



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
研究报告

2010 年 12 月 7 日

农业

研究部

杨柯

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210060001

yangke@cicc.com.cn

袁霏阳

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010007

yuanfy@cicc.com.cn

马楠

联系人

manan@cicc.com.cn

审慎推荐

圣农发展(002299.CH)

麦当劳供货渠道打通, 助推产能和盈利超预期增长

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
主营业务收入	882	1,263	1,412	2,093	3,373	4,543
(+/-%)	59.6	43.1	11.8	48.3	61.1	34.7
主营业务利润	236	264	289	398	672	890
(+/-%)	152.7	11.6	9.6	37.7	68.9	32.5
净利润	167	181	200	279	480	630
(+/-%)	212.4	8.4	10.5	39.1	72.1	31.3
每股收益 (基本, 元)	0.45	0.49	0.49	0.68	1.04	1.36
(+/-%)	212.4	8.4	-0.5	39.1	52.8	31.3
每股收益 (全面摊薄, 元)	0.36	0.39	0.43	0.60	1.04	1.36
每股经营现金流 (元)	0.54	0.71	0.63	0.76	0.88	1.27
市盈率 (倍)	89.5	82.5	74.7	53.7	31.2	23.8
市净率 (倍)	26.4	22.5	9.5	8.4	4.0	3.4
股价/经营现金流	60.2	45.4	51.5	42.5	36.9	25.5
EV/EBITDA (倍)	63.9	54.6	51.4	38.8	23.3	17.8
净资产收益率 (%)	29.6	27.2	12.7	15.6	12.7	14.3
投入资本回报率 (%)	19.0	18.3	12.1	14.3	11.6	13.3
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0

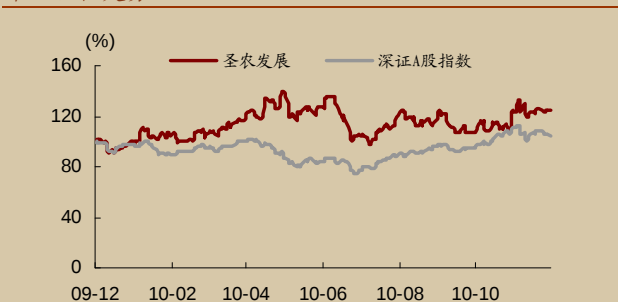
股票信息

	A股
股票代码	002299 CH
当前股价	人民币 32.4
日成交量 (百万股)	6.95
52周最高价/最低价	人民币 36.5/23.58
总市值 (百万元)	13,284
发行股数 (百万股)	410
其中: 流通股 (百万股)	141
主要股东 (持股比例)	福建省圣农实业有限公司 (57.27%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
圣农发展	0.0%	1.5%	5.7%	30.1%
深证A股指数	-3.9%	-4.8%	9.1%	6.8%
中金农业指数	3.4%	0.1%	14.2%	21.3%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

投资提示:

合资采购公司的成立 (圣农和美国莱吉士分别占 51% 和 49% 股权), 预示着 1) 未来三、四年圣农鸡肉不愁卖, 以及 2) 产能扩张速度将快于预期 (预计 2012 年白羽鸡出栏量就将超过 2 亿羽), 未来三年出栏量年均增速将达 40%。同时, 鉴于 3) 小非解禁后近一个多月内, 公司股价一直横盘, 以及 4) 圣农已公告再融资计划, 我们由此维持“审慎推荐”。合理股价应在 40 元以上 (对应明年两年市盈率 38.5 倍和 29.3 倍), 而目前股价是 32.4 元。

理由:

打通供货渠道, 直接对话麦当劳。09 年年底麦当劳有 1135 家门店, 而肯德基有近 2870 家门店, 麦当劳扩张速度远落后于肯德基, 甚至还比不上永和大王和真功夫等本土企业。因此, 麦当劳计划未来三年依靠特许经营模式将门店数量翻番, 同时, 为了保障鸡肉货源稳定, 让肯德基中国区第一大鸡肉供货商的圣农发展, 参与设立一家合资采购公司单独为麦当劳中国区供货, 而且, 未来还很可能直接供货麦当劳整个亚太区! 麦当劳是通过代理商采购原料, 肯德基是直接采购原料。此前, 麦当劳中国区肉类专门采购商只有铭基和福喜 (福喜的母公司就是莱吉士), 圣农与莱吉士的合资公司成立后将成为麦当劳中国区第三家采购商。

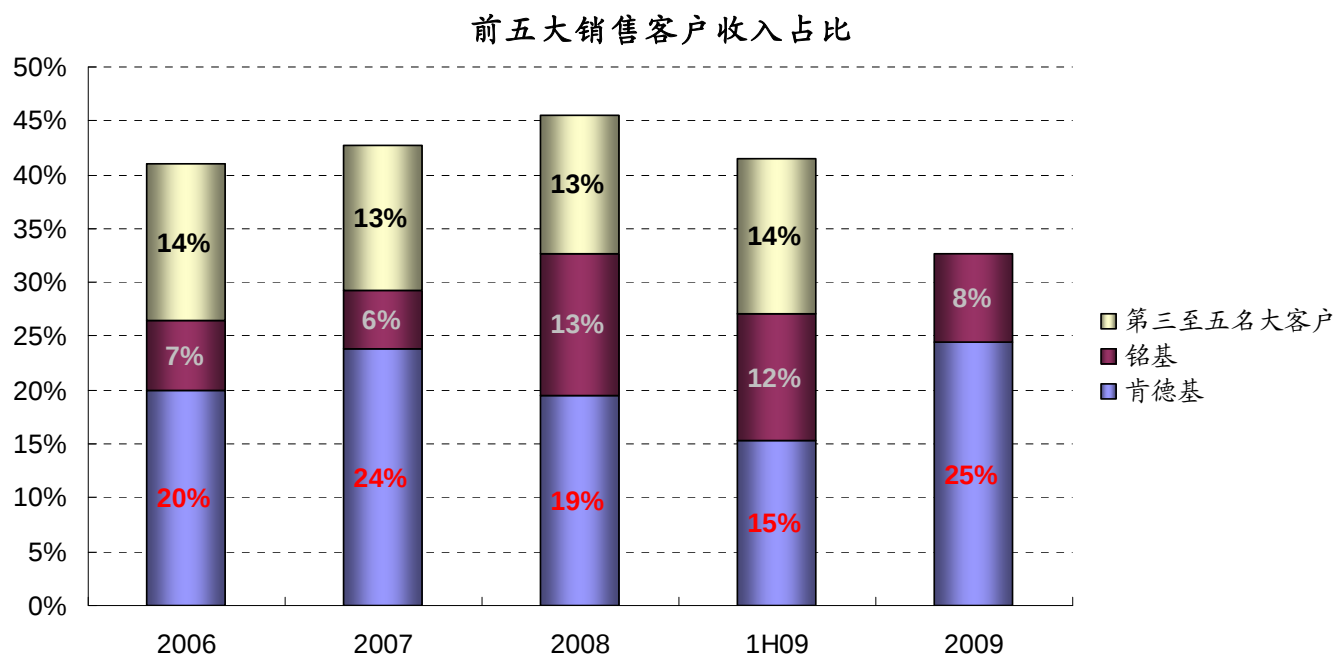
供货渠道拓宽。虽然, 09 年麦当劳代理 (铭基) 采购鸡肉已占到公司收入约 8% (约相当于肯德基在圣农收入中占比的 1/3), 但是, 铭基采购鸡肉主要是供货麦当劳日本。所以, 合资采购公司的设立预示着新增一条供货渠道, 而且, 圣农发展还能分享麦当劳采购利润。

产能扩张超预期。由于初期磨合及品质控制, 我们预计未来三年合资采购公司新增白羽鸡 1500 万羽、3000 万羽和 6000 万羽, 再加上圣农发展再融资以及自筹资金的扩张产能, 未来三年圣农总出栏量将达到 1.5 亿羽、2.1 亿羽和 2.65 亿羽。

估值:

我们上调 2011、2012 年净利至 4.8 亿和 6.3 亿, 折合增发摊薄后每股收益 1.04 元和 1.36 元, 对应动态市盈率 31.2 倍和 23.8 倍, 维持“审慎推荐”。

图表 1：圣农发展前五大销售客户收入占比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测及其主要假设

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产能及产销量							
饲料产能(万吨)		26	61	61	61	80	90
饲料产量(万吨)	18	22	29	35	50	78	109
饲料外销量(万吨)	0.17	0.06	0.07				
种鸡养殖产能(万枚)							
种鸡养殖产量(万枚)	5,716	6,828	8,741	9,898	14,035	21,930	30,702
YoY		19%	28%	13%	42%	56%	40%
种母鸡(万羽)	42.3	68.5	68.7	102.7	122.0	190.7	267.0
种公鸡(万羽)	5.1	8.2	8.2	12.3	14.6	19.1	25.1
合计(万羽)	47.4	76.8	77.0	115.0	136.7	209.8	292.0
母鸡产蛋数(枚/羽/年)(理论值112)	135.1	123.2	127.3	115.5	115.0	115.0	115.0
种蛋孵化产能(万羽)	6,070	6,070	7,681				
种蛋孵化雏鸡产量(万羽)	4,449	4,796	6,624	7,522	10,667	16,667	23,333
孵化得率(理论值80%)	78%	70%	76%	76%	76%	76%	76%
雏鸡外销量(万羽)	532	133	470	0	0	0	0
外售比例	9%	2%	6%	0%	0%	0%	0%
肉鸡饲养产能(万羽)	3,600	5,000	5,605				
肉鸡饲养产量(万羽)	3,532	4,229	5,399	6,770	9,600	15,000	21,000
雏鸡成活率(理论值94%)	90%	91%	88%	90%	90%	90%	90%
父母代母鸡产仔成活数(羽)	95	63	85				
肉鸡屠宰与加工产能(万羽)	7,200	9,600	9,600	9,600	11,000	17,000	23,000
肉鸡屠宰与加工量(万羽)	3,532	4,229	5,399	6,770	9,600	15,000	21,000
YoY		20%	28%	25%	42%	56%	40%
鸡肉产量(吨)	67,278	82,491	107,494	134,723	191,040	298,500	417,900
鸡肉得率(公斤/羽)	1.90	1.95	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99
收入、成本及费用							
鸡肉收入(百万元)	553	882	1,263	1,412	2,063	3,343	4,513
鸡肉单价(元/公斤)	8.2	10.7	11.7	10.5	10.8	11.2	10.8
其他业务收入(百万元)	24	15	33	26	30	30	30
营业收入(百万元)	577	897	1,295	1,438	2,093	3,373	4,543
鸡肉成本(百万元)	459	646	999	1,123	1,675	2,681	3,633
其他业务成本(百万元)	13	7	16	14	20	20	20
营业税金及附加(百万元)	0.12	0.01	0.16	0.07	0.10	0.10	0.10
鸡肉毛利(百万元)	94	236	264	289	388	662	880
毛利率	16.9%	26.8%	20.9%	20.5%	18.8%	19.8%	19.5%
换算成鸡肉毛利(元/公斤)	1.39	2.86	2.45	2.14	2.03	2.22	2.11
其他业务毛利(百万元)	11	8	17	12	10	10	10
销售费用(百万元)	15	18	22	23	32	60	82
管理费用(百万元)	17	35	34	39	50	85	118
上述两项费用率	5.5%	6.0%	4.3%	4.3%	3.9%	4.3%	4.4%
财务费用(百万元)	20	22	42	40	30	47	60
资产减值损失(百万元)	0.16	-0.08	0.20	0.04	0	0	0
营业外收入(百万元)	1.81	1.94	2.57	3.01	0	0	0
营业外支出(百万元)	0.81	2.66	3.78	1.32	7	0	0
营业外净收入(百万元)	1.00	-0.72	-1.21	1.70	0	0	0
所得税费用(百万元)	0.36	0.69	-0.42	0.03	0	0	0
净利润(百万元)	54	167	181	200	278	480	630
净利润率	9.3%	18.6%	14.0%	13.9%	13.3%	14.2%	13.9%
一羽鸡肉净利(元/羽)	1.52	3.96	3.36	2.96	2.90	3.20	3.00
一公斤鸡肉净利(元/公斤)	0.80	2.03	1.69	1.49	1.46	1.61	1.51
一公斤鸡肉费用和税金(元/公斤)	0.60	0.84	0.77	0.66	0.57	0.61	0.60
股本(百万股)	410	410	410	410	410	462	462
每股收益(元/股)	0.131	0.408	0.442	0.489	0.679	1.039	1.364

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3：历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
损益表						
主营业务收入	882	1,263	1,412	2,093	3,373	4,543
主营业务利润	236	264	289	398	672	890
营业费用	-18	-22	-23	-32	-60	-82
管理费用	-35	-34	-39	-50	-85	-118
营业利润	191	225	239	316	527	690
财务费用	-22	-42	-40	-30	-47	-60
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
税前利润	168	181	200	279	480	630
净利润	167	181	200	279	480	630
每股盈利 (元)	0.45	0.49	0.49	0.68	1.04	1.36
每股股利 (元)	-	-	0.18	-	-	-
现金流量表						
经营活动现金流净额	199	263	258	312	405	588
投资活动现金流净额	-222	-250	-454	-700	-700	-500
融资活动现金流净额	42	3	517	-124	1,853	-60
货币资金增加额	19	16	321	-512	1,558	28
货币资金期初余额	62	38	95	394	-118	1,440
货币资金期末余额	82	54	417	-118	1,440	1,468
资产负债表						
货币资金	38	95	394	118	1,440	1,468
应收帐款	47	70	71	103	166	224
存货	117	187	233	325	518	701
长期投资合计	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	883	1,060	1,407	2,014	2,694	3,174
无形资产及其他资产	35	35	36	51	61	61
资产合计	1,130	1,463	2,179	2,423	4,956	5,730
短期借款	405	508	228	228	428	428
应付帐款	58	75	57	70	111	150
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	1	-0	-0	-	-	-
长期借款	25	45	150	150	350	350
股本	-	-	-	410	462	462
储备和未分配利润	566	666	1,580	1,375	3,303	3,933
负债和所有者权益合计	1,130	1,463	2,179	2,423	4,956	5,730
财务指标						
净债务/所有者权益	69.2%	68.6%	0.3%	27.8%	-17.6%	-15.7%
资产负债率	49.9%	54.5%	27.5%	26.3%	24.0%	23.3%
应收帐款周转期 (天)	19	20	18	18	18	18
存货周转期 (天)	66	68	76	70	70	70
速动比率	0.2	0.2	1.1	0.1	2.0	1.8
流动比率	0.4	0.5	1.6	0.7	2.6	2.5
主营业务利润率	26.8%	20.9%	20.5%	19.0%	19.9%	19.6%
EBIT 利润率	21.6%	17.8%	16.9%	15.1%	15.6%	15.2%
EBITDA 利润率	21.8%	17.8%	16.9%	15.1%	15.6%	15.2%
营业利润率	19.1%	14.4%	14.1%	13.7%	14.2%	13.9%
税前利润率	19.0%	14.3%	14.2%	13.3%	14.2%	13.9%
净利润率	19.0%	14.4%	14.2%	13.3%	14.2%	13.9%
营业、管理费用/营业收)	6.1%	4.4%	4.4%	3.9%	4.3%	4.4%
净资产收益率	29.6%	27.2%	12.7%	15.6%	12.7%	14.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

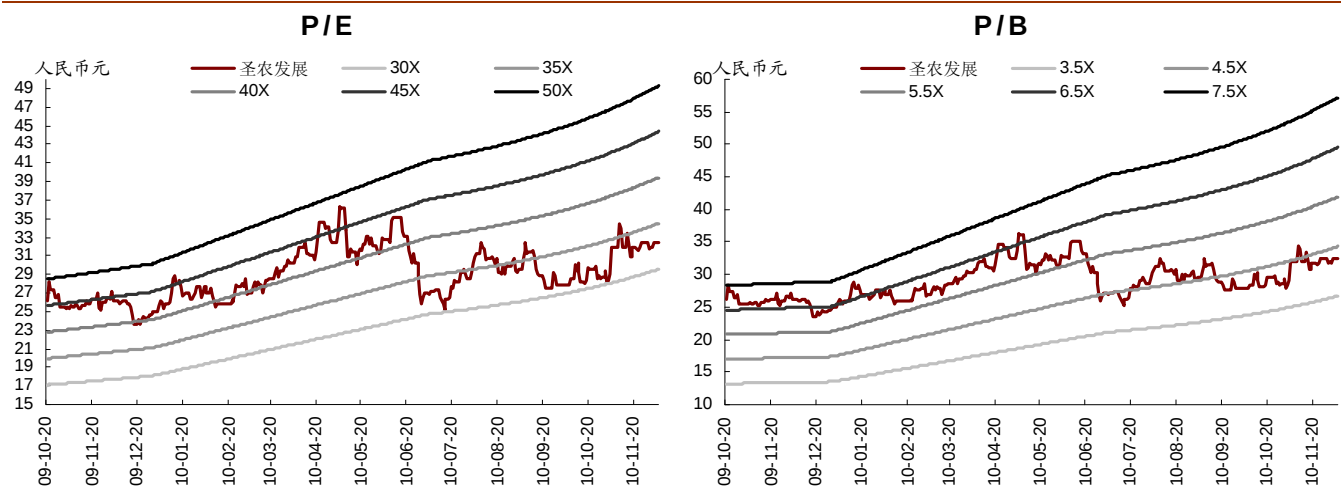
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

公司 (收盘于2010-12-6)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
A股																	
农业上游（农资及农产品生产企业）																	
獐子岛	002069.SZ	审慎推荐	97.3	48.8	36.5	14.6	12.0	9.9	15.0	24.6	27.2	1.1	1.0	1.4	37.3	18.5	14.4
好当家	600467.SH	审慎推荐	117.7	70.7	30.8	6.9	6.5	5.4	5.9	9.1	17.6	0.4	0.3	0.6	59.8	42.1	23.0
通威股份	600438.SH	中性	45.4	35.7	31.9	5.4	4.6	4.0	12.0	14.6	14.1	0.0	0.0	0.4	13.2	10.5	9.8
北大荒	600598.SH	中性	64.5	52.5	50.9	4.7	4.7	4.6	7.2	9.6	9.7	2.0	1.7	1.7	30.3	25.4	23.9
正邦科技	002157.SZ	审慎推荐	69.4	40.2	27.8	8.9	4.6	3.9	12.8	11.4	14.2	0.0	0.0	0.0	13.4	5.9	4.5
圣农发展	002299.SZ	审慎推荐	74.7	53.7	31.2	9.5	8.4	4.0	12.7	15.6	12.7	0.6	0.0	0.0	51.4	38.8	23.3
新农开发	600359.SH	中性	81.7	75.5	70.8	4.9	4.6	4.4	5.9	6.0	6.2	0.0	0.7	0.7	24.7	21.9	20.9
登海种业	002041.SZ	审慎推荐	125.4	63.6	36.4	15.5	12.9	9.5	12.3	20.3	26.2	0.3	0.0	0.0	63.7	32.2	21.7
海大集团	002311.SZ	审慎推荐	58.9	47.3	34.8	4.5	4.2	3.6	7.6	8.8	10.5	0.8	0.0	0.0	23.7	17.6	13.3
上游平均			81.7	54.2	39.0	8.3	6.9	5.5	10.2	13.4	15.4	0.6	0.4	0.5	35.3	23.7	17.2
农业下游（农产品流通及加工企业）																	
中粮屯河	600737.SH	审慎推荐	51.5	42.7	20.9	4.6	4.3	3.5	8.9	10.0	16.9	0.5	0.0	0.0	22.8	20.0	12.1
南宁糖业	000911.SZ	审慎推荐	46.9	25.2	11.8	4.3	3.9	3.1	9.1	15.4	26.7	1.5	2.4	5.1	15.2	12.8	7.9
东方海洋	002086.SZ	中性	80.2	60.5	44.9	4.2	3.9	3.6	5.2	6.5	8.0	0.0	0.0	0.0	26.2	17.9	14.2
新五丰	600975.SH	中性	94.4	44.3	39.1	4.4	4.3	4.0	4.7	9.7	10.3	1.7	1.1	1.3	88.5	26.7	24.1
国投中鲁	600962.SH	中性	389.8	60.5	32.3	2.8	2.6	2.4	0.7	4.4	7.5	0.0	0.0	0.0	34.8	22.6	16.4
福成五丰	600965.SH	减持	415.7	131.2	74.8	3.9	3.9	3.7	0.9	3.0	5.0	0.6	0.3	0.5	59.6	52.3	39.0
丰原生化	000930.SZ	审慎推荐	34.0	21.7	19.7	4.0	3.4	2.9	11.7	15.7	14.7	0.4	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
下游平均			158.9	55.2	34.8	4.0	3.8	3.3	5.9	9.2	12.7	0.7	0.5	1.0	41.2	25.4	19.0
下游平均（剔除福成五丰）			116.1	42.5	28.1	4.0	3.7	3.3	6.7	10.3	14.0	0.7	0.6	1.1	37.5	20.0	14.9
A股覆盖总体平均			115.5	54.6	37.2	6.4	5.5	4.6	8.3	11.5	14.2	0.6	0.5	0.7	37.6	24.4	17.9
A股覆盖总体平均（剔除福成五丰）			95.4	49.5	34.7	6.6	5.7	4.6	8.8	12.1	14.8	0.6	0.5	0.7	36.1	22.4	16.4

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED