

圣农发展 (002299)

增持/维持评级

股价: RMB16.22

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

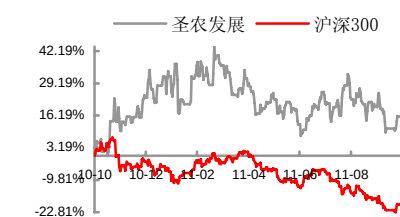
wuxd@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	911
流通 A 股 (百万股)	911
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	14,775

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩略超预期 关注交易性机会

- 事件:** 公司公布 2011 三季报。1-9 月实现营业收入和利润分别为 20.97 亿元和 3.12 亿元, 同比增长 49.89%和 107.47%, 全面摊薄 EPS0.34 元。
- 鸡肉业务量价齐升, 利润大幅增长:** 营业收入同比增长 49.89%, 主要原因是公司扩大产能, 1-9 月鸡肉销量同比增长率达到了 29.48%。此外, 鸡肉价格一路攀升, 圣农销售均价也同比增长 15.69%。原材料价格的上涨了 8.87%, 主要来自玉米价格和人工工资的上升。由于鸡肉价格涨幅高于成本涨幅, 因此公司利润增幅大于收入增幅, 达到 107.47%。
- 鸡肉价格全年强势, 高于成本涨幅:** 肉类价格具有较强的相关性, 我们认为猪价的高点出现在明年春节附近。鸡肉价格远低于猪肉价格的涨幅, 上涨潜力较大。今年玉米丰收, 虽然很难扭转供需, 仍将在一定程度上打压涨势。豆粕受美国大豆收购良好天气和经济低迷影响, 四季度豆粕价格恐难大幅上涨。因此, 全年鸡肉价格涨幅仍将高于成本涨幅。
- 产能快速投放, 2013 年达 2.22 亿羽:** 2010 年年末, 公司肉鸡饲养、屠宰产能达到 9600 万羽。近期有两个在建或筹建项目, 预计到 2013 年公司的权益产能将达到 2.22 亿羽。根据公司产能投放节奏, 我们认为公司 2011-13 年的屠宰量将达到 1.26 亿羽、1.65 亿羽和 2.07 亿羽, 三年增速分别达到 39%、31%和 26%。
- 养殖行情进入后半段, 关注交易性机会:** 现阶段肉类价格已经处于历史高位, 养殖利润丰厚, 存在周期性回调需求。前一波养殖股的上涨已经反映了市场对养殖行业景气的预期。但下半年养殖行业仍处于景气区间, 可以关注肉价超预期上涨和股价超跌带来的交易性机会。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预测公司 11-13 年 EPS 为 0.61 元、0.77 元和 0.96 元, 对应 PE 约 27X 水平。禽畜养殖已经处于景气高点, 股价已经较好的反映了公司的基本面。考虑到公司的配置价值和长期盈利能力, 给予公司“增持”评级, 关注阶段性交易机会。
- 风险因素:** 鸡肉价格近期下行; 疫病因素。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2069.5	3415.0	4475.0	5619.0
(+/-%)	43.9	65.0	31.0	25.6
归属母公司净利润(百万元)	278.1	555.0	699.0	872.0
(+/-%)	38.8	99.6	25.9	24.7
EPS(元)	0.31	0.61	0.77	0.96
P/E(倍)	53.1	28.6	22.7	18.2

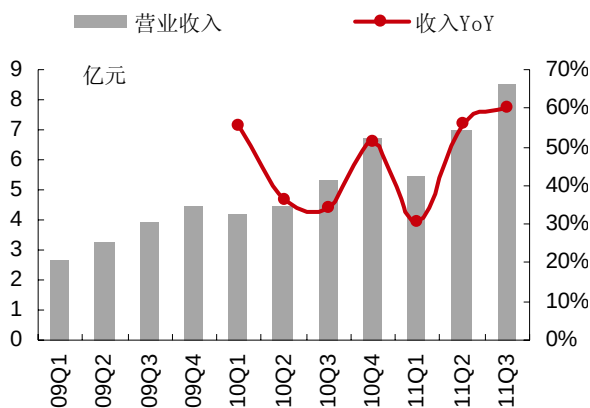
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

鸡肉业务量价齐升，利润大幅增长

营业收入同比增长 49.89%，主要原因是公司扩大产能，首次募投项目全部投产，非公开发行募投项目逐步投产。1-9 月鸡肉销量同比增长率达到了 29.48%。此外，鸡肉价格一路攀升，圣农销售均价也同比增长 15.69%。因此营业收入大幅增长。

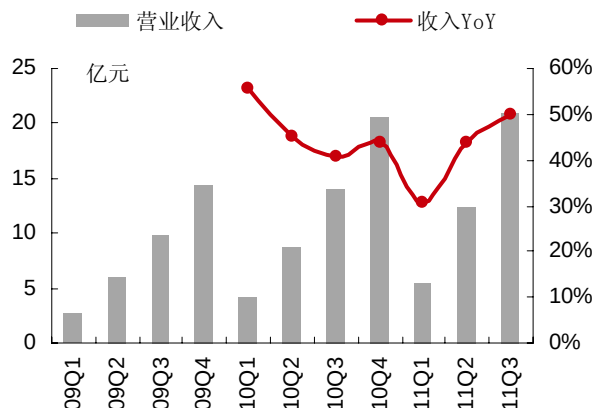
原材料价格的上涨了 8.87%，主要来自玉米价格和人工工资的上升。由于鸡肉价格上涨幅度高于成本涨幅，因此公司利润增幅大于收入增幅，达到 107.47%。

图 1： 公司单季度收入情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 公司季度累计收入情况



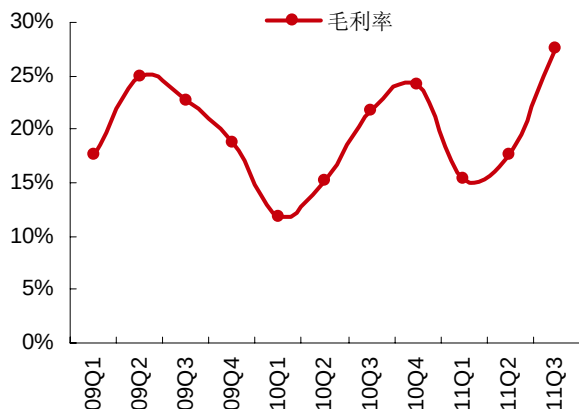
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

毛利率上升，费用控制良好

公司毛利率上升。2011 年 1-9 月毛利率 21.07%，同比上升 4.28 个百分点（三季度单季 27.52%，同比上升 5.71 个百分点）。毛利率上升主要是因为鸡肉价格持续上涨，原材料的涨幅低于鸡肉的涨幅。

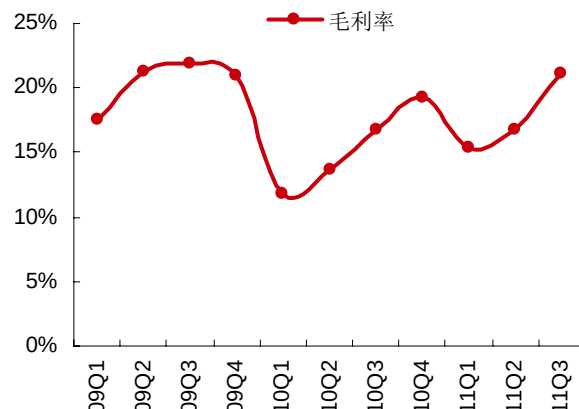
由于公司良好的费用控制能力和规模效应，2011 年 1-9 月销售+管理费用率 3.85%，同比下降 0.44 个百分点（三季度单季 3.58%，同比上升 0.01 个百分点）。

图 3： 公司单季度毛利率情况



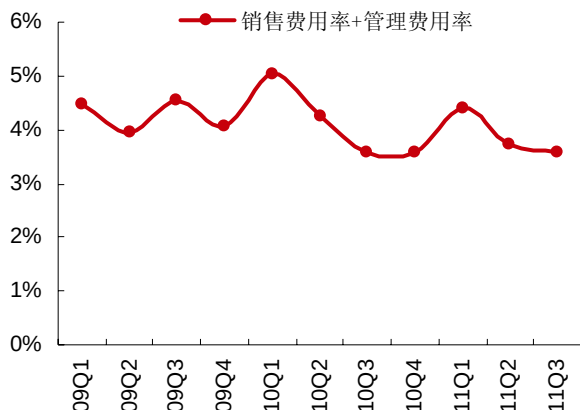
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4： 公司累计季度毛利率情况



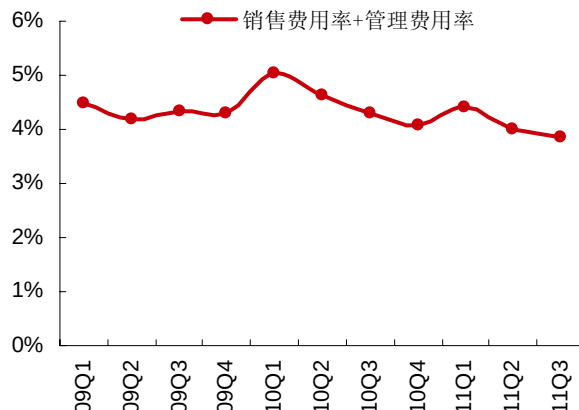
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5： 公司单季度销售+管理费用率情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6： 公司累计季度销售+管理费用率情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

鸡肉价格全年强势，高于成本涨幅

鸡肉价格潜力大，未来 3-6 个月将持续上涨。肉类价格具有较强相关性，猪肉价格的走高对鸡肉价格将有一定的拉动作用。**猪肉方面**，猪肉供需关系的根本扭转还需时日。并且，随着四季度国庆、元旦、春节等节日消费旺季来临，猪肉价格再度上涨的概率较大，甚至有可能创出新高，我们认为猪价的高点出现在明年春节附近。**鸡肉方面**，目前鸡肉价格涨幅相对于 10 年低点约 20-30%，远低于猪肉价格 100%左右的涨幅，上涨潜力较大。7 月份猪肉曾出现回调，而鸡肉价格仍然一路保持上涨。我们预计未来 3-6 个月鸡肉价格保持平稳上涨势头的概率较大。

玉米走高，豆粕近期低迷，全年鸡肉价格涨幅仍将高于成本涨幅。圣农采用一体化养殖方式，原材料中玉米、豆粕所占比重最大，分别达到 25~30%左右。**玉米方面**，受需求拉动影响，国内玉米价格一直保持上涨趋势，年初至今均价相对于 2010 年均价上涨了 12.4%，略高于鸡肉 11.81%的涨幅。今年玉米丰收，虽然很难扭转供需，仍将在一定程度上打压涨势。**豆粕方面**，前期受养殖业存栏低迷影响，豆粕价格维持较低水平。近期，生猪存栏恢复产生对豆粕的需求，对豆粕价格有一定拉动；但受美国大豆收购良好天气和经济低迷影响，9 月下旬大豆价格开始下跌。综合来看，四季度豆粕价格恐难大幅上涨。总的来说，鸡肉价格上涨较为确定，全年鸡肉价格涨幅仍将高于成本涨幅。

图 7： 猪肉价格维持高位



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

图 8： 鸡肉价格一路攀升



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

图 9: 美国大豆价格大幅跳水



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图 10: 豆粕价格近期低迷



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

表格 1: 肉类和原材料价格情况 (元/千克)

	鸡肉	猪肉	玉米	豆粕
当前价格	20.28	29.79	2.58	3.36
当前价格同比涨幅	16.02%	48.88%	24.64%	0.90%
当前价格相对年初涨幅	13.55%	41.92%	25.85%	-2.33%
1 月份环比涨幅	2.46%	1.62%	0.98%	2.33%
2 月份环比涨幅	1.09%	4.92%	1.45%	0.00%
3 月份环比涨幅	-0.11%	0.85%	1.43%	-3.13%
4 月份环比涨幅	0.54%	2.39%	2.35%	-4.69%
5 月份环比涨幅	1.29%	5.32%	2.29%	-2.15%
6 月份环比涨幅	1.17%	15.37%	3.59%	0.94%
7 月环比涨幅	1.79%	5.91%	3.90%	4.67%
8 月环比涨幅	2.48%	1.04%	1.67%	0.30%
9 月至今环比涨幅	2.11%	-0.87%	5.74%	-0.30%
2010 上半年均价	16.30	16.07	1.97	3.19
2010 下半年均价	17.14	20.11	2.07	3.42
2010 均价	16.71	18.06	2.01	3.32
2011 年至今均价	18.69	25.60	2.26	3.35
相对 2010 年均价涨幅	11.81%	41.76%	12.40%	0.91%

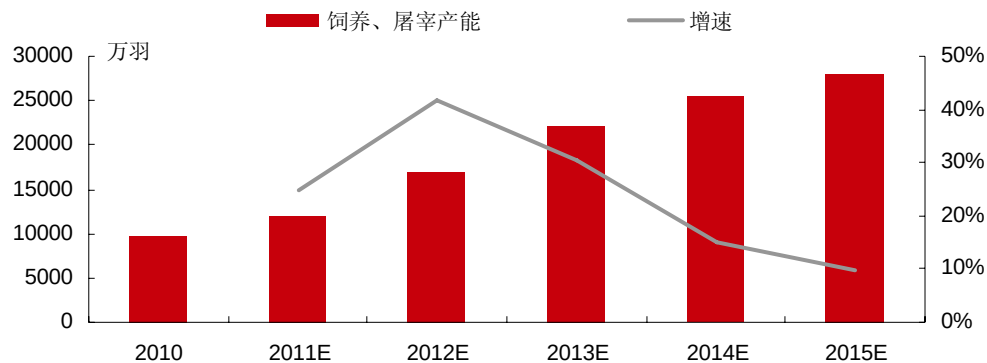
资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

产能快速投放, 2013 年达 2.22 亿羽

2010 年年末, 公司肉鸡饲养、屠宰产能达到 9600 万羽。近期有两个在建或筹建项目, 其一是用非公开募集的资金新增 9600 万羽肉鸡工程及配套工程建设项目; 其二是与美国莱吉士合资组建公司形成 6000 万羽产能直供麦当劳 (公司占比 51%, 目前在筹建阶段)。预计到 2013 年公司的权益产能将达到 2.22 亿羽。根据公司产能投放

节奏,我们认为公司 2011-13 年的屠宰量将达到 1.26 亿羽、1.65 亿羽和 2.07 亿羽,三年增速分别达到 39%、31%和 26%。

图 1: 公司产能增长情况



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

养殖行情进入后半段，关注交易性机会

养殖行情进入后半段。现阶段肉类价格已经处于历史高位，养殖利润丰厚。圣农单羽利润在 5 元左右，而一般情况下在 3 元左右，存在周期性回调需求。而且，前一波养殖股的上涨已经反映了市场对养殖行业景气的预期。

关注交易性的机会。随着明年春节后猪肉价格开始下行，养殖利润也将开始下滑。但下半年养殖行业仍处于景气区间，可以关注交易性机会。例如，肉类价格超预期上涨和股价回调带来的买入机会。

盈利预测

我们预测公司 11-13 年 EPS 为 0.61 元、0.77 元和 0.96 元，11-13 年净利润增速分别为 100%、26%、25%。当前股价对应 PE 约 27X 水平。我们认为禽畜养殖已经处于景气高点，未来增速下降，股价已经较好的反映了公司的基本面。考虑到公司在禽畜养殖板块中具有较高的配置价值和长期的盈利能力，给予公司“增持”评级。

表格 2：公司销售预测

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
鸡肉业务						
饲养能力（万羽/年）	9600	12000	17000	22200	25500	28000
肉鸡期末存栏数（万羽）	1347	1886	2452	3065	3525	3877
饲养数量（万羽）	9389	13144	17087	21359	24563	27019
饲养数量, YOY		40.00%	30.00%	25.00%	15.00%	10.00%
屠宰数量（万羽）	9037	12605	16521	20746	24103	26667
屠宰数量, YOY	33.49%	39.48%	31.07%	25.57%	16.18%	10.64%
鸡肉销售量（吨）	181382	261805	343145	430890	500616	553861
销量 YOY	34.87%	44.34%	31.07%	25.57%	16.18%	10.64%
鸡肉销售价格（元/吨）	11071	12843	12843	12843	12843	12843
价格 YOY	5.45%	16.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业收入（百万元）	2,008.12	3,362.26	4,406.87	5,533.75	6,429.21	7,113.01
营业成本（百万元）	1641.01	2639.37	3525.50	4482.33	5207.66	5761.54
毛利（百万元）	367.11	722.89	881.37	1051.41	1221.55	1351.47
毛利率	18.28%	21.50%	20.00%	19.00%	19.00%	19.00%
其他业务						
营业收入（百万元）	61.40	52.43	68.16	85.20	97.98	107.77
营业成本（百万元）	31.92	26.21	34.08	42.60	48.99	53.89
毛利（百万元）	29.48	26.21	34.08	42.60	48.99	53.89
毛利率	48.01%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
总计						
营业收入（百万元）	2069.52	3,414.69	4,475.03	5,618.94	6,527.19	7,220.78
营业成本（百万元）	1672.93	2,665.59	3,559.58	4,524.93	5,256.65	5,815.43
毛利（百万元）	396.59	749.10	915.45	1,094.01	1,270.54	1,405.36
毛利率	19.16%	21.94%	20.46%	19.47%	19.47%	19.46%

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

1) 鸡肉价格下行：市场存在鸡价下行风险。近期毛鸡价格出现剧烈波动，山东地区毛鸡价格从 10 月 7 日的最高点 5.1 元下降到 16 日的 4.2 元，跌幅近 20%。根据历史情况，我们认为本次毛鸡波动应该属于正常的波动，近期将回升。我们对全年鸡肉价格强势的观点保持不变。

2) 疫病因素。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1069	1030	2510	3022	营业收入	2070	3415	4475	5619
现金	520	273	1482	1692	营业成本	1673	2666	3560	4525
应收账款	89	169	219	268	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	5	0	0	0	营业费用	29	43	58	73
预付账款	79	72	107	154	管理费用	55	89	119	149
存货	346	516	703	908	财务费用	36	59	35	-4
其他流动资产	31	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2136	2725	3153	3548	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1615	2282	2732	3112	营业利润	277	558	703	875
无形资产	63	89	116	142	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	458	353	305	294	营业外支出	6	3	4	4
资产总计	3204	3756	5663	6571	利润总额	278	555	699	871
流动负债	1052	1063	937	973	所得税	0	0	0	0
短期借款	530	660	421	399	净利润	278	555	699	872
应付账款	93	179	220	265	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	429	224	297	309	归属母公司净利	278	555	699	872
非流动负债	368	365	365	365	EBITDA	449	719	873	1035
长期借款	365	365	365	365	EPS (元)	0.68	0.61	0.77	0.96
其他非流动负	3	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1420	1428	1302	1338	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	410	911	911	911	营业收入	43.9%	65.0%	31.1%	25.6%
资本公积	748	338	1672	1672	营业利润	39.4%	101.4	26.0%	24.5%
留存收益	626	1079	1778	2649	归属母公司净利	38.8%	99.6%	26.0%	24.6%
归属母公司股	1784	2328	4361	5232	获利能力				
负债和股东权	3204	3756	5663	6571	毛利率(%)	19.2%	21.9%	20.5%	19.5%
现金流量表					净利率(%)	13.4%	16.3%	15.6%	15.5%
单位: 百万元					ROE(%)	15.6%	23.8%	16.0%	16.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	14.2%	20.0%	20.1%	20.2%
经营活动现金	275	424	712	787	偿债能力				
净利润	278	555	699	872	资产负债率(%)	44.3%	38.0%	23.0%	20.4%
折旧摊销	136	101	135	163	净负债比率(%)	65.48	71.78	60.34	57.10
财务费用	36	59	35	-4	流动比率	1.02	0.97	2.68	3.11
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.69	0.48	1.93	2.17
营运资金变动	-181	-289	-158	-244	营运能力				
其他经营现金	6	-3	0	0	总资产周转率	0.77	0.98	0.95	0.92
投资活动现金	-835	-692	-563	-559	应收账款周转率	26	26	23	23
资本支出	838	664	535	531	应付账款周转率	22.27	19.64	17.88	18.66
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	4	-28	-28	-28	每股收益(最新)	0.68	0.61	0.77	0.96
筹资活动现金	717	21	1059	-18	每股经营现金流	0.30	0.47	0.78	0.86
短期借款	302	130	-239	-22	每股净资产(最	1.96	2.56	4.79	5.74
长期借款	215	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	501	0	0	P/E	57.09	28.60	22.71	18.22
资本公积增加	0	-410	1334	0	P/B	8.90	6.82	3.64	3.03
其他筹资现金	200	-200	-35	4	EV/EBITDA	36	23	19	16
现金净增加额	158	-246	1209	210					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司