

分析师： 乔洋 (8621) 65799581 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

产能释放促业绩提升，全产业链模式日趋完善

事件描述

圣农发展（002299.SZ）今日公告 2011 年半年度报告，营业收入为 12.45 亿元，同比增长 43.59%；归属于上市公司股东的净利润 1.27 亿元，比上年同期增长 83.36%。我们认为：

⊗ 2011 年上半年公司业绩增长主要源于公司肉鸡养殖的产能逐步释放；

⊗ 我们看好公司的两大逻辑——行业需求空间较大+公司的“一体化自养自宰”经营模式；

基于鸡肉价格上涨及公司未来产能持续释放的阶段性机会，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.55 元、0.76 元和 1.00 元，首次给予“推荐”评级。

事件评论

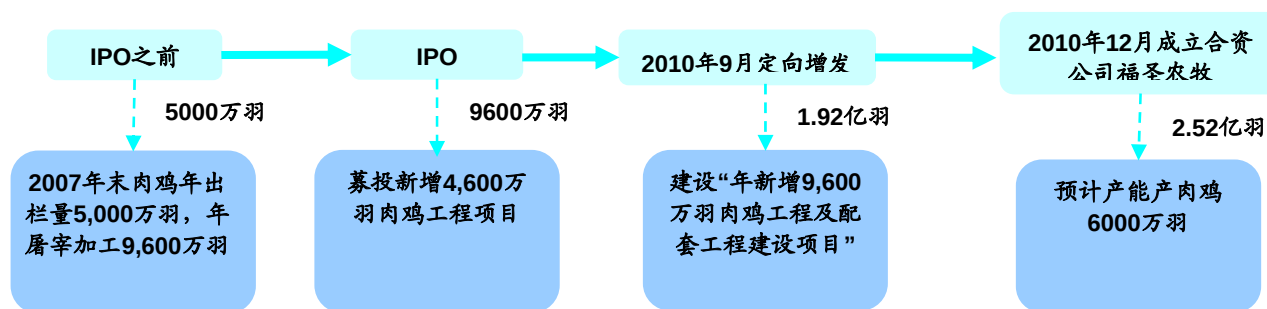
第一，营业收入大幅增长主要源于公司肉鸡产能释放以及产品价格提升

公司 2011 年上半年营业收入为 12.45 亿元，同比增长 43.59%。公司主营业务收入的大幅增长主要源于公司的肉鸡产能逐步释放和产品价格的大幅提升。据测算，2011 年上半年公司肉鸡销量较上年提升约 23.93%；公司鸡肉产品平均价格为 12129.83 元/吨，较上年同期上涨 14.14%。

⊗ 产能逐步释放

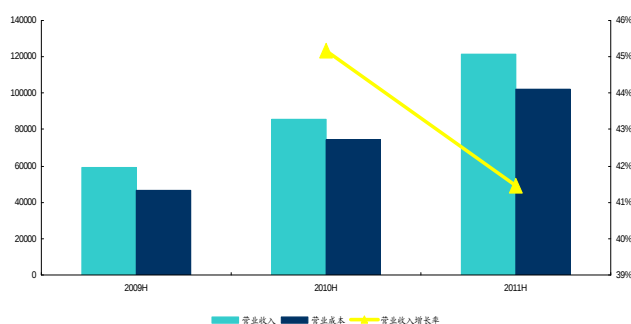
2009 年 IPO 之前，公司肉鸡出栏量仅为 5600 万羽，经过 IPO 募投项目 4600 万羽肉鸡产能的投产，2010 年公司的肉鸡养殖产能达到 9600 万羽。2010 年 9 月，公司发布定向增发预案（定向增发于 2011 年 5 月完成），募投项目为新增 9600 万羽肉鸡产能。2010 年 12 月公司与莱吉士合资设立福圣农牧（设计产能 6000 万羽）。上述项目达产后公司理论产能有望达到 2.52 亿羽。公司从去年下半年开始采用自有资金对非公开发行项目进行建设，截至今年上半年已有部分厂房投入生产，这是公司收入大幅上升的主要原因。公司的市场份额已经从 2005 年的 0.55% 上升至 2010 年的 1.43%，市场占有率有望继续提升，待 2.52 亿羽产能达产后公司或成为白羽鸡养殖行业龙头。

图 1: 公司产能扩张历程



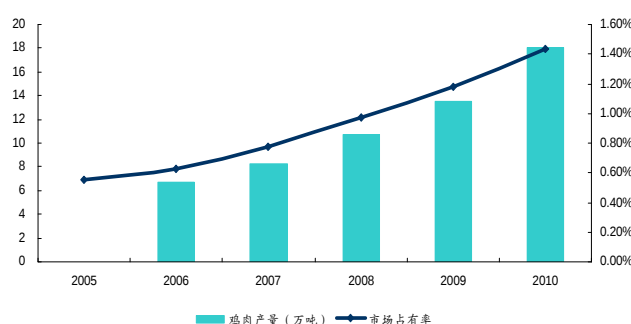
资料来源：公司招股说明书、长江证券研究部

图 2: 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、长江证券研究部

图 3: 公司市场份额逐年扩大



资料来源：公司公告、长江证券研究部

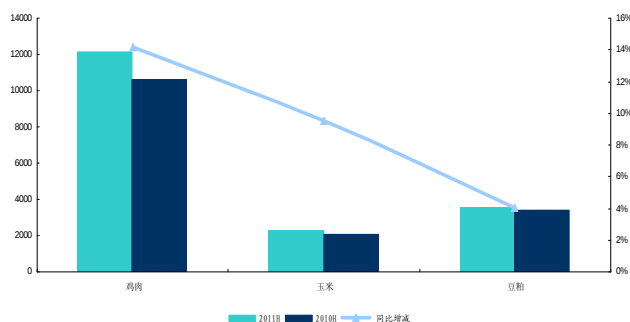
产品价格大幅提升

公司鸡肉产品平均价格为 12129.83 元/吨，较去年同期上涨 14.14%，我们认为主要原因是上半年北方鸡病比较严重，出栏率较低，导致肉鸡整体供给不足。

第二，一体化经营模式助公司上半年盈利能力提升

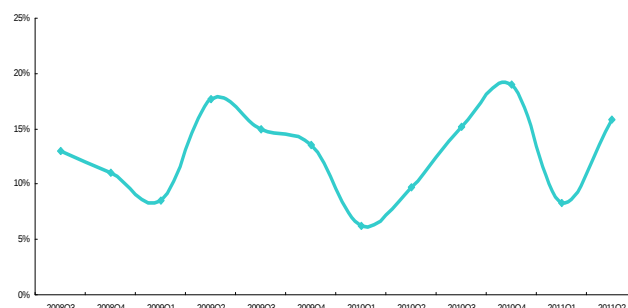
2011 年上半年，公司主营业务毛利率达到 15.78%，较去年同期提升 2.58 个百分点。（一季度毛利率水平较低主要是雏鸡取暖费较高和员工年度奖金发放的缘故）。2011 年上半年，玉米、豆粕价格均大幅上涨，涨幅分别为 13.74% 和 3.45%，而公司鸡肉产品均价涨幅达到 14.14%，带来毛利率提升。我们认为，公司毛利率提升一方面源于肉鸡市场供求变化带来肉鸡价格大幅上涨，另一方面源于公司一体化经营模式带来的公司经营风险可控、生产成本较低等优势。

图 4：鸡肉、玉米和豆粕价格同比变化（单位：元/吨）



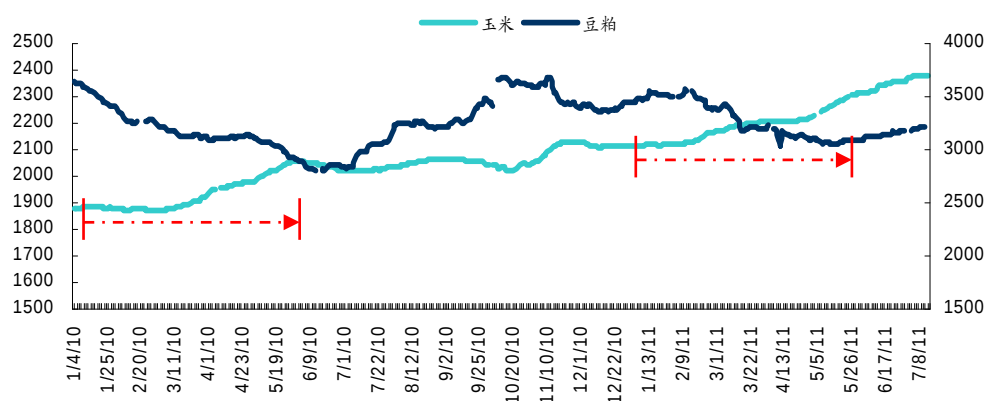
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：报告期内毛利率有大幅回升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：玉米豆粕现货均价（元/吨）

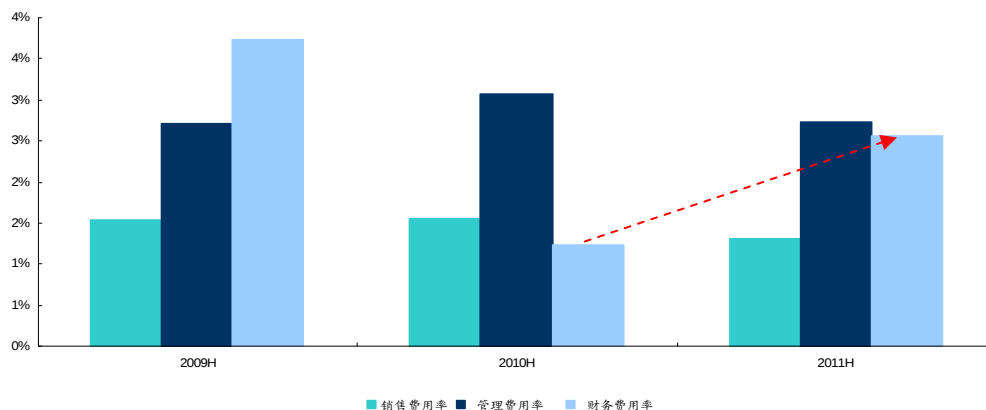


资料来源：WIND，长江证券研究部

第三，期间费用基本稳定，财务费用有较大提升

2011年上半年，公司期间费用率为6.57%，同比提升0.71个百分点。其中，销售费用率和管理费用率分别下降0.25个百分点和0.34个百分点，财务费用率上升1.31个百分点，主要原因是公司为建设“年新增9,600万羽肉鸡工程及配套工程项目”筹措资金，自2010年下半年以来大幅增加银行借款并发行了短期融资券，导致报告期内财务费用同比增加2,095.38万元。公司在非公开发行资金到位之前已经预先投资，加快了项目推进进度。

图 7：财务费用率大幅增长



资料来源：公司招股说明书、长江证券研究部

2011 年上半年，公司归属于上市公司股东的净利润为 1.27 亿元，较上年增长 83.36%。

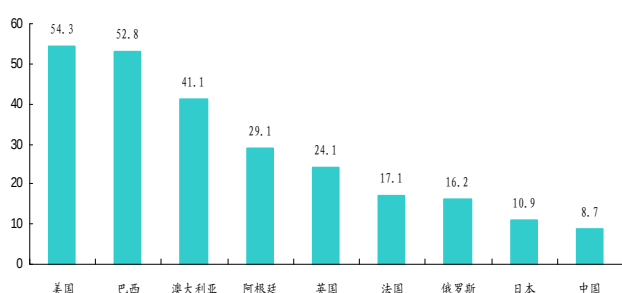
第四，我们看好公司的两大逻辑——行业需求空间较大+公司一体化“自养自宰”模式

行业需求空间较大、规模化养殖趋势显著

1、食品消费中，中国鸡肉产量仅次于美国，而人均鸡肉消费仅为美国的 1/6，根据 2009 年美国人均鸡肉消费量 54.3 千克进行测算，如果中国人均消费量达到这个水平，那么鸡肉年需求量将会增加 6 倍，因此，在可预期范围内肉鸡养殖市场的上升空间较为宽裕。

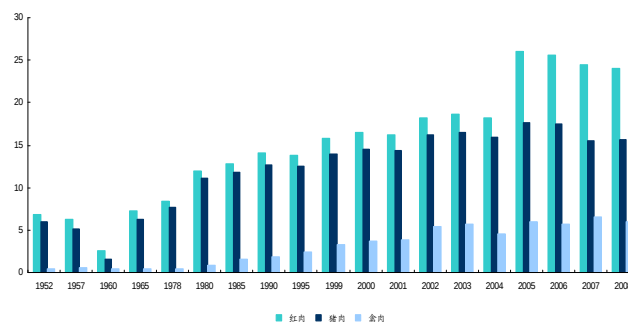
2、在“扩内需”成为产业转型主基调的后金融危机时代，居民消费的提升是政策制定的重大突破口，食品消费行业长期利好。基于消费习惯的转变和鸡肉的低价优势，近年来以鸡肉为代表的“白肉”占肉类消费比重呈逐年上升的趋势。

图 8：2009 年部分国家人均年鸡肉消费量（单位：千克）



资料来源：中国统计年鉴、长江证券研究所

图 9：红肉与白肉消费量对比（单位：千克/人）



资料来源：FAO，长江证券研究部

3、即食食品需求增加，快餐行业扩张加速。肯德基、麦当劳、德克士等大型快餐连锁是公司重要客户，截至 2010 年底肯德基在国内门店数量约为 3200 家左右，若按照不低于“每天一家”的速度进行扩张，预计肯德基门店年增速约为 400 家左右。预计 2013 年底麦当劳门店数量或达到 2000 家，但截至 2010 年底麦当劳在中国门店总数约为 1250 家。据测算，公司每只白羽肉鸡平均重量约为 1.8 千克，则肯德基、麦当劳的扩张将分别带来 215 万羽、134.4 万羽的肉鸡需求。

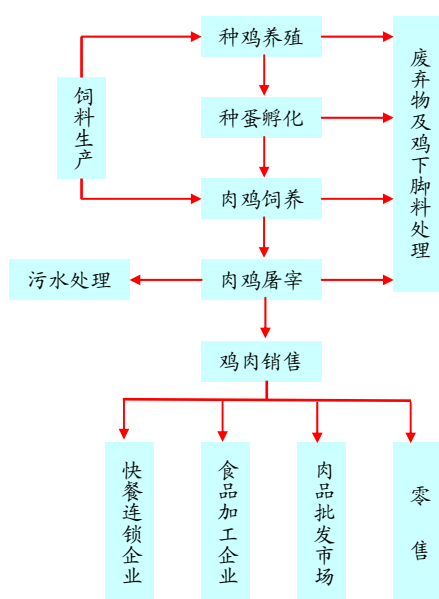
4、行业集中度较低，规模化养殖是大趋势。国内 5 万羽以上的规模化肉鸡养殖场数量占比不到 5%，前十位肉鸡产商

市场份额不到 10%，行业整合空间较大。两大短期因素加速行业整合，一是近年不少外资企业涉足我国肉鸡产业的下游产业链（比如美国泰森食品、泰国正大集团、美国福喜等），必将加剧行业间的纵向整合；二是原材料价格不断上涨带来的成本增加对规模较小的肉鸡厂商冲击较大，行业整合加速。

⊗ 一体化“自养自宰”模式是公司核心竞争力

公司经营业务覆盖从饲料、种鸡、商品鸡到屠宰加工运输等所有环节（不包括疫苗及饲料上游粮食产业），客户主要定位为大型快餐连锁和食品加工等高端鸡肉采购企业（占比约 60%）。公司的一体化经营模式存在一定的资金和经验壁垒，短期内难以成功复制，为公司的核心竞争力。在食品安全关注度日益提升的时代，公司的优势逐渐明显。

图 10：公司业务产业链

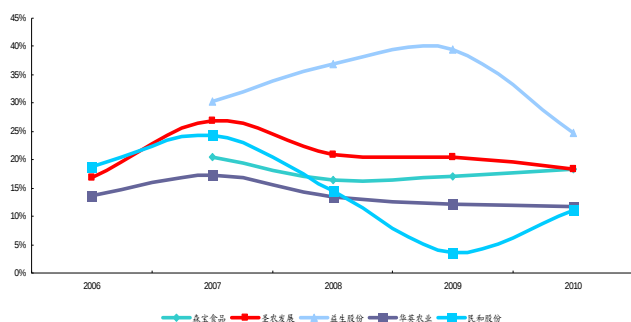


资料来源：公司招股说明书、长江证券研究部

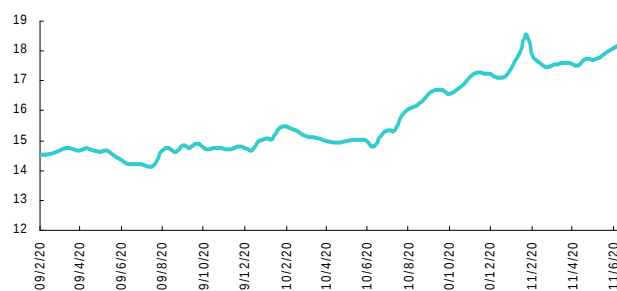
一体化“自养自宰”模式主要带来两大优势：

高品质优势：公司的上下游一体化经营与业内流行的“公司+农户”模式相比，鸡肉产品中兽药残留量和饲料添加剂含量能够控制在标准范围内，而“公司+农户”模式中该项比例由于参与主体较为复杂而不易控制。由于肯德基等大型快餐连锁企业的质量评估标准非常严格，公司凭借自身的经营模式连续三年在肯德基三大策略供应商的质量评估体系中获得第一名侧面证明了公司的产品质量优势。

减少中间环节利润流失：以单只白羽鸡为例，从种鸡到屠宰需要投入的成本为 56.43 元，而整个环节的收入为 63.05 元，即综合毛利率为 11.73%，也就是理论上来说，不考虑各环节的耦合收益，全产业链肉鸡养殖毛利率仅为 11.73%，低于种鸡、饲料和饲养三个环节的毛利率。但是，从公司的几年来毛利率数据来看，均接近 20%，这就反映出公司在产业链耦合之间成本控制能力较强。

图 11：公司毛利率具有竞争优势


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 12：50 个城市白条鸡平均零售价（元/公斤）


资料来源：Wind，长江证券研究部

第五，祖代鸡场建设部分投产，产业链延伸又见成效

公司于 2010 年 10 月 19 日董事会审议通过了《关于建设“年产 200 万套父母代种鸡的祖代种鸡建设项目”的议案》，计划投资 6800 万元将产业链拉长延伸至上游祖代种鸡养殖：投资新建祖代孵化厂 1 个，祖代种鸡场 5 个；年饲养祖代种鸡 5.4 万套，年提供父母代种鸡 200 万套。截止 2011 年 6 月 30 日，公司已建成 1 个祖代种鸡场，在建祖代种鸡场（含孵化厂）4 个，累计投资 2,650.90 万元。祖代鸡项目的投产可以弥补公司的上游种鸡产能不足问题。

第六，盈利预测

根据我们前期的草根调研，上半年鸡肉价格大幅上涨的原因在于北方鸡病比较严重，出栏率较低，下半年鸡肉价格有望继续维持高位。基于对于未来鸡肉价格的判断以及公司未来产能的持续释放，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.55 元、0.76 元和 1.00 元，首次给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2070	3185	5047	6758	货币资金	520	546	1358	2390
营业成本	1673	2529	4004	5357	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	397	656	1043	1401	应收账款	93	144	228	305
% 营业收入	19.2%	20.6%	20.7%	20.7%	存货	346	523	827	1107
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	79	119	188	252
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	29	44	71	97	流动资产合计	1069	1380	2678	4156
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	55	84	267	372	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	2.6%	5.3%	5.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	36	31	17	13	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	1.0%	0.3%	0.2%	固定资产合计	2025	1824	1572	1284
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	63	60	57	54
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	277	496	687	919	其他非流动资产	47	47	47	47
% 营业收入	13.4%	15.6%	13.6%	13.6%	资产总计	3204	3311	4353	5541
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	565	0	0	0
利润总额	278	496	687	919	应付款项	93	140	222	297
% 营业收入	13.4%	15.6%	13.6%	13.6%	预收账款	19	29	45	61
所得税费用	0	0	0	0	应付职工薪酬	15	23	36	48
净利润	278	496	687	919	应交税费	0	1	1	1
归属于母公司所有者					其他流动负债	360	545	890	1194
的净利润	278.1	496.3	687.3	919.0	流动负债合计	1052	737	1195	1602
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	365	365	365	365
EPS（元/股）	0.31	0.54	0.75	1.01	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	275	809	1031	1271	负债合计	1420	1105	1563	1970
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1784	2206	2790	3571
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1784	2206	2790	3571
固定资产投资	-835	-112	-100	-88	负债及股东权益	3204	3311	4353	5541
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-835	-112	-100	-88		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.305	0.545	0.755	1.009
股权融资	0	0	0	0	BVPS	1.96	2.42	3.06	3.92
银行贷款增加（减少）	831	-565	0	0	PE	93.45	52.37	37.81	28.28
筹资成本	112	-105	-120	-151	PEG	1.91	1.07	0.77	0.58
其他	-225	0	0	0	PB	14.57	11.78	9.31	7.28
筹资活动现金流净额	717	-670	-120	-151	EV/EBITDA	58.77	30.63	23.58	18.29
现金净流量	158	27	811	1032	ROE	15.6%	22.5%	24.6%	25.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。