

圣农发展(002299.SZ)

业绩预告修正点评——四季度鸡肉量价利

低于预期

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

17.00

分析师

联系人

谢刚

胡彦超

S0740510120005

农林牧渔小组

021-20315178

021-20315176

xiegang@r.qlzq.com.cn

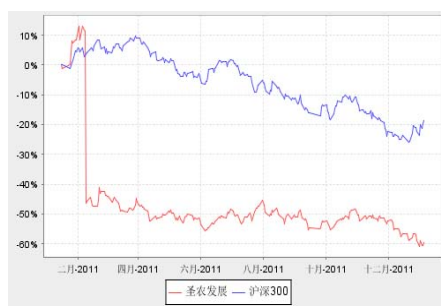
huyc@r.qlzq.com.cn

2012年1月30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)	13.85
市值(百万元)	12615.97
流通市值(百万元)	3957.15

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,437.6	2,070.0	3,034.1	4,035.3	5,497.8
营业收入增速	10.99%	43.98%	46.58%	33.00%	36.24%
净利润增长率	10.50%	38.77%	68.20%	31.67%	41.75%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.69	0.51	0.68	0.96
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)					
市盈率(倍)	51.21	42.82	26.97	20.49	14.45
PEG	4.88	1.10	0.40	0.65	0.35
每股净资产(元)	3.85	4.35	3.93	4.41	5.08
每股现金流量(元)	0.63	0.36	0.75	0.92	1.23
净资产收益率	12.68%	15.59%	13.05%	15.34%	18.87%
市净率	6.50	6.80	3.52	3.14	2.73
总股本(百万元)	410.00	410.00	910.90	910.90	910.90

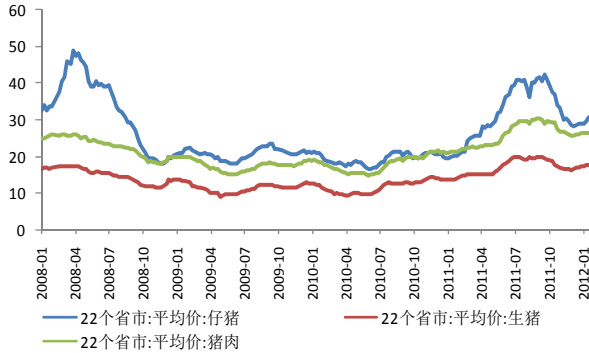
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 圣农发展发布业绩预告修正公告,将2011年业绩增速由同比增速90%-140%向下修正至66.50-70.09%,预计2011年盈利4.63-4.73亿元,对应EPS 0.51-0.52元,低于我们(0.62)及市场一致预期(0.65)。
- 四季度圣农鸡肉量、价、利均低于预期是业绩增幅向下修正的核心原因。
 - 全年公司肉鸡屠宰量达1.2亿羽,其中四季度肉鸡屠宰量约4000万羽,较三季度3300万羽环比增长20%,但较早前预期的5000万羽少。虽然10月中旬开始日屠宰量已经突破50万羽,但进入12月以后,考虑到保暖费用增加和春节提前的因素,公司主动削减了部分养殖规模。
 - 肉鸡价格四季度跟随猪价出现回落,山东毛鸡价格由三季度最高的5.5元/斤震荡回落至目前3.85元/斤,跌幅达30%,圣农销售均价也有1.3万元/吨上方回落至目前1.1-1.2万羽/吨。
 - 由于销售价格回落而饲料成本相对刚性,公司四季度肉鸡净利润由三季度5.6元/羽下滑至4元/羽,但高于上半年的2.7元/羽。
- 周期角度看圣农。处在强周期的养殖行业,圣农的盈利水平无可避免受到价格周期波动的影响,短期看节后消费转淡鸡价或将维持弱势;中期价格趋势我们仍然维持年度策略的判断——下行概率偏大,但下调幅度偏小,原因在于猪肉为主的肉类供求关系在2011年有所修复,但补栏行为比08年理性,存栏增长较慢。因此不考虑可能疫情带来的影响,短期鸡价再度飙升驱动盈利和股价大幅上涨的概率较小。
- 跨越周期看圣农。抛开周期不看,圣农仍是一个优秀的投资标的。(1)行业空间巨大,市场占有率3-4%使圣农难遇天花板;(2)强势营销能力保证产品销路,产能翻番也不会遇到销售瓶颈;(3)全产业链一体化管理模式能有效进行商业复制,异地扩张启动使产能扩张节奏将以每2-3年产能翻一番的进程推进。

- 基于对鸡肉价格的趋势判断，向下修正 2011-13 年盈利预测 EPS 至 0.51、0.68、0.96 元。凭借强势营销带来的销量确定性增长和成熟商业模式推动下的异地快速复制，我们仍看好公司中长期的发展前景，维持圣农发展买入评级，目标价 17 元。

图表 1：猪肉价格 2011Q4 回落（元/公斤）



来源：wind、齐鲁证券研究所

图表 2：山东地区毛鸡价格震荡走低（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	25200.00
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	12,000	15,960	18,432	24,444
鸡肉销售量（吨）	55307.37	67949.81	81363.95	105502.55	134459.92	179499.63	238344.22	316997.82	366096.73	485507.18

图表 4：圣农发展销售收入预测表

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	12.50	12.50	13.00
增长率（YOY）	N/A	-7.98%	33.30%	10.34%	-12.27%	7.85%	10.39%	0.00%	4.00%
销售数量（吨）	55,307.37	67,949.81	81,363.95	105,502.55	134,459.92	179,499.63	238,344.22	316,997.82	415,267.14
增长率（YOY）	N/A	22.86%	19.74%	29.67%	27.45%	33.50%	32.78%	33.00%	31.00%
销售收入（百万元）	489.00	552.86	882.46	1,262.55	1,411.71	2,032.59	2,979.30	3,962.47	5,398.47
增长率（YOY）	N/A	13.06%	59.62%	43.07%	11.81%	43.98%	46.58%	33.00%	36.24%
毛利率	24.36%	16.93%	26.77%	20.89%	20.46%	18.65%	20.30%	20.00%	20.50%
单位成本（元/公斤）	6.69	6.76	7.94	9.47	8.35	9.21	9.96	10.00	10.34
销售成本（百万元）	369.88	459.26	646.20	998.80	1,122.87	1,653.51	2,374.50	3,169.98	4,291.79
增长率（YOY）	N/A	24.17%	40.70%	54.57%	12.42%	47.26%	43.60%	33.50%	35.39%
单位毛利（元/公斤）	2.15	1.38	2.90	2.50	2.15	2.11	2.54	2.50	2.67
单只毛利（元/只）	4.95	3.17	6.68	5.75	4.94	4.86	5.84	5.75	6.13
毛利（百万元）	119.12	93.59	236.26	263.75	288.84	379.08	604.80	792.49	1,106.69
增长率（YOY）	N/A	-21.43%	152.43%	11.64%	9.51%	31.24%	59.54%	31.03%	39.65%
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%	95.66%	95.60%	95.70%
鸡杂等其他									
销售收入（百万元）	0.00	24.00	15.01	32.80	25.98	37.40	54.82	72.92	99.34
增长率（YOY）	N/A	—	-37.45%	118.50%	-20.80%	43.98%	46.58%	33.00%	36.24%
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	27.41	36.46	49.67
增长率（YOY）	N/A	—	-48.20%	132.62%	-9.39%	34.91%	42.19%	33.00%	36.24%
毛利（百万元）	0.00	10.91	8.23	17.03	11.69	18.12	27.41	36.46	49.67
增长率（YOY）	N/A	—	-24.56%	106.86%	-31.37%	55.07%	51.24%	33.00%	36.24%
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%	4.34%	4.40%	4.30%
销售收入小计（百万元）	489.00	576.86	897.47	1295.35	1437.69	2070.00	3034.13	4035.39	5497.81
销售成本小计（百万元）	369.88	472.35	652.98	1014.57	1137.16	1672.79	2401.92	3206.44	4341.46
销售毛利（百万元）	119.12	104.51	244.49	280.78	300.52	397.20	632.21	828.95	1156.36
平均毛利率	24.36%	18.12%	27.24%	21.68%	20.90%	19.19%	20.84%	20.54%	21.03%

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