

## 农林牧渔

2017年04月28日

## 圣农发展 (002299)

——一季报点评：扣非后净利润大幅增长，肉鸡全产业链龙头初现

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (上调)

市场数据：2017年04月25日

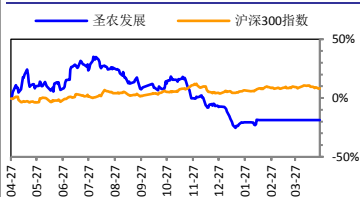
收盘价(元)	18.59
一年内最高/最低(元)	31.5/16.5
市净率	3.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	16736
上证指数/深证成指	3134.57 / 10165.22

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	5.34
资产负债率%	46.71
总股本/流通A股(百万)	1111/900
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《圣农发展(002299)点评：优质客户结构获溢价，精细化管理降成本，量价弹性最大的养鸡股，维持买入评级！》2016/08/02

《大规模引种复关延后，禽业反转趋势延长——白羽肉鸡行业协会秘书长交流调研报告》2016/03/28

## 证券分析师

赵金厚 A0230511040007  
zhaojh@swsresearch.com  
宫衍海 A0230513040003  
gongyh@swsresearch.com

## 研究支持

龚毓幸 A0230516100001  
qongyx@swsresearch.com

## 联系人

龚毓幸  
(8621)23297818×7405  
gongyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **公司发布一季报，符合预期：**报告期内，公司实现收入 20.19 亿元，同比增长 9.82%；实现归母净利润 2412 万元，同比下滑 63.74%，对应 EPS0.02 元；实现扣非后规模净利润 2178 万元，同比增长 53.01%。根据一季报预测，预计 2017 年 1-6 月公司实现净利润 1.5~2.6 亿元，同比增速-38.97%~5.79%。
- **销量增长叠加成本下降，推动扣非后净利润大幅增长。**公司非经常损益大幅下滑主要由于政府补助同比下降 5002 万元，但扣非后主业增速良好。1) **放量：**公司新建产能逐步达产，一季度出栏肉鸡约 1 亿只，同比增长约 22%；2) **降成本：**玉米成本占肉鸡养殖成本约 50%，供给侧改革背景下玉米价格维持低位，一季度玉米价格同比下跌 15%，带动公司养殖成本持续下降。同时，公司不断加强内控，提高生产效率，完全成本同比下降近 10%，考虑一季度保温、疫苗防疫费用相对较高，预计二三季度生产成本将进一步下降。
- **注入圣农食品，增强抗周期能力，全产业链龙头布局完成。**公司前期公告拟向控股股东等 8 名对象增发 11.25 亿股，以收购圣农食品 100% 股权。收购完成后公司业务链条将从上游的饲料生产、祖代种鸡养殖、屠宰加工延伸至肉制品深加工领域，从而形成自繁自养自宰自加工全产业链布局。圣农食品业绩增长势头良好，2016 年实现净利润 1.07 亿元，同比增长 82.06%。背靠圣农发展，借助全产业链优势，圣农食品在下游大客户份额占比有望继续提升，日本鸡肉制品出口也有望实现恢复性增长，带动 17 年业绩继续维持高速增长，为上市公司带来持续、稳定的业绩增长，提高上市公司抗周期风险能力。
- **去产能传导将至商品代，下半年供给将有所下降。**美、法禽流感导致的祖代鸡引种断崖式下降，由于各代次大规模的强制换羽，始终没有在商品代体现。但根据我们测算，16 年上半年强制换羽高峰期鸡苗将开始集中淘汰，导致在产父母代种鸡存栏量将有所下滑，叠加 17 年上半年后备父母代存栏量缩减以及目前产业链上游盈利不佳，父母代种鸡淘汰速度将进一步加速。预计后期商品代鸡苗、毛鸡供应将在下半年出现一波下降，价格有望延续震荡向上趋势。
- **投资建议：苦练内功降成本，注入圣农食品抗周期，上调至“增持”评级。**公司 17 年产能全面达产，达产后公司肉鸡产能达到 5-5.5 亿羽，未来还将通过内部管理、生产效率提升，实现产能进一步增长。考虑收购圣农食品，预计公司 17-19 年实现净利润 9.2/12.3/11.3 亿元（综合考虑注入圣农食品，且考虑肉鸡价格波动因素，在《农林牧渔行业 2017 年一季报前瞻》基础上上调盈利预测，17-18 年原盈利预测为 5.9/6.4 亿元），对应 EPS 0.75/1.00/0.91 元，17-18 年对应 PE 25/19 倍，上调至“增持”评级！

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,340	2,019	10,417	12,063	13,294
同比增长率(%)	20.18	9.82	24.90	15.80	10.20
净利润(百万元)	679	24	921	1,230	1,130
同比增长率(%)	-	-63.74	35.70	33.55	-8.13
每股收益(元/股)	0.61	0.02	0.75	1.00	0.91
毛利率(%)	12.5	6.6	13.4	14.9	13.6
ROE(%)	11.5	0.4	22.8	24.5	23.4
市盈率	30		25	19	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,436	6,940	8,340	10,417	12,063	13,294
营业收入同比增长率 (yoy)	36.70%	7.83%	20.18%	24.90%	15.80%	10.20%
减: 营业成本	5,911	6,945	7,296	9,016	10,261	11,492
毛利率 (%)	8.16%	-0.08%	12.52%	13.40%	14.90%	13.60%
减: 营业税金及附加	0	0	12	3	3	3
主营业务利润	525	-6	1,033	1,398	1,799	1,799
主营业务利润率 (%)	8.15%	-0.09%	12.38%	13.40%	14.90%	13.50%
减: 销售费用	107	152	179	224	257	287
减: 管理费用	91	114	108	135	156	174
减: 财务费用	281	294	199	249	287	319
经营性利润	46	-566	547	790	1,099	1,019
经营性利润同比增长率 (yoy)	-120.01%	-1343.07%	-196.53%	44.50%	39.10%	-7.30%
经营性利润率 (%)	0.71%	-8.16%	6.56%	7.60%	9.10%	7.70%
减: 资产减值损失	48	117	2	2	2	2
加: 投资收益及其他	-10	-2	2	3	3	3
营业利润	-11	-688	549	791	1,100	1,020
加: 营业外净收入	49	189	135	50	50	50
利润总额	38	-499	683	841	1,150	1,070
减: 所得税	0	0	1	0	0	0
净利润	38	-499	683	841	1,150	1,070
少数股东损益	-38	-111	4	-80	-80	-60
归属于母公司所有者的净利润	76	-388	679	921	1,230	1,130
净利润同比增长率 (yoy)	-134.67%	-609.05%	-275.03%	35.70%	33.50%	-8.10%
全面摊薄总股本	911	1,111	1,111	1,236	1,236	1,236
每股收益 (元)	0.08	-0.37	0.61	0.75	1.00	0.91
归属母公司所有者净利润率 (%)	1.18%	-5.59%	8.14%	8.80%	10.20%	8.50%
ROE	2.40%	-7.42%	11.49%	22.80%	24.50%	23.40%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。