

农业—畜牧业

王义国

执业证书号: S0960200010020

wangyiguo@cjis.cn

0755-82026749

6-12 个月目标价: 20 元

当前股价: 26.25 元

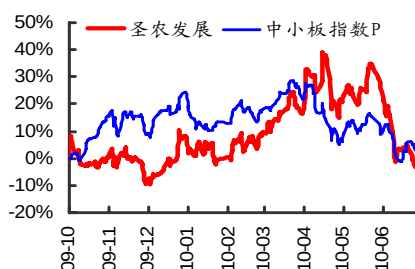
评级调整: 下调

基本资料

上证综合指数	2424
总股本(百万)	41000
流通股本(百万)	4100
总市值(亿)	107.6
10EPS 预测	0.38
每股净资产(元)	3.84
资产负债率	40.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
圣农发展	-27	-18	-14
中小板指数	-9	-2	-17



相关报告

《圣农发展: 奉上工业化养殖的白肉鸡》

9/25/2009

《圣农发展: 估值相对盈利长期增长率显得

偏高》

3/26/2010

圣农发展

002299

回避

褪掉业绩增长的光环

事件: 公司 17 日公布中报显示, 10 年上半年营业收入为 8.66 亿元, 同比上升 45%, 归属于母公司所有者利润为 0.69 亿元, 同比下跌 14.29%, 每股收益为 0.16 元。中期不分配不转增。上半年共屠宰白肉鸡 3785 万羽, 销量 8 万多吨。

投资要点:

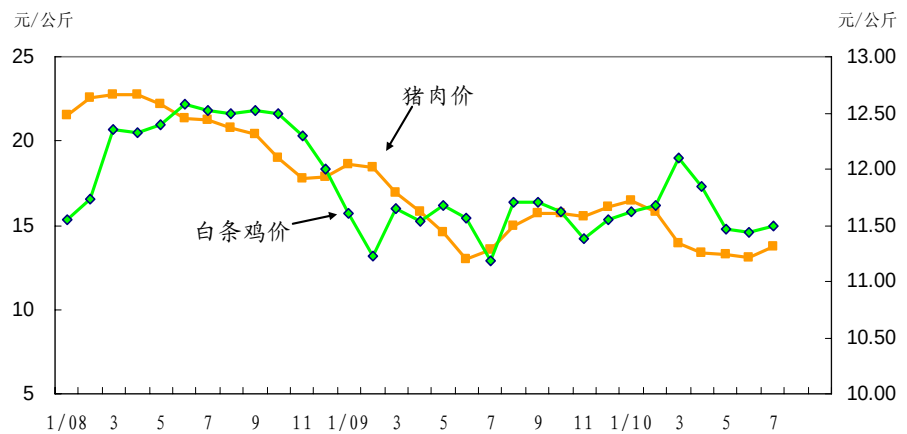
- **公司管理层过份自信** 今年一季度公司白羽肉鸡价格依然低迷、且原材料主要产品玉米价格不断向上时, 管理层依赖白肉鸡销量上升和鸡肉价格可能上升判断, 发布上半年业绩增长不少于 30% 的公告, 之后没多久又发布业绩同比下跌 15% 的惊人公告。6 月份公司受到当地大洪灾的影响, 直接损失达到三千万, 我们查阅公司招股书披露的九项风险, 全然没有揭示天气变化对养鸡业的风险。我们认为, 从已发生事项判断, 公司管理层过份自信, 对影响公司业绩的风险估计不足。
- **公司养鸡毛利率一直在下降** 从 07 年的 27.24% 到 08 年的 21.68%, 再到 09 年的 20.91%, 一直到 10 年上半年的 13.2%。养鸡业和养猪业相同, 是个盈利高度波动的行业。不仅受到鸡肉价格波动的影响 (其他因素不变情况下, 鸡价每变动 5%, 盈利变化 36%), 而且还受原材料价格 (玉米和豆粕占主营业务成本 65%) 波动的影响。今年上半年毛利率直线下跌主要原因是白肉鸡价只上升 1.28%, 但原材料单位成本上升 11.3%。
- **我们下调公司盈利预测** 尽管公司白肉鸡屠宰量稳定上升, 但鉴于白肉鸡价格今年下半年仍旧维持低迷以及玉米价格保持稳步上升趋势不变, 我们预计公司毛利率短期难以改善, 下调公司今明两年盈利到 1.56 和 2.14 亿元, 这相当于 10 年和 11 年每股盈利为 0.38 元和 0.52 元。
- **投资评级从中性下调到回避** 我们认为公司现有管理层不能给予我们明确的谨慎管理公司业务信心, 按新预测公司业绩计算的公司估值偏高, 并考虑今年十月即将解禁的五千多万股对公司股票供求和定价的影响, 我们将公司投资评级从 “中性” 下调到 “回避”。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1295	1436	1925	2409
同比(%)	44%	11%	34%	25%
归属母公司净利润(百万元)	181	200	156	214
同比(%)	8%	10%	-22%	37%
毛利率(%)	21.7%	20.7%	13.8%	14.4%
ROE(%)	27.2%	12.7%	9.4%	11.4%
每股收益(元)	0.49	0.49	0.38	0.52
P/E	53.41	53.73	69.01	50.34
P/B	14.54	6.82	6.48	5.74
EV/EBITDA	36	34	39	30

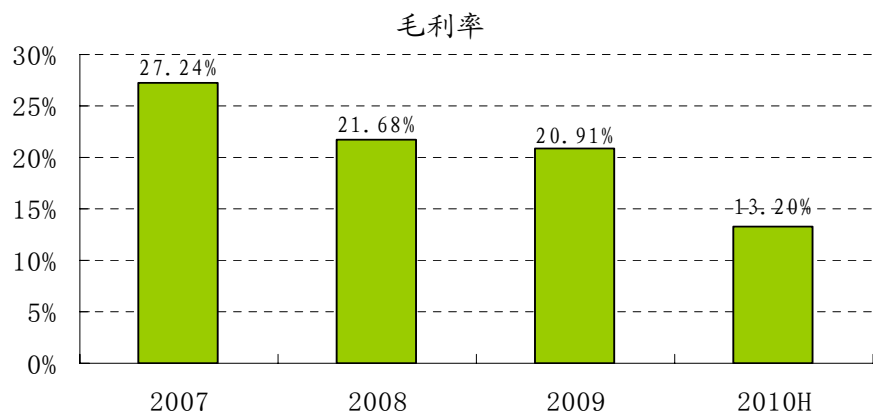
资料来源: 中投证券研究所

图表 1: 白条鸡价格与猪肉价格的相关性



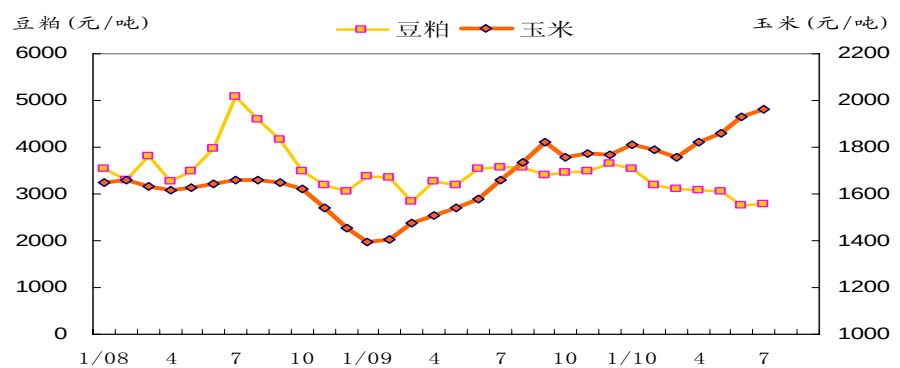
来源: 中国农业经济信息网、中投证券

图表 2: 公司毛利率持续下降



来源: 公司报告

图表 3: 公司原材料玉米和豆粕价格的变化



来源: 中投证券预测

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E
流动资产	734	841	1224
现金	393	294	544
应收账款	70	96	120
其它应收款	1	2	2
预付账款	37	33	41
存货	233	415	516
其他	0	0	0
非流动资产	1451	1491	1604
长期投资	0	0	0
固定资产	1163	1286	1430
无形资产	36	35	34
其他	252	170	140
资产总计	2185	2331	2828
流动负债	455	431	623
短期借款	236	100	150
应付账款	57	100	165
其他	163	231	308
非流动负债	151	240	330
长期借款	150	240	330
其他	1	0	0
负债合计	607	671	953
少数股东权益	0	0	0
股本	410	410	410
资本公积	748	748	748
留存收益	420	502	716
归属母公司股东权	1578	1661	1874
负债和股东权益	2185	2331	2828

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E
经营活动现金流	215	215	379
净利润	200	156	214
折旧摊销	87	108	127
财务费用	40	27	30
投资损失	0	0	0
营运资金变动	-112	-75	9
其它	-0	-2	-0
投资活动现金流	-443	-149	-241
资本支出	440	148	240
长期投资	0	0	0
其他	-3	-1	-1
筹资活动现金流	525	-166	111
短期借款	-272	-136	50
长期借款	105	90	90
普通股增加	41	0	0
资本公积增加	724	0	0
其他	-73	-120	-29
现金净增加额	298	-99	250

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E
营业收入	1436	1925	2409
营业成本	1138	1660	2063
营业税金及	0	0	0
营业费用	21	30	37
管理费用	38	52	65
财务费用	40	27	30
资产减值损	0	0	0
公允价值变	0	0	0
投资净收益	0	0	0
营业利润	198	156	214
营业外收入	3	3	2
营业外支出	1	2	1
利润总额	200	157	215
所得税	0	1	1
净利润	200	156	214
少数股东损	0	0	0
归属母公司	200	156	214
EBITDA	325	291	371
EPS (元)	0.49	0.38	0.52

主要财务比

会计年度	2009	2010E	2011E
成长能力			
营业收入	10.9%	34.1%	25.1%
营业利润	8.9%	-21.5%	37.5%
归属于母公	10.5%	-22.1%	37.1%
获利能力			
毛利率	20.7%	13.8%	14.4%
净利率	13.9%	8.1%	8.9%
ROE	12.7%	9.4%	11.4%
ROIC	14.9%	10.7%	13.5%
偿债能力			
资产负债率	27.8%	28.8%	33.7%
净负债比率			
流动比率	1.61	1.95	1.96
速动比率	1.10	0.99	1.14
营运能力			
总资产周转	0.79	0.85	0.93
应收账款周	20	23	22
应付账款周	17.29	21.21	15.59
每股指标			
每股收益(最	0.49	0.38	0.52
每股经营现	0.53	0.52	0.93
每股净资产	3.85	4.05	4.57
估值比率			
P/E	53.73	69.01	50.34
P/B	6.82	6.48	5.74
EV/EBITDA	34	39	30

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

王义国: 中投证券研究所农业行业分析师, 3 年行业经历, 10 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 中粮屯河、南宁糖业、好当家、大湖股份、新赛股份、东凌粮油、开创国际、山下湖、亚盛集团、东方园林、圣农发展、金德发展等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434