

玉米涨价吞噬利润 全年降压会有效 维持评级

——圣农发展（002299）10 年中报点评

2010 年 7 月 19 日

推荐/维持

圣农发展

财报点评

刘家伟

食品饮料行业分析师

010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn; MSN: ynylnjw999@hotmail.com ; 执业证书编号: S148020712000046

事件:

7月17日公司公布10年中报: 1-6月宰杀肉鸡3785万羽, 鸡产品销量8.056万吨, 同比增长25.39%; 实现营业收入80561.21 万元, 同比增长45.08%; 营业利润6756.41 万元、利润总额6944.82万元、净利润6944.67万元, 同比分别下降15.73%、14.70%和14.29%; EPS0.1694元; 华中、华东和广东增长最快。分配预案: 10派1.8元 (含税)

表 1 公司分季度财务指标

指标	09Q1	09Q2	09 中期	09Q3	09Q4	09A	10Q1	10Q2	10 中期
营业收入 (百万元)	267.7	329.76	597.46	395.80	444.43	1437.68	417.46	449.36	866.82
增长率 (%)	-	-	-	-	29.74	10.99	55.94	36.27	45.08
综合毛利率 (%)	17.37	24.69	21.41	22.57	18.75	20.91	11.9	15.31	13.67
期间费用率 (%)	8.95	7.2	7.98	7.54	5.45	7.07	6.09	5.64	5.86
营业利润率 (%)	8.32	17.55	13.42	15.00	13.31	13.82	5.8	9.65	7.79
净利润 (百万元)	22.67	58.35	81.02	59.38	59.98	200.39	23.82	43.63	69.45
增长率 (%)	-	-	-	-	59.36	11	13.89	-25.24	-14.29
每股盈利 (元)	0.06	0.16	0.22	0.16	0.15	0.53	0.06	0.11	0.17
资产负债率 (%)	-	58.29	58.29	58.58	27.50	27.50	25.87	40.93	40.93
净资产收益率 (%)	-	8.39	11.65	8.19	5.14	12.68	1.62	2.74	4.4
总资产收益率 (%)	-	-	6.62	10.63	-	13.19	1.39	-	3.31

资料来源: 公司 10 中报, 东兴证券研究所

评论:

积极因素:

- **洪灾损失较小, 危险期已过** 6月18号前后公司总部光泽县遭遇百年一遇洪灾, 少数鸡舍损坏, 部分小鸡和肉鸡被淹死; 经各方努力, 特别是保险公司赔付, 洪灾造成的直接损失已从此前预计的约3000万元降低到500万元以内; 间接损失方面主要是对6、7月宰杀量等会造成一定影响; 同时, 公司采取多项措施防控疫情, 可以说灾后疫情爆发的危险期已过; 目前正全力扩大生产, 由于肉鸡生产周期为六周左右, 见效快, 效率高, 公司已经加大小鸡投放量, 预计下半年弥补大部分损失的概率较大;
- **宰杀量增长, 募投项目开始投产, 产能将扩大** 1-6月肉鸡宰杀3785万羽, 同比增长29%, 其中二季度宰杀比一季度小幅增长, 鸡肉销量达到8万多吨, 同比增速高达43.33%, 远远超过宰杀量增速; 上市前自筹资金预投的募投项目已逐步投产, 肉鸡产能将如期扩大;
- **收入增长较多, 销售形势很好** 全国各地收入同比增加45.17%, 符合我们此前预期。其中, 华中增速最快

达77.03%，华东次之为72.86%，传统市场广东增长59.34%；分渠道看，零售增幅最大为80.85%，快餐行业次之达74.66%；

- **期间费用总量有所增加，但占比仍保持较低水平。**期间费用总额增加了6.43%，不过升幅小于收入增幅，占比下降了2.13%为5.86%，说明公司费用控制良好；
- **运营能力保持较高水平。**应收账款周转率23.28次，同比增加了2.27次，应收账款周转天数15.68天，稳定在较高水平，显示公司对应收账款回收风险的有效控制和良好管理能力，也体现出公司产品较强的竞争力；存货周转率6.24次，同比增加了1.25次，存货周转天数58.49天，仍保持较高水平，存货周转速度快、变现能力强，体现了良好的存货管理能力和产品处于较好的销售状态。

消极因素：

- **国内玉米价格上涨和鸡肉价格长期低迷吞噬较多利润，导致业绩同比下滑15%左右。**公司利润总额与玉米价格的敏感系数为1.1611（公司招股说明书披露根据2009年1-6月数据计算），敏感系数相当高，照此推算，玉米价格变动1%，利润总额会变动16%，而10年上半年公司的国内玉米采购均价2050.03元/吨，比上年同期的1606.72元/吨上涨443.31元/吨或27.59%，鸡产品销售价格为10627.13元/吨，比上年同期的10492.72元/吨仅上涨134.41元/吨或1.28%，鸡肉价格涨幅远远低于玉米价格涨幅，导致鸡肉单位成本大幅上升11.32%，毛利率从09年中期的21.02%降至13.20%，下降了7.82个百分点或37.2%；由此引致综合毛利率从21.41%降至13.67%，下降7.74个百分点或36.15%，净利率从13.56%降至8.01%，下降5.55个百分点或40.93%。
- **公司所在省份福建遭遇百年不遇水灾，有500万元左右直接损失，并对6、7月宰杀量有些影响。**6月中下旬百年一遇的洪灾给公司造成了损失和影响，但公司主要财产都进行了保险，公司预计最终直接净损失不超过500万元。间接损失方面，主要是小鸡大鸡死亡，减少6、7月屠宰量。
- **各项偿债能力指标较年初有所下降，但没有较大程度减弱偿债能力。**为扩建肉鸡产业链筹措资金，公司增加了银行借款。短期借款、长期借款较年初分别上涨48.74%、37.56%，公司资产负债率较年初上升13.43个百分点，达到40.93%，流动比率也从年初的1.64降到1.37。当然，偿债能力仍然较强。

业务展望：

- **募投项目投产等因素将有利于全年实现屠宰9600万羽目标** 公司募投项目基本上已经投产，加之肉鸡生产周期较短、资金周转较快等因素，我们预计全年完成预定的养殖1.2亿羽、宰杀0.96亿羽目标问题不大；
- **公司已进入新一轮鸡肉价格商谈周期，下半年鸡肉价格上涨的有利因素居多。**公司大客户占销售收入的2/3左右，既定的定价机制是“成本+合理利润”，大的原则是每半年确定一次。10年上半年执行的是09年年底的价格，玉米价格的大幅上涨带来的成本增加尚未考虑在内，预计下半年鸡肉价格商谈将会涉及到对上半年的回补和下半年的提价两个层面，再加上下半年猪肉和鸡肉的终端售价均会有一定程度的上涨预期，特别是鸡肉作为营养价值较高而胆固醇较低的白肉对猪肉等红肉的替代增加，我们预计公司会通过价格谈判等途径较大程度地挽回上半年成本上涨对利润的侵蚀，从而给全年业绩如期增长增加砝码；
- **下半年玉米价格上涨有望趋缓，有利于公司成本稳定** 据国家统计局数据，全国200个主产县玉米（原粮）价格从10年1月上旬的1.87元/kg涨至7月上旬的2.12元/kg，上涨13.37%。由于我国玉米总体供求紧平衡，下游需求增加，价格还会保持上升趋势，但涨幅会受到包括政府投放收储玉米、动用行政手段、进口宽

松出口严、国际粮价处于近两年低位等在内的调控性因素影响（国际游资若再度炒作国际农产品价格则应另当别论），保持小幅慢涨的概率较大。而玉米占公司饲料成本约60%，只要这一块成本能够基本稳定，加上鸡肉价格的反弹或上涨，公司下半年盈利水平会远好于上半年；

- **公司产业链相对完善和规模持续扩张能力较强，有利于冲减成本压力。**公司是长江以南地区最大的白羽肉鸡生产企业，具有集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工于一体的肉鸡生产完整产业链，在安全性、成本控制和抗风险能力方面具有较强优势；2010年开始进入规模扩张周期，最新的论证表明光泽县可养殖肉鸡规模从此前的8-10亿羽调升至12亿羽，对公司未来的规模扩张构成大利好，加上除玉米等原材料以外的成本控制优势、一定的价格谈判能力，我们预计公司未来规模扩张可以较大幅度对冲成本上涨压力；
- **公司的最大风险因素是禽流感等，应对能力会逐步增强。**从太阳黑子理论分析，04-06年大规模的禽流感爆发后，大约8-10年再来一次的概率偏大，也就是说可能在2014年或以后我国会遭遇较大规模的禽流感，而此前或近几年则基本上比较安全，再加上公司在防疫方面具有先天地理环境和技术等优势，27年来没有发生过禽流感，可以说下半年或未来几年这方面的风险都可能被降至很低；洪灾风险的防范能力也在逐步增强，如加固鸡舍、加强排水管理，新址选择在地势较高地段以便远离沟河、卫生防疫级别提升、资产投保等，会进一步防范风险减少损失。

盈利预测及投资建议

综合考虑我国城市化带来下游餐饮业快速增长对鸡肉需求可持续若干年、公司未来三年业务规模翻番基本确定并且在继续积极扩大土地面积新建肉鸡厂、下半年成本基本稳定和鸡肉价格利好因素较多等情况，我们维持几天前的预测和评级：预计全年净利润为2.98亿元左右，同比增长约47%EPS约0.72元，对应PE36倍，按照40倍PE测算，10年目标价近29元，11年可达45元，与当前股价相比还有10%-70%以上空间，故近期维持“推荐”评级，中长期继续“强烈推荐”。

表 2 2010 年前 7 月我国 200 个主产县农产品价格变化情况（2010. 1.1-10/7.1-10）

农产品名称	规格等级	年初价格 (元/kg)	近期价格 (元/kg)	涨跌 (元/kg)	涨跌幅
籼稻	稻谷，原粮	2.05	2.19	0.14	6.83%
粳稻	稻谷，原粮	2.36	2.68	0.32	13.56%
小麦	小麦，原粮	2.01	2.06	0.05	2.49%
玉米	玉米，原粮	1.87	2.12	0.25	13.37%
大豆	大豆，原粮	4.9	5.09	0.19	3.88%
籽棉	未经轧花处理	6.41	6.81	0.4	6.24%
油菜籽	油菜籽	3.98	4.08	0.1	2.51%
花生	去壳花生仁	9.19	9.73	0.54	5.88%
肥猪	出栏肥猪	12.16	10.29	-1.87	-15.38%
仔猪	用于育肥的仔猪	16.64	14.1	-2.54	-15.26%
活牛	出栏肉牛	17	16.57	-0.43	-2.53%
活羊	出栏活羊	17.18	17.42	0.24	1.40%
活鸡	活鸡，养殖场出栏	11.75	11.71	-0.04	-0.34%
苹果	当地产，大宗品种	3.92	5.39	1.47	37.50%
柑桔	当地产，大宗品种	2.33	3.27	0.94	40.34%

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

表 3 2009 年公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	预付款项较年初增加 46.24%	预付原材料采购款、设备采购订金
2	其他应收款较年初增加 1964.63%	主要是初步确认的水灾保险理赔款
3	在建工程较年初增加 56.15%	首次公开发行股票募投项目和扩建肉鸡产业链前期工程
4	无形资产较年初增加 61.27%	新购置部分土地使用权
5	货币资金较年初增加 29.87%	银行借款增加
6	应付票据较年初降低 100%	上年办理银行承兑汇票全部到期
7	短期借款较年初增加 133.33%	为扩建肉鸡产业链筹措资金
8	长期借款较年初增加 158.82%	为改善负债结构,降低财务风险,扩建肉鸡产业链

资料来源：公司 09 年报，东兴证券研究所

表 4 公司 2010-2012 年业绩预测表

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入	1,295.35	1,437.69	2127.78	3298.05	4518.33
(+/-)	44.33%	10.99%	48.00%	55.00%	37.00%
经营利润 (EBIT)	182.14	198.72	323.51	461.96	634.79
(+/-)	7.94%	9.10%	62.80%	42.80%	37.41%
净利润	181.34	200.39	295.09	461.96	634.79
(+/-)	8.37%	10.50%	47.26%	56.55%	37.41%
每股净收益 (元)	0.49	0.53	0.72	1.13	1.55

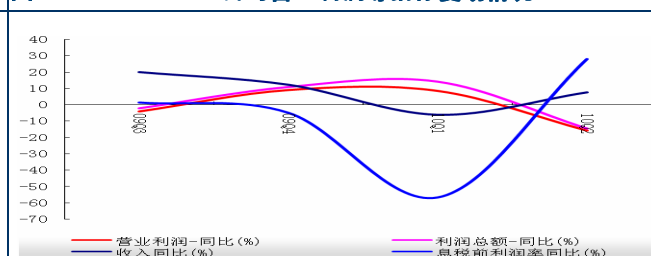
资料来源：东兴证券研究所

图 1：08Q4-10Q2 公司收入变动情况



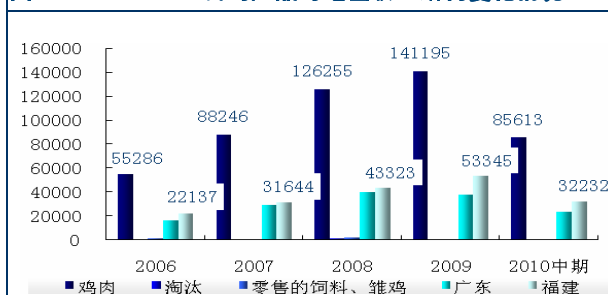
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 2：09Q2-10Q2 公司营业利润等指标变动情况



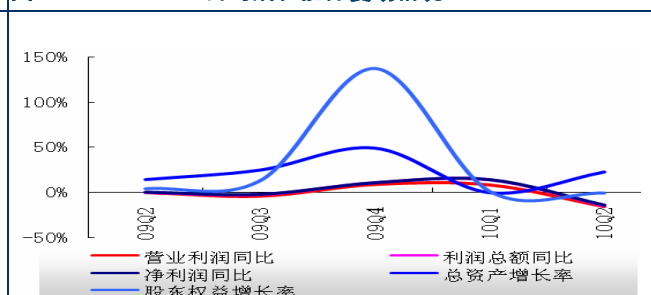
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 3：2006-10Q2 公司产品与地区收入结构变化情况

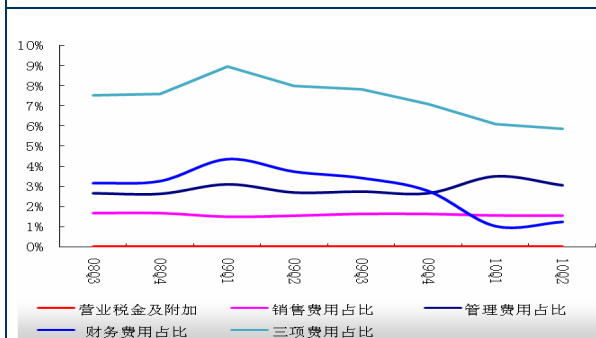


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

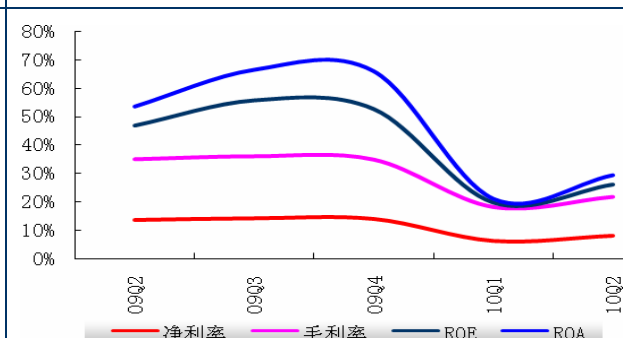
图 4：06Q2-2009 公司成长能力变动情况



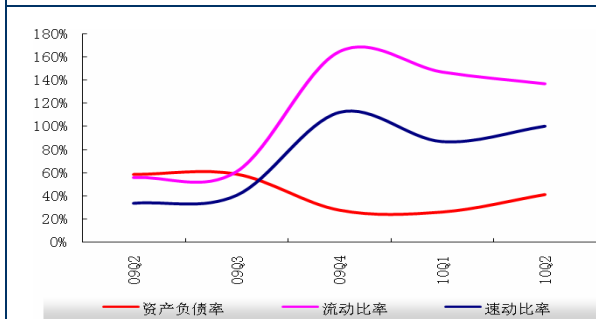
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 5：08Q3-10Q2 公司税金及各项费用占比变化情况


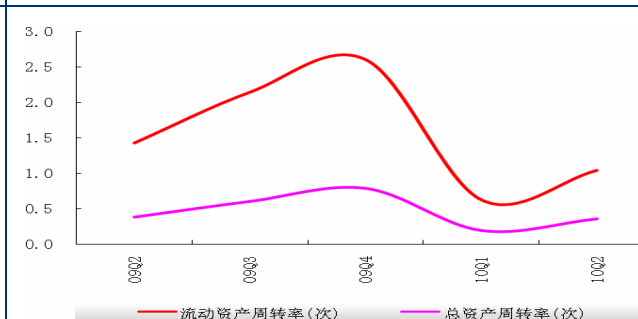
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 6：09Q2-10Q2 公司盈利质量与盈利能力变动情况


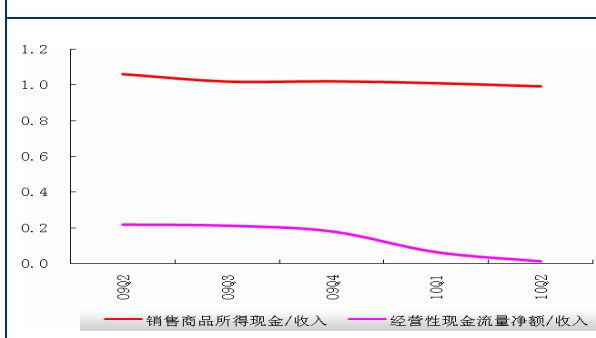
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 7：09Q2-10Q2 公司资本结构与偿债能力变化情况


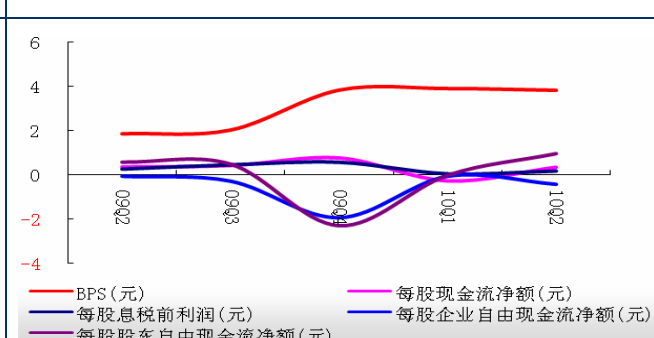
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 8：09Q2-10Q2 公司运营能力变化情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 9：09Q2-10Q2 公司现金流变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 10：09Q2-10Q2 公司每股财务指标变动情况


资料来源：公司披露，东兴证券研究所

附录：今年以来公开发布报告一览

序号	报告名称	评级	时间
1	“普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1 月 12 日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	1-13
2	继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	1-19
3	五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1 月 15 日提价公告点评	强烈推荐	1-19
4	09 年增长近 80% 维持“强推”——五粮液（000858）09 年业绩快报点评	强烈推荐	2-2

5	安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09 年报点评	推荐	2-8
6	老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2-11
7	食品饮料：1 月涨价未超预期 2 月继续看好	看好	2-22
8	稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高稻谷最低收购价政策点评	看好	2-22
9	深入合作有望提升积极面——水井坊（600779）中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2-23
10	内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评	推荐	2-23
11	第七周食用农产品与生资价格小涨——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2-24
12	增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒（600573）09 年报点评	强烈推荐	2-25
13	四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2-26
14	09 年平稳增长 10 年可能提速——三全食品（002216）业绩快报点评	推荐	2-26
15	燕京啤酒驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒（000729）09 年报点评	强烈推荐	3-2
16	外资有望必得控股权 继续强推——水井坊（600779）股权转让公告点评	强烈推荐	3-2
17	第八周食用农产品价格降 1% 继续看好食品饮料-商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-4
18	洋河股份：全面攀高 势头正猛-洋河股份（002030）09 年报点评	推荐	3-5
19	增长或再超预期 继续强推——金种子酒（600199）北京交流会快报	强烈推荐	3-8
20	农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	3-8
21	第九周食用农产品价格降 0.6% 继续看好食品饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	3-10
22	2 月食品 CPI 上涨 6.2% 略超预期 3 月可能回落——国家统计局 2 月份食品类价格数据点评	看好	3-12
23	皇氏乳业（002329）调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	3-15
24	基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业（600616）09 年报点评	强烈推荐	3-17
25	求变增强各方信心 维持强推评级——惠泉啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	3-18
26	中外合作提升长效积极效应——水井坊（600779）调研快报	强烈推荐	3-18
27	收入首破百亿 预收款剧增 3 倍达 43 亿 继续强推——五粮液（000858）09 年报点评	强烈推荐	3-18
28	“普京”提价见效 区域增长或超好——燕京啤酒（000729）22 日投资者交流会快报	强烈推荐	3-23
29	第 11 周食用农产品价格连降四周但降幅趋缓——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-24
30	受益自养自宰 预期更可向好——黑牛食品（002299）09 年报点评	推荐	3-26
31	得利斯山东肉制品龙头横纵布局——得利斯（002330）09 年报点评	推荐	4-1
32	净利润增长 227% 争做省内第一品牌——金种子酒（600199）09 年报点评	强烈推荐	4-1
33	东兴证券研究所 2010 年联合调研系列之一：海西大消费品之圣农发展	强烈推荐	4-3
34	第 12 周食用农产品价格继续下降 西南干旱影响有限——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-3
35	增发预案获通过 高管换届不换届 维持评级——金种子酒 10 年第一次临时股东会公告点评	强烈推荐	4-7
36	第 13 周食用农产品价格降幅扩大 猪价下跌将缓解——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-8
37	第 14 周食用农产品价格连降七周 猪价跌幅收窄——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-14
38	1 季度 CPI 食品类上涨 5.1% 啤酒等进入旺季——国家统计局一季度食品类价格数据点评	看好	4-16
39	近期猪价难大涨 若反弹对鸡肉是利好——关于近期猪肉价格走势的一些看法	看好	1-4
40	第 15 周农产品价格连降七周后首次回升 猪价止跌反弹——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看好	4-22
41	第 16 周猪价环比连涨两周 五一节日因素可刺激消费增长——商务部 36 个大中城市价格监测点评	看好	4-29
42	鸡肉标杆企业 健康经济龙头——圣农发展（002299）深度报告	强烈推荐	5-4

43	第 17 周猪价环比连涨三周涨幅收窄 粮价或继续上扬——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-5
44	4 月 CPI 食品类涨 5.9% 部分品种中线价值凸显——国家统计局 4 月食品类价格数据点评	看好	5-12
45	酱酒推迟上市 小幅下调盈利预测 维持评级——五粮液（000858）5 月 13 日北京交流会快报	强烈推荐	5-13
46	第 18 周菜价回落猪价略跌 粮价延续涨势——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-13
47	第 19 周猪菜价连跌两周 粮价略涨 维持看好评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-19
48	五粮液金种子酒等公司估值偏低 可考虑买入——食品饮料部分公司股价异动点评	强烈推荐	5-21
49	第 20 周菜价续跌 猪肉跌幅增大 维持看好评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	5-26
50	功能糖巨人 健康经济功臣——保龄宝（002286）调研快报	强烈推荐	5-28
51	第 21 周菜肉降幅收窄 粮价上涨 0.2% 好看啤酒饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-3
52	“双蛋”饮料销量猛增 调升盈利预测与评级——黑牛食品（002387）调研快报	强烈推荐	6-3
53	营养美食转型酒 健康经济新趋势——食品饮料 09 年报和 10 年一季报回望	看好	6-8
54	第 22 周菜价跌猪价升 行业四大看点 维持评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-10
55	10 年中期业绩预增 152%-184% 维持评级——金种子酒（600199）10 年中期业绩预增公告点评	强烈推荐	6-18
56	第 23 周猪肉水产略涨 看好“世界杯”与健康饮食相关公司——商务部 36 个大中城市数据点评	看好	6-22
57	水灾损失冲减因素多 维持业绩预测与评级——圣农发展（002299）水灾受损公告点评	强烈推荐	6-22
58	第 24 周健康饮食、配料和中报预增公司值得关注——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	6-25
59	鸡价低迷 暂调低预测与评级 长期继续看好——圣农发展（002299）中期业绩修正公告点评	推荐（调降）	7-9

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。