

中航证券金融研究所
 分析师：石玉华
 证券执业证书号：S0640515050001
 研究助理：孟维肖
 证券执业证书号：S0640116010022
 电话：010-64818320

圣农发展 (002299): 近期圣农热点事件点评

行业分类：农林牧渔

2016年6月5日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	——
当前股价 (17.6.5)	12.95

基础数据

深证综指	1800.93
总股本 (亿)	11.11
流通 A 股 (亿)	11.11
流通 B 股 (亿)	0
总市值 (亿)	143.86
每股净资产 (元)	5.32
ROE 摊薄 (2016)	11.49%
资产负债率 (2015)	45.13%
动态市盈率	22.6
市净率	2.68

近一年公司指数与深证综指走势对比



资料来源：wind

2016年事件点评:

- 圣农发展近日公布了2016年年报和2017年一季度业绩预告:** 2016年公司业绩大幅增长,一季度业绩预降。2016年公司鸡肉销量较上年增长14.40%,实现营业收入83.40亿元,较上年增长20.18%;归属于上市公司股东的净利润6.79亿元,经营活动产生的现金流净额为13.30亿元。公司业绩增长主要原因:1、主要受益(国内)白羽鸡引种受限导致的产能不足、销售价格上升、以及上游饲料成本的大幅降低,故公司产品毛利率显著提升扭亏为盈,较15同期提高12.5个百分点。2、近年来,公司抓住行业相对低迷的时机,采取“逆市扩张”的发展战略,公司在市场占有率位居行业前列。3、2017年3月24日公司已完成了农业部肉鸡无高致病性禽流感生物安全隔离区认定。这是公司首次获得认定预计生物安全隔离区在重大动物疫病防控和促进动物及动物产品国内外贸易中发挥较大作用。4、目前公司正在进行对圣农食品的收购延展产业链减少关联交易,未来公司将着力于强化内部管理,提高生产和经营效率,修炼内功,公司资本性支出将大幅减少。5、公司一季度主要受到鸡肉价格下跌和禽流感导致的活禽市场关闭因素,公司2017年1月至3月公司净利润2412万元同比下降63.74%。
- 行业基本面维持不变,深耕产业链打造白羽帝国。**我们可以看到此轮白羽鸡的上涨有很强的外部因素,受制于禽流感导致的主要引种国封关,据中国畜牧业协会监测数据显示,2016年我国白羽祖代肉种鸡引种数量继2015年大幅下降到72.02万套后,继续下滑,全年累计引种64.86万套。年度引种数量在2013年达到峰值154.16万套之后,连续3年下降,2016年祖代肉种鸡引种量为2010年以来的最低值。考虑到我国白羽鸡消费的潜在增长仍处于稳步上升趋势,我国每年需进口80万套祖代鸡方可满足消费需求。根据中国畜牧业协会禽业分会发布的《白羽肉种鸡生产监测分析报告(2017年02月)》显示目前2017年2月,全国祖代白羽肉种鸡存栏135.62万套,后备存栏56.60万套,在产存栏79.02万套。目前处于供需平衡,因祖代鸡进口不足导致的强制换羽释放的产能遭遇春季禽流感导致了雏鸡销售亏损,此次禽流感对鸡肉链条的影响主要是屠宰量的降低和短期鸡肉供应较为充分,2017年下半年将会随肉鸡出栏量减少而全面好转恢复盈利。
- 风险因素:** 鸡价不及预期; 疫病风险

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

关于一季度的禽流感

人们对禽流感的研究历史悠久，禽流感最早发现于1878年。目前全世界已经历了12次大流行。其中最为著名的是1918年至1919年肆虐的H1N1“西班牙流感”病毒，变异的禽流感病毒演变的流感造成全球5000万人死亡。与以往在亚太地区肆虐的禽流感H5N1病毒一样，禽流感多始于在野生鸟类，人类在数次与这种可怕的病毒较量中积累了很多的经验。

就世界范围来看介于野生鸟类的迁徙规律与禽流感高发地点和疫情严重程度有高度的相关性。我们可以看到，在候鸟迁徙路径中沼泽和湖泊是高致病性禽流感扩散的重要地点。目前世卫组织以发出警告，敦促各国避免养殖禽类接触野生鸟类，我国目前以关闭了多地的生禽屠宰市场，以避免疫情像人类传播。据国家卫生计生委统计，2017年2月13日至23日，我国内地11天累计报告H7N9病例35例，其中死亡7人，疫情趋于稳定。

2月19日，广东H7N9感染者病例中出现了病毒变异株。中国工程院院士钟南山指出病毒变异有两个特点，一是变异株使病毒在禽类中变成有高致病性，这次发现的H7N9病毒变异株与2013年以来分离到的同亚型病毒相比，最大的区别在于变异株对鸡有致病性，容易造成家禽（尤其是鸡）发病和死亡，而过去分离到的病毒对鸡没有致病性。并且变异的病毒株会使人类感染后产生耐药性。

表一 候鸟迁徙路线图



数据来源：长沙晚报 中航证券研究所

考虑到我国白羽肉鸡祖代鸡长期依赖进口从禽链投资的角度看，世界性的禽流感将对我国祖代鸡引种产生较大的影响。我国禽链的祖代鸡长期依赖进口以前多来自美国和法国，随着这两个国家因为禽流感被封关。我国主要引种原由西班牙、荷兰等替代。我国祖代鸡引种量15年为72万套16年为64万套，根据世卫组织最新报道西班牙加泰罗尼亚地区发生H5N8高致病性禽流感疫情。发病肉鸭723只，死亡723只，销毁17077只。作为目前我国的核心祖代鸡供应国，西班牙禽流感疫情的爆发将会使我国祖代鸡供应进一步减少。预计17年全年祖代鸡引种量将降为40万套左右。

考虑到目前因2015-2016年祖代种鸡和父母代种鸡相继集中强制换羽，规避了春节前后于一季度集中出栏，导致一季度毛鸡出栏量较去年同期大幅增加。鸡只过多，鸡价承压，随着禽流感疫情的控制和近期种鸡鸡苗销售降低等因素，预计下半年鸡价将得到有效支撑，生产企业有望迎来蜜月期。

表二 关于近期主要引种国的入关情况

国家	目前基本情况
美国	2015年1月后封关，最近一次禽流感发生在2017年1月，2017年复关或无望
英国	2015年1月后封关，最近一次禽流感发生在2017年2月，2017年复关或无望
新西兰	由于进口资质审批等问题，目前已暂停供种，预计最快2017年5-6月或可复关
波兰	2017年1月后封关，最近一次禽流感发生在2017年2月，2017年复关或无望
西班牙	每周可供国内数量约1-1.2万套，最近一次禽流感发生在2017年2月，后续复关可能性较大
法国	2015年11月后封关，最近一次禽流感发生在2017年2月，2017年复关或无望

数据来源：白羽鸡联盟 中航证券研究所

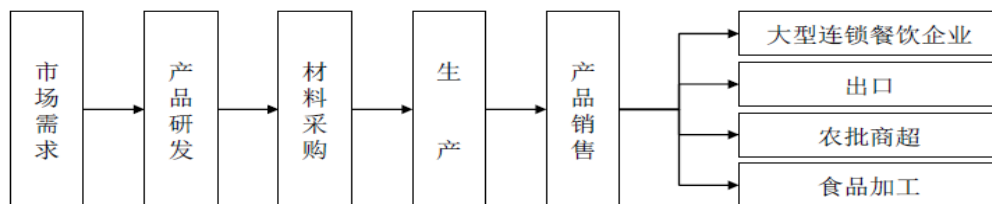
关于圣农食品的收购

本次交易前，圣农发展主营业务包括饲料加工、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售。公司主要产品为冰冻鸡肉，主要以分割冻鸡肉的产品形式，销售给肯德基、麦当劳等知名企业。而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。圣农食品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、日本贸易、Crestrade 等出口对象，肯德基、必胜客、麦当劳、德克士、宜家餐厅、棒约翰、永和大王、汉堡王等大型餐饮连锁企业，沃尔玛、家乐福、永辉超市、华润万家、世纪联华等商超，农贸批发市场以及食品加工厂等。

本次交易后公司将业务链条从上游的养殖、屠宰加工进一步延伸到了肉制品深加工的领域，产品由初加工延展到深加工，同时有助于平滑公司的毛利率，增加了公司的抗风险能力。

目前圣农食品现有 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。按照目前的预案，公司拟购买圣农食品 100% 股权的预估值为 20.2 亿元，占圣农发展营业收入的 17.8%，我们认为随着中美最近重启的贸易谈判，美国牛肉可能进入中国市场，与此对标的谈判标的是中国白羽鸡对美的出口，2017 年 3 月 24 日公司已完成了农业部肉鸡无高致病性禽流感生物安全隔离区认定。生物安全隔离区在重大动物疫病防控和促进动物及动物产品国内外贸易中发挥较大作用。圣农发展有望成为白羽鸡出口美国的领头羊。

表三 圣农食品业务产业链



数据来源：圣农发展购买资产暨关联交易预案 中航证券研究所



盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6436.06	6939.83	8340.42	10023.68	12046.66	14477.92
增长率(%)	36.70%	7.83%	20.18%	20.18%	20.18%	20.18%
归属母公司股东净利润	76.18	-387.79	678.73	616.61	858.58	990.65
增长率(%)	134.67%	-609.05%	275.03%	-9.15%	39.24%	15.38%
每股收益(EPS)	0.069	-0.349	0.611	0.555	0.773	0.892
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.831	0.410	1.202	1.088	1.295	1.106
销售毛利率	8.16%	-0.08%	12.52%	12.52%	12.52%	12.52%
销售净利率	0.59%	-7.19%	8.18%	6.19%	7.17%	6.88%
净资产收益率(ROE)	2.40%	-7.42%	11.49%	9.45%	11.63%	11.83%
投入资本回报率(ROIC)	3.51%	-5.88%	8.89%	6.79%	12.95%	14.01%
市盈率(P/E)	224.58	-44.12	25.21	27.74	19.93	17.27
市净率(P/B)	5.38	3.27	2.90	2.62	2.32	2.04
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
报表预测						
利润表						
营业收入	6436.06	6939.83	8340.42	10023.68	12046.66	14477.92
减: 营业成本	5911.16	6945.30	7296.10	8768.60	10538.27	12665.11
营业税金及附加	0.30	0.50	11.53	13.86	16.65	20.01
营业费用	106.93	152.21	178.94	215.05	258.45	310.61
管理费用	91.36	114.37	108.00	129.80	155.99	187.47
财务费用	280.74	293.93	199.04	138.18	-5.34	35.01
资产减值损失	47.78	117.09	1.61	55.50	55.50	55.50
加: 投资收益	-9.82	-2.27	2.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.90	-2.15	1.37	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-11.13	-688.00	548.60	702.72	1027.14	1204.21
加: 其他非经营损益	48.91	188.53	134.58	124.01	124.01	124.01
利润总额	37.78	-499.48	683.18	826.72	1151.15	1328.22
减: 所得税	-0.20	-0.44	0.68	206.68	287.79	332.05
净利润	37.98	-499.04	682.51	620.04	863.36	996.16
减: 少数股东损益	-38.20	-111.25	3.78	3.43	4.78	5.51
归属母公司股东净利润	76.18	-387.79	678.73	616.61	858.58	990.65
资产负债表						
货币资金	384.58	395.07	389.75	1565.60	1735.16	4339.97
应收和预付款项	405.06	366.81	347.13	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
存货	1368.37	1446.64	1491.48	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
其他流动资产	112.49	0.07	0.25	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
长期股权投资	14.95	15.77	35.40	35.40	35.40	35.40
投资性房地产	3.46	3.28	3.10	2.59	2.07	1.55
固定资产和在建工程	7268.65	8291.94	8690.40	8111.21	7532.02	6941.88
无形资产和开发支出	202.05	197.11	194.42	172.50	150.59	128.67
其他非流动资产	135.60	116.72	138.80	136.13	133.47	133.47
资产总计	9895.22	10833.40	11290.72	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
短期借款	3133.70	2496.00	2841.00	70.00	75.00	80.00
应付和预收款项	1225.85	1425.01	1274.61	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
长期借款	938.66	413.06	372.83	372.83	372.83	372.83
其他负债	955.43	919.78	540.23	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
负债合计	6253.64	5253.86	5028.67	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
股本	910.90	1110.90	1110.90	1110.90	1110.90	1110.90
资本公积	1718.72	3955.72	3955.72	3955.72	3955.72	3955.72
留存收益	550.37	162.58	841.31	1457.92	2316.50	3307.15
归属母公司股东权益	3179.99	5229.20	5907.93	6524.54	7383.12	8373.77
少数股东权益	461.59	350.35	354.12	357.56	362.33	367.85
股东权益合计	3641.58	5579.54	6262.05	6882.09	7745.45	8741.62
负债和股东权益合计	9895.22	10833.40	11290.72	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
现金流量表						
经营性现金净流量	923.68	455.73	1335.23	1208.81	1438.65	1228.97
投资性现金净流量	-2097.00	-1487.98	-1070.65	93.01	93.01	93.01
筹资性现金净流量	973.60	1067.27	-239.93	-125.97	-1362.09	1282.84
现金流量净额	-199.08	33.23	24.66	1175.85	169.56	2604.81

资料来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

石玉华 SAC 执业证书号：S0640515050001，理学硕士，2013年3月加入中航证券金融研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。