

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

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

异地扩张再增 1.2 亿羽，中长期增长可期

事件描述

圣农发展（002299.SZ）今日发布“关于公司拟在异地投资建设年产 1.2 亿羽肉鸡工程及配套项目的公告”，其主要内容为：

- ⊗ 经公司管理层讨论，并经公司董事会战略委员会研究，公司拟在异地投资建设年产 1.2 亿羽肉鸡工程及配套项目
- ⊗ 项目建设内容包括种鸡场、肉鸡场及饲料厂、孵化厂、肉鸡加工厂、运输车队等配套工程，项目总投资额预计为 27 亿元人民币左右（总投资额最终以公司董事会制定的投资方案为准）。
- ⊗ 该项对外投资计划已经公司第二届董事会第十九次会议审议通过。

我们认为，公司本次的“异地扩张”计划充分显示了公司持续扩张的决心。计划新增产能 1.2 亿羽，约为已有和在建产能的二分之一。同时，全产业链复制一次性投资风险较大，彰显公司异地扩张的信心。假如本次异地扩张成功，那么公司未来长期发展空间极大。

基于对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， 公司今日发布“异地投资”公告

- ⊗ 公司第二届董事会第十九次会议审议通过“异地投资”计划，公司拟在异地投资建设年产 1.2 亿羽肉鸡工程及配套项目，项目建设内容包括种鸡场、肉鸡场及饲料厂、孵化厂、肉鸡加工厂、运输车队等配套工程，项目总投资额预计为 27 亿元人民币左右（总投资额最终以公司董事会制定的投资方案为准）。
- ⊗ 公司已提请股东大会授权公司董事会全权负责制定并组织实施上述投资计划。实施内容包括选址、办理异地相关投资事宜等。
- ⊗ 该投资计划尚处于意向性阶段，存在不确定性，并且该项目的可行性研究尚未进行，实施的地址和实际计划尚未确定。

第二， 异地扩张计划充分显示公司持续扩张的决心

截至目前，公司的已建和在建产能合计为 1.92 亿羽，加上欧圣农牧的新增产能 6000 万羽，2013 年可出栏约 2.6 亿羽。

表 1: 公司肉鸡产能扩张明细

	IPO	定向增发	合资公司
总览	在 2007 年末肉鸡年出栏量 5,000 万羽、在截至 2010 年 9 月 30 日年出栏年屠宰加工 9,600 万羽产能规模的基础上, 建设新增 4,600 万羽肉鸡工程项目		2010 年 12 月 7 日, 未来三年后的预计产能将达到年产肉鸡 6000 万羽
饲料厂	—	新建饲料厂 1 个, 年产饲料 48.26 万吨	
父母代种鸡场	新建 8 个种鸡场, 引进父母代种鸡 54.35 万套 (母鸡 54.35 万羽, 公鸡 6.522 万羽), 年提供可入孵种蛋 6,087.20 万枚	新建父母代种鸡场 19 个及相关的附属设施, 年存栏种鸡 116.30 万套, 年提供可入孵商品代种蛋 13,026.49 万枚	公司以屠宰场 (每班每天 100,000 只家禽屠宰能力) 及饲料厂 (年生产能力 180,000 吨) 合计 1.02 亿元出资, 占注册资本 51%
孵化厂	新建 1 个孵化厂, 年提供雏鸡 4,893.63 万羽	新建父母代孵化厂 2 个以及相关的附属设施, 年出雏苗鸡 10,421.19 万羽	
肉鸡场	新建 21 个肉鸡场, 年出栏肉鸡 4,600 万羽	新建肉鸡场 46 个及相关的附属设施, 年进舍饲养肉鸡 10,212.76 万羽, 年出栏肉鸡 9,600 万羽	
屠宰厂	—	新建肉鸡加工厂 2 个及相关的附属设施, 年屠宰肉鸡 9,600 万羽	
其他	添置运输车辆和辅助工具	添置运输车辆和辅助工具	
总投资	8.565 (亿元)	23.747 (亿元)	3.35 (亿元)
募集资金	7.65 (亿元)	14.999 亿元	—

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

按照养殖密度计算, 光泽县养殖量可超过 10 亿羽, 但是出于防疫考虑, 公司的产能规划在 2 亿羽左右, 因此后续扩张必须在异地实现。

公司本次的“异地扩张”计划充分显示了公司持续扩张的决心, 计划新增产能 1.2 亿羽, 约为已有和在建产能的二分之一。同时, 公司的“异地扩张”计划中包括建设种鸡场、肉鸡场及饲料厂、孵化厂、肉鸡加工厂、运输车队等配套工程, 公司计划将全产业链复制到新址, 包括肉鸡加工环节。我们认为, 公司计划全产业链复制, 一次性投资风险较大, 彰显公司异地扩张的信心。

我们判断, 公司的“异地扩张”计划需经历选址和投资事宜的办理等, 有可能在 2012 年开始建设, 建设期约为一年, 2013 年投产。不考虑加工环节, 假设肉鸡价格为 12000 元/吨, 1.2 亿羽产能可以贡献收入约 28.68 亿元、净利润约 3.7 亿元。

“异地扩张”所需投资额为 27 亿元, 基于公司目前的财务状况, 我们判断公司将通过一定的融资方式获取部分资金, 可能增加每年 5000~10000 万元左右的财务费用。

第三, 异地扩张的成功与否, 决定公司的长期发展是否可持续

公司从建立以来包括几次扩产一直在光泽县内, 没有异地扩张的经历。本次“异地扩张”存在生态环境适应和政策环境适应两方面的风险, 由于光泽县内的扩产空间较小, 因此本次异地扩张的成功与否决定了公司是否能够继续扩大肉鸡养殖规模。假如本次异地扩张成功, 那么公司未来长期发展空间较大。

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的净利润	278.1	637.1	735.2	1032.2	其他流动负债	360	556	890	1238
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	1052	753	1195	1661
EPS (元/股)	0.31	0.70	0.81	1.13	长期借款	365	365	365	365
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	275	942	1085	1377	其他非流动负债	3	3	3	3
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1420	1121	1563	2029
收回现金					归属于母公司	1784	2326	2951	3828
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-835	-114	-101	-91	股东权益	1784	2326	2951	3828
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	3204	3447	4514	5857
投资活动现金流净额	-835	-114	-101	-91	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.305	0.699	0.807	1.133
银行贷款增加 (减少)	831	-565	0	0	BVPS	1.96	2.55	3.24	4.20
筹资成本	112	-126	-126	-167	PE	93.45	40.79	35.35	25.18
其他	-225	0	0	0	PEG	1.70	0.74	0.64	0.46
筹资活动现金流净额	717	-691	-126	-167	PB	14.57	11.17	8.81	6.79
现金净流量	158	137	857	1119	EV/EBITDA	58.77	26.14	22.42	16.67
					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。