

圣农发展（002299）：业绩超预期 2011 年更值得期待 增持（维持）

农林牧渔

当前股价：36.6 元

报告日期：2011 年 1 月 25 日

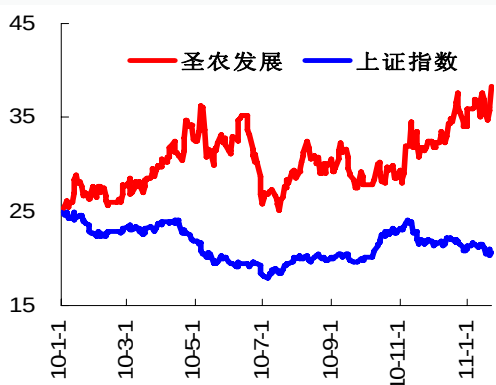
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1438	2070	3414	4882
(+/-)	10.99%	43.95%	64.95%	43.00%
营业利润	199	277	450	629
(+/-)	9.10%	39.41%	62.53%	39.75%
归属母公司净利润	200	278	452	632
(+/-)	10.50%	37.78%	62.51%	39.76%
每股收益（元）	0.49	0.68	1.10	1.54
市盈率（倍）	75	54	33	24

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股（万股）	41000/14109
流通市值（亿元）	51.64
每股净资产（元）	4.35
资产负债率（%）	44.32

股价表现（最近一年）



证券分析师 仇彦英

执业证书编号：A0140511010003

010-66045557 qiuyy@txsec.com

联系人：张小强

010-66045452 zhangxq@txsec.com

服务热线 010-66045555

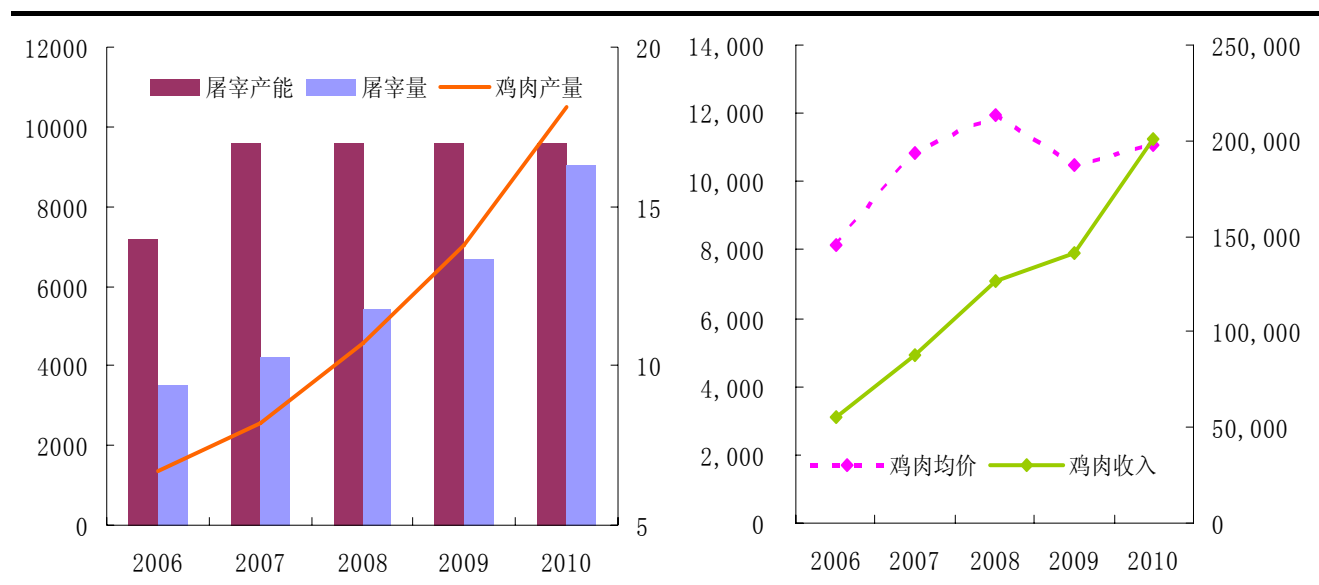
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年公司实现营业收入 20.7 亿元，同比增长 43.95%；营业利润 2.77 亿元，同比增长 39.41%；归属母公司净利润 2.78 亿元，同比增长 37.78%；全面摊薄每股收益 0.68 元。分配预案为每 10 股转增 10 股并派现 2.5 元（含税）。
- 2010 年肉鸡屠宰量略低于预期。2010 年公司完成肉鸡屠宰 9037 万羽，同比增长 33.5%，但低于此前机构普遍预期的 9600 万羽，主要原因是 2010 年下半年肉鸡行情一路向好带动鸡苗价格稳中上扬，公司择机销售高毛利的鸡苗 577 万羽所致。
- 拓宽销售渠道，“洋快餐”通吃。2010 年，公司在快餐行业渠道方面的销售收入为 5.3 亿元，同比增长 19.9%，其收入占比达到 26.5%。随着 2011 年 1 月公司与麦当劳全球最大的食品供应商 OSI 集团共同投资的合资企业欧圣农牧正式成立，公司除已有的肯德基、铭基等大客户外，将新增重量级客户麦当劳，成为麦当劳唯一指定的中国鸡肉一条龙原料供应商。销售渠道的拓宽和稳定，加上肯德基、麦当劳等“洋快餐”的快速扩张将带来公司鸡肉采购量的稳定增长。
- 产能加速扩张超预期。2010 年，随着首发募投项目的全部建成，公司肉鸡屠宰产能翻番扩大至 9600 万羽。随着公司 2010 年启动定向增发用于“新增 9600 万羽肉鸡工程及配套”项目以及与美国莱吉士成立的合资公司欧圣农牧新增 6000 万羽的屠宰产能，未来 3 年公司肉鸡屠宰产能将扩大至 2.52 亿羽，较 2010 产能增长 162.5%，3 年间平均复合增长率达 37.9%。结合公司 2011 年发展目标，我们预计 2011-2013 年肉鸡屠宰量分别为 1.37 亿羽、2.0 亿羽、2.5 亿羽，产能的扩张加上肉鸡屠宰量的快速增长将驱动公司业绩稳定增长。
- 盈利预测和投资评级。我们看好公司产能加速扩张并超预期，预计 2011-12 年每股收益分别为 1.1 元、1.54 元（以 2010 年末 4.1 亿股本计算），以 2011 年 1 月 24 日收盘价 36.6 元来计算，对应动态市盈率分别为 33 倍、24 倍；考虑到公司产能扩张超预期且销售渠道稳定，我们维持公司“增持”投资评级。
- 风险提示。禽流感等重大畜禽疫情发生；原料价格大幅波动；肉鸡屠宰量低于预期。

2010 年肉鸡屠宰量略低于预期

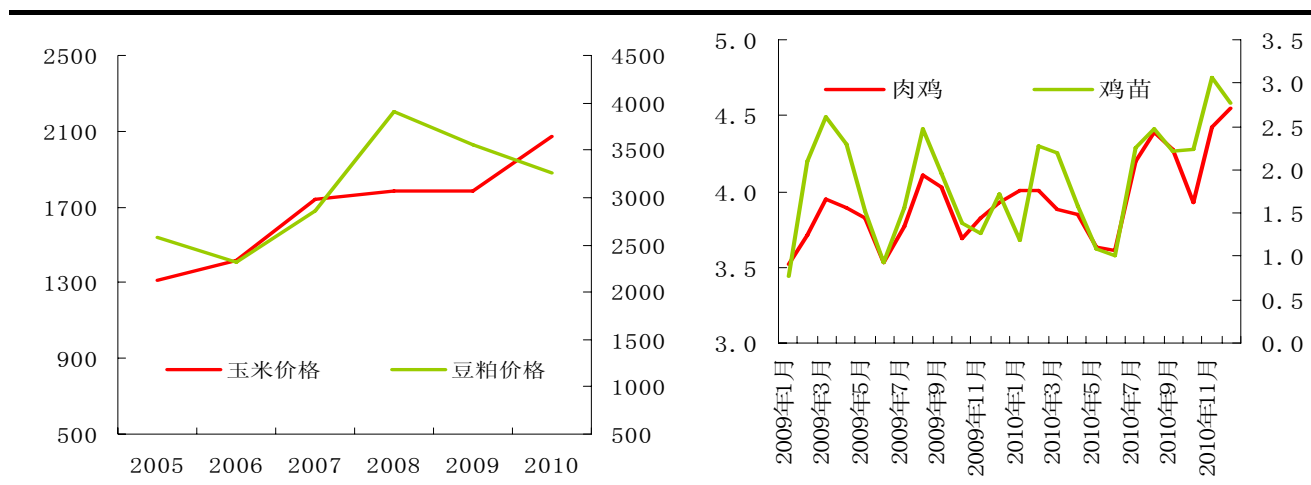
2010 年公司完成肉鸡屠宰 9037 万羽，同比增长 33.5%，但低于此前机构普遍预期的 9600 万羽，主要原因是 2010 年下半年肉鸡行情一路向好带动鸡苗价格稳中上扬，公司择机销售高毛利的鸡苗 577 万羽所致。2010 年销售鸡肉 18.14 万吨，同比增长 31.3%，鸡肉销售均价 11071 元/吨，同比上涨 5.4%，但由于受到玉米价格大幅上涨（同比上涨 16.3%）对毛利产生的负面影响，鸡肉毛利率由 2009 年 20.46% 下降至 2010 年 18.28%，下降 2.18 个百分点；公司综合毛利率由 2009 年 20.91% 下降至 2010 年 19.16%，下降 1.75 个百分点，其中四季度由于肉鸡价格高位运行，原料价格高位有所回落，公司综合毛利率同比上涨 5.4 个百分点。面对近期全球以及中国异常天气的频繁出现，2011 年粮食产量不容乐观，原料价格高位运行的可能性较大，公司仍需要加强原料价格波动的风险控制。

图表 1：肉鸡屠宰产能、屠宰量（万羽）以及鸡肉产量（万吨）；鸡肉销售均价（元/吨）及鸡肉销售收入（万元）



数据来源：公司公告、天相投顾

图表 2：公司近 6 年的玉米/左、豆粕采购价格（元/吨）；肉鸡（元/斤）/左、鸡苗价格（元/羽）走势

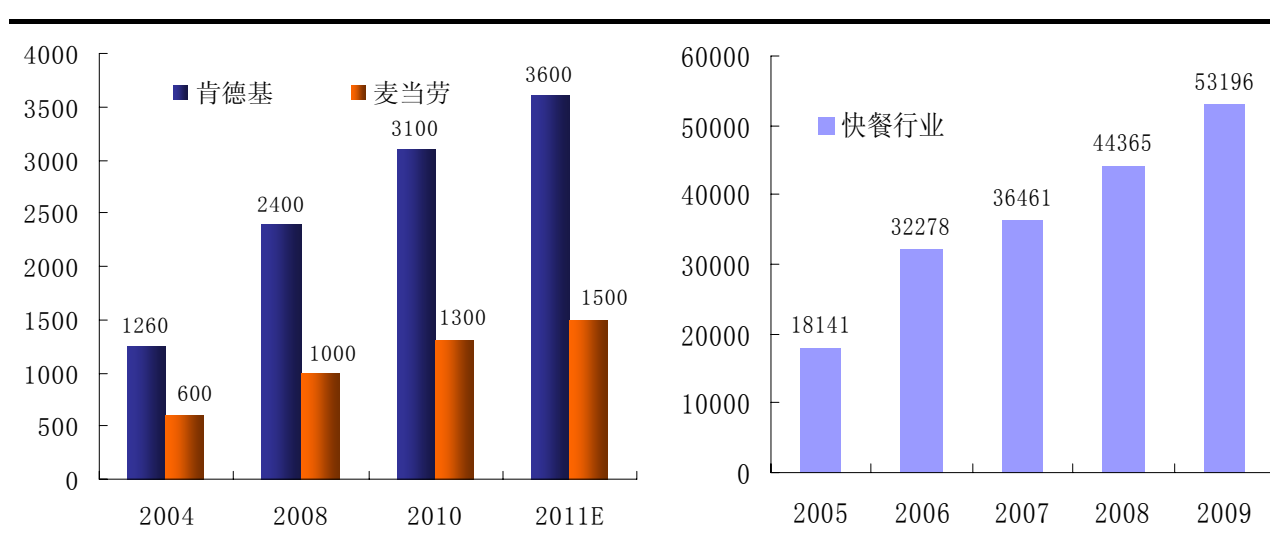


数据来源：公司公告、天相投顾

拓宽销售渠道，“洋快餐”通吃

2010 年，公司在快餐行业渠道方面的销售收入为 5.3 亿元，同比增长 19.9%，其收入占比达到 26.5%。随着 2011 年 1 月公司与麦当劳全球最大的食品供应商 OSI 集团共同投资的合资企业欧圣农牧正式成立，公司除已有的肯德基、铭基、德克士等大客户外，将新增重量级客户麦当劳，成为麦当劳唯一指定的中国鸡肉一条龙原料供应商。2004 年，麦当劳在中国门店数为 600 家，2010 年底接近 1300 家，6 年间门店数翻番，但相较于竞争对手肯德基快速的扩张速度（每天新增 1 家门店），麦当劳在中国的扩张速度较为落后，因此，2011 年麦当劳明确在中国的投资将增加 40%，新增门店数 175 至 200 家，至 2013 年新增门店数 1000 家，较 2010 年几近翻番。销售渠道的拓宽和稳定，加上肯德基、麦当劳等“洋快餐”的快速扩张将带来公司鸡肉采购量的稳定增长。

图表 3：2011 年肯德基、麦当劳在中国门店数较 2004 增长近 3 倍；公司近 5 年快餐行业的渠道收入（万元）



数据来源：公司公告、天相投顾

产能加速扩张超预期

2010年,随着首发募投项目的全部建成,公司肉鸡屠宰产能翻番扩大至9600万羽,肉鸡屠宰量同比增长33.5%至9037万羽。随着公司2010年启动定向增发用于“新增9600万羽肉鸡工程及配套”项目以及与美国莱吉士成立的合资公司欧圣农牧新增6000万羽的屠宰产能,未来3年公司肉鸡屠宰产能将扩大至2.52亿羽,较2010产能增长162.5%,3年间平均复合增长率达37.9%。2011年,公司计划完成投资11亿元,使年末肉鸡饲养产能较2010年末增长50%以上,2011年度肉鸡加工量较2010年度增加40%以上。结合公司2011年发展目标,我们预计2011-2013年肉鸡屠宰量分别为1.37亿羽、2.0亿羽、2.5亿羽,产能的扩张加上肉鸡屠宰量的快速增长将驱动公司业绩稳定增长。

财务结构较为稳健 但现金流不太自由

2010年公司资产负债率有所上升,由2009年的27.5%上升至2010年的44.3%,虽然有所上升,但仍低于50%,财务结构仍较为稳健;2010年公司净利润率有所下滑,由2009年的13.94%下降至2010年的13.44%,资产运营效能无明显改善,但通过财务杠杆的提升,公司净资产收益率(ROE)由2009年的12.68%上升至2010年的15.59%。现金流方面,公司2010年经营活动净现金流为2.75亿元,略低于其净利润2.78亿元,其占比为98.9%,低于2006-2009年的占比水平;由于公司产能的扩张,公司投资活动净现金流近5年均为负数,2010年投资活动净现金流为-8.3亿元,经营活动净现金流小于投资活动的净现金流,导致公司的现金流不太自由,不过公司已获批6亿元的短期融资券,这将大大增加公司现金流,降低资金成本。

盈利预测与投资建议

我们看好公司产能加速扩张并超预期,预计2011-12年每股收益分别为1.1元、1.54元(以2010年末4.1亿股本计算),以2011年1月24日收盘价36.6元来计算,对应动态市盈率分别为33倍、24倍;考虑到公司估值水平合理且2011年产能扩张超预期且销售渠道稳定,我们维持公司“增持”投资评级。

风险因素

禽流感等重大畜禽疫情发生;原料价格大幅波动;肉鸡屠宰量低于预期。



图表 4：圣农发展(002299) 盈利预测表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	143,769	206,952	341,372	488,162
增长率(%)	10.99%	43.95%	64.95%	43.00%
减：营业成本	113,709	167,294	274,805	392,971
营业税金及附加	7	14	34	49
销售费用	2,344	2,862	5,121	7,811
管理费用	3,853	5,459	9,558	14,645
财务费用	3,980	3,598	6,827	9,763
期间费用率(%)	7.08%	5.76%	6.30%	6.60%
资产减值损失	4	22	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	19,872	27,704	45,027	62,924
加：营业外收入	301	682	853	1,220
减：营业外支出	132	580	683	976
利润总额	20,041	27,806	45,198	63,168
减：所得税费用	3	-3	5	6
净利润	20,039	27,809	45,193	63,162
归属母公司所有者的净利润	20,039	27,809	45,193	63,162
增长率(%)	10.50%	38.78%	62.51%	39.76%
每股收益(元)	0.49	0.68	1.10	1.54

资料来源：天相投顾预测；注：每股收益按照 2010 年末的 4.1 亿股计算

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518040