

# 房地产拖累业绩，白酒受益次高端兴起 买入维持

## 事件：

顺鑫农业上半年共实现营业收入 45.4 亿元，同比增长 22.8%；归属母公司的净利润 1.1 亿元，同比下降 60%，EPS0.25 元。

## 对此，我们点评如下：

- **外埠市场继续发力，白酒业务增长良好：**在牛栏山旺销带动下，上半年白酒收入18.6亿，YOY37%，白酒业务的收入和利润占比分别提升至41%和74%。其中宁城老窖经收购整合后快速增长，净利润同比增加82%。而受经济下行影响，屠宰业务增长缓慢，上半年收入15.5亿，YOY1.3%。从地域来看，外埠收入保持高增长，上半年外埠地区收入9亿，YOY32%，高于北京21%的增速。2Q为传统销售淡季，公司2Q单季度实现收入20.5亿元，环比下降17%，但同比增长21%。上半年预收款2.9亿，环比增加14%，产品销售情况良好。
- **受房地产业务和非经常性损益影响，盈利出现大幅下滑：**公司2Q毛利率27%，环比提高0.8个百分点，销售费用率8.3%，环比持平，同比下降3.6个百分点，管理费用率和财务费用率分别为6.1%和3%，环比均提高1个百分点。受地产业务亏损拖累，公司上半年净利率2.4%，由于去年同期获得投资收益1.5亿、政府贴息0.4亿，导致去年净利率达到反常的7.4%。若扣除去年非经常性收入影响，上半年净利润同比增长39%，净利率提高0.3个百分点，但仍处于较低的盈利水平。
- **产品升级+外埠拓展，白酒业务抢占次高端市场：**公司在抢占了中低端二锅头市场后，抓住白酒行业消费升级的机会，开发次高端产品。根据我们草根调研结果，北京地区黄瓷、百年牛栏山等300-700元产品销售十分火爆，针对婚庆市场重点开发的“百年红”也增长迅速。随着公司产品结构提升以及“1+4+5”省外扩张策略的持续推进，公司白酒业务有望继续保持快速增长，并带动公司整体业绩的提升。
- **盈利预测及投资建议：**鉴于宏观经济风险，下调公司盈利预测，预计12-14年收入分别为91亿、107亿和124亿，YOY为20%、17%和16%；归属母公司净利润分别为1.9亿、2.2亿和2.6亿，YOY为-38%，15%和18%；EPS分别为0.43元、0.5元和0.58元，维持“买入”评级。

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,268	7,580	9,090	10,654	12,367
YOY	3%	21%	20%	17%	16%
净利润	265	307	189	218	256
YOY	65%	16%	-38%	15%	18%
EPS (元)	0.61	0.70	0.43	0.50	0.58
净利率	4%	4%	2%	2%	2%

## 食品饮料行业

### 分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782233

Email: suqingqing@hysec.com

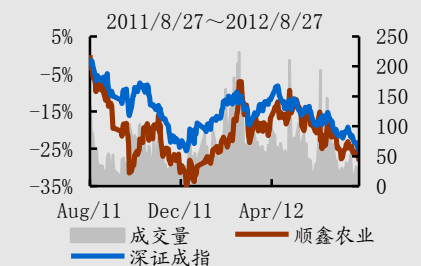
### 联系人：

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

1 《顺鑫农业（000860）宏源证券-调研报告-顺鑫农业：白酒+地产=低估值，静待业绩释放-000860-食品饮料-苏青青》，2012.3

2 《宏源证券-分析报告-顺鑫农业：被忽视的三线酒，存在补涨机会-000860-食品饮料-苏青青》，2012.3

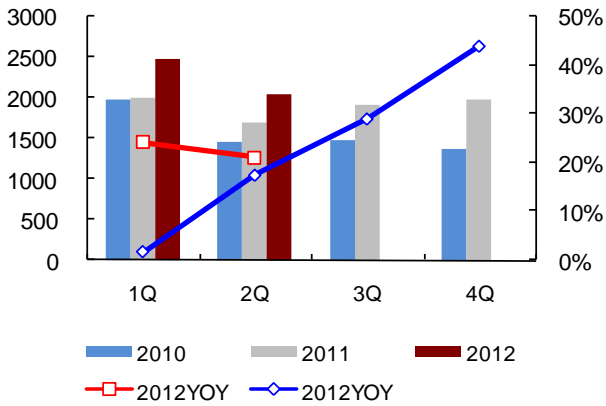
## 主要财务指标和经营情况

图表 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1H11	3Q11	2011	1Q12	1H12	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	3699	5607	7580	2487	4541	23%	83%	白酒业务增长较快, 屠宰业务增长缓慢
-营业成本	73%	73%	74%	74%	73%	0.7	-0.3	
=毛利	27%	27%	26%	26%	27%	-0.7	0.3	白酒毛利率同比下滑
-营业税金及附加	4.7%	4.6%	4.8%	6.2%	6.5%	1.9	0.3	白酒产品销售额的提升, 消费税等营业税金及附加相应增加。
-销售费用	11.2%	11.6%	10.7%	8.3%	8.3%	-3.0	0.0	
-管理费用	6.0%	5.7%	5.8%	5.2%	5.6%	-0.4	0.4	
-财务费用	0.9%	1.4%	1.6%	2.0%	2.4%	1.6	0.5	新增贷款利率高于去年同期贷款利率
-资产减值损失	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1	0.0	公司部分其他应收款收回
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	4.1%	2.7%	2.0%	0.0%	0.0%	-4.1	0.0	去年上半年公司获得投资收益 1.5 亿
+营业外收支	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	同比去年固定资产处置损失减少
=利润总额	8.5%	6.1%	4.9%	4.5%	3.7%	-4.9	-0.9	去年同期获得投资收益 1.5 亿, 今年无
-所得税费用	0.9%	0.7%	0.7%	1.2%	1.2%	0.3	0.0	应纳税所得额增加
-少数股东损益	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.1	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	7.4%	5.2%	4.0%	3.3%	2.4%	-5.0	-0.9	去年同期获得投资收益 1.5 亿, 今年无

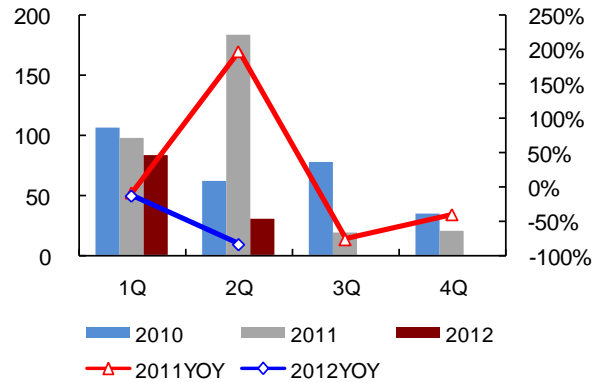
资料来源: 宏源证券研究所

图表 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



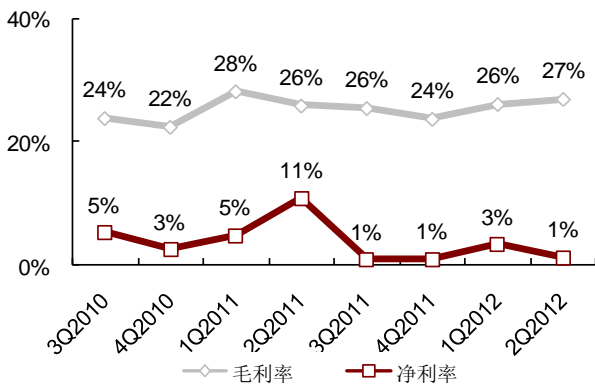
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



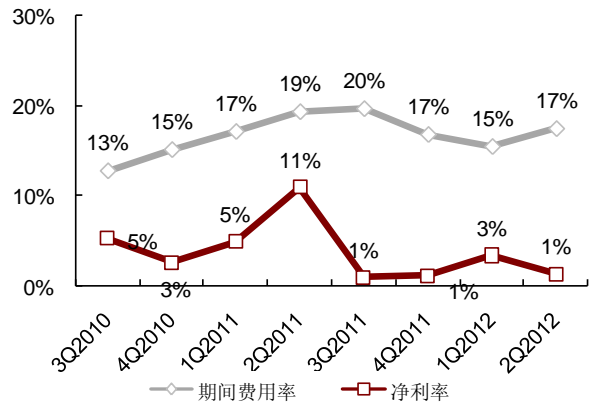
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 4: 分季度毛利率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 5: 分季度期间费用率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**图表 6: 分项目收入预测**

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>肉类加工</b>							
销售收入 (百万元)	3037	2843	2730	3506	3577	3755	3943
YoY	5.0%	-6.4%	-4.0%	28.4%	2.0%	5.0%	5.0%
销售成本 (百万元)	2942	2770	2597	3396	3362	3586	3825
毛利 (百万元)	96	73	133	110	215	169	118
毛利率	3.2%	2.6%	4.9%	3.1%	6.0%	4.5%	3.0%
<b>白酒</b>							
销售收入 (百万元)	1074	1340	1699	2504	3455	4319	5182
YoY	73.3%	24.7%	26.8%	47.4%	38.0%	25.0%	20.0%
销售成本 (百万元)	519	643	767	1081	1797	2267	2773
毛利 (百万元)	555	697	932	1422	1658	2051	2410
毛利率	51.7%	52.0%	54.9%	56.8%	48.0%	47.5%	46.5%
<b>建筑</b>							
销售收入 (百万元)	406.24	744.21	782.61	704.09	880.11	1100.14	1375.18
YoY	5.1%	83.2%	5.2%	-10.0%	25.0%	25.0%	25.0%
销售成本 (百万元)	287.76	559.53	683.91	613.38	765.70	957.12	1196.40
毛利 (百万元)	118.48	184.68	98.69	90.71	114.41	143.02	178.77
毛利率	29.2%	24.8%	12.6%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>房地产</b>							
销售收入 (百万元)	263.83	675.01	673.07	337.86	473.00	567.60	681.12
YoY	-19.1%	155.8%	-0.3%	-49.8%	40.0%	20.0%	20.0%
销售成本 (百万元)	101.48	593.02	439.75	209.59	378.40	482.46	578.95
毛利 (百万元)	162.35	81.99	233.32	128.27	94.60	85.14	102.17
毛利率	61.5%	12.1%	34.7%	38.0%	20.0%	15.0%	15.0%
<b>种猪</b>							
销售收入 (百万元)	107.28	120.21	108.26	193.29	270.61	351.79	457.33
YoY	-22.5%	12.0%	-9.9%	78.5%	40.0%	30.0%	30.0%
销售成本 (百万元)	97.62	66.79	69.16	125.87	232.72	302.54	393.30
毛利 (百万元)	9.66	53.41	39.10	67.42	37.89	49.25	64.03
毛利率	9.0%	44.4%	36.1%	34.9%	14.0%	14.0%	14.0%
主营业务收入	4889	5723	5993	7245	8655	10094	11639
其他业务收入	286.21	364.30	275.64	334.96	435.00	560.00	728.00
<b>业务总收入</b>	<b>5176</b>	<b>6087</b>	<b>6268</b>	<b>7580</b>	<b>9090</b>	<b>10654</b>	<b>12367</b>
YoY	14.5%	17.6%	3.0%	20.9%	19.9%	17.2%	16.1%
主营业务成本	3948	4633	4557	5426	6535	7596	8766
其他业务成本	166	200	136	192	261	336	436
<b>业务总成本</b>	<b>4114</b>	<b>4833</b>	<b>4693</b>	<b>5618</b>	<b>6796</b>	<b>7932</b>	<b>9202</b>
毛利率	20.5%	20.6%	25.1%	25.9%	25.2%	25.5%	25.6%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 7: 三张财务报表分析摘要

## 财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7,580	9,090	10,654	12,367	货币资金	1564	900	1000	1000
YOY	21%	20%	17%	16%	应收和预付款项	1342	1648	1924	2233
营业成本	5,618	6,796	7,932	9,202	存货	4258	3724	4346	5042
毛利	1962	2294	2722	3165	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	26%	25%	26%	26%	长期股权投资	50	50	50	50
营业税金及附加	366	455	533	618	投资性房地产	221	221	221	221
% 营业收入	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	固定资产和在建工程	2386	2506	2566	2576
销售费用	811	818	1012	1175	无形资产和开发支出	434	432	430	429
% 营业收入	10.7%	9.0%	9.5%	9.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	438	491	618	742	资产总计	10284	9402	10289	11130
% 营业收入	5.8%	5.4%	5.8%	6.0%	短期借款	5190	4521	4920	5204
财务费用	125	299	294	316	应付和预收款项	923	1533	1793	2081
% 营业收入	1.6%	3.3%	2.8%	2.6%	长期借款	195	195	195	195
资产减值损失	-1	0	0	0	其他负债	931	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	7339	6249	6909	7480
投资收益	155	0	0	0	股本	439	439	439	439
营业利润	378	232	265	314	资本公积	1246	1246	1246	1246
% 营业收入	5.0%	2.5%	2.5%	2.5%	留存收益	1170	1319	1536	1792
营业外收支	-3	0	0	0	归属母公司股东权益	2854	3003	3221	3477
利润总额	375	232	265	314	少数股东权益	140	150	160	174
% 营业收入	4.9%	2.5%	2.5%	2.5%	股东权益合计	2994	3153	3380	3650
所得税费用	53	32	37	44	负债和股东权益合计	10333	9402	10289	11130
净利润	322	199	228	270					
归属于母公司所有者的净利润	307	189	218	256					
少数股东损益	15	10	10	14					
现金流量表					财务指标				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	27	675	81	69	毛利率	26%	25%	26%	26%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	18%	18%	18%	18%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	5%	6%	5%	5%
无形资产投资	-453	-149	-70	-20	EBITDA/销售收入	6%	8%	7%	7%
固定资产投资	0	-100	-50	-10	销售净利率	4%	2%	2%	2%
其他	0	-18	0	0	ROE	11%	6%	7%	7%
投资活动现金流净额	-171	-150	-70	-20	ROA	3%	2%	2%	2%
债券融资	953	-100	0	0	ROIC	4%	6%	6%	6%
股权融资	0	-40	0	0	销售收入增长率	21%	20%	17%	16%
银行贷款增加(减少)	0	-669	399	283	EBIT 增长率	-8%	53%	5%	13%
筹资成本	125	299	294	316	EBITDA 增长率	-9%	54%	5%	10%
其他	-5	0	0	0	净利润增长率	14%	-38%	14%	19%
筹资活动现金流净额	504	-1189	89	-49	总资产增长率	4%	-9%	9%	8%
现金净流量	360	-664	100	0	股东权益增长率	7%	5%	7%	8%
					经营现金净流增长率	-96%	2391%	-88%	-15%
					流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
					速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5
					应收账款周转天数	10.4	10.0	10.0	10.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**分析师简介:**

**苏青青:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所。**推介成绩:** 在2011年6月13日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达40%; 在11年7月8日(27元时)推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达151%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在58-64元, 股价表现与分析结论一致; 11年11月成功挖掘并持续推介酒鬼酒的投资机会, 截止今日涨幅123%; 近期成功挖掘古越龙山投资机会。

**陈嵩昆:** 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 上海交通大学管理科学硕士, 2012年加盟宏源证券研究所。

**机构销售团队**

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
区域	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
区域	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。