

圣农发展(002299)调研报告

推荐
维持评级

可选消费/农业

发布时间: 2010 年 11 月 7 日

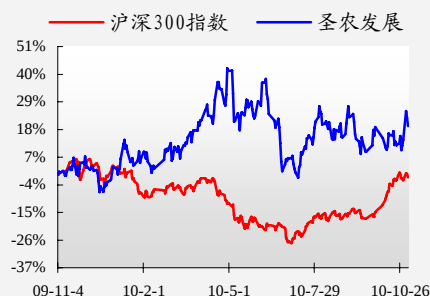
投资要点:

- 圣农发展是全产业链养鸡的典型, 公司的产业链条涉及到了除粮食、药品之外的所有环节, 形成了一个紧凑的整体, 涵盖了饲料、祖代鸡、鸡苗、商品鸡、分割鸡肉和物流的全部环节。
- 一体化模式的盈利能力也远高于同行。养鸡的各单一环节毛利率很低, 比较容易出现周期性的亏损, 圣农发展一体化养鸡模式整合收益高于单一产业之后。公司毛利率长期维持在 16%-25% 之间, 公司从未亏损。
- 通过与高端客户结盟, 公司保持了良性发展, 销售费用率很低, 消除了规模扩张的市场障碍。
- 公司未来三年产量从 1 亿只肉鸡上升到 2 亿只, 年均增幅高于 30%。
- 人工费用上升和异地扩张的不确定性是公司远景发展的不利因素, 公司已经开始着手应对。
- 公司下半年收入、毛利率均高于上半年, 预计 2010 年全年收入增长 49%, 毛利率为 18%, 净利润增长 42%, 2011 年、2012 年粮价上涨的不利因素逐步被消化。
- 预计公司 2010-2012 年每股收益分别为: 0.69 元、0.98 元、1.28 元, 同比增长 30%、42%、30%。

业绩预测:

	主营业务 收入 (亿元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收益 率(%)
2009	14.38	11.04	20,038	10.50	0.53	23.5	60.2	0.56
2010E	21.49	49.44	28,373	41.60	0.69	15.3	46.3	0.72
2011E	28.78	33.92	40,288	42.00	0.98	17.8	32.6	1.00
2012E	37.61	30.68	52,651	30.69	1.28	18.8	24.9	1.35

走势图



市场数据

2010/11/5

收盘价:	31.92 元
52 周最高价:	36.50 元
52 周最低价:	23.58 元
平均持仓成本:	29.08 元

基本数据

2010Q3

总股本(万股):	41,000
流通 A 股(万股):	41,000
每股收益(元):	0.37
每股净资产(元):	4.04
每股经营现金流(元):	0.23
市净率:	7.90

分析师: 钟大举

执业证书编号: S0550209040099

TEL: (8621)6336 7000 - 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhongdj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

圣农发展是国内唯一的肉鸡饲养、加工一体化农牧企业，公司位于福建光泽县。经过 20 多年的发展，从个体饲养成长为年饲养、加工 1 亿只肉鸡，年销售额 20 亿元，净利润 3 亿元。公司的业务涵盖了肉鸡的整个产业链，肉鸡的饲料、种鸡、商品鸡、屠宰、加工、运输等所有环节全部由企业自己完成。养鸡行业波动较大，但公司保持 20 多年盈利，稳健增长，是肉鸡行业的一个奇迹。圣农发展 2009 年 10 月上市，总股本 4.1 亿股。

一、 一体化养鸡商业模式：优势 or 劣势

（一）、圣农一体化模式的优势

1、盈利能力远高于同行

圣农发展是全产业链养鸡的典型，公司的产业链条涉及到了除粮食、药品之外的所有环节，形成了一个紧凑的整体，涵盖了饲料、祖代鸡、鸡苗、商品鸡、分割鸡肉和物流的全部环节。行业内的公司一般是专业做其中的一、二个业务，如在 A 股上市公司中，新希望主营饲料，益生股份主营祖代鸡，民和股份主营鸡苗，华英农业主营鸡鸭屠宰。饲养环节是所有上市公司的弱项，主要原因是饲养是劳动、资金密集型，加上风险大和周期长，普通公司为了避险，选择产业的上下游，这种做法的确在短期内实现了扩展，但弊端也很明显。农户饲养难以控制，鸡肉质量（药残等）不可控。

一体化模式的盈利能力也远高于同行。养鸡的各单一环节毛利率都很低，在鸡肉价格高时可以盈利，在周期性低谷，行业普遍亏损。同时，单一环节的销售费用很高，一般占到毛利的 50% 左右。我们仅把饲料、饲养、屠宰三个环节与圣农发展的一体化模式比较，就发现圣农发展的毛利率大致是各单一产业链的总和，但净利率远高于它们的总和，并高度稳定，这就是圣农发展 20 多年连续盈利的秘密。

表 1、圣农一体化模式与单一模式的比较

	饲料	饲养	屠宰	物流及其他	圣农一体化
毛利率	3%-10%	7-12%	3-5%	-	16%-25%
净利率	0%-5%	0%-8%	0%-3%	-	12%-20%

资料来源：东北证券

2、优质客户循环强化

圣农发展全产业链养鸡的最大好处是肉鸡质量可控，各环节均在监测之下，食品安全有保证，这在当前中国是最为难得的。除了价格外，这是公司的最大优势。公司的下游客户由国际知名的餐饮、食品加工企业构成，包括肯德基、百胜等。大型优质客户节约了销售费用。从 2007-2010 年，公司的销售费用维持在 2000 万左右，低于管理费用和财务费用，而公司的净利润从 1.6 亿上升到了 3 亿。这种优质客户又强化公司的规模增长，使公司的增长扫除了市场这一最大的障碍。

3、早行一步，占得先机

圣农发展的一体化模式已经从行业特例成为行业标杆。可以预期未来越来越多的企业将走上这条道路，但它们在比较长的时间内都难以实现，存在技术、市场和管理难度。圣农发展的产能扩张很快，公司 2007 年肉鸡产能 4600 万只，2010 年达到 1 亿，下一步规划产能 2 亿只。

(二)、影响企业长期发展的不利因素

1、人工成本长期上升的压力

肉鸡产业链的每个环节都是劳动密集型产业，尤其是屠宰，工作强度大，工作环境较差。80 后、90 后的年轻工人较少，30 岁至 50 岁的工人是主体。比较发达国家的肉鸡产业，工资成本是最大的费用，预期未来中国的工人工资也会快速的上升。圣农发展工人工资平均在每月 2000 元左右，高于当地水平。公司的应对是通过产品开发来进一步节约成本，并领先于行业提高工人工资。

2、异地扩张的不确定性

圣农发展的全部经营资产位于福建省光泽县，光泽地区是山区，生态环境良好，非常适合养鸡。公司在当地是带动经济发展的主要力量，解决用地、评审等问题比较便利。公司当前产能是 1 亿只肉鸡，未来计划最终在光泽发展到 2 亿只，下一步的发展需要异地扩张。其他地区的投资环境和光泽差异较大，异地扩张有较大的不确定性。

二、 产能安排和进度

圣农发展 2009 年产能为 6400 万只，2009 年肉鸡屠宰量为 6770 万只，2010 年新增产能 4600 万只，达到 1 亿只。公司计划新增 1 亿只产能，预计在 3 年以内完成。我们预计 2012 年公司的收入将达到 37.61 亿元，与 2009 年、2010 年相比增幅为 161%，75%。

表 2、圣农发展产量收入预测

	2009	2010E	2011E	2012E
肉鸡（万只）	6770	10000	13000	17000
鸡肉（万吨）	13.25	19.58	25.45	33.28
价格（元/吨）	10499	10978	11307	11300
收入（万元）	143768	214949	287775	376077

资料来源：东北证券

三、 业绩预测和投资建议

(一)、业绩预测

2010 年上半年，受玉米价格大幅上涨影响，公司毛利率降到了 13%，净利润同比出现了下降。通过调研我们了解到，公司销售旺季在下半年，下半年收入大于上半年，毛利率和净利率都将回升。公司在 2010 年 3 季报毛利率已经回升到 20%，按照目前态势，全年毛利率有望达到 18% 以上。未来三年，粮食涨价将逐渐传导到鸡肉产品，公司毛利率应稳定在 20% 水平。

按照中性估计，公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益为 0.69 元、0.98 元、1.28 元，同比增幅分别为 30%、42%、30%。

表 3、圣农发展收入利润预测

年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	143769	214949	287775	376077
毛利率	20.91%	18.32%	20.00%	20.00%
毛利额(万元)	30060	39379	57555	75215
净利率	13.94%	13.20%	14.00%	14.00%
净利润(万元)	20039	28373	40288	52651
稀释每股收益	0.53	0.69	0.98	1.28

资料来源：东北证券

(二)、投资建议

按照我们的业绩预测，公司 2010 年、2011 年每股收益为 0.69 元、0.98 元，当前股价对应市盈率为 41 倍、29 倍，估值合理，考虑到未来增长的确定性，给予“推荐”评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。