

## 证券研究报告

## 公司研究——季报点评

## 圣农发展（002299.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2019.3.29

## 刘卓 分析师

执业编号：S1500519090002

联系电话：+86 10 83326753

邮箱：liuzhuoa@cindasc.com

## 相关研究

《业绩超预期，行业延续高景气》19.3

《业绩超预期，四季度禽价延续高景气》19.1

《三季度续写辉煌，鸡价维持景气全年业绩高增可期》18.10

《鸡肉业务受益行业景气反转，深加工业务成长明确》18.8

《突破百亿营收，全产业链布局成型综合竞争力增强》18.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

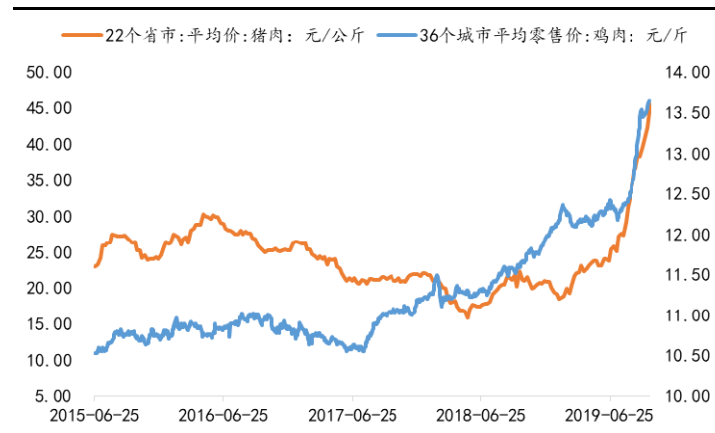
## 行业景气有望延续，业绩增长仍具动力

2019年10月21日

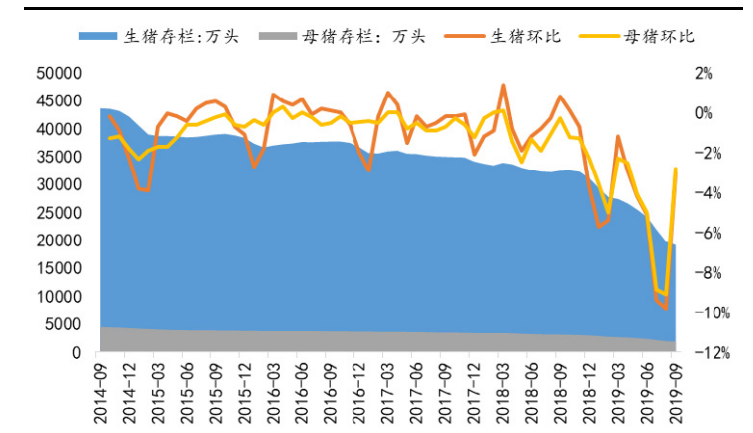
**事件：**近日，公司发布2019年三季报，2019年前三季度公司实现营业收入103.11亿元，同比增长27.99%，实现归属于上市公司股东的净利润27.05亿元，同比增长236.34%。基本每股收益2.18元。

**点评：**

- **禽链景气深度传导，公司盈利全面提升。**前三季度禽养殖业供给持续偏紧，替代性需求不断提升，禽链价格延续去年涨势，公司受益于行业景气其综合盈利能力继续大幅提升，带动业绩保持高增长。2019年前三季度公司综合毛利率32.7%，同比+15.3pct，单三季度公司综合毛利率34.5%，同比+11.3pct，环比+0.1pct。同时我们注意到，行业景气度开始向终端肉制品传导。2018年公司鸡肉产品的平均销售单价同比增长11.6%，而肉制品单价同比仅增长0.42%，毛利率同比下降。今年出现明显改观，上半年公司肉制品单价同比增长7.68%，毛利率31.78%，同比提升10.98pct，价格和毛利的同比增速均取得大幅回升。我们认为随着行业景气的深度传导以及加工品销售渠道的进一步拓展，公司肉制品业务对业绩弹性将带来更多正面影响。
- **内部管理增强，公司经营成本和期间费用率下降。**公司不断巩固和加强内部精细化管理，经营成本与费用得到有效管控，圣农模式下规模效应及管理效益优势逐步显现。经我们测算，公司2018年鸡肉产品单位成本较上年下降3.15%，我们预计公司2019年鸡肉产品单位成本同比下降2.48%。报告期内公司期间费用率继续下降，前三季度公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为2.62%、1.14%、1.26%，同比下降0.49pct、0.22pct、0.75pct，对利润总额的贡献达1.51亿元。我们认为公司仍将持续推进内部管理，公司在生产效率和费用管控方面还有很大的改进空间。
- **供给持续偏紧、需求保持增长，行业有望延续高景气。**中长期来看，我们认为禽养殖业供给将持续偏紧，需求保持增长，行业有望延续高景气。**需求端：**由猪肉替代主导的鸡肉需求有望保持增长。猪肉和鸡肉的替代关系可以从价格走势上直观看出，尤其是在价格上涨较快的阶段其替代作用更为明显，这可能与肉类需求对价格的弹性随价格上涨而提升有关。我国生猪和母猪存栏从去年爆发非洲猪瘟开始进入快速下行通道，且整体来看降速不断加快。以目前的生猪产能及恢复情况来看，我们预计中期内生猪供给的缺口仍难补足，猪价高位运行将带动鸡肉的替代性需求保持增长。

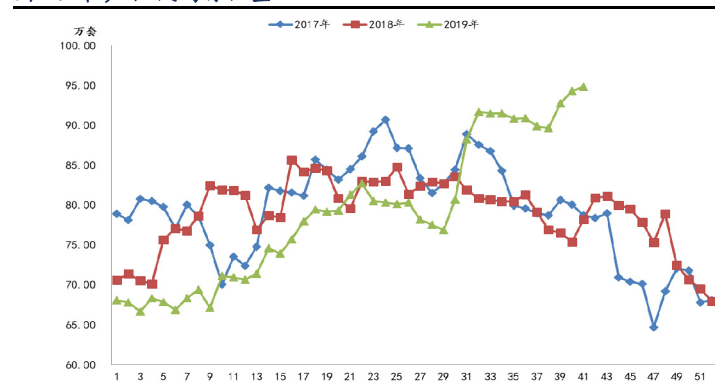
**图 1: 猪肉和鸡肉零售价走势**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

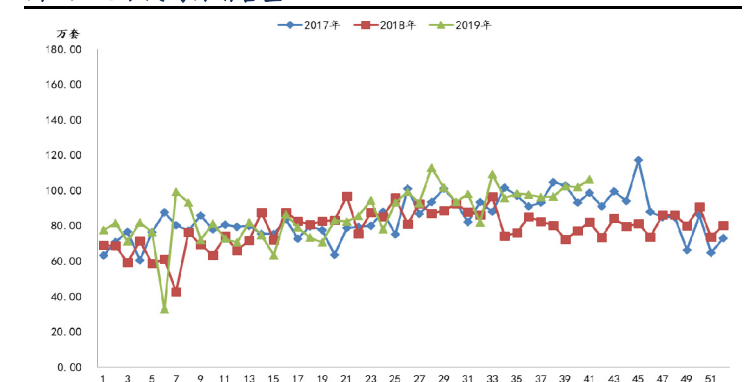
**图 2: 我国生猪存栏和母猪存栏量及环比变化情况**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

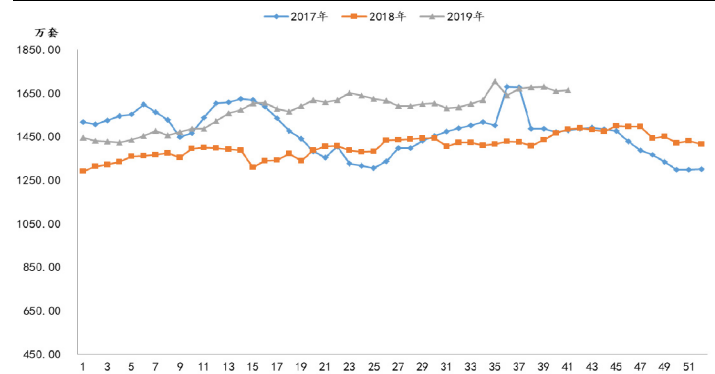
**供给端:** 种鸡产能恢复有限, 生产效率表现下降。中长期来看, 我们认为禽养殖业供给仍然是偏紧的, 主要基于两点, 一是祖代鸡产能恢复较为有限, 二是种鸡生产效率有下滑迹象。由于祖代鸡主要引种国仍未复关, 尽管行业高景气但祖代鸡更新量仍然有限。截至 2019 年 9 月, 祖代鸡更新量 78.38 万套, 我们预计全年在 90 万套左右, 这个数量本身是有限的。生产效率方面, 祖代鸡和父母代鸡的扩繁量都不乐观。今年下半年开始, 由去年 10 月份祖代引种增加和换羽的传导开始体现, 祖代鸡存栏量有所增加, 但由于生产效率的制约, 同期父母代鸡苗销量仍然保持在往年低位。同时, 在产父母代存栏量由于换羽量增加高于去年, 但同期商品代鸡苗销量与去年水平相当。由此可见目前禽养殖业的产能效率有所降低。综合以上两个方面, 我们认为中长期内我国禽养殖业供给将持续偏紧。

**图 3: 在产祖代鸡存栏量**


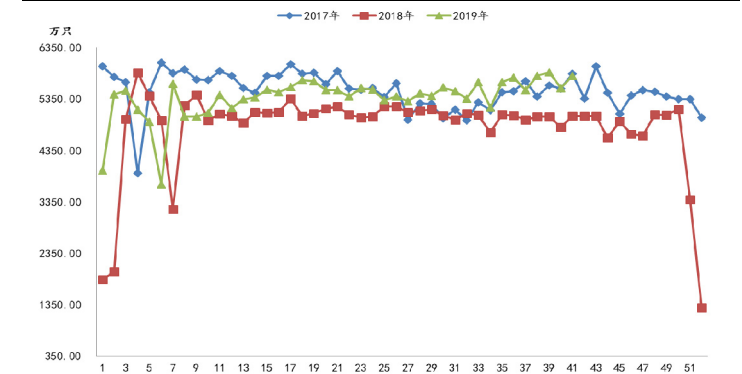
资料来源: 中国畜牧业协会, 信达证券研发中心

**图 4: 父母代鸡苗销售量**


资料来源: 中国畜牧业协会, 信达证券研发中心

**图 5: 在产父母代鸡存栏量**


资料来源: 中国畜牧业协会, 信达证券研发中心

**图 6: 商品代鸡苗销售量**


资料来源: 中国畜牧业协会, 信达证券研发中心

- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 19-21 年摊薄每股收益分别为 2.91 元、3.81 元、4.21 元, 当前股价对应 PE 分别为 9X、7X、6X。维持“增持”评级。
- **风险因素:** 鸡肉价格波动; 疫情风险; 政策变动风险等。

重要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	10,158.79	11,547.23	14,919.30	17,218.88	18,838.88
增长率 YoY %	21.80%	13.67%	29.20%	15.41%	9.41%
归属母公司净利润(百万元)	315.10	1,505.49	3,608.79	4,727.19	5,217.69
增长率 YoY%	-53.58%	377.79%	139.71%	30.99%	10.38%
毛利率%	10.88%	20.53%	30.99%	34.10%	34.17%
净资产收益率 ROE%	5.18%	21.50%	40.37%	37.86%	29.88%
EPS(摊薄)(元)	0.25	1.21	2.91	3.81	4.21
市盈率 P/E(倍)	107	22	9	7	6
市净率 P/B(倍)	5.41	4.36	3.34	2.28	1.68

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 10 月 21 日收盘价, 历史年度为追溯调整后数据

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2,843.00	4,078.57	4,334.56	9,018.17	14,155.36
货币资金	594.90	1,441.22	1,266.89	5,595.44	10,415.63
应收票据	46.50	24.30	31.40	36.24	39.64
应收账款	325.93	628.94	812.60	937.85	1,026.09
预付账款	67.54	129.24	145.00	159.81	174.64
存货	1,777.31	1,834.71	2,058.50	2,268.66	2,479.20
其他	30.81	20.17	20.17	20.17	20.17
<b>非流动资产</b>	10,359.14	10,577.21	11,483.55	11,830.63	12,220.07
长期股权投资	40.78	39.18	39.18	39.18	39.18
固定资产(合计)	9,173.45	9,213.72	10,038.55	10,551.91	10,894.06
无形资产	211.35	223.15	230.89	242.69	251.95
其他	933.56	1,101.16	1,174.94	996.84	1,034.88
<b>资产总计</b>	13,202.14	14,655.79	15,818.11	20,848.79	26,375.43
<b>流动负债</b>	6,030.20	6,039.12	4,722.48	4,882.32	5,032.72
短期借款	4,139.02	4,087.00	2,587.00	2,587.00	2,587.00
应付票据	56.00	90.60	101.65	112.03	122.43
应付账款	931.47	1,019.07	1,143.37	1,260.10	1,377.04
其他	903.71	842.45	890.46	923.19	946.25
<b>非流动负债</b>	630.19	524.24	524.24	524.24	524.24
长期借款	551.40	428.08	428.08	428.08	428.08
其他	78.79	96.16	96.16	96.16	96.16
<b>负债合计</b>	6,660.38	6,563.36	5,246.71	5,406.56	5,556.96
少数股东权益	293.60	338.48	448.14	591.78	750.33
归属母公司股东权益	6,248.15	7,753.95	10,123.26	14,850.45	20,068.14
<b>负债和股东权益</b>	13,202.14	14,655.79	15,818.11	20,848.79	26,375.43

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	10,158.79	11,547.23	14,919.30	17,218.88	18,838.88
同比(%)	21.80%	13.67%	29.20%	15.41%	9.41%
归属母公司净利润	315.10	1,505.49	3,608.79	4,727.19	5,217.69
同比(%)	-53.58%	377.79%	139.71%	30.99%	10.38%
毛利率(%)	10.88%	20.53%	30.99%	34.10%	34.17%
ROE%	5.18%	21.50%	40.37%	37.86%	29.88%
EPS(摊薄)(元)	0.25	1.21	2.91	3.81	4.21
P/E	107	22	9	7	6
P/B	5.41	4.36	3.34	2.28	1.68
EV/EBITDA	27.72	14.50	7.49	5.96	5.41

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	10,158.79	11,547.23	14,919.30	17,218.88	18,838.88
营业成本	9,053.14	9,177.03	10,296.40	11,347.63	12,400.69
营业税金及附加	27.81	31.24	40.36	46.58	50.97
销售费用	340.47	355.69	387.90	447.69	489.81
管理费用	180.50	155.84	156.65	180.80	197.81
研发费用	0.00	36.63	43.27	49.93	54.63
财务费用	233.34	213.88	167.39	138.32	117.95
减值损失合计	54.38	19.81	30.12	43.16	36.97
投资净收益	6.18	4.77	4.32	5.09	4.73
其他	67.93	51.41	61.29	57.44	59.23
<b>营业利润</b>	343.27	1,613.29	3,862.82	5,027.29	5,554.00
营业外收支	-2.10	-15.14	-31.92	-9.15	-15.18
<b>利润总额</b>	341.17	1,598.14	3,830.90	5,018.13	5,538.82
所得税	75.39	46.91	112.45	147.30	162.58
<b>净利润</b>	265.78	1,551.23	3,718.45	4,870.84	5,376.24
少数股东损益	-49.32	45.75	109.66	143.64	158.55
<b>归属母公司净利润</b>	315.10	1,505.49	3,608.79	4,727.19	5,217.69
EBITDA	1,395.62	2,653.14	4,932.09	6,202.32	6,830.16
EPS(当年)(元)	0.25	1.21	2.91	3.81	4.21

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1,466.80	2,356.35	4,571.51	5,857.31	6,499.46
净利润	265.78	1,551.23	3,718.45	4,870.84	5,376.24
折旧摊销	812.39	840.16	934.51	1,050.71	1,157.85
财务费用	242.06	214.84	166.69	133.48	133.48
投资损失	-6.18	-4.77	-4.32	-5.09	-4.73
营运资金变动	95.83	-253.91	-277.09	-238.37	-203.59
其它	56.91	8.80	33.27	45.75	40.20
<b>投资活动现金流</b>	-1,275.99	-1,147.40	-1,839.67	-1,395.28	-1,545.79
资本支出	-1,272.08	-1,145.70	-1,844.00	-1,400.37	-1,550.52
长期投资	7.94	8.50	4.32	5.09	4.73
其他	-11.85	-10.21	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-143.42	-378.66	-2,906.17	-133.48	-133.48
吸收投资	5.86	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	852.18	-161.23	-1,500.00	0.00	0.00
支付利息或股息	786.41	219.12	1,406.17	133.48	133.48
<b>现金流净增加额</b>	44.14	833.66	-174.33	4,328.55	4,820.19

## 研究团队简介

刘卓，分析师。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。