

圣农发展 (002299)

鸡肉量价齐升，全年业绩翻番

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
编号 S0880511010013

本报告导读：

圣农发展三季报鸡肉销售量价齐升，毛利率创近年新高，全年屠宰量有望超 1.3 亿羽，11-12 年业绩预测 0.61/0.84 元，目前估值较低。维持增持评级，目标价 23.2 元。

投资要点：

- **三季报略超预期。**圣农发展 2011 年前三季度实现营业收入 20.97 亿元，增长 49.9%；净利润 3.12 亿元，增长 107.5%；摊薄后 EPS 为 0.343 元（原预测 0.321 元）。
- **鸡肉量价齐升，毛利率创新高。**前三季度圣农发展鸡肉销量同比增加 29.48%，销售均价上升 15.69%，高于成本 8.87% 的涨幅，第三季单季度毛利率 27.5%，为上市以来新高。
- **鸡肉价格三季度上涨，预计全年均价涨 15%。**圣农发展中报鸡肉销售均价 1.23 万元/吨，三季度以来市场鸡肉均价加速上涨，我们测算目前圣农发展销售价已超 1.3 万元/吨，预计全年销售均价上涨 15%。
- **旺季屠宰量加大，全年有望超 1.3 亿羽。**圣农发展上半年屠宰肉鸡 4992 万羽，根据均价、收入测算，三季度屠宰量超过 3300 万羽，预计四季度屠宰量 4500-5000 万羽，全年有望超过 1.3 亿羽屠宰量。
- **维持增持评级，目标价 23.2 元。**根据产能投放计划，2013 年圣农发展屠宰量将达 2.25 亿羽，年均增长 30%。在此基础上，我们对圣农发展 2011-13 年摊薄 EPS 预测为 0.61、0.84、1.12 元，目前估值为 26.9X、19.4X。我们维持对圣农发展的增持评级，目标价 23.2 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,438	2,070	3,525	4,710	6,290
(+/-)%	11%	44%	70%	34%	34%
经营利润 (EBIT)	239	313	588	782	1,040
(+/-)%	6%	31%	88%	33%	33%
净利润	200	278	551	765	1,020
(+/-)%	11%	39%	98%	39%	33%
每股净收益 (元)	0.22	0.31	0.61	0.84	1.12
每股股利 (元)	0.18	0.25	0.21	0.29	0.39

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	16.6%	15.1%	16.7%	16.6%	16.5%
净资产收益率 (%)	12.7%	15.6%	15.3%	18.6%	21.4%
投入资本回报率 (%)	16.7%	15.3%	20.1%	21.9%	24.8%
EV/EBITDA	45.6	34.2	22.0	16.4	12.5
市盈率	74.0	53.3	26.9	19.4	14.5
股息率 (%)	1.1%	1.5%	1.3%	1.8%	2.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**23.20**

上次预测：**23.20**

当前价格：**16.28**

2011.10.18

交易数据

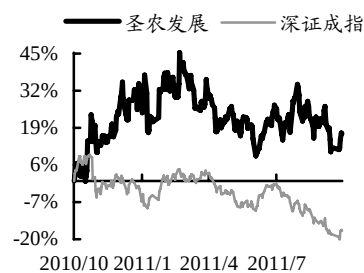
52 周内股价区间 (元)	15.07-39.89
总市值 (百万元)	14,829
总股本/流通 A 股 (百万股)	911/282
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	31%
日均成交量 (百万股)	7
日均成交值 (百万元)	114

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,280
每股净资产	3.60
市净率	4.5
净负债率	25%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.028	0.050
Q2	0.048	0.090
Q3	0.089	0.182
Q4	0.140	0.284
全年	0.305	0.605

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	-8%	17%
相对指数	0%	8%	34%

相关报告

- 中报点评
《鸡肉价格看涨，全年盈利高增》
2011.07.19
- 年报点评：
《今年景气回升，三年增长确定》
2011.01.25
- 三季报点评：
《成本有效锁定，毛利率明显回升》
2010.10.25

农业

圣农发展 (002299)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.20

上次预测: 23.20

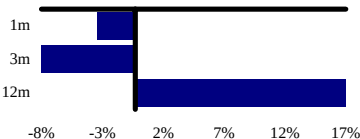
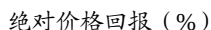
当前价格: 16.28

公司网址

www.sunnercn.com

公司简介

公司是中国最大的自养自宰白羽肉鸡专业生产企业，以肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工和鸡肉销售为主业。下辖 50 几个生产基地场（厂），现已形成集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售为一体的完整的白羽鸡产业链，实现了肉鸡产业资源的低成本运作。圣农冷冻鸡肉产品已成为国内快餐业、大型超市、大中城市市场供应商。生产基地依托武夷山自然保护区和闽江源头富屯溪，素有“绿色金库”之称，是福建省“可持续发展的生态经济区”，为生产优质无污染的鸡肉创造得天独厚的自然条件。



52 周价格范围 15.07-39.89

市值(百万)	14,829
--------	--------

财务预测（单位：百万元）

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,438	2,070	3,525	4,710	6,290	7,766	9,095	10,654	11,944	13,392
营业成本	1,137	1,673	2,804	3,749	5,011	6,189	7,252	8,499	9,531	10,689
税金及附加	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
销售费用	23	29	46	61	82	101	118	138	155	174
管理费用	39	55	88	118	157	194	227	266	299	335
EBIT	239	313	588	782	1,040	1,281	1,497	1,749	1,958	2,193
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	40	36	38	20	23	21	16	6	-2	-19
营业利润	199	277	550	762	1,017	1,260	1,481	1,742	1,960	2,211
所得税	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润	200	278	551	765	1,020	1,264	1,486	1,748	1,966	2,218
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	394	520	1,549	1,582	1,723	1,704	1,937	2,207	2,951	3,700
其他流动资产	342	549	920	1,231	1,644	1,990	2,331	2,732	3,063	3,435
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,154	1,615	2,197	2,593	2,892	3,530	4,035	4,627	5,012	5,445
无形及其他资产	37	65	88	110	131	151	170	189	206	223
资产合计	2,179	3,204	5,368	6,030	6,879	7,728	8,775	10,048	11,532	13,116
流动负债	448	1,052	1,389	1,555	1,739	1,767	1,849	1,985	2,191	2,333
非流动负债	151	368	365	365	365	365	365	365	365	365
股东权益	1,580	1,784	3,614	4,111	4,774	5,596	6,562	7,698	8,976	10,417
投入资本(IC)	1,432	2,052	2,929	3,573	4,194	5,091	5,860	6,757	7,396	8,109
现金流量表										
NOPLAT	238	313	588	782	1,040	1,282	1,497	1,749	1,958	2,193
折旧与摊销	99	136	113	154	187	216	266	312	365	409
流动资金增量	61	127	249	205	274	215	224	262	217	244
资本支出	-401	-447	-664	-413	-435	-842	-775	-915	-680	-858
自由现金流	-2	129	285	729	1,066	870	1,211	1,408	1,860	1,987
经营现金流	258	275	457	734	956	1,286	1,544	1,803	2,112	2,365
投资现金流	-401	-447	-664	-413	-435	-842	-775	-915	-680	-858
融资现金流	0	0	1,030	33	141	-19	233	270	745	749
现金流净增加额	-143	-173	822	354	663	425	1,001	1,158	2,176	2,255
财务指标										
成长性										
收入增长率	11.0%	43.9%	70.3%	33.6%	33.5%	23.5%	17.1%	17.1%	12.1%	12.1%
EBIT 增长率	6.3%	31.2%	87.7%	33.1%	32.9%	23.2%	16.8%	16.8%	12.0%	12.0%
净利润增长率	10.5%	38.8%	98.3%	38.7%	33.5%	23.9%	17.5%	17.6%	12.5%	12.8%
利润率										
毛利率	20.9%	19.2%	20.5%	20.4%	20.3%	20.3%	20.3%	20.2%	20.2%	20.2%
EBIT 率	16.6%	15.1%	16.7%	16.6%	16.5%	16.5%	16.5%	16.4%	16.4%	16.4%
净利率	13.9%	13.4%	15.6%	16.2%	16.2%	16.3%	16.3%	16.4%	16.5%	16.6%
收益率										
净资产收益率(ROE)	12.7%	15.6%	15.3%	18.6%	21.4%	22.6%	22.6%	22.7%	21.9%	21.3%
总资产收益率(ROA)	9.2%	8.7%	10.3%	12.7%	14.8%	16.4%	16.9%	17.4%	17.0%	16.9%
投入资本回报率(ROIC)	16.7%	15.3%	20.1%	21.9%	24.8%	25.2%	25.5%	25.9%	26.5%	27.0%
运营能力										
存货周转天数	67	63	60	66	66	67	68	68	69	69
应收账款周转天数	28	30	30	30	30	30	30	30	30	30
总资产周转天数	553	565	556	467	399	363	352	344	352	357
净利润现金含量	129%	99%	83%	96%	94%	102%	104%	103%	107%	107%
资本支出/收入	27.9%	21.6%	18.8%	8.8%	6.9%	10.8%	8.5%	8.6%	5.7%	6.4%
偿债能力										
资产负债率	27.5%	44.3%	32.7%	31.8%	30.6%	27.6%	25.2%	23.4%	22.2%	20.6%
净负债率	0.3%	23.0%	-11.2%	-9.2%	-9.9%	-10.0%	-12.6%	-14.2%	-19.5%	-23.9%
估值比率										
PE	74.0	53.3	26.9	19.4	14.5	11.7	10.0	8.5	7.5	6.7
PB	4.2	3.7	4.1	3.6	3.1	2.7	2.3	1.9	1.7	1.4
P/S	4.6	3.2	4.2	3.1	2.4	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	45.6	34.2	22.0	16.4	12.5	10.3	8.7	7.5	6.6	5.9
股息率	1.1%	1.5%	1.3%	1.8%	2.4%	3.0%	3.5%	4.1%	4.6%	5.2%

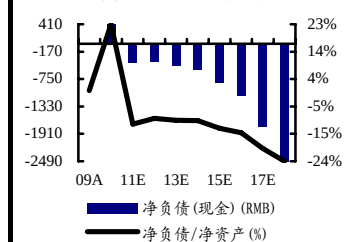
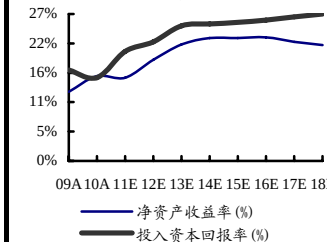
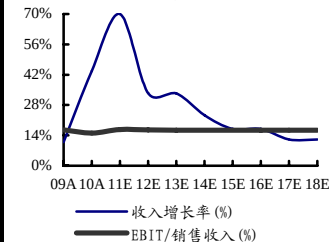
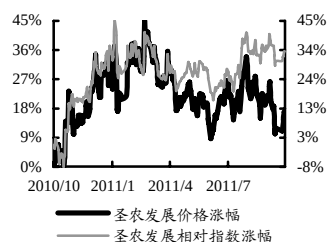
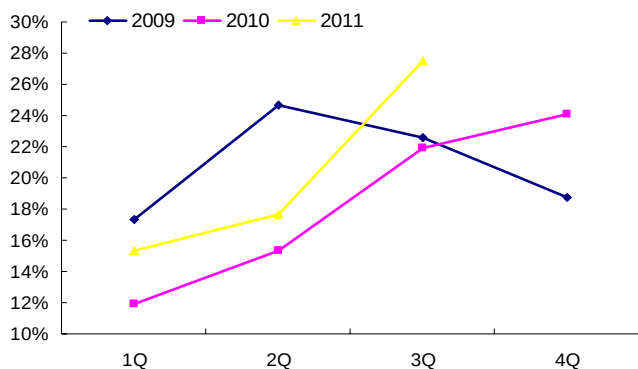
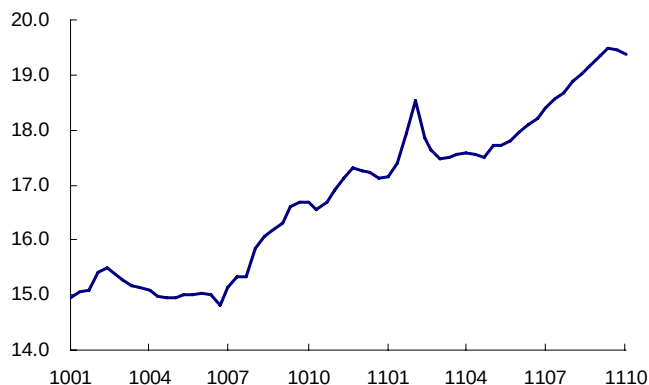


图 1: 圣农发展单季度毛利率



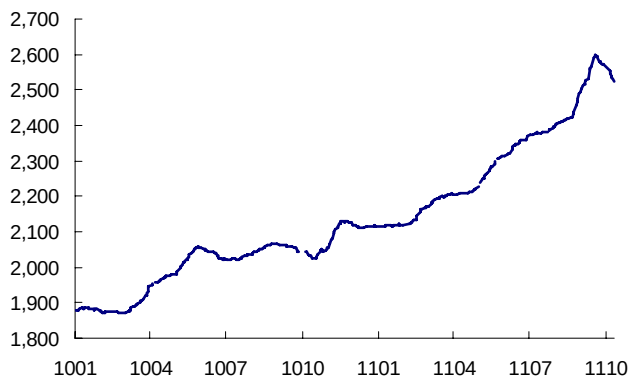
数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究所

图 2: 50 城市白条鸡均价 (元/公斤)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 3: 玉米现货价 (元/吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 4: 豆粕现货价 (元/吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

圣农发展利润简表 (百万)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
营业收入	417	449	532	671	544	701	852
YoY	55.9%	36.3%	34.4%	50.9%	30.2%	56.0%	60.2%
营业成本	368	381	416	509	460	577	618
毛利率	11.9%	15.3%	21.9%	24.1%	15.4%	17.7%	27.5%
销售费用	6.5	6.9	7.2	8.0	7.2	9.0	10.1
管理费用	14.6	12.0	12.1	15.9	17.2	16.8	20.4
财务费用	4.3	6.5	12.0	13.3	14.8	16.9	9.5
三项费用率	6.1%	5.6%	5.9%	5.5%	7.2%	6.1%	4.7%
净利润	25.8	43.6	81.0	127.7	45.2	82.2	184.7
YoY	13.9%	-25.2%	36.4%	112.8%	74.9%	88.3%	128.2%
净利润率	6.2%	9.7%	15.2%	19.0%	8.3%	11.7%	21.7%

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		