

投资评级 优于大市 维持

鸡肉吨盈利仍保持良好水平，食品业务明后年高增在望

股票数据

10月19日收盘价(元)	23.88
52周股价波动(元)	16.97-31.48
总股本/流通A股(百万股)	1244/1096
总市值/流通市值(百万元)	29710/26174

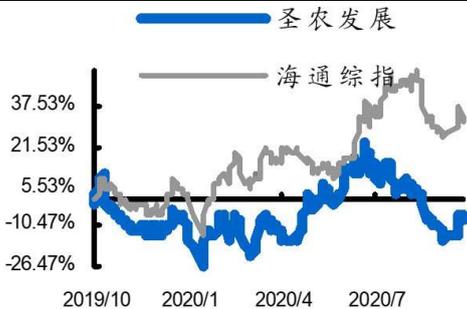
相关研究

《鸡肉吨盈利保持较高水平，C端有望带动食品业务实现全年高增》2020.07.23

《鸡肉单羽盈利创历史新高，食品业务驶入成长快车道》2020.03.29

《再看圣农：食品业务驶入成长快车道，有望迎来估值重塑》2020.03.22

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.4	-13.6	-17.8
相对涨幅(%)	2.0	-13.9	-22.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:丁频

Tel:(021)23219405

Email:dingpin@htsec.com

证书:S0850511050001

分析师:陈阳

Tel:(021)23212041

Email:cy10867@htsec.com

证书:S0850517020002

联系人:孟亚琦

Tel:(021)23154396

Email:myq12354@htsec.com

投资要点:

● **圣农发展发布2020年三季报:** 20Q3公司实现营收34.50亿元(-8.17%);实现归母净利润4.74亿元(-54.94%)。1-9月份,公司实现营收99.50亿元(-3.50%),实现归母净利润18.06亿元(-33.23%)。盈利能力方面,公司前三季度综合毛利率为24.5%,同比下降8.2个百分点;综合净利率为18.2%,同比下降8.4个百分点;加权ROE为18.4%,同比下降13.7个百分点。期间费用率为5.7%,同比上升0.4个百分点。

● **鸡肉产品溢价明显,完全成本下降导致吨盈利保持良好水平。** 20Q3公司生鸡肉销量26.4万吨,同比增长15.7%;实现营业收入26.9亿元,同比下降6.3%。受行情因素影响,销售均价约为10200元/吨,同比下降19.0%,环比下降7.8%;受益于客户结构良好以及品牌价值,相较于行业仍具有明显溢价。

成本方面,在玉米和豆粕等大宗原料价格明显上涨的不利背景下,通过推进各环节精细化管理和自有种源替代,20Q3公司鸡肉完全成本约为8760元/吨,环比逆势下降近200元/吨,同比也保持一定比例降幅,导致吨盈利保持在1440元/吨左右的良好水平,羽均盈利约为3元/羽。我们估算Q3公司鸡肉业务实现净利润约3.8亿元。

展望全年,我们预计公司鸡肉均价约为10940元/吨,完全成本有望下降至9050元/吨,吨净利近1900元/吨。在全年屠宰量4.9亿羽的预测之下,2020年公司鸡肉业务预计实现净利润约18.6亿元。向后看,随着公司持续进行各环节管理改善以及开展工业4.0体系建设,我们预计明后年公司鸡肉完全成本仍将持续下降,不仅有利于在禽链周期下行阶段保持良好盈利,也将为后续规模扩张提供有力保障。

● **食品销售均价和利润率均有所下降,明后年高增在望。** 20Q3公司食品业务实现销量5.8万吨,同比增长13.2%;实现营业收入12.4亿元,同比增长2.9%;2020年前三季度食品业务营业收入在公司主营业务收入中的占比已达到32%。主要受上游鸡肉原材料价格下降影响,20Q3公司食品均价约为21600元/吨,同比下降9.2%,环比下降13.1%。我们测算20Q3公司食品业务实现净利润约6000万元,净利润率约为4.7%,环比有一定程度下降。展望全年,我们预计公司2020年食品销量逾20万吨,C端业务销售额占比有望进一步上升;实现净利润约2.6亿元。向后看,随着食品八厂和九厂的陆续投产,明年开始食品产能掣肘的局面有望得到缓解,熟食转化率有望进一步提升;此外,公司拟大幅增加C端品牌宣传预算,C端业务有望迎来转型发展。我们预计明后年公司食品业务将迎来高速增长。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11547	14558	13676	16049	18225
(+/-)YoY(%)	13.7%	26.1%	-6.1%	17.4%	13.6%
净利润(百万元)	1505	4093	2220	2157	2461
(+/-)YoY(%)	377.8%	171.8%	-45.8%	-2.8%	14.1%
全面摊薄EPS(元)	1.21	3.29	1.78	1.73	1.98
毛利率(%)	20.5%	34.5%	22.8%	20.4%	21.1%
净资产收益率(%)	19.4%	38.8%	21.6%	19.7%	20.7%

资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 盈利预测与投资建议。**基于 2020-2022 年肉鸡屠宰量分别为 4.9/5.5/6.0 亿羽的假设 (暂不考虑中盛农牧未来资产注入与其他并购), 我们预计公司归母净利润分别为 22.2/21.6/24.6 亿元, 对应 EPS 分别为 1.78/1.73/1.98 元。公司未来两年肉鸡出栏量有望实现突破, 完全成本进一步下降; 食品业务处于高速成长期, C 端有望实现转型发展。我们认为公司理应享受一定估值溢价, 给予公司 2020 年 15~18 倍 PE 估值, 合理价值区间为 26.70~32.04 元, 对应 2020 年 PB 为 3.23~3.88 倍, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**白羽鸡价格大幅下跌; 禽流感等疫情; 食品业务增长不及预期。

表 1 可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)			PB (X)
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E
002458.SZ	益生股份	12.10	120.0	2.19	0.69	0.56	5.53	17.54	21.61	3.00
002234.SZ	民和股份	16.96	51.2	5.33	2.10	1.68	3.18	8.08	10.10	1.58
002746.SZ	仙坛股份	12.40	57.5	2.16	1.33	1.07	5.74	9.32	11.59	1.54
603345.SH	安井食品	180.50	427.2	1.58	2.24	2.92	114.24	80.58	61.82	13.33
平均值							32.17	28.88	26.28	4.86

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2020 年 10 月 19 日数据, 盈利预测来源于 wind 一致预期, EPS 全部以最新总股本摊薄。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	14558	13676	16049	18225
每股收益	3.29	1.78	1.73	1.98	营业成本	9529	10556	12770	14378
每股净资产	8.48	8.26	8.79	9.56	毛利率%	34.5%	22.8%	20.4%	21.1%
每股经营现金流	3.90	2.69	2.45	2.78	营业税金及附加	32	35	40	46
每股股利	1.50	2.01	1.21	1.21	营业税金率%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	376	369	449	529
P/E	7.26	13.38	13.77	12.07	营业费用率%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%
P/B	2.81	2.89	2.72	2.50	管理费用	197	212	257	301
P/S	2.03	2.17	1.85	1.63	管理费用率%	1.4%	1.6%	1.6%	1.7%
EV/EBITDA	6.03	9.27	9.88	8.45	EBIT	4379	2436	2445	2864
股息率%	6.2%	8.4%	4.6%	4.6%	财务费用	157	147	205	296
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	1.1%	1.3%	1.6%
毛利率	34.5%	22.8%	20.4%	21.1%	资产减值损失	10	0	5	13
净利润率	28.1%	16.2%	13.4%	13.5%	投资收益	11	5	5	5
净资产收益率	38.8%	21.6%	19.7%	20.7%	营业利润	4265	2343	2290	2609
资产回报率	26.8%	14.0%	13.5%	15.2%	营业外收支	-68	-20	-20	-20
投资回报率	34.8%	19.7%	19.1%	22.0%	利润总额	4197	2323	2270	2589
盈利增长 (%)					EBITDA	5250	3380	3462	3954
营业收入增长率	26.1%	-6.1%	17.4%	13.6%	所得税	78	81	91	104
EBIT 增长率	144.5%	-44.4%	0.4%	17.1%	有效所得税率%	1.9%	3.5%	4.0%	4.0%
净利润增长率	171.8%	-45.8%	-2.8%	14.1%	少数股东损益	27	22	22	25
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	4093	2220	2157	2461
资产负债率	30.9%	34.8%	31.5%	26.1%					
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.3	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	货币资金	1199	2000	1500	1200
现金比率	0.3	0.4	0.3	0.3	应收账款及应收票据	747	658	772	876
经营效率指标					存货	1879	2057	2489	2802
应收帐款周转天数	17.6	17.6	17.6	17.6	其它流动资产	327	358	428	479
存货周转天数	71.1	71.1	71.1	71.1	流动资产合计	4152	5072	5188	5357
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	长期股权投资	51	46	46	46
固定资产周转率	1.5	1.4	1.6	1.8	固定资产	9869	9934	9925	9843
					在建工程	273	243	343	443
					无形资产	218	210	201	193
					非流动资产合计	11127	10742	10845	10849
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	15279	15814	16033	16206
净利润	4093	2220	2157	2461	短期借款	2656	3408	2559	1462
少数股东损益	27	22	22	25	应付票据及应付账款	1067	1206	1459	1642
非现金支出	888	944	1023	1104	预收账款	164	154	181	206
非经营收益	166	119	100	77	其它流动负债	516	624	723	790
营运资金变动	-323	45	-252	-203	流动负债合计	4403	5393	4922	4100
经营活动现金流	4850	3350	3049	3464	长期借款	218	18	28	38
资产	-1394	-713	-1120	-1120	其它长期负债	101	100	100	100
投资	-35	5	0	0	非流动负债合计	318	118	128	138
其他	15	127	-15	5	负债总计	4721	5510	5050	4237
投资活动现金流	-1414	-581	-1135	-1115	实收资本	1239	1244	1244	1244
债权募资	-1673	752	-850	-1087	归属于母公司所有者权益	10556	10281	10938	11898
股权募资	0	5	0	0	少数股东权益	1	24	45	70
其他	-2016	-2725	-1565	-1562	负债和所有者权益合计	15279	15814	16033	16206
融资活动现金流	-3689	-1968	-2414	-2649					
现金净流量	-252	801	-500	-300					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 19 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频 农林牧渔行业
陈阳 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 傲农生物,新希望,生物股份,科前生物,湘佳股份,海大集团,中牧股份,仙坛股份,民和股份,通威股份,禾丰牧业,大北农,温氏股份,隆平高科,圣农发展,立华股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。