

圣农发展 (002299)

12 年以量补价，业绩仍能高增

	秦军		傅佳琦
	021-38676768		021-38674635
	qinjun@gtjas.com		fujiaqi008094@gtjas.com
	编号 S0880511010013		S0880511080004

本报告导读：

圣农发展 12 年预计屠宰量高增，弥补单羽盈利下滑，盈利仍能高增，预计 14 年末产能 3.72 亿羽。预计 12-13 年 EPS 为 0.76/1.00 元，维持增持评级，目标价 19 元。

投资要点：

- **盈利增长 68.5%，低于预期。**圣农发展 2011 年实现营业收入 31.11 亿元，增长 50.3%；净利润 4.68 亿元，增长 68.5%，低于我们三季报的预期，原因是鸡苗供应不足导致 4 季度屠宰量低于预期。摊薄 EPS 为 0.51 元。
- **肉鸡量价齐升，毛利率提升。**根据报表数据推算，圣农发展 2011 年屠宰肉鸡 11859 万羽，增长 31.2%；单价 12683 元/吨，上涨 14.6%。因价格涨幅高于成本，毛利率提高 2 个百分点到 20.3%。
- **2014 年产能将达 3.44 亿羽。**截止 11 年底，圣农发展产能 1.44 亿羽，随着在建项目陆续完工，预计 12 年底产能达 2.22 亿羽。公司近期公告将在浦城县新建 1.2 亿羽产能，预计到 14 年末产能将达到 3.72 万羽，权益产能 3.42 亿羽。
- **预计 12 年屠宰量高增，毛利率下降。**预计 12 年圣农屠宰量达 2.0 亿羽，增长 70%；猪价进入下降周期，预计鸡肉价格受一定负面影响，加之成本刚性上涨，预计单羽盈利降至 3.5 元以下，呈现以量补价格格局，利润仍能高增。
- **维持增持评级，下调目标价至 19 元。**我们对圣农发展 12-14 年 EPS 预测为 0.76/1.00/1.31 元，因行业整体估值下降，下调目标价至 19 元，对应 12 年动态 25X，维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,070	3,111	5,167	6,923	8,635
(+/-)%	44%	50%	66%	34%	25%
经营利润 (EBIT)	313	528	725	966	1,269
(+/-)%	31%	69%	37%	33%	31%
净利润	278	468	688	911	1,190
(+/-)%	39%	68%	47%	32%	31%
每股净收益 (元)	0.31	0.51	0.76	1.00	1.31
每股股利 (元)	0.25	0.33	0.38	0.50	0.65

利润率和估值指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营利润率 (%)	15.1%	17.0%	14.0%	13.9%	14.7%
净资产收益率 (%)	15.6%	12.9%	17.4%	20.6%	23.7%
投入资本回报率 (%)	15.3%	15.0%	16.5%	19.2%	20.4%
EV/EBITDA	30.8	19.3	15.2	11.6	9.1
市盈率	47.8	28.4	19.3	14.6	11.2
股息率 (%)	1.7%	2.3%	2.6%	3.4%	4.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**上次评级：**增持**目标价格：**19.00**上次预测：**23.20**当前价格：**14.59**

2012.02.17

交易数据

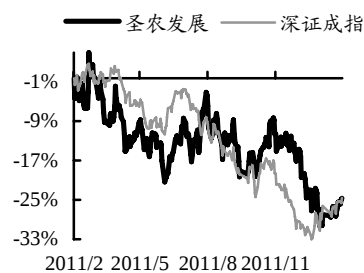
52 周内股价区间 (元)	13.25-39.89
总市值 (百万元)	13,290
总股本/流通 A 股 (百万股)	911/282
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	31%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	55

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,621
每股净资产	3.98
市净率	3.7
净负债率	16%

EPS (元)	2011A	2012E
Q1	0.050	0.076
Q2	0.090	0.157
Q3	0.203	0.247
Q4	0.172	0.275
全年	0.514	0.756

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	-14%	-24%
相对指数	0%	-7%	1%

相关报告

更新报告：鸡肉量价齐升，全年业绩翻番	2011.10.17
更新报告：鸡肉价格看涨，全年盈利高增	2011.07.19
更新报告：今年景气回升，三年增长确定	2011.01.25
更新报告：成本有效锁定，毛利率明显回升	2010.10.25
更新报告：下半年毛利率有望回升	2010.07.19

必需消费
农业

圣农发展 (002299)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 19.00

上次预测: 23.20

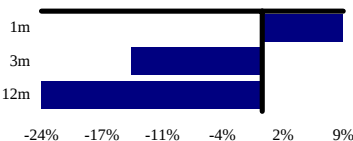
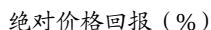
当前价格: 14.59

公司网址

www.sunnercn.com

公司简介

公司是中国最大的自养自宰白羽肉鸡专业生产企业，以肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工和鸡肉销售为主业。下辖 50 几个生产基地场（厂），现已形成集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售为一体的完整的白羽鸡产业链，实现了肉鸡产业资源的低成本运作。圣农冷冻鸡肉产品已成为国内快餐业、大型超市、大中城市市场供应商。生产基地依托武夷山自然保护区和闽江源头富屯溪，素有“绿色金库”之称，是福建省“可持续发展的生态经济区”，为生产优质无污染的鸡肉创造得天独厚的自然条件。



52 周价格范围 13.25-39.89

市值(百万)	13,290
--------	--------

财务预测（单位：百万元）

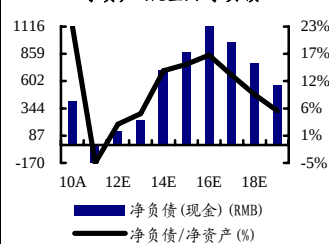
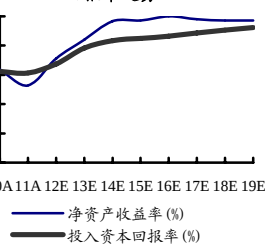
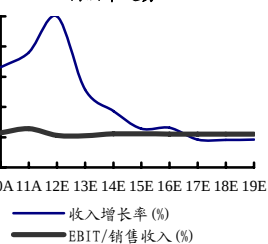
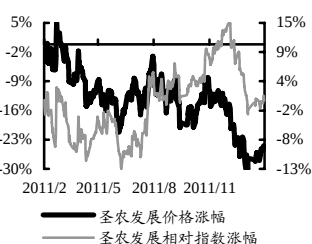
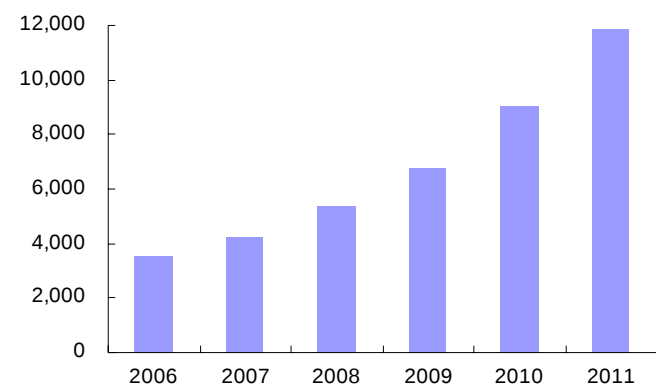
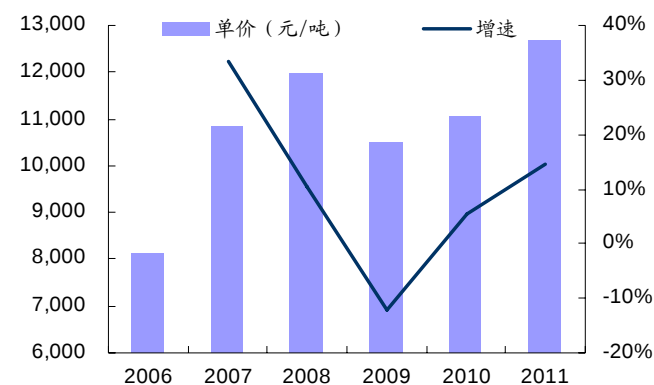
[illegible]

图 1: 圣农发展屠宰量 (2006-11, 万羽)



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究所

图 2: 圣农发展鸡肉销售单价及增速



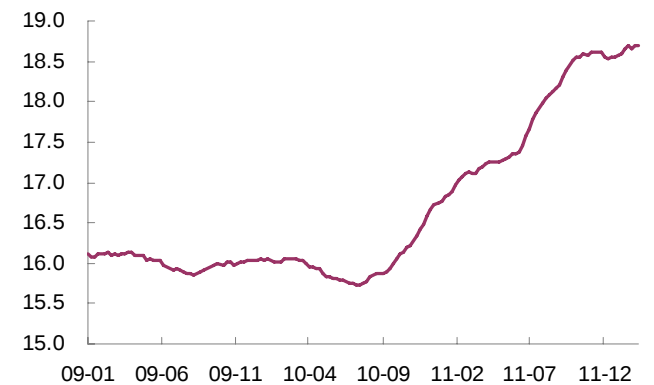
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 3: 圣农发展鸡肉产品毛利率



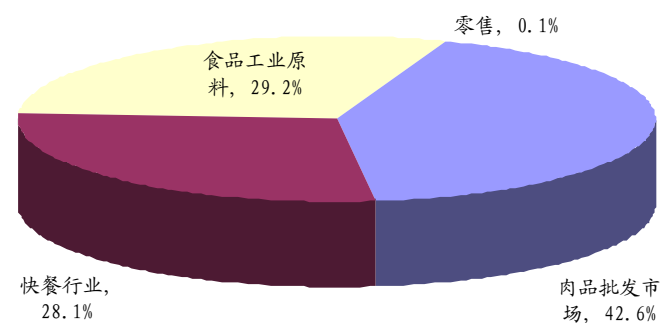
数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究所

图 4: 白条鸡零售价格走势 (元/公斤)



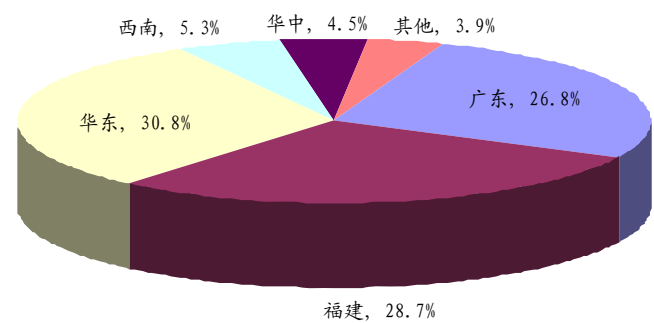
数据来源: 商务部, 国泰君安证券研究所

图 5: 圣农发展销售渠道分布



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究所

图 6: 圣农发展销售地区分布



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究所

作者简介:**秦军:**

执业资格证书编号: S0880511010013

电话: 021-38676768

邮箱: qinjun@gtjas.com

傅佳琦:

执业资格证书编号: S0880511080004

电话: 021-38674635

邮箱: fujiaqi008094@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		