

圣农发展（002299）跟踪报告

量利齐升，业绩与长期发展拐点接踵而至



中信证券研究部

2014 年 11 月 20 日

施亮

电话：010-60838274

邮件：liangshi@citics.com

执业证书编号：S1010510120044

刘洋

电话：010-60838897

邮件：lyocean@citics.com

执业证书编号：S1010512080007

盛夏

电话：010-60838155

邮件：xsheng@citics.com

执业证书编号：S1010514060004

联系人:吴尚阳

电话：010-60836735

邮件：wushangyang@citics.com

事项：

近期养殖板块整体表现出色，我们对圣农发展进行了跟踪研究。我们主要观点如下：

评论：

预计全年祖代引种 115 万套，15 年或再降 5-10%

随着白羽肉鸡联盟以配额形式总量控制祖代鸡引种规模的逐步落实，以及企业受制于资金压力自发性调整引种量、提前淘汰在产祖代鸡，整个肉鸡产业链周期反转向上的趋势已经明确。但是市场对于肉鸡产业链反转的弹性和持续性仍然有较大的分歧。

投资者主要的担忧来自于联盟配额的实际执行情况以及可持续性。我们认为虽然联盟的组织结构较为松散，但由于进口数据相对透明，进口源头相对单一，联盟寡头之间的相约监督和相互约束力度反而较大；更要是 2009 年以来无序的引种扩张导致行业供给急剧放大，引发 2012-2013 年的巨亏，也已经让联盟寡头意识到协作的重要性。

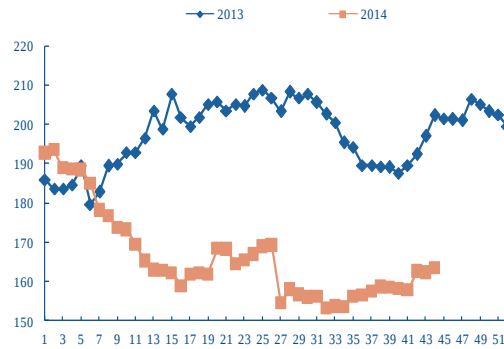
从协会的统计数据来看，实际执行情况较为理想，截止 10 月份，祖代鸡累计引种量在 90 万套左右，跟去年上半年引种量差不多，联盟企业引种量全部在配额以内。尽管联盟对圣农没有配额约束，圣农此前计划引种 10 万套，但实际引种也仅在 7.2 万套。同时由于父母代鸡苗价格持续处于成本线以下，部分中型祖代鸡企业资金压力仍然较大，实际引种量大幅低于此前给定的配额。我们预计 2014 年全年引种量将不超过 115 万套（包括圣农、泰森），同比下降 25%，将超出市场预期。

同时，我们也了解到，为了调整行业引种节奏，实现总量调配，联盟很可能作为一个常设性自律组织，在未来几年继续约束成员企业引种量，2015 年引种配额有望继续下降 5-10%。

受引种下降和在产祖代鸡淘汰两方面影响，当前在产+后备祖代鸡存栏已经下降至 163 万左右，较 2013 年高点降幅达到 20%。我们预期随着后期祖代鸡引种持续下滑，在产+后备祖代鸡存栏有望继续下降，并在 15 年传导至商品代肉鸡，推动鸡肉价格大幅上行。根据生长周期测算，我们预计本轮周期牛市将至少持续到 2015 年年底，如果 2015 年联盟配额继续落实，那么周期上行期将会被继续拉长。

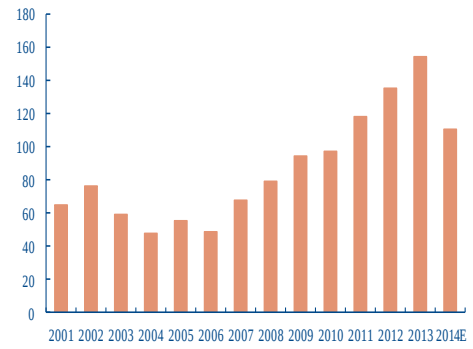
短期来看，受父母代淘汰反复和玉米等原料价格下跌影响，鸡苗、鸡肉价格自四季度以来，止涨回跌。目前鸡苗已经跌至 1.5-1.6 元/羽，圣农鸡肉均价环比下跌 4-5%至 11000 元/吨。但随着父母代鸡苗高峰逐步过去（13 年祖代引种高峰的滞后影响），父母代存栏将跟随祖代持续下降，价格有望重新回归上涨通道，且猪价在 11 月开始再次启动上涨也将带动肉鸡价格上行。单羽盈利方面，原料价格下行基本抵消了公司鸡肉价格下跌影响，当前公司毛利率环比维持稳定。

图 1：在产+后备祖代鸡存栏走势（万套）



资料来源：中国畜牧协会，中信证券研究部

图 2：历年祖代鸡引种量（万套）



资料来源：中国畜牧协会，中信证券研究部

渠道结构继续优化，产品溢价加速体现

数次行业性食品安全事件，均对公司均产生了正面影响。公司优质可控鸡肉产品在快餐等渠道的占比持续提升并实现对麦当劳的直供。目前公司鸡肉占肯德基中国的采购量比例已经达到 40%，占麦当劳采购量 60-70%。四季度新订协议价在三季度基础以上也继续提升。

同时，KKR 入股后，在可预见的未来，我们认为公司将在渠道优化和鸡肉全球化配置中获得新的突破，为公司中长期发展打开更广阔的空间。渠道优化方面，预计 KKR 资源结合公司的产品和既有渠道优势，将进一步强化公司与快餐渠道的关系，甚至突破外资供应商约束，进入快餐巨头全球性采购体系。

鸡肉全球化资源配置方面，由于国内外对于不同品种有不同的消费偏好，导致内外价格差别十分巨大，如鸡胸肉国内售价仅在 1 万多元/吨，但经过简单的加工后，在美国售价就高达 5 万元/吨，鸡屁股等在国内售价仅为 3000 元/吨，而在日本，经过简单加工后，售价将达到 30000 元/吨。一旦公司鸡肉在全球化配置获得有力的渠道支撑，公司的产品溢价将加速体现，单羽利润有望上一个台阶。

未来三年公司屠宰量继续保持高增长

公司前期规划预计到 2020 年实现 10 亿只产能。其中光泽县、浦城县产能各约 2.5 亿只；松溪、政和县约 2.5 亿只；周宁、寿宁县约 2.5 亿只，也即未来将在光泽县外再造三个圣农。

目前蒲城项目第一期首个 6000 万只项目已经投完全达产，2014 年贡献屠宰量 3000-4000 万只，2015 年全部达产；蒲城一期第二个 6000 万只项目正在建设中，预计明年投产，当年贡献屠宰量 3000 万只；政和项目第一期 14 年年底投产，当年贡献 3000 万只屠宰量，综合预计 2015 年公司肉鸡屠宰量将达到 3.5-3.6 亿只。根据公司产能规划，2016 年将达到 4.4-4.5 亿羽。

表 1：公司 2020 年产能展望

地址	预计产能	达产情况（2014 年）	面积	交通情况
光泽县	2.5 亿只	全部达产	约 2200 平方公里	距离码头约 420 公里
浦城县	2.5 亿只	首期 1.2 亿中首个 6000 万只投产	约 3100 平方公里	距离码头约 250 公里
松溪、政和	2.5 亿只	首期 6000 万只中 3000 万只投产	约 2700 平方公里	距离码头约 160 公里
周宁、寿宁	2.5 亿只		约 3000 平方公里	距离码头近

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2007 年-2013 年，公司屠宰量从 3532 万只增加至接近 2.1 亿只，复合增速达到 33%。随着行情好转，KKR 增发资金到位，蒲城项目建设重启，松溪、政和、周宁、寿宁等地项目

将陆续投入建设，公司将迈入新一轮产能高速增长期。

效率提升推动成本下行

由于鸡肉市场是充分竞争的市场，单个企业很难拥有定价权。因此，控制成本是提升盈利和保持竞争力的重要途径。我们认为公司的产能扩张并不能单纯的被理解为圣农的再造，也即是说圣农扩产不仅仅是不断融资摊薄放量的过程。

公司 IPO 募投项目与上市前项目、增发项目与 IPO 项目以及蒲城项目与增发项目等，由于设备厂房优化程度、产业链延伸以及管理和技术水平进步等，所产鸡只均存在相当幅度的成本差异。根据最新投产蒲城项目情况，单只鸡成本至少要低于此前 IPO 项目 0.3-0.5 元。

表 2：公司正在进行的降低成本的途径

成本降低计划	具体作用	估计单只节省成本	备注
直接进口祖代鸡	1、原来在国内采购父母代鸡，现在自己养殖祖代鸡，降低父母代鸡的成本。2、通过自己繁育种鸡，提高商品鸡成活率和饲料转化率	商品鸡的养殖成本每只节省 0.2 元	可能部分销售祖代鸡
合资成立海圣饲料	将解决下脚料的问题。包括鸡肠子、正常死亡的鸡只、下脚料、鸡毛。原来公司下脚料基本通过批发商渠道销售，该类大小客户超过 30 家，采取随行就市每周竞价的定价方式	每天节约 50 万元，按照 80 万羽的屠宰量计算，则一只鸡节约成本 0.6 元。	正常死亡鸡只占比 5%左右公司与海大饲料各持有海圣饲料 50%股权。
建设 5 万吨级泊位	利于降低公司原料和产品的运输成本。铁路运输东北玉米需要运费 300 元/吨。从东北运输到码头、再到光泽县，共需费用 110 元/吨	折合每只鸡饲料成本节省 0.4-0.5 元。	
升级技术设备改进	降低单位人工成本		

资料来源：公司公告，中信证券研究部

KKR 作为战略投资者加入也将帮助圣农在管理、技术方面逐步向世界水平靠拢，并促进原料采购的来源更加广泛化，比如进口美国玉米等。尽管公司的养殖技术和设备等处于国内领先地位，但就单只成本而言，依然有较大的改善空间。成本中枢性下行将改变公司单羽利润中枢在 3 元/羽的固有观念。

风险提示：

原料价格波动风险、鸡肉价格波动风险、疫病风险、政策审批风险。

投资建议：

我们认为随着祖代引种量低于市场预期以及白羽联盟 15 年继续限量，禽产业链周期上行的弹性和时间或将超出市场预期，未来 1-2 年内畜禽产业链盈利和估值将面临双升。预计公司肉鸡屠宰量 14-16 年将达到 2.7、3.5、4.5 亿羽，未来三年继续保持 30%以上高增长，将充分受益于行业景气上行周期。

KKR 作为战略投资者加入，将为公司运营效率提升、渠道和资源整合提供强有力支撑，同时 KKR 在资本和产业界强大的关系和禀赋，也能为圣农发展对外合资、合作甚至是跨国合作提供新的通路，为公司中长期发展打开空间。公司作为国内乃至国际领先的鸡肉产品综合提供商的发展路径日渐清晰。

我们上调公司 15 年盈利预测，预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.23/1.49/1.26 元，继续维持公司“买入”评级，给予目标价 20 元。

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关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。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2013 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准		评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。		买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；		增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准		行业投资评级	
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅：		强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
		中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。