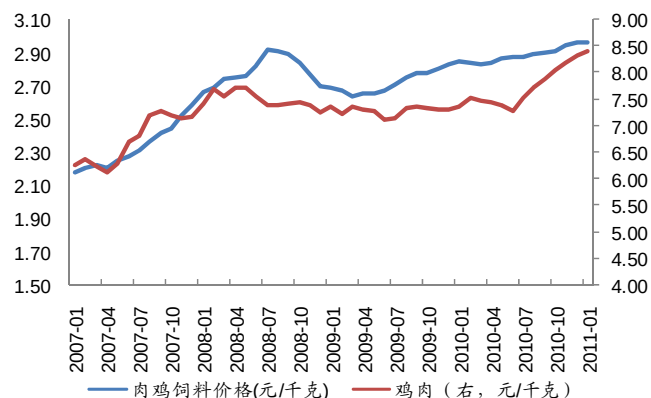
- 我们认为肉鸡补栏周期至少需半年。从商品代鸡苗补栏算起仅需 1 个半月, 父母代鸡苗算起需 8 个月, 而祖代鸡苗算起需 14 个月。
- 今年上半年鸡肉价格高涨主要原因是高猪价通过替代和比价效应传导至鸡肉价格以及山东、河北等地的疫病影响肉鸡出栏供给。目前主要病种包括新城疫等, 由于疫苗无法完全预防, 疫病种类多、控制难, 是目前肉鸡养殖的主要难题之一。
- 从鸡苗价格来看, 我们认为 2011 年上半年上涨是属于初步补栏, 而 2011 年 6 月份之后鸡苗价格创历史新高, 我们认为这是下游确认补栏积极性的结果。根据肉鸡的养殖周期, 我们认为商品代肉鸡的供给可能需要到 2012 年二季度才能出现明显的上升。
- 在替代和比较效应作用下, 高猪价对肉鸡价格将形成有力支撑。我们认为猪肉价格今年下半年及明年上半年将持续自 2010 年下半年以来的景气行情。这将对鸡肉高价形成有力支撑。而历史价格数据也充分说明了这一点, 猪肉与鸡肉历史价格的相关性为 0.47。
- 我们对未来一年内饲料价格长期上涨持乐观观点, 主要原因是上游成本的上升和下游养殖需求拉动所致。肉鸡养殖的盈利能力不高, 饲料在其养殖成本中占比为 60%以上, 因此饲料价格的上涨也将对肉鸡价格形成一定的支撑。历史数据统计鸡肉与饲料价格相关性高达 0.86。
- 微观调研发现, 目前家庭作坊养鸡, 单只普通肉鸡的利润可达 4.1 元左右, 毛利率达 19%, 相比去年同期有大幅提升。

图表14：鸡肉价格与猪肉价格相关度为0.47。替代和比价效应是鸡肉价格的影响因素之一

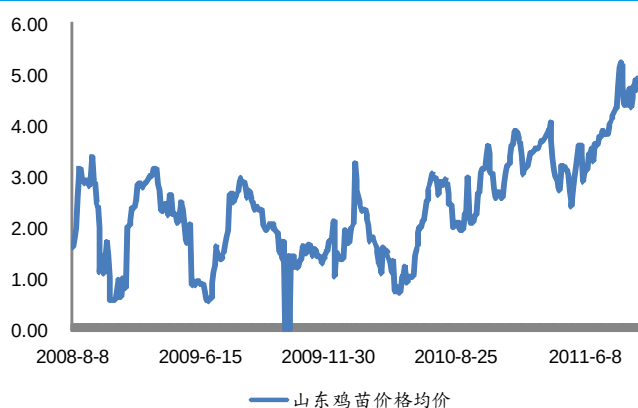


来源：Wind、国金证券研究所

图表15：鸡肉价格与鸡饲料价格相关度高达0.86，成本驱动为鸡肉价格又一影响因素

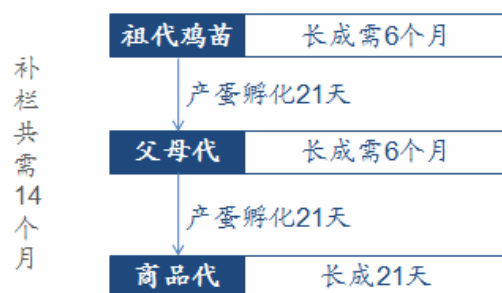


图表16：今年鸡苗价格从6月份后创新高，补栏积极性明显提升



来源：Wind、公司公告、国金证券研究所

图表17：从父母代鸡补栏到商品代肉鸡供给约需8个月；从祖代鸡补栏到商品代肉鸡供给约需14个月



图表18：家庭作坊式肉鸡养殖单只利润达4.1元（规模在5000只/批左右）

单只收入：	毛鸡售价	10元/千克×2千克=20元
单只支出：	鸡苗	2.5元
	饲料	1.9×2千克×3元/千克=11.4元
	疫苗、药费	1.5元
	其他杂费	0.5元
单只利润（元）		4.1
存活率		93%
毛利率		19%

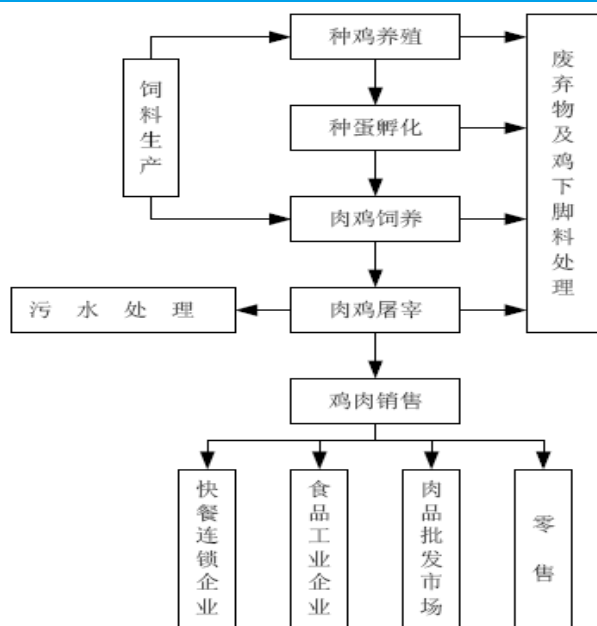
来源：国金证券研究所

公司的核心竞争力在于产品品质的差异化和标准化

独特的山区养殖环境和一体化自养模式为公司带来优质化和标准化的产品

- 有别于大众的认识，我们认为产品差异化和标准化优势才是公司最为核心的竞争优势。公司的品牌和渠道优势均是建立在差异化和标准化优势的基础上，前者更多是后者的有效延伸。公司地处偏远山区，且营销支出不高，如果没有产品的差异化和标准化作为战略支撑点，我们认为肯德基、德克士、铭基、麦当劳等直销客户渠道优势也将难以为继。公司的产品可谓“酒香不怕巷子深”。而事实上，一个“香”字已经道出了公司核心竞争力的关键所在——产品品质。
- 公司的山区养殖资源是国内大部分竞争对手难以复制的。
 - 公司养殖基地所在地光泽县的森林覆盖率达 76%，能有效降低动物疫病发生风险。公司的饲养场分散在境内各山坳间，山体相隔、局部封闭，便于疫病的综合防控。在禽流感较频繁的 2004-2006 年，公司的肉鸡饲养未受到影响。公司优越的山区养殖资源使得国内大部分竞争对手难以望其项背。
 - 此外，公司所在地位于福建、浙江、江西三省交界，处于长江三角洲、珠江三角洲之间，产品市场辐射能力强，有利于公司产品销售。
- 优质化和标准化的产品助公司在肯德基的质量评审中连续多年蝉联冠军。
 - 公司集孵化、饲料、喂养、屠宰加工于一体，并对兽医、饲料、喂养、加工等环节专门控制，实现了标准化作业，使得同一时间大批量出栏肉质、重量基本一致的肉鸡，产品标准化程度高。
 - 公司的一体化自养模式具有较好的封闭性，保证了肉鸡的饲料安全和疫病控制安全。与此同时，公司从国外引进饮水系统、喂料系统、通风系统、保温系统等，实现了鸡舍环境控制自动化，提高了养殖环节中的技术水平。
 - 公司的肉鸡屠宰与初加工设备和水平已具国际先进水平。公司屠宰生产线均为从全球领先的肉类加工设备商 LINCO 引进，在卫生水平和生产效率上处于世界先进水平。
 - 公司在 2006-2009 年肯德基国内鸡肉供应商工厂年度质量体系审核中连续四年名列第一。产品品质的差异化和标准化已成为公司最为核心的竞争力。

图表19：公司一体化生产加工流程



来源：公司公告、国金证券研究所

图表20：公司各环节紧密相扣，优质平稳产出



■ 我们认为自养模式适于偏高端、中等规模的增长，将与合同模式共发展。

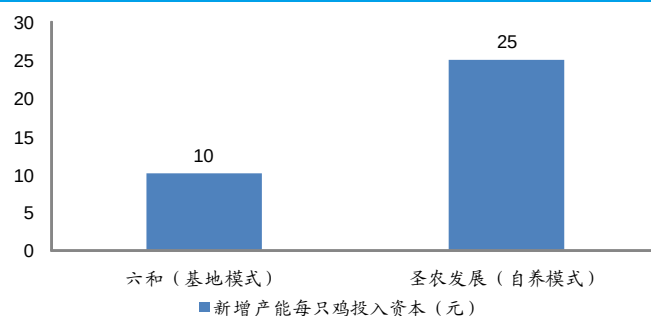
- 自养模式产出优质、偏中高端鸡肉。自养企业全程控制养殖各环节，有助于食品安全、疫病控制和提高鸡肉品质。
- 自养模式适合中前期成长，有利于降低原料成本，且增强某环节的价格的抗风险性。然而，由于自养模式要求资本投入为农户签约模式的约 2.5 倍，重资产投入将限制其发展成为超大规模的肉鸡养殖。
- 参考美国经验，约 89%来自于农户合同养殖，10%来自于自养，极少量来自于散养。主要是合同模式对龙头企业的资金需求相对较低。

图表21：基地模式与自养模式比较

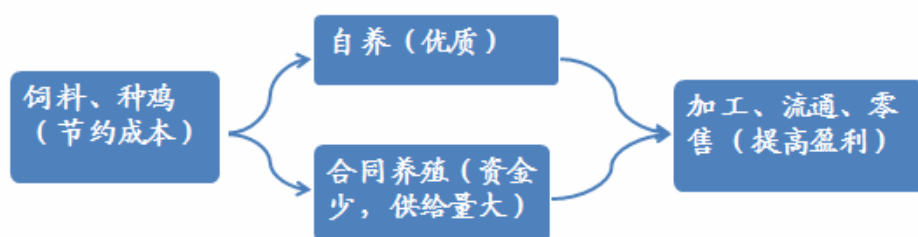
	基地+农户饲养	公司自养
管理农户能力	更高	较低
疫病控制能力	较差	更强
食品安全性	较差	更优
定位高端	较差	更优
资产	相对轻资产	相对重资产
ROE	较高	较低
大规模养殖的大额资金要求	较少	更高

来源：公司公告、国金证券研究所

图表22：自养模式投入资本远高于基地模式



图表23：肉鸡行业未来趋势：自养与合同共存，向下游扩张



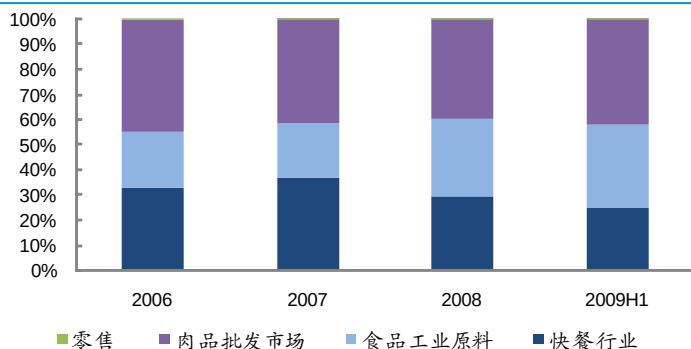
来源：国金证券研究所

凭借差异化的竞争策略，公司已建立起突出的销售渠道优势

- 自养模式的潜在风险在于其下游需求是否稳定，只有稳定的销售和盈利才能为其大额投资带来稳定收益。若下游客户集中，或依赖国外出口政策，下游处于强势地位，养殖企业的议价能力不强，从而有可能使投资回报面临较大的风险。这可能也是市场比较关心的地方。对于圣农发展而言，我们的观点如下。
- 普通鸡肉进入微利竞争状态，优质肉产不达需，圣农差异化的优质产品将继续走俏。
 - 相比生猪养殖，肉鸡养殖要求成本低，技术门槛较低，周转率快，因此中小规模企业之间竞争激烈，然而由于疫病控制能力差，品质不能保障，进入微利充分竞争状态。
 - 随着国际快餐连锁品牌百胜、麦当劳在国内对原材料优质化追求、以及消费者对食品安全的追求，国内优质鸡肉的供给仍不能满足市场需求。
- 公司产品供不应求，以产定销，对下游处于强势地位。
 - 公司主要三类销售为：(1) 鸡胸、鸡腿、鸡翅等销售给快餐行业（如肯德基、麦当劳等）；(2) 鸡胸、碎肉、鸡皮等销售给食品工业企业（如双汇、太太乐等）；(3) 鸡爪、鸡胗等销售给肉品批发市场。
 - 以上(1)和(2)为公司重点客户，为直销模式，销售占比约为 60%。面向批发市场主要通过经销模式销售。其中直销部分盈利能力强，是公司优先满足客户。目前经销商客户满足比例大约为三分之一。
 - 公司产品供不应求，销售不是问题。公司目前的销售瓶颈主要为产能限制。公司销售费用占收入之比约为 1.5%，销售人员在总员工占比仅为 0.55%，可见公司产品有竞争力，无需大力营销。
 - 在销售策略上，公司没有把有限的产能用于集中满足个别大客户的全部需求，而是在用部分产能满足老客户和大客户 30%-40%的需求同时，剩余产能用于新客户的培育和开发。如此滚动循环，最终的结果是使公司避免因客户过度集中而导致议价能力下降的困境，从而更好地保障公司的溢价能力和定价权。
 - 目前，公司鸡肉产品每吨售价高于市面约 500 元左右，即约 5%的产品溢价。
- 公司的品牌与渠道优势突出，竞争对手短期难以超越。
 - 公司通过 20 多年的经营，已在行业内树立了产品质量优势明显、规模大、供货稳定的市场形象，与客户建立了长期而稳定的合作关系，在客户中享有良好的声誉。
 - 公司是众多知名品牌的重要供应商。公司为肯德基、德克士在国内前三大鸡肉供应商之一，也是 2008 年铭基最大的鸡肉供应商。2010 年，公司出资 51%与美国莱吉士（麦当劳目前最大的全球食品供应

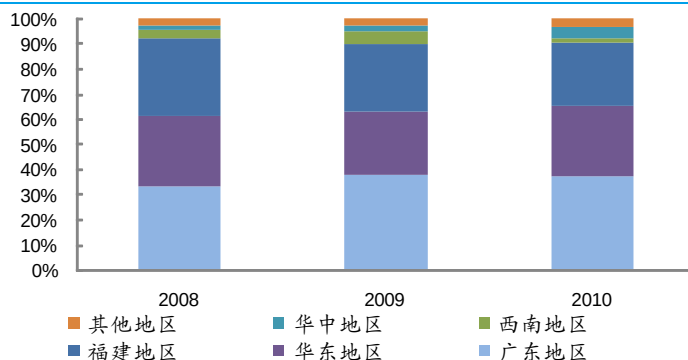
商) 合作合资成立欧圣公司, 年产能约 6000 万羽, 成为麦当劳在中国的第三个直接鸡肉供应商, 也将是麦当劳在中国唯一一条龙的鸡肉直接供应商。

图表24: 公司食品工业原料销售占比逐渐提升

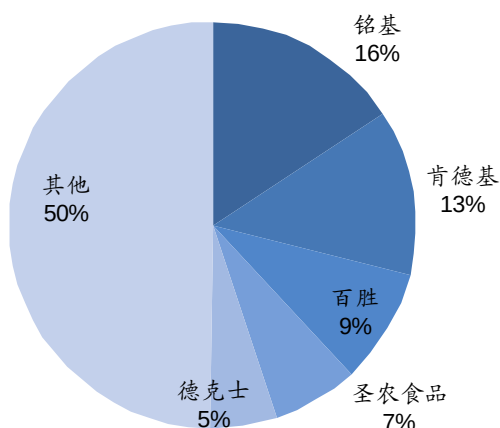


来源: 公司年报、国金证券研究所

图表25: 公司产品主要在广东、福建和华东地区销售

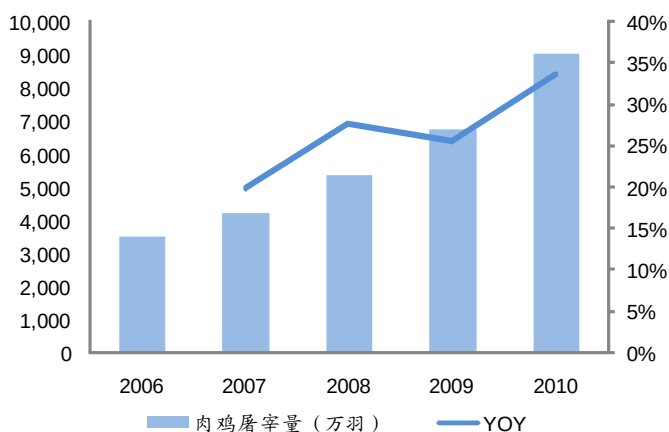


图表26: 公司 2009 年大客户以快餐类为主



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表27: 公司近年屠宰量增速约为 25%-30%



图表28: 公司各大客户合作未来有望持续增长

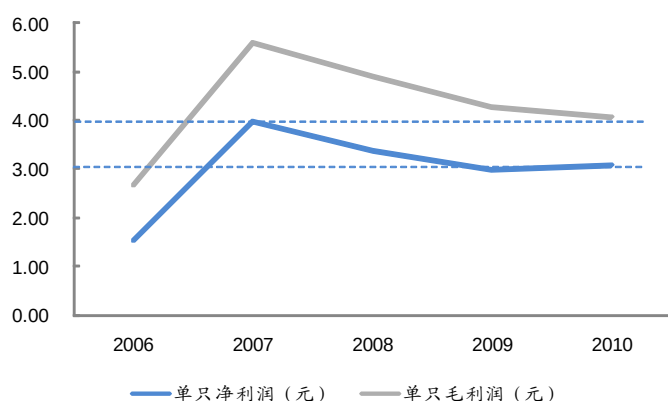
客户名称	合作情况	备注
肯德基	公司在2009年7月成为肯德基三大策略联盟合作伙伴之一, 以成本+合理利润定价模式采购。2010年, 对肯德基销售收入达4.5亿元, 但占其总量约15%。	2007年以来, 肯德基在中国大陆保持了每年开设500家新店的扩张速度, 目前已在500多个城市开设了3000余家连锁餐厅。
麦当劳	1. 铭基和福喜为麦当劳指定专门肉类采购商, 公司向两者直供。 2. 公司与莱吉士的合资公司欧圣将成为麦当劳的直接供应商。	麦当劳至今在中国大陆开店总数已近1300多家。麦当劳2011年计划开店175-200家, 三年内计划新增1000家店面, 实现开店数量的翻番。
德克士	德克士的核心鸡肉供应商	2009年德克士开店总数达到1000家。

来源: 国金证券研究所

在产业链一体化模式下，公司的盈利稳定性和管理能力业内领先

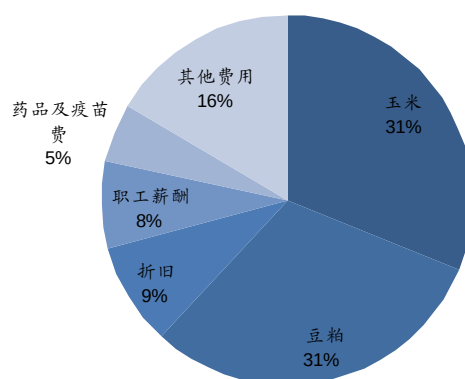
- 公司盈利稳定，过去4年毛利率维持在20%左右。其中，公司直销渠道以“成本+合理利润”为产品定价原则、根据市场行情进行定价。2007-2010年期间每只商品鸡毛利润为4.06-5.59元，净利润为2.96-3.96元。
- 公司养殖成本主要为饲料原料成本。其中玉米及豆粕占比高达 60%以上。而职工薪酬占比仅为 8%，我们预计未来职工待遇每年增长20%。

图表29：公司产品单只净利润通常在 3-4 元



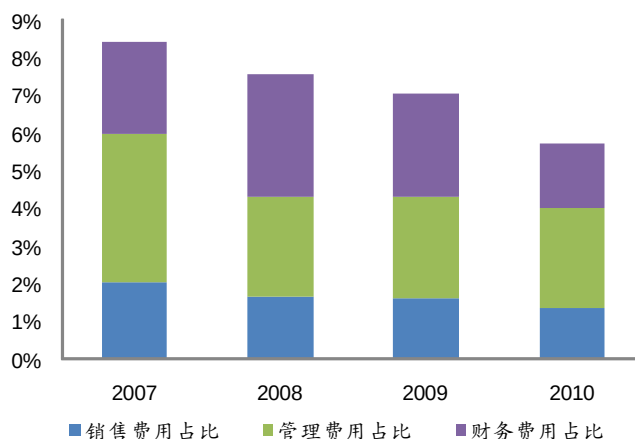
来源：公司公告、国金证券研究所

图表30：公司成本主要为饲料原料



- 公司三费比例相对较低，随着规模扩大历年三费逐渐降低，2010 年三费总占比降低至 5.8%。在规模扩张的过程中，我们认为三费比例在未来有望进一步降低。

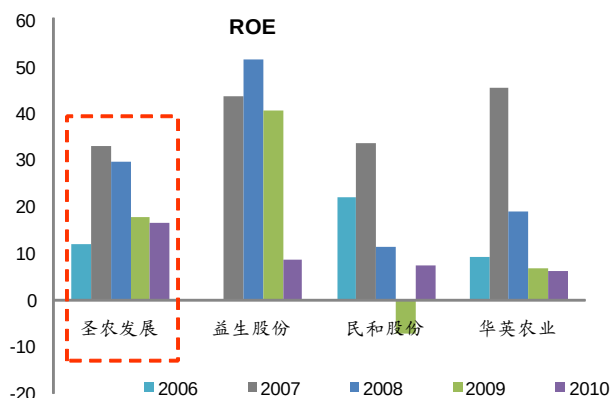
图表31：随着规模扩大，公司三费占比逐年降低



来源：公司公告、国金证券研究所

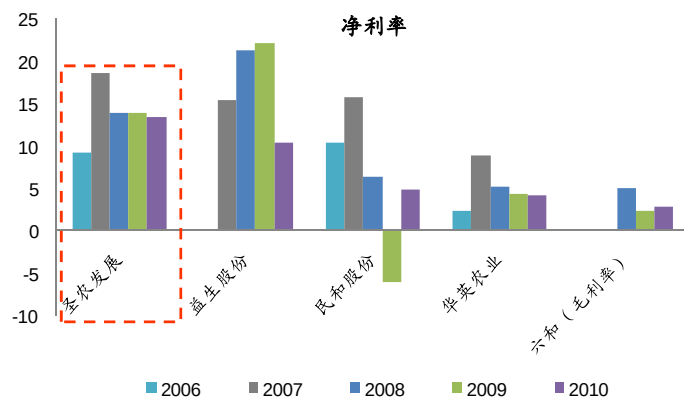
- 公司净利率、ROE 在禽类养殖上市公司中处于中等偏上水平，且其各年较为稳定。

图表32：公司 ROE 较高，波动性最小（单位：%）



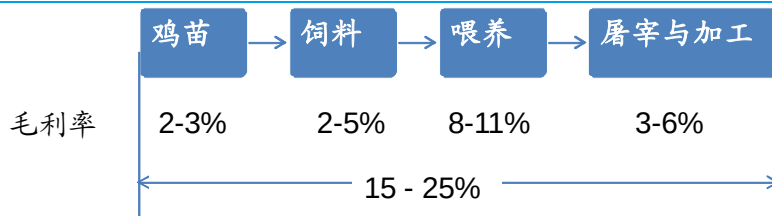
来源：公司公告、国金证券研究所

图表33：公司净利率高且稳定（单位：%）



- 一体化模式不仅有助于公司降低养殖成本，而且可以减少个别环节的价格波动带来的盈利波动风险。

图表34：一体化养殖比单个环节利润率高



来源：国金证券研究所

- 与主要竞争对手相比，公司综合管理能力和成长性均较为占优。
 - 我国肉鸡龙头企业包括正大集团、大成食品、山东六和、山东新昌、青岛九联等。仅圣农发展为自养模式，其余均为与农户签约模式。
 - 公司产品质量优于主要竞争对手。2006-2009 年肯德基国内鸡肉供应商工厂年度质量体系审核中连续四年名列第一，优于大成、新昌等供应商。
 - 与主要竞争对手大成食品(3999.hk)相比，公司在成长性、盈利能力等方面均具有明显的优势。与此同时，公司盈利水平也远高于六和的肉鸡业务。我们认为这得益于公司领导层的基层技术积累和良好的管理能力。

图表35：公司与大成食品（3999.hk）对比

	大成食品	圣农发展
所在地区	中国（辽宁、天津等），越南，马来西亚	集中在福建光泽县
养殖模式	一体化农户合同	一体化自养
肉鸡年加工能力	约2亿羽	9600万羽
2010年肉鸡毛利率	2.3%	18.3%
近年收入增速	10%	35%
客户特色	肯德基最大鸡肉供应商，深加工后供给7-Eleven等	肯德基等快餐客户，太太乐双汇等食品加工客户
销售费用占比	1.30%	1.40%

来源：公司公告、国金证券研究所

公司未来三年销量有望翻番

未来三年成长无忧，需求翻倍

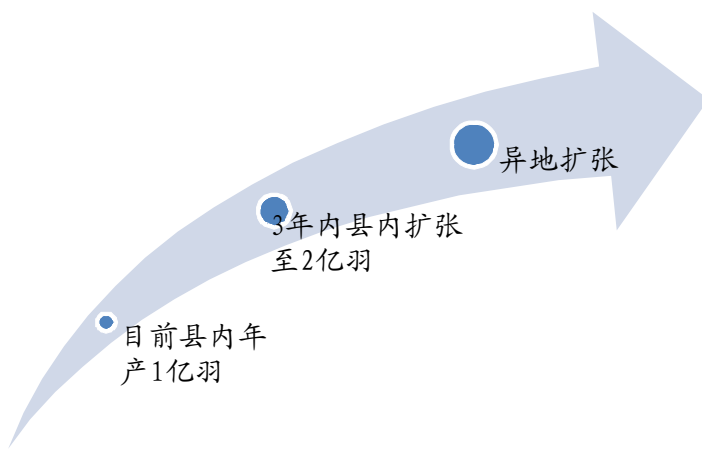
- 公司专注肉鸡事业，未来发展空间大。公司坚持“离开鸡的项目不投资、没有人才不投资、没有资金不投资”的原则，募投资金全部用于肉鸡产能扩张。目前公司占肉鸡市场份额约1%，供不应求，在产品质量、品牌和渠道等方面的优势将有力推动公司进一步成长。
- 未来3年公司下游需求有望翻番。
 - 公司客户中，快餐行业年增速约 20%，食品加工类年增速约 15%，批发商目前仅满足其三成比例。假设三年后批发商需求全部得到满足，快餐与食品行业跟随已有客户增长，则 3 年后对公司的产品需求则有望翻番。
- 员工不具有瓶颈。公司生产人员占比高达88%，公司生产环节的规范化和标准化为扩张提供了保证。中专及以下人员占比高达96%，未来对高端人才的需求占比不高。我们认为，公司凭借积累近30年的养殖经验与管理人才，公司规模和底层员工可以有效复制。
- 资金方面，公司融资能力强。公司首次公开发行共募集了7.6 亿元用于建设鸡肉养殖加工4600万羽项目。2010年起公司短期融资和非公开增发共募集了21亿资金，总投资约23.7亿元用于鸡肉养殖加工9600万羽项目。公司从银行贷款利率为基准利率下浮10%。
- 若异地扩张，下游需求空间更大。冻鸡肉运输成本限制了一定的销售半径，异地扩张有望为公司带来更多的客户需求，尤其是小型批发商客户。

图表36：公司在产品、地域、人员方面成长性无忧，主要为新建产能的资金投入



来源：国金证券研究所

图表37：公司未来发展趋势



图表38：下游需求增长分析

总需求：3年后翻番

30%快餐：肯德基、麦当劳等约20%年增速

30%食品加工：双汇火腿肠等约15%年增速

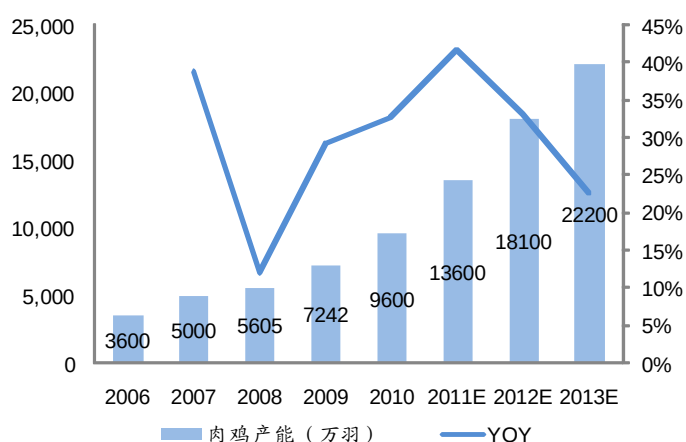
30%批发商：目前仅满足约三成需求

来源：国金证券研究所

未来三年产能翻倍，年产超过2亿羽

- 公司2009年募投项目为新增肉鸡年产能4600万羽工程，包括配套种鸡、孵化、肉鸡场等项目建设，已于2010年7月基本达产。
- 考虑公司9600万羽肉鸡工程，以及公司持有51%股权的欧圣预计2013年产6000万羽的工程项目，预计2011-2013年分别新增产能4000、4500、4100万羽，总产能分别为1.36、1.91、2.22亿羽，总产能同比增长42%、40%、16%。

图表39：公司产能耐未来三年将翻倍



来源：公司公告、国金证券研究所

图表40：新建9600万羽项目已建成过半

新建内容	年产能	进度
饲料厂1个	饲料48万吨	预计7月投产
父母代种鸡场19个	种蛋13026万枚	已建成11个
父母代孵化厂2个	出雏苗鸡10421万羽	建成1个
肉鸡场46个	肉鸡10212万羽	已建成23个
肉鸡加工厂2个	屠宰肉鸡9,600万羽	已建成投产

产业链延伸，祖代鸡业务将锦上添花

- 公司2010年已启动了祖代鸡建设项目，将进一步延伸公司产业链至上游祖代鸡养殖，年饲养祖代种鸡5.4万套，年提供父母代种鸡200万套、商品代约2.5亿羽。
 - 该项目第一批1.8万套近期投产，预计2012年上半年可产出父母代鸡苗。
 - 该项目最大受益是直接由国外进口，避免了从北方等地购买父母代鸡苗时携带的疫病。这是有效控制商品代鸡的疫病来源的最好方式。此外，还有利于父母代鸡苗的供给稳定，且每只商品代鸡苗估计可以节约0.3元。

- 福建圣农食品有限公司，是同一实际控制人控制的企业。圣农食品于2004年成立，采购圣农发展的鸡肉原料通过烘烤、炭烤、油炸等深加工成品，主要通过出口、经销商等方式销售，目前销售收入约4亿元。
- 我们认为往下游的拓展对于成为行业龙头更关键。肉鸡深加工每进一步产品价值就增加约 20% ~ 40%，我国目前深加工比例不足 10%，远低于国际 80%的水平。
- 向下游延伸有利于提高盈利能力，稳定鸡肉价格波动对收入影响。
- 我们认为圣农食品是公司向产业链下游延伸的有益尝试，其品牌和渠道有待在日本、欧美等出口以及国内铺开。

风险提示

- 严重的洪涝灾害等自然灾害。公司处于山区，若发生特大暴雨等情况可能对山坳中的养鸡厂有一定的影响，但从2010年来看公司有一定的承受度。
- 鸡疫病等影响公司产品价格。2006年上半年发生禽流感，虽然公司未发生疫病，但对公司鸡肉售价和盈利有较大的影响。
- 玉米、豆粕等原料大幅上涨风险。若玉米、豆粕等饲料原料大幅涨价，公司与部分大客户半年定价一次，因此对公司下半年盈利有一定的影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,295	1,438	2,070	3,245	4,570	5,479
增长率		11.0%	43.9%	56.8%	40.9%	19.9%
主营业务成本	-1,015	-1,137	-1,673	-2,567	-3,658	-4,373
% 销售收入	78.3%	79.1%	80.8%	79.1%	80.0%	79.8%
毛利	281	301	397	677	912	1,106
% 销售收入	21.7%	20.9%	19.2%	20.9%	20.0%	20.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	-1
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-22	-23	-29	-45	-64	-77
% 销售收入	1.7%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-34	-39	-55	-86	-121	-145
% 销售收入	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	225	239	313	546	727	885
% 销售收入	17.3%	16.6%	15.1%	16.8%	15.9%	16.1%
财务费用	-42	-40	-36	-49	-8	-24
% 销售收入	3.3%	2.8%	1.74%	1.52%	0.2%	0.4%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	182	199	277	497	719	861
% 营业收入	14.1%	13.8%	13.4%	15.3%	15.7%	15.7%
营业外收支	-1	2	1	1	2	2
税前利润	181	200	278	498	720	863
% 营业收入	14.0%	13.9%	13.4%	15.3%	15.8%	15.7%
所得税	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	181	200	278	498	720	863
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	181	200	278	498	720	863
% 营业收入	14.0%	13.9%	13.4%	15.3%	15.8%	15.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	181	200	278	498	720	863
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	83	99	137	169	205	232
非经营收益	37	41	41	59	38	53
营运资金变动	-38	-83	-181	-171	-223	-448
经营活动现金净流	263	258	275	555	740	699
资本开支	-250	-454	-835	-661	-708	-558
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-250	-454	-835	-662	-708	-558
股权募资	0	810	0	1,500	0	0
债权募资	123	-155	831	-352	235	142
其他	-120	-138	-113	-60	-267	-283
筹资活动现金净流	3	517	717	1,088	-32	-141
现金净流量	16	321	158	980	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	95	394	520	1,500	1,500	1,500
应收款项	71	72	125	216	304	364
存货	187	233	346	457	651	779
其他流动资产	14	37	79	123	174	208
流动资产	368	735	1,069	2,296	2,629	2,851
% 总资产	25.1%	33.7%	33.3%	46.6%	45.6%	45.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	1,060	1,407	2,071	2,554	3,051	3,370
% 总资产	72.5%	64.6%	64.6%	51.9%	52.9%	53.4%
无形资产	35	36	64	72	81	90
非流动资产	1,096	1,444	2,136	2,629	3,134	3,462
% 总资产	74.9%	66.3%	66.7%	53.4%	54.4%	54.8%
资产总计	1,463	2,179	3,204	4,925	5,763	6,313
短期借款	508	248	565	217	451	593
应付款项	231	189	170	236	336	402
其他流动负债	13	11	317	553	564	271
流动负债	751	448	1,052	1,006	1,352	1,266
长期贷款	45	150	365	365	365	365
其他长期负债	1	1	3	0	0	0
负债	797	599	1,420	1,371	1,717	1,631
普通股股东权益	666	1,580	1,784	3,554	4,046	4,681
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,463	2,179	3,204	4,925	5,763	6,313

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.491	0.489	0.678	0.546	0.791	0.947
每股净资产	1.805	3.853	4.351	3.901	4.442	5.139
每股经营现金净流	0.714	0.629	0.671	0.609	0.812	0.767
每股股利	0.000	0.180	0.250	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	27.22%	12.68%	15.59%	14.00%	17.80%	18.43%
总资产收益率	12.39%	9.20%	8.68%	10.10%	12.50%	13.67%
投入资本收益率	18.47%	12.06%	11.54%	13.20%	14.96%	15.69%
增长率						
主营业务收入增长率	44.33%	10.99%	43.95%	56.78%	40.86%	19.89%
EBIT增长率	17.83%	6.21%	31.31%	74.31%	33.20%	21.63%
净利润增长率	8.37%	10.50%	38.77%	78.95%	44.75%	19.76%
总资产增长率	29.47%	48.92%	47.04%	53.70%	17.02%	9.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.5	17.9	14.1	18.0	18.0	18.0
存货周转天数	54.7	67.4	63.1	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	23.8	21.2	16.4	16.0	16.0	16.0
固定资产周转天数	276.3	303.8	293.0	213.0	166.9	137.2
偿债能力						
净负债/股东权益	68.61%	0.28%	23.01%	-25.84%	-16.89%	-11.58%
EBIT利息保障倍数	5.3	6.0	8.7	11.1	85.8	37.0
资产负债率	54.48%	27.50%	44.32%	27.84%	29.79%	25.84%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	19	27	28	30
买入	0	7	13	14	17
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.27	1.30	1.31	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-09-29	减持		16.93 ~ 17.90
2 2010-03-26	买入	14.63	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B