

仙坛股份（002746）中报点评

黎明前的黑暗，下半年业绩反转确定

投资评级：买入（首次）

2015年8月27日

投资要点

■ 养鸡行业萧条末期，业绩下降符合预期

1H2015 公司实现营业收入 9.04 亿元，同比增长 18.21%；实现归属母公司净利润 859.39 万元，同比下降 34.76%。1H2015 养鸡行业仍然处于去产能末期，社会冻鸡肉库存较大，导致鸡肉价格持续下降。分产品看，1H2015 公司终端产品鸡肉制品营收同比增长 34.47%，但是鸡肉价格低迷，鸡肉产品毛利率反而下降 2.58%；1H2015 由于社会冻肉库存较大，公司商品代肉鸡营收同比下降 76.15%。1H2015 行业处于萧条末期，公司业绩下降符合市场预期。

■ 养鸡行业复苏趋势确定，业绩反弹或将超预期

目前鸡肉价格处于最近 4 年历史底部。然而祖代鸡原始产能持续去化，同时 2015 年 1 月国家发文禁止进口美国种鸡，预计 2015 年祖代鸡引种量将同比下降 40%。祖代鸡产能去化严重，恢复至少需要 1 年以上时间。而进入三季度后，肉禽制品消费大幅增加。在猪价上涨的行情下，猪价鸡价剪刀差已到达历史高点，替代效应明显，鸡肉消费需求上涨弹性更大。此外，屠宰场 4-5 月份储备了大量冷冻肉，从调研情况看，多数肉制品厂家鸡肉库存量下降，预计到 9-10 月份低价库存消耗完毕。从供给-需求-库存角度看，养鸡行业下半年复苏趋势确定，将进入 15-20 个月的高景气期。毛鸡养殖利润在高景气年份 2011 年高达 5.23 元/羽，较目前还有 5 倍空间。同时，目前玉米和豆粕等主要饲料产能严重过剩，价格远低于 2011 年水平，禽养殖公司单羽利润有望超过 2011 年水平。

■ 公司区位优势助力低成本养殖

公司养殖区域位于我国 5 个无规定动物疫病示范区之一的胶东半岛，防疫条件具有先天优势。同时，距离国内最大白羽鸡祖代种鸡养殖企业益生股份只有 30 公里，较短的时间消耗有利于保障父母代肉种鸡的雏鸡质量。此外，肉鸡所需饲料可在山东本地和东北两区域企业采购，多区域原材料采购可有效防范区域原材料价格波动风险，且具有议价优势。

■ “公司+基地”养殖模式轻资产运营，复制能力强

公司按照小场多点、区域控制的原则实行分散养殖，从而兼具养殖模式复制性强、规模化经营与有效防疫相结合的优势。同时，公司通过流程管理实现一般委托养殖模式在“供雏、供料、供药、防疫、技术、回收、物理隔离和选址”等 7 个方面的统一管理，确保委托养殖质量。此外，“公司+基地”合作养殖模式资本支出小，运营风险更低，公司业绩波动小于自养型企业。

■ 盈利预测与投资建议

未来三年，公司将实现超过 1 亿羽/年肉鸡出栏、屠宰加工以及配套饲料供给、种鸡繁育等各生产环节的产能优化配置。养鸡行业繁荣期 9-10 将启动，有望延续至整个 2016 年。从公司历史上看，在行业景气时，单羽净利可高达 2.5 元/羽。预计 2015-2016 年 EPS 分别为 0.31/1.24 元。2016 年按照禽养殖板块景气时动态 PE35 倍计算，对应目标价 43.4 元，给予买入评级。

■ 风险提示：疫病风险；鸡肉价格不达预期

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

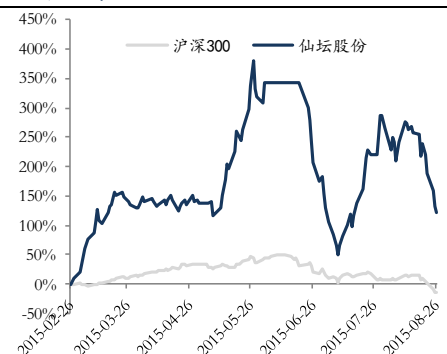
研究助理 严琦

执业资格证书号码：S0600114080008

0512-62938267

yanq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	22.31
一年最高价/最低价	10.12/48.71
市净率	3.64
流通 A 股市值（亿）	8.89

基础数据

每股净资产（元）	6.13
资产负债率	33.17
总股本（百万股）	159.35
流通 A 股（百万股）	39.85

表 1: 未来三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	631.3	636.1	1194.2	1029.7	营业收入	1734.7	1933.2	2254.7	2175.3
现金	157.2	220.0	734.7	568.4	营业成本	1602.4	1796.3	1923.6	1975.8
应收款项	49.6	48.7	56.8	54.8	营业税金及附加	0.1	0.2	0.2	0.2
存货	307.2	270.7	289.9	297.7	营业费用	11.4	12.8	14.9	14.4
其他	117.3	96.7	112.7	108.8	管理费用	60.7	66.8	77.4	74.8
非流动资产	867.0	871.5	1303.9	1553.0	财务费用	17.2	13.0	5.7	1.3
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	5.1	2.0	2.0	2.0
固定资产	635.4	642.9	1078.4	1330.5	其他	-7.0	1.0	1.0	1.0
无形资产	60.7	57.7	54.7	51.6	营业利润	41.0	47.2	236.0	111.9
其他	170.9	170.9	170.9	170.9	营业外净收支	3.8	4.0	4.0	4.0
资产总计	1498.3	1507.6	2498.1	2582.7	利润总额	44.8	51.2	240.0	115.9
流动负债	655.8	631.9	629.5	639.2	所得税费用	0.5	0.3	1.2	0.6
短期借款	298.8	278.3	250.0	250.0	少数股东损益	0.0	1.8	8.4	4.0
应付账款	154.5	147.6	158.1	162.4	归属母公司净利润	44.3	49.2	230.4	111.3
其他	202.6	206.0	221.4	226.8	EBIT	61.4	60.2	241.6	113.2
非流动负债	39.8	39.8	39.8	39.8	EBITDA	156.3	107.6	302.7	198.0
长期借款	36.2	36.2	36.2	36.2	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
其他	3.5	3.5	3.5	3.5	每股收益(元)	0.28	0.31	1.24	0.60
负债总计	695.6	671.7	669.3	679.0	每股净资产(元)	5.04	5.24	9.82	10.21
少数股东权益	0.0	1.2	6.6	9.2	发行在外股份(百万股)	159.4	159.4	185.5	185.5
归属母公司股东权益	802.7	834.7	1822.2	1894.5	ROIC(%)	5.5%	5.1%	17.4%	6.5%
负债和股东权益总计	1498.3	1507.6	2498.1	2582.7	ROE(%)	5.5%	5.9%	12.6%	5.9%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	7.6%	7.1%	14.7%	9.2%
经营活动现金流	98.1	152.6	284.5	211.2	EBIT Margin(%)	3.5%	3.1%	10.7%	5.2%
投资活动现金流	-123.6	-52.1	-498.6	-338.7	销售净利率(%)	2.6%	2.5%	10.2%	5.1%
筹资活动现金流	-28.5	-37.7	728.8	-38.9	资产负债率(%)	46.4%	44.6%	26.8%	26.3%
现金净增加额	-54.0	62.8	514.7	-166.4	收入增长率(%)	-2.2%	11.4%	16.6%	-3.5%
折旧和摊销	94.9	47.5	61.1	84.9	净利润增长率(%)	-6.9%	10.9%	368.7%	-51.7%
资本开支	-40.3	-52.1	-498.6	-338.7	P/E	80.18	72.32	17.97	37.20
营运资本变动	-176.3	52.8	-14.5	10.5	P/B	4.43	4.26	1.95	1.88
企业自由现金流	-60.3	108.0	-211.5	-130.7	EV/EBITDA	27.20	39.27	13.95	21.38

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

