

投资评级 优于大市 维持

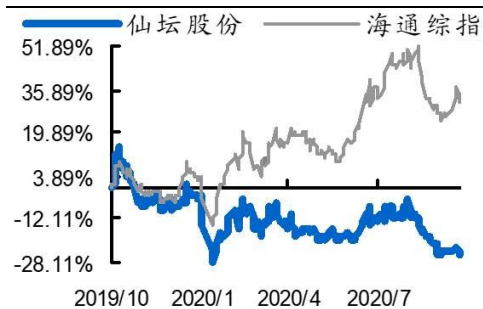
股票数据

10月21日收盘价(元)	12.30
52周股价波动(元)	11.58-19.79
总股本/流通A股(百万股)	464/363
总市值/流通市值(百万元)	5703/4466

相关研究

- 《量价齐升推动前三季度利润高增》 2019.10.29
- 《价格上涨利润高增,新项目落地产能将大幅提升》 2019.08.28
- 《量稳价涨,利润大幅提升》 2019.04.24

市场表现



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

短期业绩持续承压, 长期看屠宰产能扩张和食品业务发力

投资要点:

- 仙坛股份发布 2020 年三季报:** 20Q3 公司实现营收 8.44 亿元 (-9.77%), 实现归母净利润 0.50 亿元 (-79.70%)。1-9 月份, 公司实现营收 23.77 亿元 (-4.44%), 归母净利润 3.28 亿元 (-49.26%)。盈利能力方面, 公司前三季度综合毛利率为 13.39%, 同比下降 14.4 个百分点; 综合净利率为 13.95%, 同比下降 13.6 个百分点; 加权 ROE 为 9.77%, 同比下降 14.2 个百分点。期间费用率为 1.24%, 同比下降 0.2 个百分点。
- 禽链行情低迷叠加完全成本上行, 业绩持续承压。** 20Q3 公司鸡肉销量 8.9 万吨, 同比上升 10.4%、环比上升 5.6%。受禽链行情低迷影响, 20Q3 公司鸡肉(包含食品)销售均价约为 8890 元/吨, 同比下降 18.7%、环比下降 5.0%。主要受大宗原料价格上行影响, 我们测算 20Q3 公司鸡肉完全成本约为 8430 元/吨, 环比上升约 380 元/吨。禽链行情低迷叠加完全成本上行, 我们估计 20Q3 公司鸡肉业务吨盈利约为 460 元/吨, 环比大幅下降约 850 元/吨, 羽均盈利约 1.1 元/羽, 环比下降 2.1 元/羽; 录得净利润约 4000 万元。向后看, 我们预计公司 20Q4 鸡肉业务业绩仍将承压; 全年鸡肉销量同比增速约为 5%, 单吨净利仍可维持在 1000 元/吨左右的良好水平, 鸡肉业务实现净利润约 3.3 亿元。
- 全产业链产能扩张计划为长期一大亮点。** 2020 年 1 月份公司发布非公开发行股票预案, 并于 8 月份获证监会审核通过; 本次非公开发行股票募集资金总额不超过 11 亿元, 用于年产 1.2 亿羽肉鸡产业生态项目。该项目建成后将形成养殖-屠宰匹配产能 1.2 亿羽, 在现有产能基础上实现翻倍; 此外将加工销售冷冻冰鲜品 21 万吨、调理熟食品 6 万吨。
- 食品业务有望发力, 贡献新的利润增长点。** 20Q3 公司食品销量 0.25 万吨, 同比增长近 50%, 但在鸡肉产品中的占比仅不到 3%, 熟食转化率仍有较为广阔的提升空间。我们认为, 随着公司熟食品加工项目二期工程于年底建成投产, 以及新的募投项目陆续形成产能释放, 公司食品销量有望迎来较快增长, 一方面通过产业链延伸贡献新的利润增长点, 另一方面有利于平滑周期性波动, 并长远提升盈利能力。
- 盈利预测与投资建议。** 假设 2020-2022 年公司肉鸡屠宰量分别为 1.3 / 1.7 / 2.0 亿羽, 预计公司归母净利润分别为 3.61 / 2.79 / 3.69 亿元, 对应 EPS 分别为 0.78 / 0.60 / 0.80 元。给予 2020 年 15~18 倍 PE 估值, 合理价值区间为 11.70~14.04 元, 对应 2020 年 PB 为 1.5~1.8 倍, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。** 鸡肉价格大幅下降; 禽流感等疫情。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2578	3533	3191	3734	4315
(+/-)YoY(%)	19.1%	37.1%	-9.7%	17.0%	15.6%
净利润(百万元)	402	1001	361	279	369
(+/-)YoY(%)	294.2%	148.9%	-63.9%	-22.7%	32.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.87	2.16	0.78	0.60	0.80
毛利率(%)	17.1%	29.9%	11.4%	9.2%	10.2%
净资产收益率(%)	16.4%	30.4%	9.9%	7.1%	8.6%

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

表 1 仙坛股份分项收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
鸡肉产品					
肉鸡屠宰量 (万羽)	11504	12475	13175	17000	20000
鸡肉销量 (万吨)	28.34	30.68	32.25	41.61	48.95
单羽毛重 (公斤/羽)	2.77	2.76	2.75	2.75	2.75
单吨价格 (元/吨)	8565	10745	9411	8600	8500
业务收入 (百万元)	2427	3297	3035	3578	4161
单吨成本 (元/吨)	7227	7716	8451	7912	7718
业务成本 (百万元)	2048	2368	2725	3292	3778
毛利率 (%)	15.61	28.19	10.20	8.00	9.20
商品代肉鸡					
肉鸡销量 (万羽)	234	343	321	300	300
毛鸡价格 (元/公斤)	8.23	9.51	7.09	6.73	6.55
业务收入 (百万元)	53	90	63	56	54
单位成本 (元/公斤)	6.95	7.01	6.81	6.53	6.39
业务成本 (百万元)	45	66	60	54	53
毛利率 (%)	15.51	26.28	4.00	3.00	2.50
淘汰种鸡、豆油等其他					
业务收入 (百万元)	77	120	64	70	70
业务成本 (百万元)	30	27	26	28	28
毛利率 (%)	60.66	77.11	60.00	60.00	60.00
羽毛粉					
业务收入 (百万元)	20	26	30	30	30
业务成本 (百万元)	14	14	18	18	18
毛利率 (%)	31.64	46.07	40.00	40.00	40.00
合计					
总收入 (百万元)	2578	3533	3191	3734	4315
YoY	19.1	37.1	-9.7	17.0	15.6
总成本 (百万元)	2137	2476	2829	3392	3877
毛利率 (%)	17.09	29.94	11.36	9.16	10.15

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

表 2 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	11.90	118.0	2.19	0.69	0.56	5.4	17.2	21.3	3.0
002234.SZ	民和股份	16.83	50.8	5.33	2.10	1.68	3.2	8.0	10.0	1.6
002299.SZ	圣农发展	24.78	308.3	3.29	2.40	2.22	7.5	10.3	11.2	2.5
平均值							5.4	11.9	14.1	2.4

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2020 年 10 月 21 日数据, 公司盈利预测均来自于 wind 一致预期, EPS 全部以期末股本摊薄。

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)					营业收入	3533	3191	3734	4315
每股收益	2.16	0.78	0.60	0.80	营业成本	2476	2829	3392	3877
每股净资产	7.11	7.88	8.49	9.28	毛利率%	29.9%	11.4%	9.2%	10.2%
每股经营现金流	2.53	0.98	0.77	0.93	营业税金及附加	8	7	8	10
每股股利	0.00	0.33	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	15	13	15	17
P/E	5.70	15.80	20.44	15.44	营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	1.73	1.56	1.45	1.33	管理费用	47	43	52	60
P/S	1.61	2.68	2.29	1.98	管理费用率%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
EV/EBITDA	5.26	11.88	12.26	9.00	EBIT	986	297	264	348
股息率%	0.0%	2.7%	0.0%	0.0%	财务费用	-14	-17	2	22
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	-0.5%	0.1%	0.5%
毛利率	29.9%	11.4%	9.2%	10.2%	资产减值损失	0	5	5	5
净利润率	28.3%	11.3%	7.5%	8.6%	投资收益	58	60	50	50
净资产收益率	30.4%	9.9%	7.1%	8.6%	营业利润	1075	363	292	381
资产回报率	23.2%	8.0%	5.7%	6.9%	营业外收支	-2	-4	-4	-4
投资回报率	83.2%	25.7%	20.6%	25.8%	利润总额	1072	359	288	377
盈利增长 (%)					EBITDA	1182	363	334	423
营业收入增长率	37.1%	-9.7%	17.0%	15.6%	所得税	9	-5	6	4
EBIT 增长率	168.6%	-69.9%	-11.3%	31.9%	有效所得税率%	0.9%	-1.5%	2.0%	1.0%
净利润增长率	148.9%	-63.9%	-22.7%	32.4%	少数股东损益	62	4	3	4
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1001	361	279	369
资产负债率	20.2%	15.5%	16.7%	17.1%					
流动比率	3.7	4.8	4.5	4.4	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	3.3	4.2	3.8	3.7	货币资金	1349	1488	1709	2000
现金比率	1.6	2.2	2.1	2.2	应收账款及应收票据	74	57	67	77
经营效率指标					存货	358	408	489	559
应收账款周转天数	6.6	6.6	6.6	6.6	其它流动资产	1374	1353	1336	1339
存货周转天数	52.6	52.6	52.6	52.6	流动资产合计	3155	3306	3601	3975
总资产周转率	1.0	0.7	0.8	0.8	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.0	3.3	3.8	4.4	固定资产	954	971	984	992
					在建工程	21	101	181	261
					无形资产	91	128	145	161
					非流动资产合计	1163	1206	1310	1410
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	4318	4512	4911	5385
净利润	1001	361	279	369	短期借款	347	100	100	100
少数股东损益	62	4	3	4	应付票据及应付账款	160	196	235	269
非现金支出	198	71	75	80	预收账款	7	6	7	8
非经营收益	-57	-31	-22	-42	其它流动负债	342	389	466	532
营运资金变动	-32	50	24	19	流动负债合计	856	691	808	910
经营活动现金流	1172	455	359	430	长期借款	0	0	0	0
资产	-359	-135	-184	-184	其它长期负债	14	10	10	10
投资	-549	20	20	0	非流动负债合计	14	10	10	10
其他	58	57	30	50	负债总计	870	701	818	920
投资活动现金流	-850	-58	-134	-134	实收资本	464	696	696	696
债权募资	252	-247	0	0	归属于母公司所有者权益	3296	3656	3935	4304
股权募资	51	232	0	0	少数股东权益	152	155	158	162
其他	-157	-242	-4	-4	负债和所有者权益合计	4318	4512	4911	5385
融资活动现金流	146	-257	-4	-4					
现金净流量	467	139	221	292					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 21 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,科前生物,生物股份,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。