

2017年04月28日

圣农发展 (002299.SZ)

收购圣农食品，快速推动产业一体化经营格局

■事件：

2017年4月28日，公司发布发行股份购买资产交易预案：拟发行股份购买圣农实业等8名交易对方合计持有的圣农食品100%股权，暂定初步交易价格为20.2亿元。将以发行股份方式支付全部交易对价，初步确定对价股份的发行价为每股16.21元，不低于定价基准日前20个交易日上市公司股票交易均价的90%，共计发行124,614,432股A股股份。

根据《业绩承诺与补偿协议》的约定，承诺净利润为扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润。根据预估，标的公司17-19年净利润预测数约为1.5亿元、1.8亿元、和2.3亿元。

■我们的分析与判断：

1、从饲料生产、祖代种鸡养殖到食品加工业的产业一体化经营格局

圣农食品主要从事鸡肉制品加工，其所在行业位于圣农发展的下游。主要通过采购分割冻鸡肉等原料进行深加工，其产品销售至日本食品（根据未经审计的财务数据，2016年，圣农食品向日本出口鸡肉制品销售收入为30,433.43万元，占主营业务收入的比例为20.59%）、日本贸易、Crestrade等出口对象，肯德基、必胜客、麦当劳、等大型餐饮连锁企业，沃尔玛、家乐福、永辉超市、等商超，农贸批发市场以及食品加工厂等。本次交易完成后，上市公司将业务链条从上游的养殖、屠宰加工延伸至肉制品深加工领域，产品系列由初级加工品扩展到深加工品，将有利于上市公司提升产品附加值，丰富产品类型，拓宽客户范围及销售渠道。本次交易完成后，上市公司将形成从饲料生产、祖代种鸡养殖到食品加工业的产业一体化经营格局。

圣农食品生产情况

现有5个生产基地，年设计产能约16万吨。其中，食品一厂、食品三厂均拥有对日热加工禽肉注册号，主要生产出口类产品。此外，江西圣农第二车间和熟食品加工六厂预计2017年下半年将竣工投产，圣农食品产能届时将进一步提升至22万吨。

圣农食品财务情况

15年实现净利润5,854.50万元，16年实现10,658.99万元，增加4,804.49万元，同比增长82.06%（数据未经审计）。16年实现营业收入148,495.63万元，较2015年度增加30,254.62万元，增长20.37%。收入的增长，

公司快报

证券研究报告

畜牧养殖

投资评级 **买入-A**

维持评级

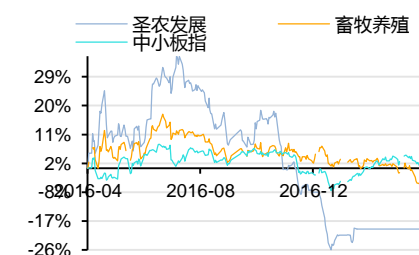
6个月目标价：**20.00元**

股价（2017-04-27）**18.59元**

交易数据

总市值(百万元)	20,651.63
流通市值(百万元)	16,735.76
总股本(百万股)	1,110.90
流通股本(百万股)	900.26
12个月价格区间	17.09/30.94元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.75	-2.37	-20.63
绝对收益	0.0	2.37	-20.39

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

相关报告

圣农发展：市场份额逐步提高，鸡肉销量稳步增长	2017-04-25
圣农发展：业绩大幅扭亏为盈，静待鸡肉价格反转！	2017-03-30
圣农发展：季报点评：行业景气全面展开，增长基本符合预期！	2016-10-25
圣农发展：半年报点评：行业高景气，业绩超预期！	2016-08-02

得益于圣农食品大客户业务收入的快速增长，2016 年度，圣农食品与百胜中国的业务往来有较大增长；同时，圣农食品成为麦当劳的供应商，销售收入进一步提升；圣农食品在餐饮渠道方面，亦取得较快发展，2016 年度对上海工业对外贸易公司、深圳市锦城百味食品有限公司、福州沙拉斯食品有限公司、大娘水饺餐饮集团有限公司等主要客户的销售收入亦有所增长。

2、一季度市场份额逐步提高，鸡肉销售量稳步增长

圣农发展凭借独特的一体化产业链和逆势扩张带来的品质及规模优势，在国内白羽肉鸡行业的领先地位和优质大客户供应链的核心地位均得到进一步巩固，市场份额不断提高，公司销售量较上年同期增加 10.02%，实现主营业务收入 19.29 亿元，同比增加 9.50%。加之公司强化内部精细化管理，生产效率提升，报告期内实现扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 0.22 亿元，较上年同期增长 53.01%。一季度归属于上市公司股东的净利润较上年同期减少 0.42 亿元，减幅 63.74%，主要是收到的政府补助较上年同期减少 0.50 亿元，减幅 96.10%。

3、受益于原材料价格下降，16 年业绩大幅扭亏为盈

2016 年公司实现收入 83.4 亿元，同比增长 20.18%，营业收入的增长主要受销量增长的驱动，2016 年公司销售量 76.18 万吨，同比上升 14.4%。归属于上市公司股东的净利润 6.79 亿元，同比增长 275.03%，业绩大幅扭亏为盈，主要来源于原材料成本的下降：公司主要原材料为玉米和豆粕，根据公司公告，2015 年公司玉米采购均价为 2370.14 元/吨，豆粕采购均价为 3057.57 元/吨，而 2016 年全年玉米现货均价不到 2000 元/吨，豆粕现货均价基本与去年持平，根据 2016 年年报披露数据，公司原材料支出 44.27 亿元，同比仅上升 2.3%，占总营业成本 62.93%，与去年同期相比下降 2.56pct。原材料成本大幅下降叠加销售价格上升，公司业绩大幅扭亏为盈！从产品来看，公司仍以鸡肉销售为主，报告期内，公司鸡肉收入 79.89 亿元，占比 95.79%，比去年同期上升了 1.09pct。

4、白羽鸡行业处于市场底部，静待价格反转

当前养鸡行业景气处于历史低位，毛鸡价格低迷，父母代环节均处于深度亏损状态，行业的亏损会加速淘汰，减少供给，行业景气趋势向上，预计终端肉价趋势向上，拉高养鸡产业链各个环节利润空间。

5. 坚定转型升级，布局农业养殖 4.0

公司率先在行业中开启农业养殖 4.0 战略规划：全面实现管理智能化，生产自动化，食品安全系统化，环保、消防标准化，若该计划的完成，将推动公司跻身世界顶尖肉鸡生产企业行列。

■ **投资建议：**我们预计公司 17/18/19/ 年实现归属于母公司净利润 7.06/10.71/14.84 亿元，对应 EPS 为 0.64/0.96/1.34 元。我们给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价 20 元。

■ **风险提示：**疫病风险，原材料价格上涨。

(百万元)	TRUE	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	6,939.8	8,340.4	9,524.8	11,098.3	13,017.1
净利润	-387.8	678.7	706.1	1,071.0	1,483.9
每股收益(元)	-0.35	0.61	0.64	0.96	1.34
每股净资产(元)	4.71	5.32	5.95	6.92	8.25

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-53.3	30.4	29.2	19.3	13.9
市净率(倍)	3.9	3.5	3.1	2.7	2.3
净利润率	-5.6%	8.1%	7.4%	9.7%	11.4%
净资产收益率	-7.4%	11.5%	10.7%	13.9%	16.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-5.6%	9.5%	8.8%	13.5%	18.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,939.8	8,340.4	9,524.8	11,098.3	13,017.1	成长性					
减:营业成本	6,945.3	7,296.1	8,444.7	9,540.1	11,065.9	营业收入增长率	7.8%	20.2%	14.2%	16.5%	17.3%
营业税费	0.5	11.5	4.2	5.4	7.7	营业利润增长率	6080.9%	-179.7%	3.8%	82.9%	40.6%
销售费用	152.2	178.9	181.0	188.7	221.3	净利润增长率	-609.1%	-275.0%	4.0%	51.7%	38.6%
管理费用	114.4	108.0	109.5	166.5	195.3	EBITDA 增长率	-68.5%	495.3%	2.9%	30.4%	18.6%
财务费用	293.9	199.0	213.6	153.6	59.4	EBIT 增长率	-246.2%	-289.7%	4.8%	52.6%	27.5%
资产减值损失	117.1	1.6	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	-245.3%	-289.7%	4.8%	52.6%	27.5%
加:公允价值变动收益	-2.2	1.4	-0.1	-	-	投资资本增长率	11.5%	12.7%	0.0%	-5.8%	-0.1%
投资和汇兑收益	-2.3	2.0	-	-	-	净资产增长率	53.2%	12.2%	11.3%	15.5%	18.5%
营业利润	-688.0	548.6	569.7	1,042.0	1,465.6	利润率					
加:营业外净收支	188.5	134.6	141.4	36.4	28.6	毛利率	-0.1%	12.5%	11.3%	14.0%	15.0%
利润总额	-499.5	683.2	711.0	1,078.4	1,494.2	营业利润率	-9.9%	6.6%	6.0%	9.4%	11.3%
减:所得税	-0.4	0.7	0.6	1.0	1.3	净利润率	-5.6%	8.1%	7.4%	9.7%	11.4%
净利润	-387.8	678.7	706.1	1,071.0	1,483.9	EBITDA/营业收入	3.5%	17.1%	15.4%	17.3%	17.5%
						EBIT/营业收入	-5.7%	9.0%	8.2%	10.8%	11.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	362	347	317	263	215
						流动资产周转天数	-27	-15	4	6	10
						流动资本周转天数	123	101	112	113	112
						应收账款周转天数	15	11	15	14	14
						存货周转天数	73	63	65	62	61
						总资产周转天数	545	483	449	391	337
						投资资本周转天数	387	361	335	279	231
						投资回报率					
						ROE	-7.4%	11.5%	10.7%	13.9%	16.2%
						ROA	-4.6%	6.0%	5.8%	9.2%	11.8%
						ROIC	-5.6%	9.5%	8.8%	13.5%	18.2%
						费用率					
						销售费用率	2.2%	2.1%	1.9%	1.7%	1.7%
						管理费用率	1.6%	1.3%	1.2%	1.5%	1.5%
						财务费用率	4.2%	2.4%	2.2%	1.4%	0.5%
						三费/营业收入	8.1%	5.8%	5.3%	4.6%	3.7%
						偿债能力					
						资产负债率	49.1%	45.1%	43.5%	31.6%	24.3%
						负债权益比	96.4%	82.2%	76.9%	46.1%	32.0%
						流动比率	0.47	0.49	0.68	0.94	1.59
						速动比率	0.18	0.18	0.31	0.42	0.73
						利息保障倍数	-1.34	3.76	3.67	7.78	25.67
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-499.0	682.5	706.1	1,071.0	1,483.9	EPS(元)	-0.35	0.61	0.64	0.96	1.34
加:折旧和摊销	635.4	683.1	687.4	721.4	748.8	BVPS(元)	4.71	5.32	5.95	6.92	8.25
资产减值准备	117.1	1.6	-	-	-	PE(X)	-53.3	30.4	29.2	19.3	13.9
公允价值变动损失	2.2	-1.4	-0.1	-	-	PB(X)	3.9	3.5	3.1	2.7	2.3
财务费用	298.2	204.2	213.6	153.6	59.4	P/FCF	-8.8	2,985.4	47.8	140.0	111.7
投资损失	2.3	-2.0	-	-	-	P/S	3.0	2.5	2.2	1.9	1.6
少数股东损益	-111.2	3.8	4.3	6.5	9.0	EV/EBITDA	112.7	18.6	15.6	11.1	8.7
营运资金的变动	-61.6	-668.3	-280.4	94.2	-440.0	CAGR(%)	-229.2%	29.8%	165.5%	-229.2%	29.8%
经营活动产生现金流量	432.9	1,330.3	1,330.9	2,046.8	1,861.0	PEG	0.2	1.0	0.2	-0.1	0.5
投资活动产生现金流量	-1,488.0	-1,070.6	-399.8	-300.0	-300.0	ROIC/WACC	-0.6	0.9	0.9	1.3	1.8
融资活动产生现金流量	1,067.3	-239.9	-485.7	-1,589.4	-1,369.1	REP	-6.2	3.2	2.9	1.9	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034