

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

鸡肉价格提升驱动业绩稳步增长，产业链延伸见成效

事件描述

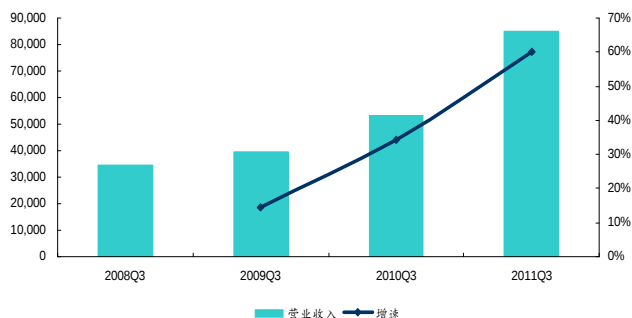
圣农发展（002299.SZ）今日公告2011年第三季度业绩报告：

- ✧ 第三季度公司实现营业收入 8.52 亿元，同比增加 60.16%；归属于上市公司股东的净利润 1.85 亿元，同比增加 128.15%；实现每股收益 0.20 元。
- ✧ 前三季度共实现营业收入 20.97 亿元，同比增长 49.90%；归属于上市公司股东的净利润 3.12 亿元，同比增加 107.47%；实现每股收益 0.36 元。
- ✧ 公司预告 2011 年度净利润同比变动幅度的预计范围为 90%~140%，归属于上市公司股东的净利润为 5.28~6.67 亿元，EPS 为 0.58~0.73 元
- ✧ 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 0.70 元、0.81 元和 1.13 元，维持“推荐”评级。

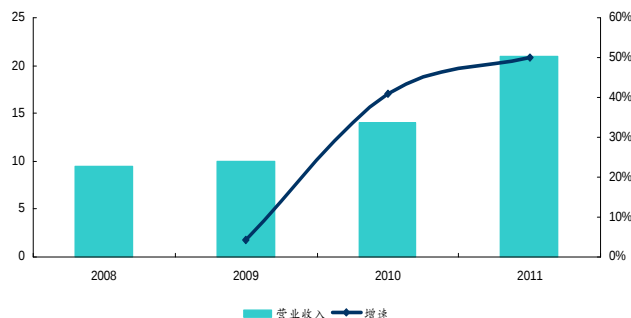
事件评论

第一，第三季度公司实现营业收入8.52亿元，综合毛利率较去年同期增加5.62个百分点

- ✧ 2011 年第三季度公司实现营业收入 8.52 亿元，同比增长 60.16%。
- ✧ 前三季度公司累计实现营业收入 20.97 亿元，同比增长 49.90%，主要系公司“年新增 9600 万羽肉鸡项目”逐步投产带来产量增加所致，前三季度公司鸡肉产品销量增加 29.48%，销售均价上升 15.69%。据测算，第三季度公司的鸡肉产品销量较去年同期增长 36.08%；鸡肉销售均价较去年同期增长 18.48%。

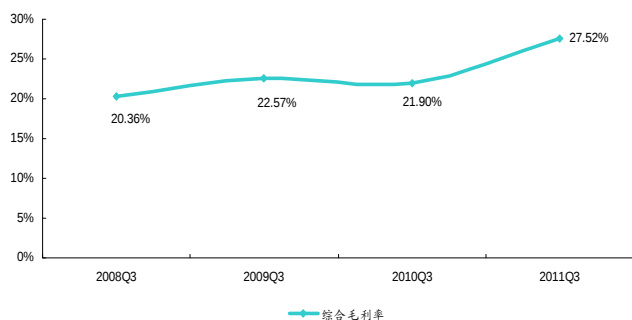
图 1：2008～2011 年公司三季度营业收入（万元）


资料来源：Wind，长江证券研究部

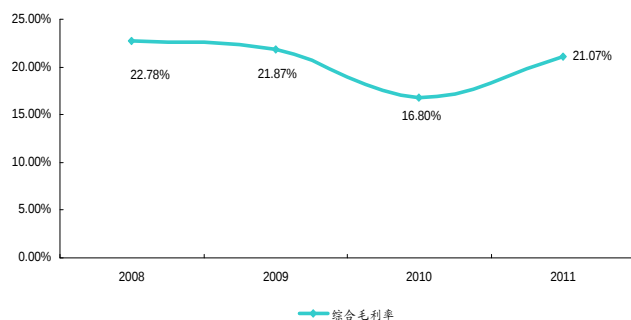
图 2：2008～2011 年公司前三季度营业收入（万元）


资料来源：Wind，长江证券研究部

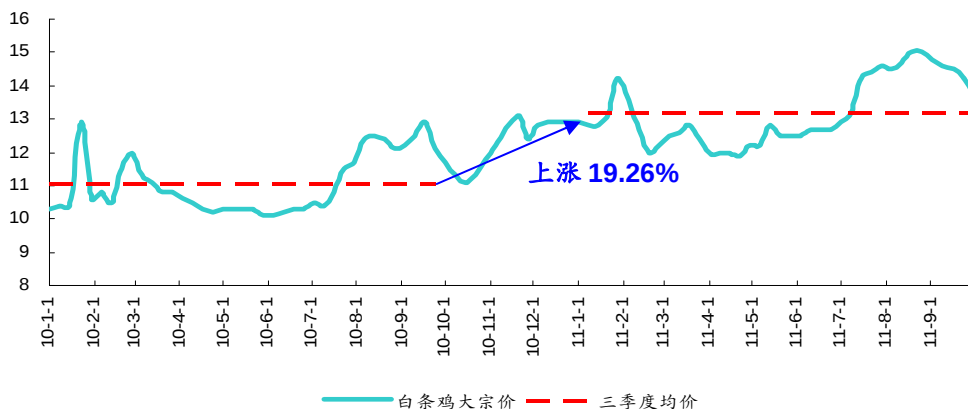
✧ 第三季度公司综合毛利率水平为 27.52%，较去年同期上升 5.62 个百分点。前三季度公司综合毛利率水平为 21.07%，较去年同期上升 4.28 个百分点，主要系公司鸡肉销售价格上涨 15.69%，而单位成本仅上升了 8.87% 所致。2011 年 1～9 月份北京新发地农产品批发市场白条鸡大宗价均价为 13.19 元/公斤，而去年同期均价为 11.06 元/公斤，同比上涨 19.26%。

图 3：2008～2011 年公司三季度综合毛利率


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4：2008～2011 年公司前三季度综合毛利率


资料来源：Wind，长江证券研究部

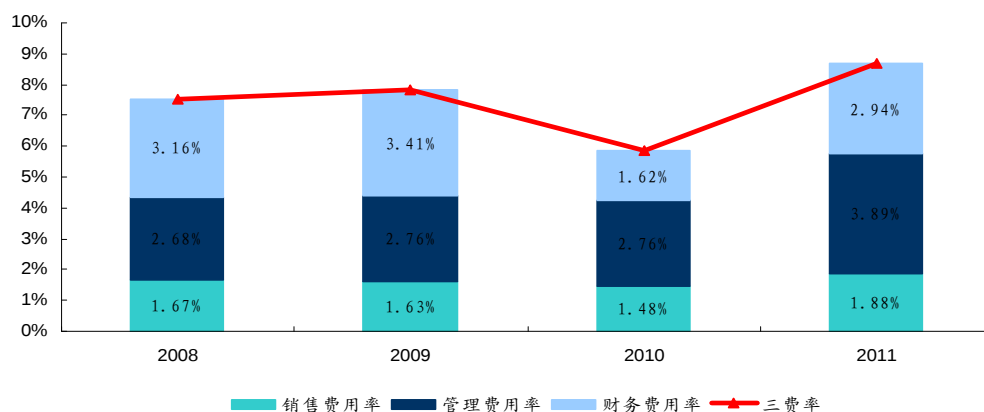
图 5：北京新发地白条鸡批发大宗价（元/公斤）


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，前三季度综合期间费用率较去年同期上升 2.84 个百分点

- ✧ 2011 年前三季度公司实现销售费用 2624.35 万元，较去年同期上升 26.96%；管理费用 5440.05 万元，同比增长 40.69%；财务费用 4117.47 万元，同比增加 81.19%。销售费用主要由销售规模扩大导致；管理费用增加主要是经营规模扩大以及非公开发行增加了相关费用；财务费用大幅增长的主要原因是非公开发行资金到位之前，公司为募投项目筹措资金而发行短期融资券，利息费用增加导致。
- ✧ 前三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.88%，3.89%和 2.94%；分别较去年同期费用率上升 0.40、1.12 和 1.32 个百分点。前三季度综合期间费用率为 8.71%，较去年同期增加 2.84 个百分点。

图 6：前三季度公司三项费用率同比有较大幅度增加



资料来源：Wind，长江证券研究部

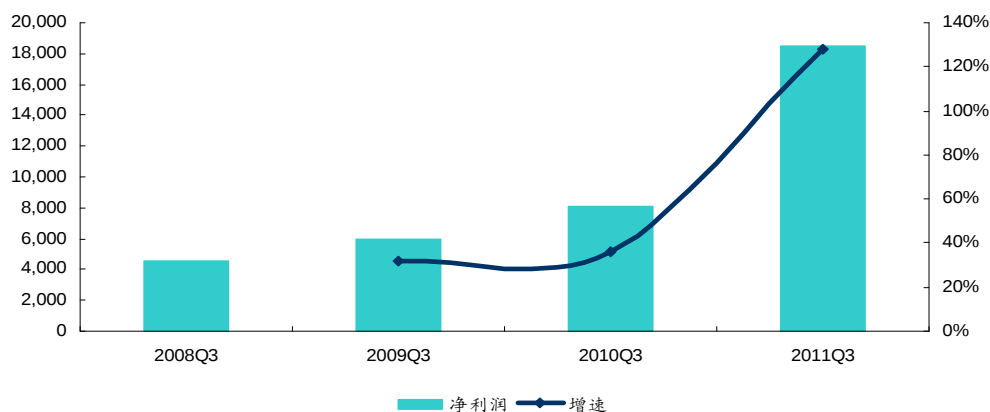
第三，前三季度公司应收账款和固定资产增幅较大

- ✧ 公司前三季度应收账款较年初增加 5025.05 万元，增幅为 56.66%，主要系规模扩大带来的大客户销售额增加较多导致。
- ✧ 公司前三季度固定资产较年初增加 4.90 亿元，增幅为 30.36%，主要是因为公司非公开发行募投项目逐渐推进，目前已经建成 15 个肉鸡场、7 个种鸡场和 2 个祖代鸡场。

第四，第三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.85 亿元，同比增加 128.15%

- ✧ 第三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.85 亿元，同比增加 128.15%；前三季度公司实现归属于上市公司股东净利润 3.12 亿元，同比增加 107.47%。

图 7：2008~2011 年公司第三季度公司净利润（万元）及增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

✧ 公司预告 2011 年度净利润同比变动幅度的预计范围为 90%~140%，归属于上市公司股东的净利润为 5.28~6.67 亿元，EPS 为 0.58~0.73 元

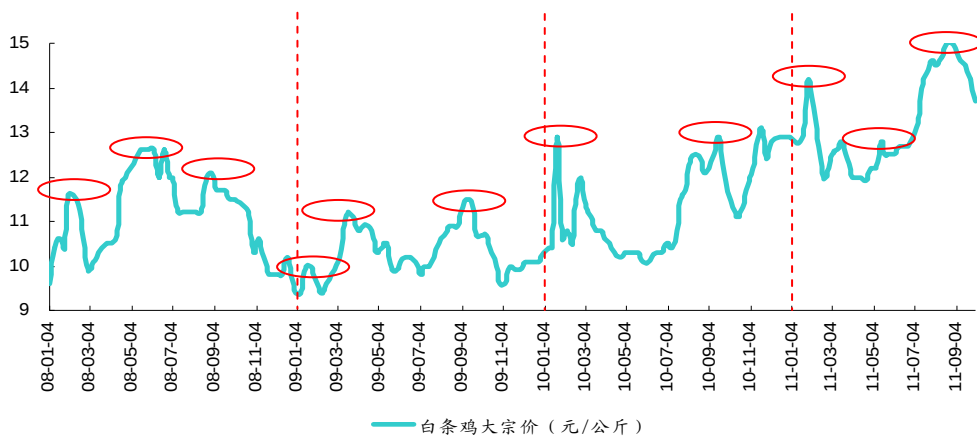
第五，我们看好公司的两大逻辑——四季度价格鸡肉价格上涨+公司一体化“自养自宰”模式

⊗ 四季度到明年一季度鸡肉价格上涨概率较大

鸡肉价格表现出的季节性波动特征较为明显，我们认为主要是节日效应导致：一般在年前鸡肉需求较为旺盛，价格在 1 月份出现快速上涨，随后消费较为疲软，3 月份会出现第一个价格低点；5 月份和 10 月份假期到来会增加消费需求，随后价格出现快速回落。

价格的波动一般表现为一年为一个周期，每个周期在 1、5、10 月份出现价格高点，在其随后的一个月左右价格会快速回落，出现低谷期。我们统计结果显示，在近三年的周期中，每次 1、5、10 月的价格上涨涨幅均值为 20.25%。

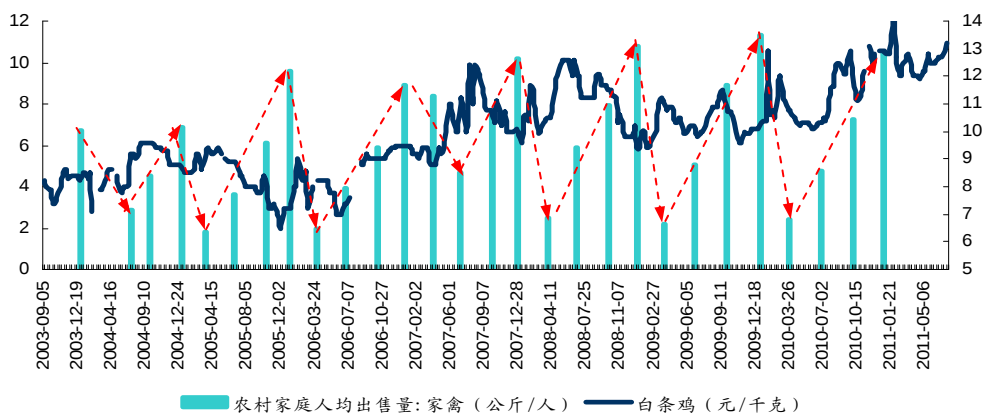
图 8：鸡肉价格的周期性波动：高点在 1、5、10 月份，低点在 3、6、11 月份



资料来源：Wind，长江证券研究部

季节性波动的内在机理一方面是因为肉鸡补栏周期的作用，一方面是农村养殖户的淘汰鸡及肉鸡的供给周期的波动。在 2003 年至 2011 年的农村家庭人均家禽出售量数据中可以看出，一季度家禽出售量最少，四季度家禽出售量最大，养鸡过年的现象在农村依然广泛存在。

图 9：农村人均家禽出售量与白条鸡价格季节性波动特征显著



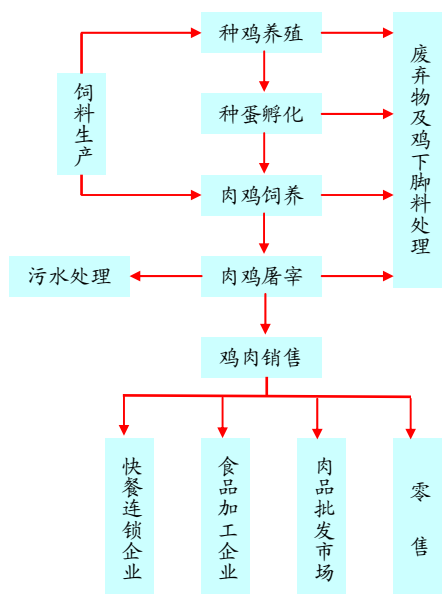
资料来源：Wind，长江证券研究部

根据历史数据的规律，我们判断，鸡肉价格低点在 11 月份，之后上涨，到明年 1 月份达到高点。

⊗ 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

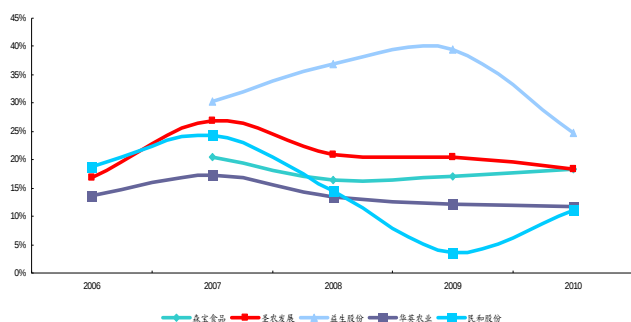


资料来源：公司招股说明书、长江证券研究部

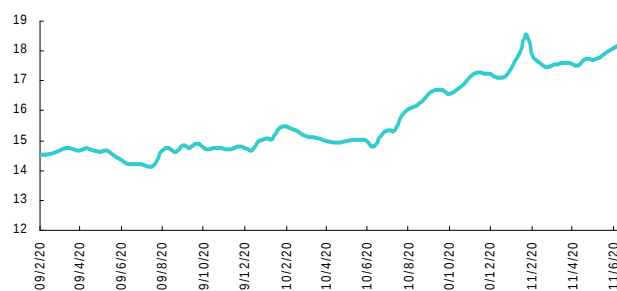
一体化“自养自宰”模式主要带来两大优势：

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

第六，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 9 月 30 日，公司已建成 2 个祖代种鸡场，在建祖代种鸡场（含孵化厂）3 个，累计投资 2,650.90 万元。5 个祖代种鸡场将新增祖代种鸡年饲养量 5.4 万套，年提供父母代种鸡 200 万套，约贡献收入 4000 万元左右，净利润 1200 万元。

第七，盈利预测

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 0.70 元、0.81 元和 1.13 元，维持“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	3379	5094	7084	货币资金	520	657	1514	2633
营业成本	1673	2575	4001	5547	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	397	804	1093	1536	应收账款	93	153	230	320
% 营业收入	19.2%	23.8%	21.5%	21.7%	存货	346	532	827	1146
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	79	121	188	261
% 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	47	71	101	流动资产合计	1069	1514	2836	4467
% 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	89	270	390	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	16	13	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	0.9%	0.3%	0.2%	固定资产合计	2025	1826	1574	1289
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	637	735	1032	其他非流动资产	47	47	47	47
% 营业收入	13.4%	18.9%	14.4%	14.6%	资产总计	3204	3447	4514	5857
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	565	0	0	0
利润总额	278	637	735	1032	应付款项	93	143	222	308
% 营业收入	13.4%	18.9%	14.4%	14.6%	预收账款	19	30	46	64
所得税费用	0	0	0	0	应付职工薪酬	15	23	36	50
净利润	278	637	735	1032	应交税费	0	1	1	1
归属于母公司所有者					其他流动负债	360	556	890	1238
的净利润	278.1	637.1	735.2	1032.2	流动负债合计	1052	753	1195	1661
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	365	365	365	365
EPS（元/股）	0.31	0.70	0.81	1.13	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	942	1085	1377	负债合计	1420	1121	1563	2029
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1784	2326	2951	3828
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	2326	2951	3828
固定资产投资	-835	-114	-101	-91	负债及股东权益	3204	3447	4514	5857
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-835	-114	-101	-91		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.305	0.699	0.807	1.133
股权融资	0	0	0	0	BVPS	1.96	2.55	3.24	4.20
银行贷款增加（减少）	831	-565	0	0	PE	93.45	40.79	35.35	25.18
筹资成本	112	-126	-126	-167	PEG	1.70	0.74	0.64	0.46
其他	-225	0	0	0	PB	14.57	11.17	8.81	6.79
筹资活动现金流净额	717	-691	-126	-167	EV/EBITDA	58.77	26.14	22.42	16.67
现金净流量	158	137	857	1119	ROE	15.6%	27.4%	24.9%	27.0%

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。