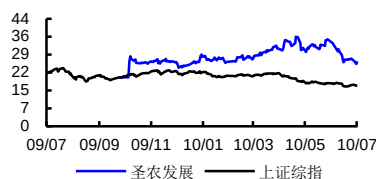


动态报告
农林牧渔
畜牧业
圣农发展(002299)
10 年半年报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2010 年 7 月 19 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	26.25
总股本/流通 A 股(百万股)	410.00/41.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	10,762.50/1,076.25
上证综指/深圳成指	2,424.27/9,806.64
12 个月最高/最低 (元)	36.27/19.75

财务数据

净资产值(百万元)	1,605.63
每股净资产(元)	3.92
市净率	6.70
资产负债率	25.87%
息率	0.69%

相关研究报告:

《圣农发展 09 年报点评: 产能扩张顺利, “金蛋”效应初现》——2010-3-26
 《圣农发展: 鸡窝里的大金蛋》——2009-9-28

分析师: 张如

电话: 021-60933151

E-mail: zhangru@guosen.com.cn

SAC 执证书编号: S0980109054523

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

天灾过后或现真机会

●盈利小幅下降, 低于市场预期

圣农发展 2010 年上半年实现收入 8.67 亿元, 同比增长 45.08%, 归属于母公司的净利润 0.69 亿元, 同比下降 14.29%。二季度单季实现收入 4.49 亿元, 归属于母公司的净利润 0.44 亿元, 上半年 EPS 为 0.17 元。低于市场预期。

●百年遇水灾是盈利低于预期的核心因素

自 2010 年 6 月以来, 公司所在地福建省光泽县出现的持续性强降雨导致光泽县遭遇百年一遇的水灾。公司旗下的 12 个鸡场均因洪灾而蒙受损失。这也是公司 2010 年中期业绩低于预期的核心原因。另一影响业绩增速的因素是上半年原料价格上涨幅度过大, 降低了公司的毛利率。

●扩张产能如期完工, 市场需求依然旺盛

公司于 2010 年 3 月就已经基本完成 9600 万羽的肉鸡生产产能。屠宰量也由 26 万羽/日增加到 32 万羽/日。并且公司目前仍在有序扩产, 预计未来 2 年每年新增产能约 3000 万羽。同时, 公司产品的市场需求依然旺盛, 并未受到洪灾的影响。按照肯德基、麦当劳等快餐店在国内的新增门店速度来计算, 未来 3 年公司产品的需求都能够一直维持稳定的上升势头。

●风险提示

我国南部地区洪灾持续不断, 给公司造成的损失进一步扩大; 原材料价格在下半年进一步上涨, 同时大客户出现压价行为, 公司毛利率可能难以恢复。

●天灾过后或现真机会, 维持“谨慎推荐”评级

我们认为意外的天灾给公司造成的业绩影响不具有持续性。短期来看, 公司下半年的毛利率将随新销售合同的签订而有所恢复。长期来看, 公司产能稳定扩张后, 销售前景明确良好。随着公司估值去泡沫化的过程中, 真正的投资机会方或显现, 维持公司“谨慎推荐”评级, 预测 2010~2012 年 EPS 分别为 0.58、0.83、1.04 元。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,295.35	1,437.69	1,874	2,657	3,508
(+/-%)	44.33%	10.99%	30.4%	41.8%	32.0%
净利润(百万元)	181.34	200.39	238	340	425
(+/-%)	8.37%	10.50%	18.5%	43.2%	24.8%
每股收益 (元)	0.49	0.49	0.58	0.83	1.04
EBIT Margin	17.24%	17.40%	16.65%	14.58%	14.50%
净资产收益率 (ROE)	27.22%	12.68%	12.68%	13.89%	17.93%
市盈率 (PE)	53.41	53.71	45.31	31.64	25.34
EV/EBITDA	33.41		31.30	24.20	20.46
市净率 (PB)	14.54	6.81	6.29	5.67	5.05

盈利有所增长，低于市场预期

圣农发展 2010 年上半年实现收入 8.67 亿元，同比增长 45.08%，归属于母公司的净利润 0.69 亿元，同比下降 14.29%。二季度单季实现收入 4.49 亿元，归属于母公司的净利润 0.44 亿元，上半年 EPS 为 0.17 元。低于市场预期。

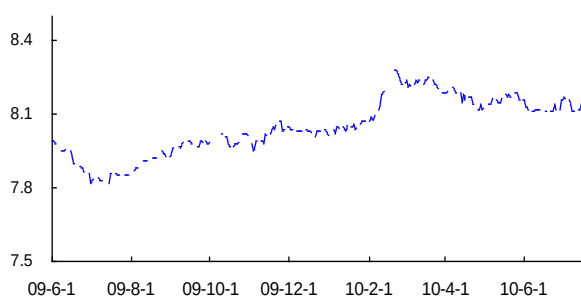
百年遇水灾是盈利低于预期的核心因素

自 2010 年 6 月以来，公司所在地福建省光泽县出现的持续性强降雨导致光泽县遭遇百年一遇的水灾。公司旗下的黄岭肉鸡场、高源肉鸡场、金陵肉鸡场、招德肉鸡场、下史源肉鸡场等 12 个鸡场均因洪灾而蒙受损失。受灾鸡场约占鸡场数量的 20%。受灾鸡数量约 200 多万只，其中小鸡约占 60% 左右。由于各鸡场距离间隔较远，公司产业链上游的种鸡场、孵化场，下游的屠宰场等均未受到影响。根据公司中报披露，本次净损失金额约 500 万元，包括活鸡、厂房和围墙等基础设施建设。同时对 6~7 月份的生产销售也有一定的影响。这也是公司 2010 年中期业绩低于预期的核心原因。

另一影响业绩增速的因素是上半年原料价格上涨幅度过大，降低了公司的毛利率。由于公司与供货商的销售合同半年一签，销售价格与成本价格有一定的时滞。2010 年上半年占公司生产成本约 35% 的玉米采购价格达 27.59%，大幅提升了公司的生产成本，公司单羽肉鸡的盈利能力大幅下滑。

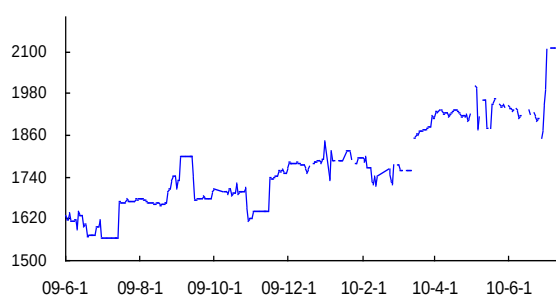
我们认为，天灾造成的损失属于偶发性意外，并不能用以否认公司的经营能力和发展前景。而原料成本上涨过快的问题或将在下半年得以解决。根据公司与供应商的定价机制，这种成本压力将在下一个半年的销售合同中得以转移。因此我们仍然看好公司下半年“雨过天晴”。

图 1: 鸡肉集市平均零售价格 (元/斤)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 2: 黄玉米期货价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

扩张产能如期完工，市场需求依然旺盛

公司于 2010 年 3 月就已经基本完成 9600 万羽的肉鸡生产产能。屠宰量也由 26 万羽/日增加到 32 万羽/日。之前我们预计公司 2010 年白羽鸡屠宰量为 9600 万羽，但是考虑洪灾给公司造成的影响将很难在短期内立刻恢复，因此，我们下调公司 2010 年度的白羽鸡屠宰量至 9200 万羽。这一数字仍然较 2009 年增长约 36%。

并且公司目前仍在有序扩产，预计未来2年每年新增产能约3000万羽。

目前公司产品的市场需求依然旺盛，并未受到洪灾的影响。公司目前有四大销售渠道：快餐企业、食品加工企业、肉类批发市场、终端零售行业。其中快餐企业和食品加工企业是公司的核心客户群，2006年开始，公司这两大客户群的收入占比一直保持持续上升，其中以肯德基和麦当劳为主。09年公司提供的产品占肯德基的采购总量的12%，按照肯德基与供应商的协议惯例以及公司的良好信誉口碑，未来三年这一比例有望提升至30%左右。麦当劳的情况也相似。按照肯德基、麦当劳等快餐店在国内的新增门店速度来计算，未来3年公司产品的需求都能够一直维持稳定的上升势头。

天灾不影响投资价值，维持谨慎推荐评级

根据对公司基本面的分析，我们认为意外的天灾给公司造成的业绩影响不具有持续性。短期来看，公司下半年的毛利率将随新销售合同的签订而有所恢复。长期来看，公司产能稳定扩张后，销售前景明确良好。随着公司估值去泡沫化的过程中，真正的投资机会方或显现，维持公司“谨慎推荐”评级，预测2010~2012年EPS分别为0.58、0.83、1.04元。

表1：圣农发展利润简表

合并利润表，百万	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	QoQ	1-2Q 2009	1-2Q 2010	YoY
营业收入	5.97	3.96	4.44	4.17	4.49	7.64%	5.97	8.67	45.08%
营业成本	4.70	3.06	3.61	3.68	3.81	3.48%	4.70	7.48	59.39%
gross margin	21.41%	22.57%	18.75%	11.90%	15.31%		21.41%	13.66%	
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	33.33%	0.00	0.00	133.33%
费率	0.01%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	23.87%	0.01%	0.01%	60.83%
销售费用	0.09	0.07	0.07	0.07	0.07	6.62%	0.09	0.13	45.66%
费率	1.54%	1.77%	1.62%	1.56%	1.54%	-0.95%	1.54%	1.55%	0.40%
管理费用	0.16	0.11	0.11	0.15	0.12	-18.19%	0.16	0.27	63.87%
费率	2.71%	2.83%	2.50%	3.50%	2.66%	-24.00%	2.71%	3.07%	12.95%
财务费用	0.22	0.12	0.06	0.04	0.06	49.88%	0.22	0.11	-51.64%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	200.00%	0.00	0.00	100.00%
营业利润	0.80	0.59	0.59	0.24	0.43	79.17%	0.80	0.68	-15.73%
营业利润率	13.42%	15.00%	13.31%	5.80%	9.65%	66.45%	13.42%	7.79%	-41.92%
营业外收入	0.02	0.01	0.01	0.02	0.01	-69.12%	0.02	0.03	61.82%
营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	10.81%	0.00	0.01	95.00%
利润总额	0.81	0.59	0.60	0.26	0.44	68.56%	0.81	0.69	-14.70%
所得税费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-200.00%	0.00	0.00	-100.00%
所得税率	0.07%	-0.03%	-0.05%	0.01%	-0.01%		0.07%	0.00%	
净利润	0.81	0.59	0.60	0.26	0.44	68.98%	0.81	0.69	-14.28%
净利润率	13.56%	15.00%	13.50%	6.19%	9.71%		13.56%	8.01%	
归属于母公司的净利润	0.81	0.59	0.60	0.26	0.44	68.98%	0.81	0.69	-14.28%
EPS	0.22	0.16	0.15	0.06	0.11	68.89%	0.22	0.17	-22.86%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	394	824	1175	1597	营业收入	1438	1874	2657	3508
应收款项	72	103	146	192	营业成本	1137	1546	2181	2909
存货净额	233	237	339	456	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	37	19	27	35	销售费用	23	22	37	42
流动资产合计	735	1182	1686	2280	管理费用	39	33	54	71
固定资产	1365	1517	1666	1761	财务费用	40	35	46	62
无形资产及其他	36	34	33	32	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	44	50	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	(1)	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2179	2784	3385	4073	营业利润	199	237	339	424
短期借款及交易性金融负债	248	400	600	800	营业外净收支	2	1	1	1
应付款项	135	237	339	456	利润总额	200	238	340	425
其他流动负债	65	75	108	144	所得税费用	0	0	0	0
流动负债合计	448	712	1046	1401	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	150	360	440	540	归属于母公司净利润	200	238	340	425
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	151	361	441	541					
负债合计	599	1073	1488	1942					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	1580	1710	1898	2131					
负债和股东权益总计	2179	2784	3385	4073					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	200	238	340	425
资产减值准备	(0)	(0)	0	0
折旧摊销	99	106	122	136
公允价值变动损失	0	1	(1)	(1)
财务费用	40	35	46	62
营运资本变动	(123)	88	32	(18)
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	176	433	494	542
资本开支	(434)	(258)	(270)	(228)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(434)	(258)	(270)	(228)
权益性融资	810	0	0	0
负债净变化	105	210	80	100
支付股利、利息	(93)	(107)	(153)	(191)
其它融资现金流	(276)	152	200	200
融资活动现金流	557	255	127	109
现金净变动	298	430	351	422
货币资金的期初余额	95	394	824	1175
货币资金的期末余额	394	824	1175	1597
企业自由现金流	(220)	209	269	374
权益自由现金流	(392)	536	503	612

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.49	0.58	0.83	1.04
每股红利	0.23	0.26	0.37	0.47
每股净资产	3.85	4.17	4.63	5.20
ROIC	15%	14%	21%	24%
ROE	13%	14%	18%	20%
毛利率	28%	23%	22%	21%
EBIT Margin	17%	15%	14%	14%
EBITDA Margin	23%	20%	19%	18%
收入增长	11%	30%	42%	32%
净利润增长率	11%	19%	43%	25%
资产负债率	28%	39%	44%	48%
息率	0.9%	1.0%	1.4%	1.8%
P/E	53.7	45.3	31.6	25.3
P/B	6.8	6.3	5.7	5.1
EV/EBITDA	33.7	31.3	24.2	20.5

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	