

圣农发展 (002299.SZ)

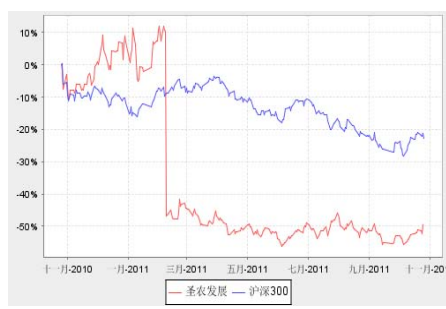
异地扩张的一小步，圣农的一大步

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **21.04-21.54**
 分析师: 谢刚 联系人: 胡彦超
 S0740510120005 农林牧渔小组
 021-20315178 021-20315176
 xiegang@r.qlzq.com.cn huyc@qlzq.com.cn
 2011年11月11日

基本状况

总股本(百万股)	910.90
流通股本(百万股)	285.71
市价(元)	17.37
市值(百万元)	15822.33
流通市值(百万元)	4962.87

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,437.6	2,070.0	3,597.2	4,755.1	6,123.4
营业收入增速	10.99%	43.98%	73.78%	32.19%	28.78%
净利润增长率	10.50%	41.45%	100.41	36.90%	34.07%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.69	0.62	0.85	1.14
前次预测每股收益(元)	0.49	0.68	0.62	0.85	1.14
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	51.21	42.82	47.46	34.67	25.86
PEG	4.88	1.03	0.47	0.94	0.76
每股净资产(元)	3.85	4.36	4.02	4.61	5.42
每股现金流量	0.63	0.36	0.77	1.08	1.44
净资产收益率	12.68%	15.84%	15.53%	18.50%	21.14%
市净率	6.50	6.78	7.37	6.41	5.47
总股本(百万股)	410.00	410.00	910.90	910.90	910.90

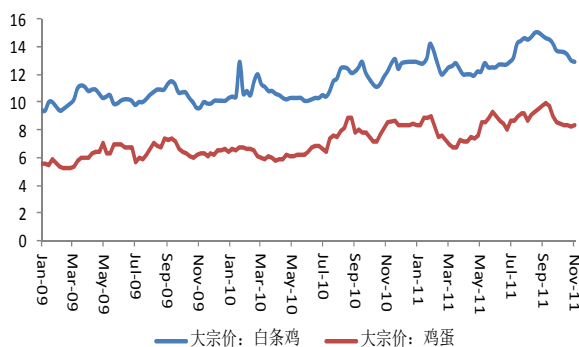
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件:** 2011年11月11日圣农发展公告董事会决议, 拟斥资27亿元异地投资建设年产1.2亿羽肉鸡工程及配套项目。同时公司拟发行公司债不超过14亿元(含), 期限不超过10年(含), 有效期自股东大会批准之后24个月内有限。
- 本次异地扩张项目启动标志着圣农尝试将现有成功商业模式进行复制, 异地扩张若能成功, 圣农作为大行业中的小公司, 凭借其独特的纵向一体化模式, 未来成长空间将异常广阔(估计圣农在白羽肉鸡行业市场占有率为4%)。因此可谓——异地扩张的一小步, 却是圣农的一大步。
- 截至目前, 圣农肉鸡规划产能2.52亿羽, 本项目完全达产后将新增肉鸡产量1.2亿羽, 相当于现有产能扩张近50%, 我们假定2011、12年公司肉鸡屠宰量分别为1.3、1.6亿羽, 则新项目将在此基础上提升88%和75%, 这意味着2013-2015年圣农发展的盈利增长率将不降反升。
 - 我们逻辑推测异地扩张项目实施的地点可能位于安徽、河南和福建一带。安徽河南的主要优势在可以辐射华北和中部市场, 福建的优势在于作为本省企业, 能得到当地政府在土地等方面的大力优惠。
 - 本次异地扩张项目的实施资金有充分保障。截止三季度末, 圣农发展拥有现金10.97亿元, 银行授信额度46亿元, 本次还将发行14亿元公司债, 目前资产负债率仅为25.86%, 较低的财务杠杆不仅能充分保障本次项目融资, 还为未来进一步的产能扩张埋下伏笔。
 - 考虑到增发项目2012年才能完全达产, 因此我们预计本次异地项目最快将在2012年下半年进入实际操作阶段, 2013-2014年才会部分投产和逐步达产, 助推盈利增长率将不降反升。

- 我们坚持认为，目前制约圣农盈利增长的关键仍在于产能瓶颈，未来产能再翻一番仍不会遇到需求的天花板，因此，本次异地扩张将有助于公司进一步提升产能扩张节奏，充分发掘北方等外埠市场需求。我们预计圣农发展未来产能扩张节奏将以每 2-3 年产能翻一番的进程推进，盈利复合增长率将保持在 35-45% 左右。
- 我们预计 11 月中旬猪肉价格即将在成本曲线中枢获得支持，短期华南地区鸡肉价格也止跌反弹，这将对圣农发展 4 季度每羽鸡的利润构成强力支持。据初步测算，以 4 季度 5000-6000 万羽屠宰量、12-13 元/公斤的单价和 21% 的毛利率测算，4 季度圣农发展净利润将在 2.5 亿元，折合 EPS 为 0.27-0.28 元。
- 基于鸡肉价格追随猪价反弹的判断预期，我们短期对畜禽养殖业的机会趋于乐观；考虑到圣农发展未来三年产能扩张加速、营销竞争优势不改，因此我们继续将圣农发展作为畜禽股中的首选品种进行积极推荐。
- 维持前期盈利预测，目标价 21.04-21.54 元，建议积极买入：预计 2011-13 年公司净利润 5.68、7.78、10.43 亿元，同比增长 100.4%、36.9%、34.1%，对应 EPS 为 0.62、0.85、1.14 元，重申公司买入评级，此公司发布之后，建议积极买入，目标价 21.04-21.54 元，当前市价离目标区间还有 20-25% 左右的上涨空间。

图表 1：11 月上旬肉鸡价格止跌反弹（元/公斤）



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：山东地区毛鸡价格触底反弹（元/公斤）



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：圣农发展肉鸡产能假设

单位：万羽、吨	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
肉鸡饲养产能（万羽/年）	2700	3600	5,000	5,600	6262.44	9548.16	14400.00	16800.00	19200.00	37200.00
年肉鸡加工产能（万羽）	2400	7200	9,600	9,600	9600	9600	19200	19200	19200	25200
肉鸡屠宰量（万羽）	2691.70	3,531.71	4,229.29	5,398.60	6,770	9,037	13,680	15,960	18,432	36,084
鸡肉销售量（吨）	55307.37	67949.81	81363.95	105502.55	134459.92	179499.63	271712.41	316997.82	366096.73	716701.08

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：圣农发展销售收入预测表

单位：人民币百万元

项 目	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
鸡肉									
平均售价（元/公斤）	8.84	8.14	10.85	11.97	10.50	11.32	13.00	14.73	16.54
增长率（YOY）	N/A	-7.98%	33.30%	10.34%	-12.27%	7.85%	14.80%	13.30%	12.30%
销售数量（吨）	55,307.37	67,949.81	81,363.95	105,502.55	134,459.92	179,499.63	271,712.41	316,997.82	363,490.83
增长率（YOY）	N/A	22.86%	19.74%	29.67%	27.45%	33.50%	51.37%	16.67%	14.67%
销售收入（百万元）	489.00	552.86	882.46	1,262.55	1,411.71	2,032.59	3,532.26	4,669.22	6,012.80
增长率（YOY）	N/A	13.06%	59.62%	43.07%	11.81%	43.98%	73.78%	32.19%	28.78%
毛利率	24.36%	16.93%	26.77%	20.89%	20.46%	18.65%	20.50%	21.00%	21.50%
单位成本（元/公斤）	6.69	6.76	7.94	9.47	8.35	9.21	10.34	11.64	12.99
销售成本（百万元）	369.88	459.26	646.20	998.80	1,122.87	1,653.51	2,808.15	3,688.68	4,720.04
增长率（YOY）	N/A	24.17%	40.70%	54.57%	12.42%	47.26%	69.83%	31.36%	27.96%
单位毛利（元/公斤）	2.15	1.38	2.90	2.50	2.15	2.11	2.67	3.09	3.56
单只毛利（元/只）	4.95	3.17	6.68	5.75	4.94	4.86	6.13	7.11	8.18
毛利（百万元）	119.12	93.59	236.26	263.75	288.84	379.08	724.11	980.54	1,292.75
增长率（YOY）	N/A	-21.43%	152.43%	11.64%	9.51%	31.24%	91.02%	35.41%	31.84%
占总销售额比重	100.00%	95.84%	98.33%	97.47%	98.19%	98.19%	98.19%	98.19%	98.19%
占主营业务利润比重	100.00%	89.56%	96.63%	93.93%	96.11%	95.44%	95.70%	95.80%	95.90%
鸡杂等其他									
销售收入（百万元）	0.00	24.00	15.01	32.80	25.98	37.40	65.00	85.92	110.65
增长率（YOY）	N/A	—	-37.45%	118.50%	-20.80%	43.98%	73.78%	32.19%	28.78%
毛利率	0.00%	45.47%	54.84%	51.92%	44.99%	48.46%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	0.00	13.09	6.78	15.77	14.29	19.28	32.50	42.96	55.32
增长率（YOY）	N/A	—	-48.20%	132.62%	-9.39%	34.91%	68.58%	32.19%	28.78%
毛利（百万元）	0.00	10.91	8.23	17.03	11.69	18.12	32.50	42.96	55.32
增长率（YOY）	N/A	—	-24.56%	106.86%	-31.37%	55.07%	79.31%	32.19%	28.78%
占总销售额比重	0.00%	4.16%	1.67%	2.53%	1.81%	1.81%	1.81%	1.81%	1.81%
占主营业务利润比重	0.00%	10.44%	3.37%	6.07%	3.89%	4.56%	4.30%	4.20%	4.10%
销售收入小计（百万元）	489.00	576.86	897.47	1295.35	1437.69	2070.00	3597.26	4755.14	6123.44
销售成本小计（百万元）	369.88	472.35	652.98	1014.57	1137.16	1672.79	2840.65	3731.65	4775.37
销售毛利（百万元）	119.12	104.51	244.49	280.78	300.52	397.20	756.61	1023.50	1348.07
平均毛利率	24.36%	18.12%	27.24%	21.68%	20.90%	19.19%	21.03%	21.52%	22.01%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308