

最坏时期过去，投资机会已现

——圣农发展（002299）10年半年报点评

要点：

- 上半年，公司实现营业收入8.67亿元，同比增长45.08%；净利润0.69亿元，同比下降14.29%，每股收益0.17元。
- 公司业绩下滑的主要原因是虽然首发募投项目投产进度较快，鸡肉销量增长43.33%，但由于玉米价格涨幅（27.59%）高于鸡肉价格涨幅（1.28%），鸡肉毛利率减少7.83个百分点、毛利润下降8.87%。
- 期间费用率下降和存货、应收账款周转率上升体现公司良好的费用控制能力和营运能力。由于仍在扩张产能，公司长、短期借款与年初相比，合计增加5.74亿元，增幅达到144.22%，资产负债率由27.5%上升至40.93%，但仍保持良好的偿债能力。
- 快餐企业和食品企业（肯德基、铭基、福喜、双汇等）是公司最主要的客户，鸡肉销售比重继续提高至60.39%。
- 公司目前的鸡肉产量还不到肯德基、麦当劳、德克士、双汇和太太乐采购量的20%，城市化进程又使得这些企业仍处于快速成长期，因此产品不愁销。公司仍在扩张鸡肉产能，目标是未来3-5年，生产规模扩大1倍，由目前的年产0.96亿羽肉鸡提高至1.92亿羽，预计销售收入保持30-40%的增长。
- 玉米在鸡肉生产成本中所占比重约1/3，价格涨跌对公司鸡肉毛利率水平影响较大。根据供需情况，我们判断玉米价格将会企稳，而鸡肉价格跟随猪肉价格将会出现显著上涨，公司鸡肉毛利率将会逐步回升至正常水平。由于与肯德基（采购量占到公司鸡肉销量10%以上）每半年确定一次产品销售价格，以“成本+合理利润”为基本原则，公司鸡肉毛利率将会得到进一步保证。
- 由于主要财产被保险，以及对被淹肉鸡严格处理，水灾给公司带来的直接净损失预计不超过500万元，后期爆发瘟疫的可能性较小。水灾对6、7月份的生产销售工作造成一定影响，但公司今年完成9600万羽肉鸡屠宰量（上半年完成3785万羽）应该问题不大。

分析师

王萍

☎ (86-755) 83515609

✉ wangp@cgws.com

执业证书编号：s1070209040318

投资评级：推荐（维持）

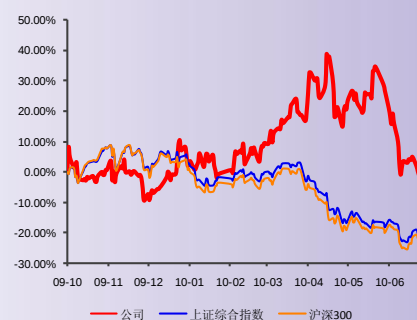
市场数据

总市值（亿元）	107.63
流通市值（亿元）	10.76
总股本（万股）	41000
流通股本（万股）	4100
12个月最高/最低（元）	36.27/23.62
十大流通股（%）	4.65
股东总数	6839

公司盈利预测

单位：万元	2009A	2010E	2011E
营业收入	143769	210130	272397
(+/-%)	10.99%	46.16%	29.63%
净利润	20039	22046	38655
(+/-%)	10.50%	10.02%	75.33%
摊薄每股收益	0.49	0.54	0.94
PE	53.71	48.82	27.84

股价表现图



相关报告

优势明显，成长确定，09.10.16，无评级
产能扩张推动业绩增长，10.3.26，推荐

独立声明

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。



- 预计公司2010-2012年实现净利润2.2、3.87、5.48亿元，同比增长10.02%、75.33%和41.85%，对应的EPS为0.54、0.94、1.34元。从估值水平来看，公司2010-2012年PE为48.82、27.84、19.63X，并无优势，但基于高增长，维持“推荐”投资评级。
- 10月份为公司限售股大规模解禁期，上市股份在总股份中所占比重达到24.84%，如果股价出现较大幅度下跌，建议投资者积极介入。

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	143769	210130	272397	374930
营业成本	113709	175749	217260	299287
销售费用	2344	3426	4441	6112
管理费用	3853	5632	7301	10049
财务费用	3980	3263	4721	4622
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	19872	22049	38660	54840
营业外收支	170	0	0	0
利润总额	20041	22049	38660	54840
所得税	3	3	5	8
少数股东损益	0	0	0	0
净利润	20039	22046	38655	54833

资产负债表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	73530	93120	126351	160814
货币资金	39363	40915	61184	71060
应收帐款	7080	10348	13414	18464
应收票据	0	0	0	0
存货	23280	35982	44481	61274
非流动资产	144390	189243	229785	266013
固定资产	136487	181594	222389	258871
资产总计	217919	282363	356135	426828
流动负债	44800	87198	95315	111175
短期借款	22800	53300	53300	53300
应付款项	13459	20802	25716	35425
非流动负债	15138	15138	42138	42138
长期借款	15000	15000	42000	42000
负债合计	59938	102336	137453	153313
股东权益	157981	180027	218682	273515
股本	41000	41000	41000	41000
留存收益	116981	139027	177682	232515
少数股东权益	0	0	0	0
负债和权益总计	217919	282363	356135	426828

现金流量表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	25775	28552	50769	67376
其中营运资本减少	-9274	-6141	-4844	-8728
投资活动现金流	-45395	-57500	-57500	-57500
其中资本支出	-45395	-57500	-57500	-57500
融资活动现金流	51737	30500	27000	0
净现金总变化	32117	1552	20269	9876

主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性				
营业收入增长	10.99%	46.16%	29.63%	37.64%
营业成本增长	12.08%	54.56%	23.62%	37.75%
营业利润增长	9.10%	10.96%	75.33%	41.85%
利润总额增长	10.77%	10.02%	75.33%	41.85%
净利润增长	10.50%	10.02%	75.33%	41.85%
盈利能力				
毛利率	20.91%	16.36%	20.24%	20.18%
销售净利率	13.94%	10.49%	14.19%	14.62%
ROE	12.68%	12.25%	17.68%	20.05%
ROIC	17.00%	13.36%	18.04%	20.57%
营运效率				
销售费用/营业收入	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%
管理费用/营业收入	2.68%	2.68%	2.68%	2.68%
财务费用/营业收入	2.77%	1.55%	1.73%	1.23%
投资收益/营业利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税/利润总额	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
应收帐款周转率	16.50	17.69	17.09	18.06
存货周转率	3.84	4.37	4.11	4.34
流动资产周转率	1.73	1.91	1.90	2.01
总资产周转率	0.57	0.66	0.70	0.80
偿债能力				
资产负债率	27.50%	36.24%	38.60%	35.92%
流动比率	1.64	1.07	1.33	1.45
速动比率	1.12	0.66	0.86	0.90
每股指标（元）				
EPS	0.49	0.54	0.94	1.34
每股净资产	3.85	4.39	5.33	6.67
每股经营现金流	0.63	0.70	1.24	1.64
每股经营现金/EPS	1.29	1.30	1.31	1.23

估值	2009A	2010E	2011E	2012E
PE	53.71	48.82	27.84	19.63
PEG	1.35	0.85	0.67	-
PB	6.81	5.98	4.92	3.93
EV/EBITDA	32.99	30.16	19.42	14.51
EV/SALES	7.75	5.45	4.30	3.13
EV/IC	6.85	5.29	4.43	3.74
ROIC/WACC	1.58	1.24	1.67	1.91
REP	4.35	4.27	2.65	1.96

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍及承诺:

王萍: 中国科学技术大学经济学硕士，07年加入长城证券，08年任农业行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级	
强烈推荐	——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
推荐	——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；
中性	——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；
回避	——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。
行业评级	
推荐	——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性	——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避	——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。