

农业综合 II
圣农发展 (002299.SZ) / 32.40 元

产能进度超预期，业绩曲线抬升

事项

12月6日，公司发布重大对外投资公告：与麦当劳全球最大供应商莱吉士签订合作协议共同设立合资公司（福圣）向麦当劳供货，预计协议规模在6000万羽以上。

主要观点

一、左手肯德基、右手麦当劳，品质溢价保证公司在强势快餐采购体系领先地位

我们在之前报告中，一直突出强调公司一体化养殖模式和地域优势所带来的品质溢价，此次公司与麦当劳全球第一大供应商莱吉士的成功合作，公司（合资公司）由麦当劳二级供应商华丽转身为麦当劳中国三大一级供应商之一，则再一次集中体现麦当劳等快餐巨头对公司模式和产品品质的充分认同。

我们认为，这种认同将给予公司未来发展无限想象空间，无论是莱吉士还是麦当劳，对于合资子公司的未来定位都将不仅仅局限于麦当劳中国的鸡肉供应商，而是瞄准于亚太区乃至全球市场。

按照公司与肯德基的半年定价一次协议，明年上半年，肯德基对公司鸡肉采购价已经由今年下半年的13920元/吨提升至15010元/吨，而按照麦当劳的一贯模式，我们认为麦当劳给予合资公司的采购价将不会低于肯德基，预计将超过12000元/吨。

我们预计今年公司供应量将占到肯德基总采购量的18%左右，按照目前肯德基每天展店一家的速度，未来五年保持15—20%的增速问题不大，而且由于品质问题，肯德基已经取消了之前选定的三家策略供应商其中一家供应资格，未来这部分市场空间将有圣农等余下两家不足，圣农所占份额将进一步提升；而麦当劳近年来亦在中国大陆保持15%以上的展店速度，此次公司成功介入麦当劳一线采购体系，必将分享这部分高增长收益。

特别需要说明的是，市场对肯德基、麦当劳为保证原料采购安全而控制对单一供应商采购量的担忧或许并不存在，肯德基美国原料供应就主要由三家负责，麦当劳全球第一大供应商占比也非常巨大。

二、产能增长超预期，“三年再造一个圣农”或提前完成

公司11月份公布的“三年再造”增发项目，目前已经开始前期垫资推进，截止11月底，公司已完成肉鸡养殖总产能超过1.2亿羽，并且按照每个季度10个养殖场（合计约年产2000万羽）的速度全力推进，11月份公司肉鸡屠宰量已经超过37万羽/日（一年300日计算），我们预计随着明年鸡肉价格继续维持高位和增发项目资金到位，公司产能扩张计划或将加快，“三年再造”计划很有可能提前完成；

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018
联系人：黄峰、盛夏
Tel：010—59370887
Email：shengxia@hczq.com

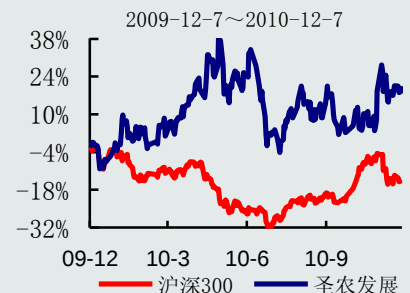
投资评级

投资评级：	强推
评级变动：	调高

公司基本数据

总股本(万股)	41000
流通A股/B股(万股)	14109/0
资产负债率(%)	27.50
每股净资产(元)	3.85
市盈率(倍)	66.29
市净率(倍)	8.42
12个月内最高/最低价	36.5/23.58

市场表现对比图(近12个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《管理层信心充足，外延式扩张是公司未来发展主基调》	2010-11-10
《定向增发彰显公司做大做强主业信心十足》	2010-11-08
《行业周期反弹、公司产能扩张双轮驱动业绩快速回升》	2010-10-21

➤ 此次与莱吉士合资子公司 6000 万羽的年产能，我们认为将是一个独立增量，按照工程建设周期，预计这一部分的增量在未来三年的释放进度分别为 1000 万羽/3000 万羽/6000 万羽。

三、异地扩张预计明年启动

光泽县理论养殖量超过 10 亿羽，但出于防疫考虑，公司规划量仅在 2 亿羽左右，后续产能增长动力将依赖于异地扩张。公司管理层对此已未雨绸缪，今年以来密集调研，分别考察了湖北、安徽等多个省份。目前唯一待解决的防疫问题，我们预计明年三季度前可以完成。未来从 2 亿羽到 3 亿羽及以上的跨越，在公司“自建+并购”的模式下，通过管理和技术人员输出实现内外协同，或许并不需要太长时间。

四、公司未来高增长明确，调高评级至“强推”

公司业绩增长的中短期主线是产能扩张进度问题，鉴于公司利好因素连番上场，在产能扩张进度超预期驱动下，未来高增长已无悬念，我们提高对公司肉鸡产量明后两年预测至：14500 羽、18000 万羽，对应提高 EPS 至 1.23 元、1.47 元（未考虑增发摊薄），同时，鸡肉价格自下半年进入上涨周期将给予公司业绩和估值提供充足催化剂，200—250 亿市值肉鸡龙头已翘首可待，我们调高公司评级至“强推”。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	735	952	1316	1674
现金	394	487	576	663
应收账款	71	105	167	225
其它应收款	1	0	0	0
预付账款	37	38	64	90
存货	233	322	509	695
其他	0	0	0	0
非流动资产	1444	2006	2604	2943
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1154	1921	2518	2858
无形资产	36	35	35	35
其他	254	49	50	50
资产总计	2179	2958	3920	4617
流动负债	448	627	745	853
短期借款	228	351	336	323
应付账款	57	83	130	177
其他	163	193	279	353
非流动负债	151	550	950	993
长期借款	150	550	950	993
其他	1	0	0	0
负债合计	599	1177	1695	1846
少数股东权益	0	0	0	0
股本	410	410	410	410
资本公积金	748	748	748	748
留存收益	422	623	1067	1613
归属母公司股东权益	1580	1781	2225	2771
负债和股东权益	2179	2958	3920	4617

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	258	389	607	830
净利润	200	275	506	673
折旧摊销	99	134	204	262
财务费用	40	30	39	45
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-83	-48	-142	-150
其它	1	-1	0	0
投资活动现金流	-454	-695	-802	-601
资本支出	454	695	801	600
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-1	-1	-1
筹资活动现金流	517	399	284	-142
短期借款	-280	123	-15	-13
长期借款	105	400	400	43
普通股增加	41	0	0	0
资本公积增加	724	0	0	0
其他	-73	-124	-101	-172
现金净增加额	321	93	89	86

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1438	2049	3272	4428
营业成本	1137	1661	2598	3537
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	23	32	49	64
管理费用	39	53	82	111
财务费用	40	30	39	45
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	199	273	504	671
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	200	275	506	673
所得税	0	0	0	0
净利润	200	275	506	673
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	200	275	506	673
EBITDA	338	437	747	978
EPS（元）	0.49	0.67	1.23	1.64

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	11.0%	42.5%	59.7%	35.3%
营业利润	9.1%	37.5%	84.5%	33.1%
归属母公司净利润	10.5%	37.3%	83.9%	33.0%
获利能力				
毛利率	20.9%	18.9%	20.6%	20.1%
净利率	13.9%	13.4%	15.5%	15.2%
ROE	12.7%	15.4%	22.7%	24.3%
ROIC	15.0%	13.8%	18.5%	20.9%
偿债能力				
资产负债率	27.5%	39.8%	43.2%	40.0%
净负债比率	66.40%	76.54%	75.87%	71.29%
流动比率	1.64	1.52	1.77	1.96
速动比率	1.12	1.01	1.08	1.15
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.80	0.95	1.04
应收账款周转率	20	23	24	23
应付账款周转率	17.21	23.65	24.40	23.06
每股指标(元)				
每股收益	0.49	0.67	1.23	1.64
每股经营现金	0.63	0.95	1.48	2.02
每股净资产	3.85	4.34	5.43	6.76
估值比率				
P/E	57.72	42.03	22.86	17.19
P/B	7.32	6.49	5.20	4.17
EV/EBITDA	34	26	15	12

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801