

强烈推荐-A (维持)

目标估值: 20.25-27.00 元

当前股价: 18.59 元

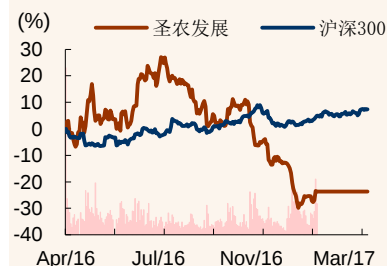
2017 年 04 月 14 日

基础数据

上证综指	3276
总股本(万股)	111090
已上市流通股(万股)	90026
总市值(亿元)	207
流通市值(亿元)	167
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	11.5
资产负债率	45.1%
主要股东	福建省圣农实业有限
主要股东持股比例	41.48%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-25	-21	-21
相对表现	-32	-29	-29



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《圣农发展(002299.sz)——产能释放鸡价拐点, 业绩弹性巨大》2017-04-04
- 2、《圣农发展(002299.sz)——提量降费显成效, 三季度盈利丰厚》2016-10-26

周莎

0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

研究助理

雷轶

075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

圣农发展 002299.SZ

收购圣农食品, 公司三重受益

4月13日, 公司发布公告, 拟发行1.24亿股收购圣农食品100%股权, 暂定发行价16.21元。交易完成后, 公司将实现肉鸡板块整体上市, 享受抗周期能力提升、协同效应和终端产品高溢价三重收益。

□ 收购圣农食品, 实现肉鸡板块整体上市

圣农食品是中国知名的餐饮中央厨房企业, 目前拥有产能16万吨, 2017年下半年产能将进一步提升至22万吨。其产品主要销往日本等海外市场, 肯德基等大型餐饮连锁企业, 沃尔玛等商超, 农贸批发市场以及食品加工厂。2016年圣农食品毛利率19.62%, 比公司高7.5个百分点, 实现净利润1.06亿元, 同比增长82%。公司拟发行1.24亿股收购圣农食品100%股权, 暂定发行价16.21元。通过本次交易, 圣农实业将实现肉鸡生产与深加工板块的整体上市, 将肉鸡产业链延伸至终端消费, 符合公司拓展主营业务的长远发展战略。

□ 产业链延伸, 公司三重受益

公司与圣农食品是上下游关系, 通过本次交易, 将享受抗周期能力提升、协同效应和终端产品高溢价三重利好。

①通过本次交易, 公司产业链条进一步延伸, 形成从饲料生产、祖代种鸡养殖到食品加工的产业一体化经营格局。而下游深加工受原材料等价格波动影响更小, 盈利水平更加稳定。因此, 本次收购将显著提升公司抗周期能力和综合竞争力。②由于同处肉鸡产业链上下游, 双方在鸡肉原材料采购、工艺流程优化、产品销售渠道、客户维护与拓展等方面, 将产生纵向一体化的协同效应, 从而降低管理成本、提升运营效率。③本次交易完成后, 公司产品系列由初级加工品扩展到深加工品, 有利于公司丰富产品类型, 拓宽客户范围, 提升产品附加值。

□ **盈利预测与估值:** 我们预计公司2017-2019年的归母净利润分别为8.89/15.03/15.35亿元, 对应EPS为0.80/1.35/1.38, 给予2018年15-20倍PE得出目标价20.25-27.00元, 较停牌价具有9%-45%的上涨空间, 给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 收购进度不及预期, 鸡价上涨不及预期, 突发大规模不可控疫病, 重大食品安全事件。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6940	8340	11092	14147	14650
同比增长	8%	20%	33%	28%	4%
营业利润(百万元)		549	760	1378	1411
同比增长	6081%	-180%	39%	81%	2%
净利润(百万元)	-388	679	889	1503	1535
同比增长	-609%	-275%	31%	69%	2%
每股收益(元)	-0.35	0.61	0.80	1.35	1.38
PE	-53.3	30.4	23.2	13.7	13.5
PB	3.9	3.5	3.3	2.8	2.4

资料来源: 公司数据、招商证券注: 2015-2017 股本均为 11.11 亿股

盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 8.89/15.03/15.35 亿元，对应 EPS 为 0.80/1.35/1.38，给予 2018 年 15-20 倍 PE 得出目标价 20.25-27.00 元，较停盘价具有 9%-45% 的上涨空间，给予“强烈推荐-A”评级。

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	1871	1880	1839	2086	2215	2201
营业毛利	-100	-172	10	173	264	98
营业费用	39	52	39	39	45	56
管理费用	40	18	24	33	24	27
财务费用	64	51	52	53	49	45
投资收益	0	0	0	0	2	0
营业利润	-100	-173	9	178	263	99
归属母公司净利润	4	-39	67	179	257	176
EPS (元)	0.00	-0.03	0.06	0.16	0.23	0.16
主要比率	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
毛利率	3.6%	-0.8%	6.6%	14.4%	17.3%	10.8%
营业费用率	2.1%	2.8%	2.1%	1.9%	2.1%	2.5%
管理费用率	2.1%	1.0%	1.3%	1.6%	1.1%	1.2%
营业利润率	-5.3%	-9.2%	0.5%	8.5%	11.9%	4.5%
有效税率	0.4%	-0.3%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.7%
净利率	0.2%	-2.1%	3.6%	8.6%	11.6%	8.0%
YoY	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
收入	10.0%	3.1%	29.1%	18.2%	18.4%	17.1%
归属母公司净利润	-95.2%	-23.0%	-134.1%	-213.3%	6297.2%	-553.4%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
收入合计	7989	10625	13552	14033
鸡肉	7989	10625	13552	14033
收入增长率	21.6%	33.0%	27.5%	3.6%
鸡肉	21.6%	33.0%	27.5%	3.6%
毛利率	12.0%	13.0%	12.5%	12.0%
鸡肉	12.0%	13.0%	12.5%	12.0%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6940	8340	11092	14147	14650
营业成本	6945	7296	9650	12167	12599
营业税金及附加	0	12	15	20	73
营业费用	152	179	271	176	182
管理费用	114	108	188	183	175
财务费用	294	199	211	227	213
资产减值损失	117	2	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	1	1	1	1
投资收益	(2)	2	2	2	2
营业利润	(688)	549	760	1378	1411
营业外收入	193	142	142	142	142
营业外支出	4	7	7	7	7
利润总额	(499)	683	895	1513	1545
所得税	(0)	1	1	2	2
净利润	(499)	683	894	1511	1544
少数股东损益	(111)	4	5	8	9
归属于母公司净利润	(388)	679	889	1503	1535
EPS (元)	(0.35)	0.61	0.80	1.35	1.38

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

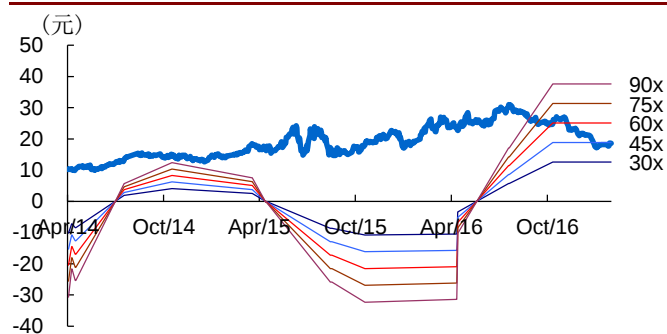
表 4：估值对比表

公司	最新	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB	ROE	市值
简称	股价	15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E	(MRQ)	(TTM)	(亿)
圣农发展	18.59	-0.35	0.61	0.80	-609%	-275%	31%	-53	30	23	3.99	11.49%	207
益生股份	27.16	-1.43	1.69	2.22	-1835%	239%	32%	-19	16	12	7.80	38.20%	91
民和股份	17.23	-1.04	0.51	1.08	-603%	149%	113%	-17	34	16	6.33	14.92%	52
仙坛股份	40.43	0.15	1.20	2.15	-49%	870%	79%	270	34	19	4.51	9.40%	74
平均					-774%	246%	64%	45	28	18	5.66	18.50%	

资料来源：公司数据、招商证券*注：益生股份、民和股份、仙坛股份 EPS 预测为 wind 一致预测

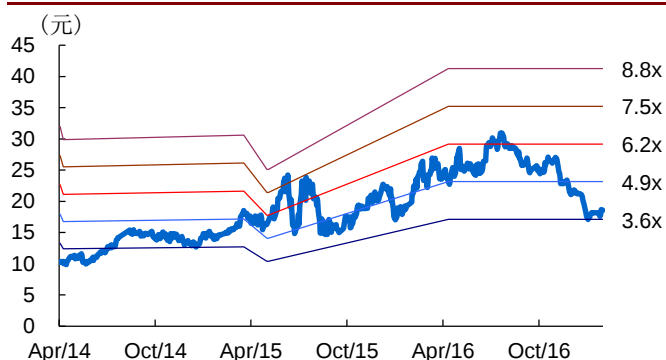
3、PE-PB Band

图 1：圣农发展历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：圣农发展历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

收购进度不及预期，鸡价上涨不及预期，突发大规模不可控疫病，重大食品安全事件。

参考报告：

- 1、《圣农发展(002299.SZ)年报点评-产能释放鸡价拐点，业绩弹性巨大》2017-04-04，3月31日，公司发布2016年报，全年鸡肉销量76.2万吨，同增14.40%；实现营收83.40亿，同增20.18%；归母净利润6.79亿，同增275.03%，实现扭亏为盈。
<http://t.cn/R6e9r4G>
- 2、《圣农发展-提量降费显成效，三季度盈利丰厚》2016-10-20，10月24日，公司发布三季报，前三季度实现营收61.4亿，同增21.3%；归母净利润5.03亿，比上年同期增长244.1%。公司预计全年归母净利润7-9亿。
<http://t.cn/RVT5vJ4>
- 3、《鸡！鸡！鸡！白羽肉鸡系列报告之一-双重去产能，超级鸡周期》2016-09-20，本文系统阐述了白羽肉鸡的年度小周期、蛛网模型中周期及当下的“超级鸡周期”，由于祖代引种受限而强制去产能，景气上行的时间和空间均将创历史记录。
<http://955.cc/kJFw6>
- 4、《农林牧渔行业研报点评-周期轮转，浪潮迭起》2016-09-07，2016年上半年，农林牧渔板块实现营收1769亿元，同增14.5%，毛利率达到18.5%的较高水平；Q2收入增长较为明显，达到1049亿，环比增长45.7%；归母净利润160亿，同增211.7%。
<http://t.cn/RcbfmCr>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2331	2346	3246	4076	4442
现金	518	507	861	1064	1324
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	10	15	20	25	26
应收款项	247	232	306	391	405
其它应收款	13	5	7	9	9
存货	1447	1491	1925	2427	2513
其他	97	95	126	159	165
非流动资产	8630	9066	9820	10508	11138
长期股权投资	16	35	35	35	35
固定资产	7406	8215	8989	9696	10342
无形资产	197	194	175	157	142
其他	1011	621	620	619	619
资产总计	10961	11412	13066	14584	15580
流动负债	4960	4762	6077	6352	6255
短期借款	2496	2841	3731	3508	3325
应付账款	813	843	1115	1406	1456
预收账款	88	93	123	155	160
其他	1562	985	1108	1283	1313
长期负债	421	388	388	388	388
长期借款	319	278	278	278	278
其他	102	110	110	110	110
负债合计	5381	5150	6465	6739	6642
股本	1111	1111	1111	1111	1111
资本公积金	3956	3956	3956	3956	3956
留存收益	163	841	1175	2411	3495
少数股东权益	350	354	359	367	376
归属于母公司所有者权益	5229	5908	6241	7477	8562
负债及权益合计	10961	11412	13066	14584	15580

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	433	1330	1753	2403	2588
净利润	(388)	679	889	1503	1535
折旧摊销	635	683	732	797	856
财务费用	298	204	211	227	213
投资收益	2	(2)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(41)	(238)	(91)	(142)	(24)
其它	(74)	5	16	21	11
投资活动现金流	(1488)	(1071)	(1482)	(1482)	(1482)
资本支出	(1599)	(1074)	(1486)	(1486)	(1486)
其他投资	111	4	3	3	3
筹资活动现金流	1067	(240)	83	(718)	(846)
借款变动	(476)	(49)	849	(224)	(182)
普通股增加	200	0	0	0	0
资本公积增加	2237	0	0	0	0
股利分配	0	0	(555)	(267)	(451)
其他	(893)	(191)	(211)	(227)	(213)
现金净增加额	12	20	354	203	260

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6940	8340	11092	14147	14650
营业成本	6945	7296	9650	12167	12599
营业税金及附加	0	12	15	20	73
营业费用	152	179	271	176	182
管理费用	114	108	188	183	175
财务费用	294	199	211	227	213
资产减值损失	117	2	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	1	1	1	1
投资收益	(2)	2	2	2	2
营业利润	(688)	549	760	1378	1411
营业外收入	193	142	142	142	142
营业外支出	4	7	7	7	7
利润总额	(499)	683	895	1513	1545
所得税	(0)	1	1	2	2
净利润	(499)	683	894	1511	1544
少数股东损益	(111)	4	5	8	9
归属于母公司净利润	(388)	679	889	1503	1535
EPS (元)	(0.35)	0.61	0.80	1.35	1.38

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	想·	20%	33%	28%	4%
营业利润	6081%	-180%	39%	81%	2%
净利润	-609%	-275%	31%	69%	2%
获利能力					
毛利率	-0.1%	12.5%	13.0%	14.0%	14.0%
净利率	-5.6%	8.1%	8.0%	10.6%	10.5%
ROE	-7.4%	11.5%	14.2%	20.1%	17.9%
ROIC	-4.7%	7.9%	9.1%	13.8%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	49.1%	45.1%	49.5%	46.2%	42.6%
净负债比率	25.9%	27.7%	30.7%	26.0%	23.1%
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	1.0	0.9
存货周转率	4.9	5.0	5.6	5.6	5.1
应收帐款周转率	26.3	34.8	41.2	40.6	36.8
应付帐款周转率	8.5	8.8	9.9	9.6	8.8
每股资料 (元)					
每股收益	-0.35	0.61	0.80	1.35	1.38
每股经营现金	0.39	1.20	1.58	2.16	2.33
每股净资产	4.71	5.32	5.62	6.73	7.71
每股股利	0.00	0.50	0.24	0.41	0.41
估值比率					
PE	-53.3	30.4	23.2	13.7	13.5
PB	3.9	3.5	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	61.8	10.2	8.5	6.1	5.9

分析师承诺

负责本研究报告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。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016 年 1 月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。