

# 顺鑫农业 (000860)

## 多元化发展，定位中低端的白酒业务是主要看点

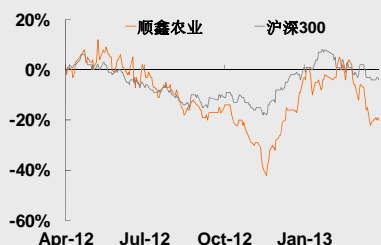
### 推荐 (首次)

现价: 14.75 元

#### 主要数据

行业	平安农林牧渔
公司网址	www.000860.com
大股东/持股	顺鑫农业集团/47.00%
实际控制人/持股	实际控制人/持股
总股本(百万股)	439
流通 A 股(百万股)	439
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	54.47
流通 A 股市值(亿元)	54.46
每股净资产(元)	6.58
资产负债率(%)	76.1

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

##### 汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001  
0755-2262571  
tangweiliang978@pasc.com.cn

##### 文 献

##### CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060511010014  
0755-22627143  
wenxian@pasc.com.cn

##### 丁芸洁

证券投资咨询资格编号: S1060512040003  
0755-22625697  
dingyunjie640@pingan.com.cn

### 投资要点

#### 平安观点

- **多主业并驾齐驱，白酒是利润的主要来源。**顺鑫农业旗下业务较多，包括白酒、肉类加工、农批市场、房地产、建筑施工等业务，白酒业务是公司利润的主要来源，2012年白酒业务毛利占比达到74%。市场对顺鑫农业关注度较高，然而多元化导致投资者难以判断顺鑫农业真实的投资价值，我们在本篇报告中将力求向投资者展示一个真实的顺鑫。
- **三个理由吸引我们近期开始关注顺鑫:** (1) **白酒产品定位中低端，受整风运动影响相对较小**，可享受大众消费升级所带来的成长，估计1Q13白酒业务收入增30%以上。(2) **PS估值水平白酒板块最低，净利率有提升空间。**即使忽略其他业务，2012年PS也仅为2倍，远低于白酒板块3.9倍的平均水平，参考其它二三线白酒的成长轨迹，牛栏山酒净利率水平持续提升并非难事。(3) **2012年底增持体现大股东对公司未来的成长充满信心。**
- **白酒业务对应每股合理价值15.1元。**牛栏山二锅头在北京及周边有较强的品牌影响力，定位中低端，产品均价低，改善空间大，受整风运动影响小，估计1季度收入可增长30%以上，预计2013年可增20-25%。参考三线白酒的估值水平，牛栏山白酒每股合理价值为14.3元。宁城老窖处于恢复阶段，按照白酒板块中老白干酒2.6倍PS测算，对应每股合理价值为0.8元。
- **其它业务分析和估值。**房地产业务波动大，未来存在剥离的可能性。肉类加工，规模不小、盈利较差，估计每股合理价值1.16元。种猪业务收入增速较快，猪价下行挤压盈利空间，估计每股价值0.15元。农批市场业务利润平稳增长，估计每股价值0.35元。建筑业务对应每股价值约0.14元。
- **预计2013-15年实现每股收益0.61、1.32、0.96元**，14年净利的快速增长主要来自于商务中心二期项目的结算。我们对各项业务进行汇总，顺鑫农业的合理投资价值为16.9元。公司看点较多，包括白酒的产品定位、净利率提升空间、大股东增持等，但整风运动背景下所有白酒都无法独善其身、投资者需充分考虑白酒行业存在的风险，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 整风运动影响白酒行业。房地产等其他业务盈利波动大。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7,580	8,342	9,287	11,474	11,418
YoY(%)	20.9	10.0	11.3	23.5	-0.5
净利润(百万元)	307	126	267	580	422
YoY(%)	15.6	-59.0	112.5	116.8	-27.1
毛利率(%)	25.9	26.8	28.9	30.3	30.5
净利率(%)	4.0	1.5	2.9	5.1	3.7
ROE(%)	10.8	4.4	9.3	18.0	12.5
EPS(摊薄/元)	0.70	0.29	0.61	1.32	0.96
P/E(倍)	21.1	51.4	24.2	11.2	15.3
P/B(倍)	2.3	2.2	2.3	2.0	1.9

## 正文目录

一、投资分析要点 .....	3
二、多主业并行，白酒是利润主要来源，大股东期望值高 .....	4
三、白酒产品定位中低端，受整风运动影响小，对应每股价值 15.1 元.....	6
3.1 牛栏山品牌区域影响力强，预计 2013 年收入可增 20-25%，未来成长潜力较大 .....	6
3.2 宁城老窖处于恢复阶段 .....	12
四、房地产业务波动大，未来存在剥离的可能性 .....	13
五、肉类加工业务规模不小、盈利较差 .....	14
六、其它业务估值 .....	15
七、盈利预测与投资评级 .....	16
八、风险提示 .....	17

## 一、投资分析要点

1. **多主业并驾齐驱，白酒是利润的主要来源。**顺鑫农业旗下的业务较多，包括白酒、肉类加工、农产品加工及配送、房地产及建筑施工等业务。白酒业务是公司利润的主要来源，2012年白酒业务毛利占比达到74%。我们认为顺鑫农业最值得关注的业务是白酒，即使忽略其他业务，按照2012年牛栏山31亿收入、顺鑫农业64亿市值计算，PS也仅为2倍，甚至低于白酒板块中PS最低的老白干2.6倍的水平。一旦管理层激励机制得到完善、产品结构恢复升级、费用率下降、净利率提升，则未来有望出现业绩向上的拐点。

2. **白酒产品定位中低端，受整风运动影响小，估计牛栏山1Q13收入增长30%以上，白酒业务对应每股合理价值15.1元。**牛栏山二锅头在北京及周边有较强的品牌影响力，定位中低端，产品均价低，改善空间大，受整风运动影响小，估计2013年1季度收入可增长30%以上，预计2013年收入增长20-25%。未来公司计划提高中档酒的占比，但2013年整风运动背景下预计中低档酒占比将阶段性提高。销售区域从“1+4+5”变为“1+4+5+10”升级，北京增速放缓，外埠市场是未来增长主要来源。参考三线白酒的估值水平，牛栏山白酒每股合理价值为14.3元。宁城老窖处于恢复阶段，按照白酒板块中老白干酒2.6倍PS测算，对应每股合理价值为0.8元。

3. **我们认为牛栏山酒未来成长潜力较大，业绩存在超预期的可能性，**可以从三个方面来分析：（1）产品总体定位中低端，受整风运动影响小，未来可享受民间消费升级所带来的成长。（2）顺鑫农业高管2012年收入最高不超过20万，与其他白酒上市公司相比，高管薪酬水平有较大提升空间，若管理层激励机制得到完善，则存在较大的制度红利释放潜力。（3）根据净利率水平推算，牛栏山2012年期间费用率高达30%，远高于同为三线白酒的金种子酒16%的水平，我们认为公司可以从两个方面努力来降低费用投入：优化产品结构，聚焦资源推重点品种；提高市场开拓的能力，降低对大商的依赖。参考其它三线白酒的成长轨迹，牛栏山酒净利率水平从8.5%提升至15%并非难事，未来存在出现业绩拐点的可能性。

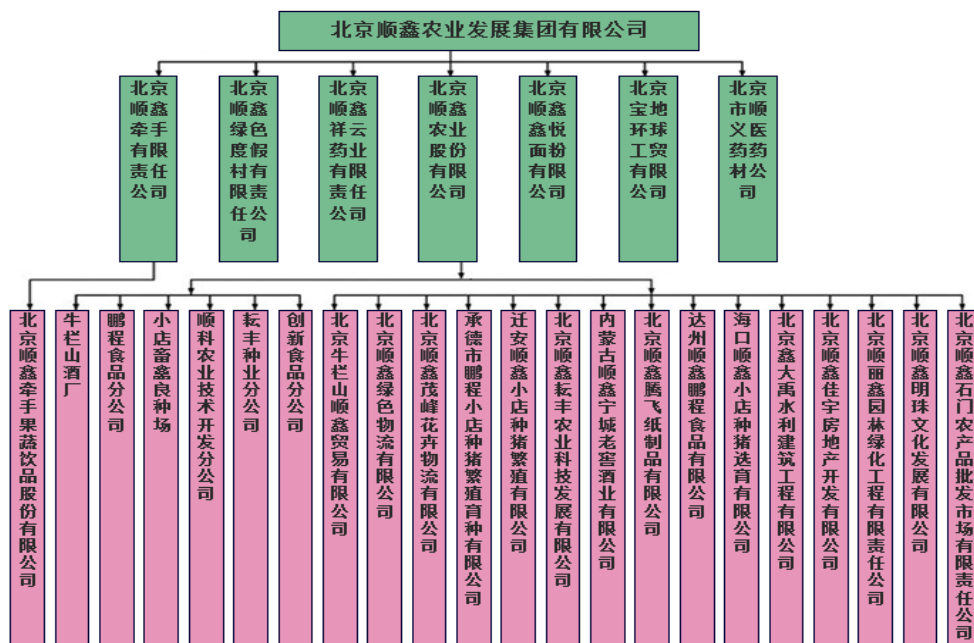
4. **其它业务分析和估值。**房地产业务波动大，未来存在剥离的可能性。肉类加工业务，规模不小、但盈利较差，估计每股合理价值1.16元。种猪业务收入增速较快，猪价下行挤压盈利空间，估计每股价值0.15元。农批市场业务利润平稳增长，估计每股合理价值0.35元。建筑业务对应每股价值约0.14元。

5. 预计2013-15年实现每股收益0.61、1.32、0.96元，2013-14年业绩的增长主要来自于白酒业务的稳定增长和房地产业务的项目结算。目前投资者对顺鑫农业的估值方法，普遍根据各个分子公司的净利，乘上各自合理的目标市盈率水平，然后加总测算出合理的投资价值。但我们发现因尚未分摊部分在公司总部体现的期间费用，报表中披露的分子公司的数据并非真实的净利水平，估计这部分费用2012年约为2.2亿元。我们根据这部分费用对各项业务对应的净利进行调整，暂不考虑房地产业务价值，顺鑫农业的合理投资价值为16.9元，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

## 二、多主业并行，白酒是利润主要来源，大股东期望值高

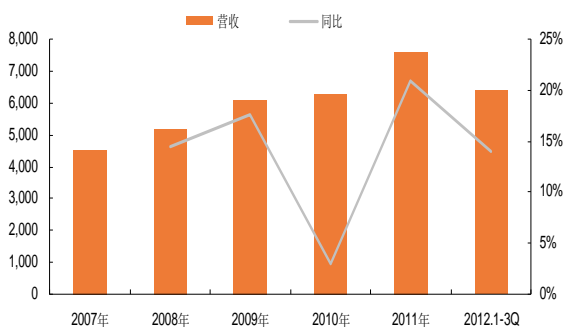
白酒和肉类加工是核心产业，白酒是利润主要来源。顺鑫农业是北京市第一家农业类上市公司，主营业务覆盖面较广，下设6家分公司和15家控股子公司，包括白酒、肉类加工、农产品加工及配送、房地产及建筑施工等业务。公司的战略上，白酒和肉类加工是核心产业，2011年、2012年白酒和肉类加工收入占比分别为80%、77%。白酒业务是公司利润的主要来源，2012年白酒业务毛利占比达到74%，我们估计2012年牛栏山酒厂实现净利润超过2.6亿，远高于其它主营业务。

图表 1 顺鑫农业集团股权结构



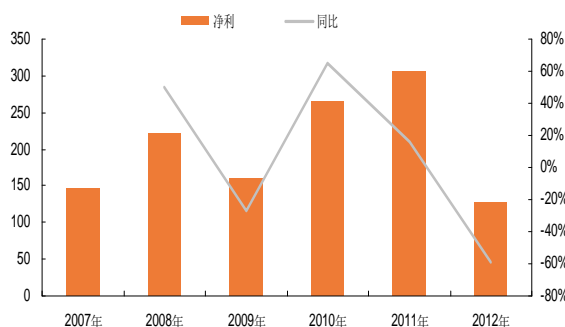
资料来源：平安证券研究所

图表 2 顺鑫农业收入及增速 单位：百万元



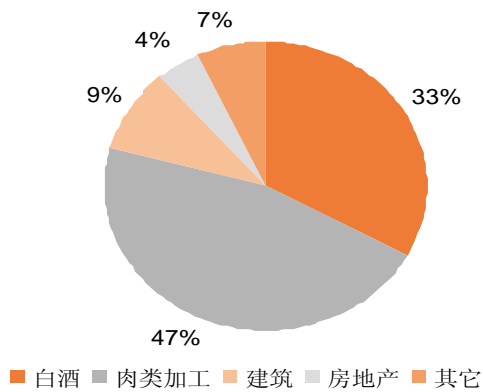
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 3 顺鑫农业净利及增速 单位：百万元



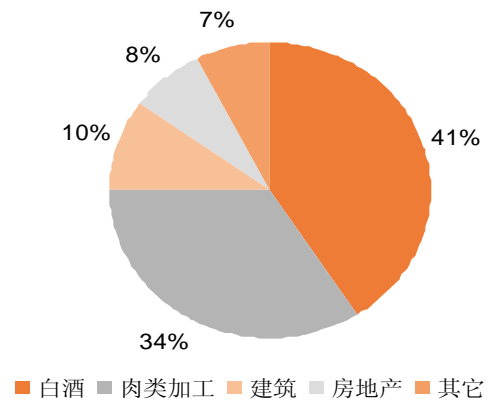
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 4 2011年顺鑫农业收入构成情况



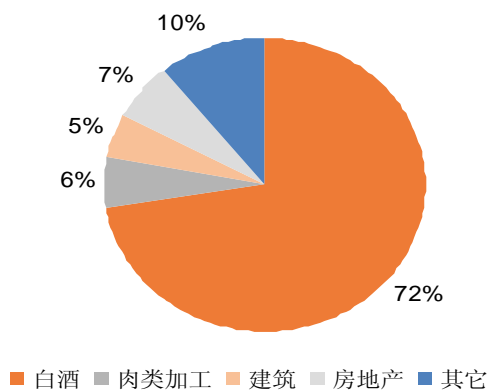
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 5 2012年顺鑫农业收入构成情况



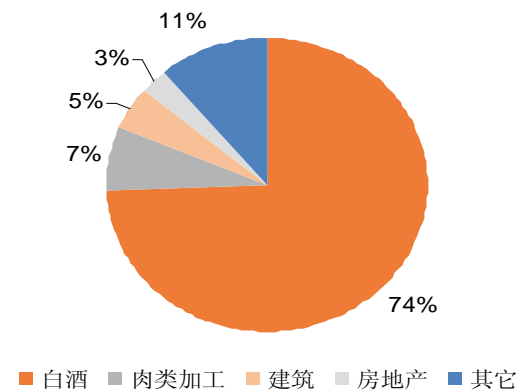
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 6 2011年顺鑫农业毛利构成情况



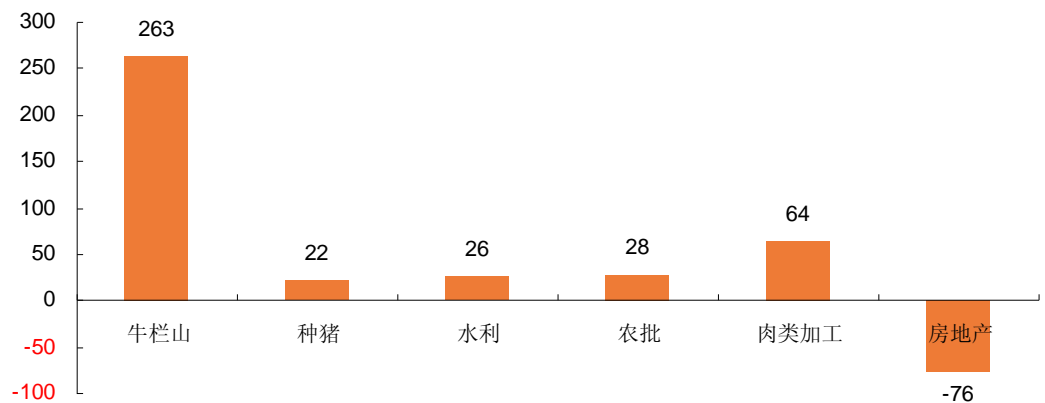
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 7 2012年顺鑫农业毛利构成情况



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 8 顺鑫农业主要业务净利润估算（2012年） 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所

集团三五规划目标较高，预计上市公司将是集团收入、利润最重要的组成部分。顺鑫农业大股东是顺鑫农业集团，实际控制人是北京顺义区国资委。顺鑫农业集团2012年实现110亿的销售收入，9.5亿的税收，3.8亿的利润。根据集团的三五规划，到2015年，各项经济指标在2010年的基础上翻一番，确保实现销售收入160亿元，力争实现200亿元；确保实现利润总额9.2亿元，力争实现12.3亿元。据此推算，2012-2015年顺鑫集团利润复合增速需达到34%。

2012年底增持体现大股东对公司未来的成长充满信心。2012年12月31日，公司公告顺鑫集团于2012年12月4日至27日期间，累计通过深圳证券交易所证券交易系统增持公司股份8,760,025股，平均成交价格11.57元/股，占公司总股本的1.9975%，已完成本次增持计划。本次增持后，顺鑫集团持有公司股份214,854,025股，占公司总股本的48.993%，体现了大股东对公司未来成长的信心。

### 三、白酒产品定位中低端，受整风运动影响小，对应每股价值 15.1 元

#### 3.1 牛栏山品牌区域影响力强，预计 2013 年收入可增 20-25%，未来成长潜力较大

牛栏山二锅头在北京及周边有较强的品牌影响力。顺鑫农业的白酒业务由“牛栏山”和“宁城”两大品牌构成，其中以牛栏山为主、占白酒收入的比重超过95%。牛栏山酒历史可追溯到清朝年间享誉京城的“东路烧酒”。自1952年在富顺成、魁盛号、义信和公利四家烧锅的基础上成立至今。牛栏山是北京地区销量和收入规模最大的白酒企业，与红星同为北京地产白酒最好的两个品牌，在北京地区品牌影响力较大。考虑到牛栏山二锅头未进入五届评酒会的名酒名单，因此与山西汾酒、古井贡酒等全国名酒相比，牛栏山品牌的历史文化底蕴和影响范围有较大差距，因此产品档次定位偏向中低端，未来成长空间的天花板低于全国名酒。

图表 9 牛栏山在北京及周边地区品牌影响力较大

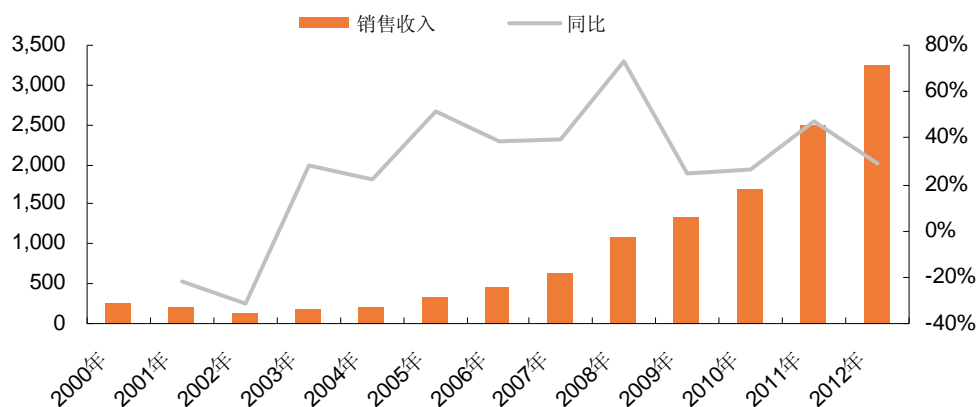
- 1952年10月，在富顺成、公利、魁胜号、义信共4家烧锅的基础上正式组建牛栏山酒厂。
- 1994年，“华灯牌”北京醇荣获第32届布鲁塞尔国际精品博览会金奖。
- 1999年12月，被授予“中华老字号”荣誉称号。
- 2002年11月，北京市首家获得“地理标志认证”保护的出口企业。
- 2006年1月，“牛栏山”商标被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”。
- 2006年10月，经中国酿酒工业协会专家评定，牛栏山二锅头被认定为中国白酒清香型（二锅头工艺）代表。
- 2006年12月，牛栏山酒厂（注册商标“牛栏山”）成为首批被国家商务部认定的“中华老字号”。
- 2007年6月，牛栏山二锅头传统酿造技艺入选北京市非物质文化遗产名录。
- 2007年12月，中国合格评定国家认可委员会颁发“实验室认可证书”。
- 2008年2月，国家标准化委员会公布“地理标志产品 牛栏山二锅头酒”国家标准批准发布。
- 2012年7月，“牛栏山一号”酒曲搭载神舟九号飞船太空归来。

资料来源：平安证券研究所

销量规模扩张速度较快，07-12年收入复合增长39%。牛栏山酒产品包括二锅头系列（清香）和百年系列（浓香），牛栏山酒销量增速较快，05-12年销量复合增速超过30%，2012年产品销量接近17万吨。顺鑫农业白酒总销量在上市公司中排名第3，07-12年牛栏山收入复合增速高达39%，其中2012

年收入增速29.3%。

图表 10 顺鑫农业白酒业务收入增速较快，07-12年收入复合增速高达39% 单位：百万元



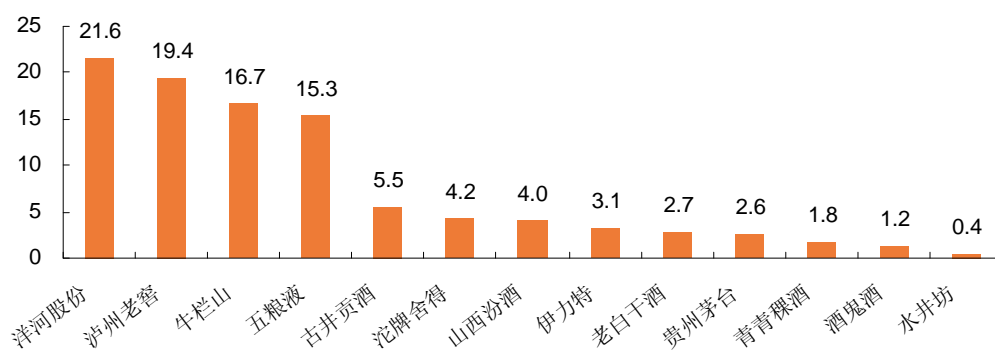
资料来源：平安证券研究所

图表 11 2005-2012年牛栏山酒厂产量、利税排名上升速度很快 单位：万吨

	产量	利税	工业总产值
2005.1-9	16	22	
2011.1-9	3	14	16
2012.1-3	3	15	14

资料来源：平安证券研究所

图表 12 2012年牛栏山白酒销量上市公司排名第3 单位：万吨



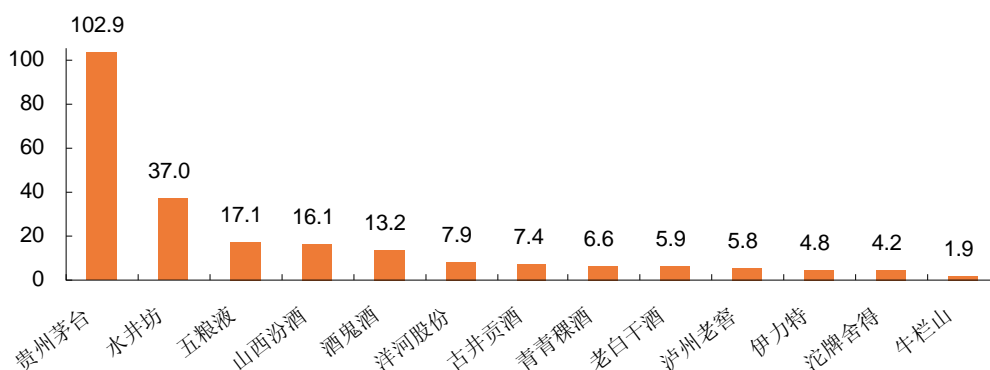
资料来源：平安证券研究所

**白酒技改提升产能，未来无产能之忧。**牛栏山现有白酒产能16万吨，与现有白酒产销量基本对应。牛栏山东扩升级改造项目预计共投入18亿，将建成中国二锅头生态产业园。一期投了7个多亿建成优质酒成品库、提高灌装产能，其中4亿用于300多亩的土地。公司近期公告，为提高牛栏山酒厂中高档优质白酒生产比重，拟自筹资金投建北京顺鑫农业股份有限公司牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程（二期）项目，投资总额为4.8亿元。该项目建设目标为配合企业技术改造、更新企业原有落后的18条灌装生产线、改善研发及办公环境，新增配制酒灌装生产线27条，建成后新增配制酒50000

吨灌装能力及高品质基酒12000吨的储酒能力。白酒技改二期，预计3年左右至2015年完成。

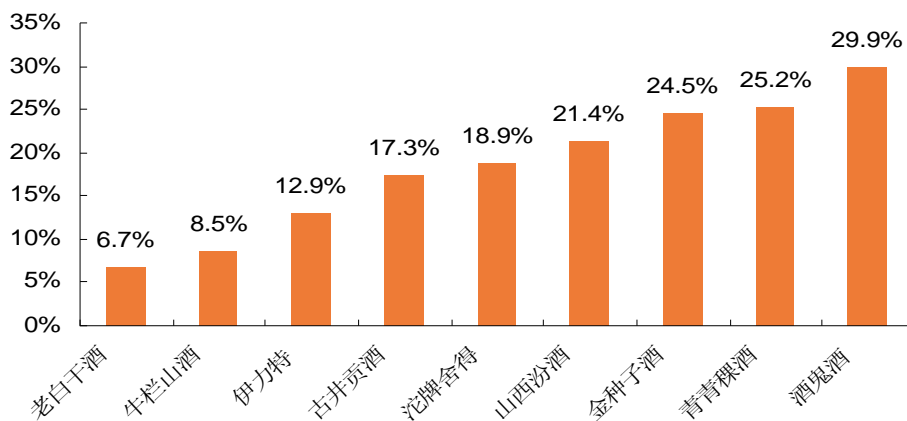
**定位中低端，产品均价低，受整风运动影响小，预计13年收入可增20-25%。**由于产品定位中低端，我们估计牛栏山的吨酒均价不到1.9万元，远低于同为三线白酒的沱牌舍得、老白干酒、青青稞酒的吨酒均价，也低于全国白酒3.3万/吨的均价。因此牛栏山酒厂净利率水平在三线白酒中处于较低位置，估计2012年仅为8.5%。换个角度来看，中低档次的价格定位，受整风运动的影响较小，可享受大众消费市场的增长。**我们估计牛栏山1Q13白酒收入同比增长30%以上；1Q13毛利率同比大幅上升14%至40%，估计高毛利率的白酒业务收入占比大幅提高，远高于公司总体收入增速。**同时1Q13预收款环比年初上升3.8亿，我们判断预收款以白酒业务为主，显示公司为2-4Q12业绩储备了余粮。预计2013年销售收入可增长20-25%。

**图表 13 2012年牛栏山吨酒均价在上市公司中排名最低 单位：万元/吨**



资料来源：平安证券研究所

**图表 14 牛栏山酒厂净利率水平在二三线白酒中处于较低位置 2012年**



资料来源：平安证券研究所

**产品线略显繁杂，长远来看公司将提高中档酒的占比，但2013年整风运动背景下预计中低档酒占比将阶段性提高。**牛栏山产品结构中，50元以上产品销量占比12%左右，收入占比超过50%，产品均价10多万。其中，主力品种黄瓷经典二锅头，出厂价400多元，商超500多元，餐饮700-800元。红瓷6年，出厂价30左右，红8年出厂价 60-70元，红瓷30年300元左右。新推的百年红系列产品重点开发婚宴市场，收入增速较快，估计2012年收入超过2亿，收入增幅超过100%。低端的陈酿系列增速也很快，估计2012年可达到14-15亿左右，实现100%的增长。由于消费者对价格敏感度较高，因



此牛栏山产品较少直接提价，主要做产品结构的调整，提升高价位酒占比，但2013年整风运动背景下预计中低档酒占比将阶段性提高。

**成长压力增加、产品升级速度放缓导致2012年毛利率、净利率下降，预计2013年毛利率将进一步下降。**2012年白酒成本压力加大，人工工资和高粱成本明显上涨，而中高档酒收入占比未出现明显提升、吨酒价格仅增长2%，同时外埠市场增速较快、渠道投入加大，因此2012年毛利率同比下降5.3%至51.5%。由于外埠市场规模扩大，估计牛栏山销售费用率降低，2012年利润增速高于收入增速，净利率从2011年7.8%上升至2012年8.5%左右，实现净利超过2.6亿。考虑到产品结构可能出现降级，预计2013年毛利率将进一步下降。

**图表 15 二锅头和百年系列产品**



资料来源：平安证券研究所

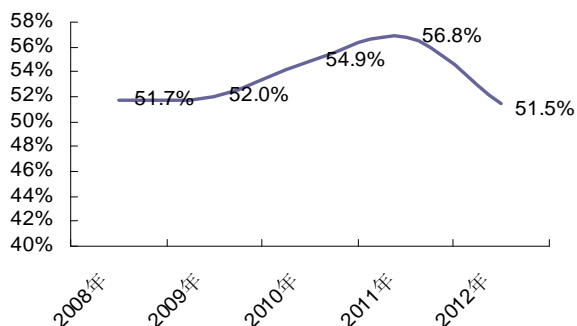
**图表 16 牛栏山二锅头系列（清香型）和百年系列（浓香）**

	价格（元）	数据来源
<b>二锅头系列</b>		
52°牛栏山经典二锅头 500ml	568	酒仙网
53°牛栏山珍品三十年 500ml	258	酒仙网
53°牛栏山二锅头精品二十年 500ml	118	酒仙网
白酒牛栏山二锅头 50 度珍藏十八年	90	天猫
牛栏二锅头珍品十八年陈酿 45 度 400 毫升	63	天猫
牛栏山二锅头酒十五年珍品	50	天猫
牛栏山桶装 45 度 4.9L【壹桶价】	50	天猫
牛栏山二锅头特制精品 50 度 450ml	45.9	天猫
牛栏山特制精品 50 度 450m	39	天猫
牛栏山二锅头出口型	24	天猫
北京牛栏山二锅头酒 56 度 2L【壹桶价】	18	天猫
牛栏山白酒/46 度绿瓶牛栏山二锅头 500ml 清香型酒	6	天猫
<b>百年</b>		
百年牛栏山 经典 浓香型白酒 45 度 500ml	668	天猫
百年牛栏山白酒(四牛)53 度	288	天猫
牛栏山百年 经典老酒 中国驰名商标 浓香型白酒 35 度 500ml	148	天猫
牛栏山 百年红十二年 12 年 北京二锅头 39 度 500ml	118	天猫
52 度百年牛栏山二锅头 牛栏山百年 三牛 400ml 白酒	115	天猫
牛栏山百年二锅头 10 年 红瓷瓶 十年 38 度 500ml	73	天猫

牛栏山百年喜酒	58	天猫
百年牛栏山二锅头酒 百年红 8年 红百年 38度 500ml	50	天猫
白酒 45度 牛栏山喜宴 500ml	43	天猫
百年牛栏山二锅头 百年红 6年 红百年 35度 500ml	35	天猫
百年牛栏山京酿 北京特产 38度 500ml	22	天猫
牛栏山二锅头酒/牛栏山陈酿 42度白瓶/小白牛二 265ml	7.6	天猫

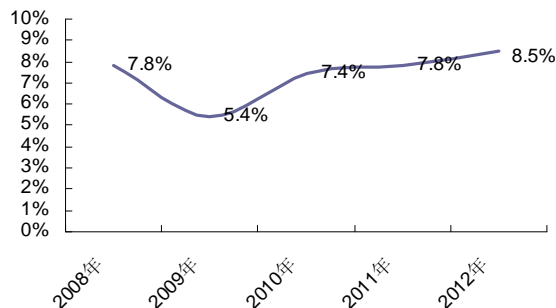
资料来源：平安证券研究所

图表 17 白酒业务毛利率



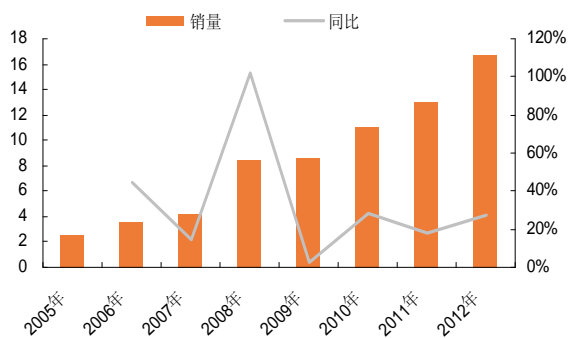
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 18 牛栏山酒厂净利率



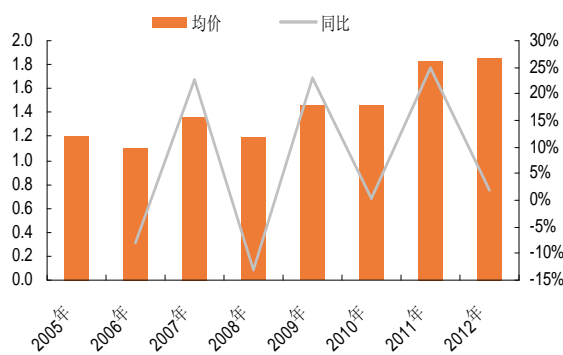
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 19 牛栏山销量 单位：万吨



资料来源：平安证券研究所、Wind

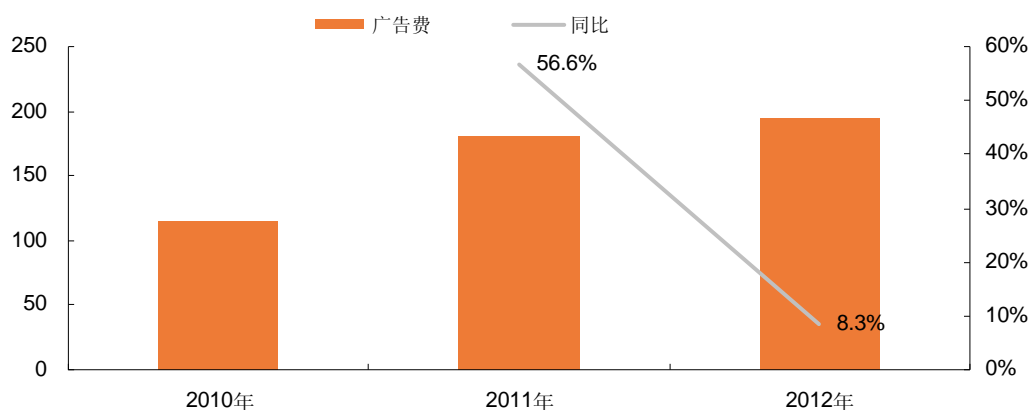
图表 20 牛栏山吨酒均价 单位：万元/吨



资料来源：平安证券研究所、Wind

广告投放力度逐年加大，产品宣传理念立足北京、定位在“正宗北京味”。2012年广告费投入达到1.95亿，同比增8.3%，估计50%以上用于牛栏山的广告投放，公司在央视、北京卫视等均在有广告投入，2012年央视广告投入2700万左右。2007年公司聘请王刚成为牛栏山的形象代言人，“正宗二锅头、地道北京味”的宣传理念，成就了牛栏山在北京地区的快速成长。同时，考虑到北京的特殊地理位置，北京旺销相当于在全国范围做了免费的广告，有助于外埠市场的拓展。

图表 21 顺鑫农业广告投入情况 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所

**销售区域从“1+4+5”向“1+4+5+10”升级,北京增速放缓,外埠市场是增长主要来源。**公司实施“1+4+5”亿元市场战略布局,即以北京市场为核心,将天津、保定、呼市、唐山打造成4个亿元市场,将山东、河南、山西、内蒙、辽宁培育成5个省级亿元市场。牛栏山酒在北京中低端酒市场优势明显,主要竞争对手是红星,牛栏山销售收入超过红星10亿多。估计北京市场2012年贡献收入15-20亿,占公司收入比重50-60%左右。根据人口和人均收入推算,北京市场的中低档酒市场容量80-100亿左右,由于北京市场竞争激烈,我们认为北京市占率继续大幅提升的难度较大,未来增速将放缓,增长主要看外埠。省外市场收入增速较快,外埠市场中4个地级市都已收入过亿,未来还可能继续开发10个地级市场,升级至“1+4+5+10”。部分重点区以外的外埠市场也呈现了较快的增速,泉州2012年收入500万,2013年计划过1000万。

**提高渠道的管控能力,2012年销售人员快速增加。**截至2012年末,顺鑫农业销售人员数量1074人,同比增长36%。我们估计以白酒销售人员为主,其中北京地区销售团队人数较多。

图表 22 顺鑫农业人员构成 单位：人

人员结构	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年中期	2012年
生产人员	3586	3655	3671	3754	3756	3794
<b>销售人员</b>	<b>933</b>	<b>995</b>	<b>570</b>	<b>787</b>	<b>777</b>	<b>1074</b>
技术人员	628	711	610	790	804	1067
财务人员	162	160	159	174	183	194
行政人员	969	1011	991	1013	945	1194

资料来源：平安证券研究所

综合上面的分析,我们认为牛栏山酒未来增长潜力较大,业绩存在超预期的可能性,可以从三个方面来分析: 1. 产品总体定位中低端,受整风运动影响小,未来可享受民间消费升级所带来的成长。 2. 顺鑫农业高管2012年收入最高不超过20万,与其他白酒上市公司相比,高管薪酬水平有较大提升空间,若管理层激励机制得到完善,则存在较大的制度红利释放潜力。 3. 根据净利率水平推算,牛栏山2012年期间费用率高达30%,远高于同为三线白酒的金种子酒16%的水平,我们认为公司可以从两个方面努力来降低费用投入:(1)公司产品种类繁多,导致费用投入无法聚焦,类似于老白干酒,公司未来可以优化产品结构、缩减产品品类,聚焦资源推重点品种。(2)提高市场开拓的能力,降低对大商的依赖,减少给渠道的费用支持力度。参考其它三线白酒的成长轨迹,牛栏山酒净利率水平从8.5%提升至15%并非难事,未来存在出现业绩拐点的可能性。

现阶段牛栏山白酒每股合理价值为14.3元，从净利率水平判断，未来存在出现业绩拐点的可能性。按照2012年31亿收入、8.5%净利率估算，牛栏山分公司可为上市公司贡献每股收益0.60元，扣除分摊的期间费用，实际贡献每股收益0.52。预计2013年公司净利增长24%，实现每股收益0.65元，三线白酒（金种子酒、老白干酒、伊力特、沱牌舍得）现阶段2013年平均PE 20倍。考虑到牛栏山产品档次更低、受整风运动影响小，成长的确性较高，我们按照2013年22倍PE测算，牛栏山白酒对应每股合理价值应为14.3元。

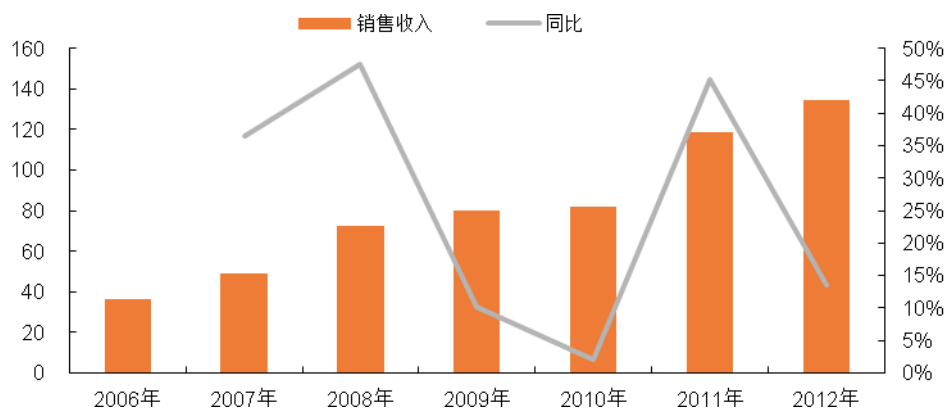
### 3.2 宁城老窖处于恢复阶段

宁城老窖处于恢复阶段，利润贡献较小。宁城老窖位于赤峰市宁城县八里罕镇，历史悠久，当地有著名的红山文化及辽中京遗址。1987年，原国家副主席乌兰夫亲笔题词“塞外茅台”。其他国家领导人习仲勋、秦基伟、杨静仁、费孝通也相继题词。

九十年代末宁城老窖发展遭遇挫折，原因：1. 由于新广告法，公司不能用“塞外茅台”宣传，缺乏更好品牌宣传理念。2. 渠道扩张速度快，管理出现混乱。

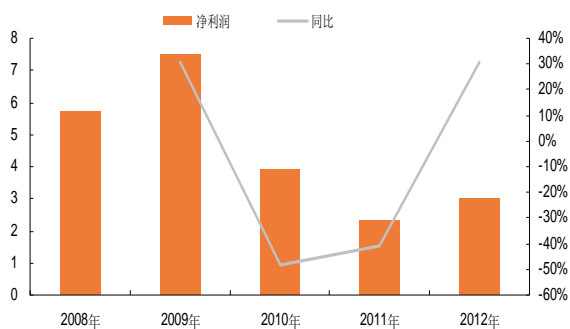
2005年初宁城老窖进入顺鑫农业，05年至今收入增速较快，但由于基数较低，利润贡献并不明显，2012年实现1.35亿收入，但净利仅302万，净利率仅为2.2%，波动较大。我们按照白酒板块中老白干酒2.7倍PS测算，可对应市值3.6亿，对应每股合理价值为0.8元。

图表 23 宁城老窖收入增速较快，但利润贡献较小 单位：百万元



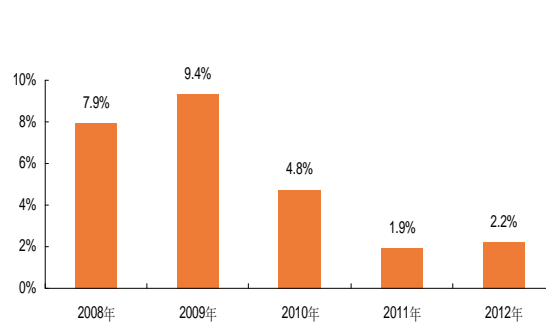
资料来源：平安证券研究所

图表 24 宁城老窖净利润 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 25 宁城老窖净利率

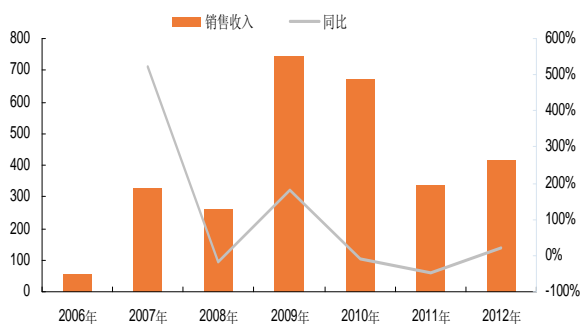


资料来源：平安证券研究所、Wind

#### 四、房地产业务波动大，未来存在剥离的可能性

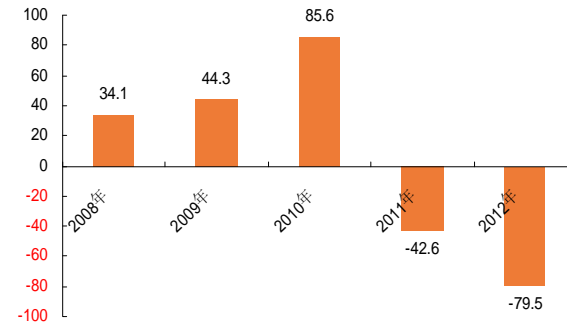
房地产业务波动大，未来存在剥离的可能性。顺鑫农业的房地产业务由顺鑫佳宇房地产公司运作，2002年成立至今，已经成功运作了阳洲鑫园、顺鑫澜庭、顺鑫绿色商务中心、山东曲阜顺鑫孔子国际商品交易城、顺鑫花语、顺鑫朗郡等项目。房地产业务每年的收入、利润波动较大，考虑到房地产业务是顺鑫农业再融资的障碍，我们认为未来房地产业务存在剥离的可能性。

图表 26 房地产业务收入 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 27 顺鑫嘉宇房地产净利润单位：百万元



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 28 顺鑫佳宇房地产主要在建项目（2012年末） 单位：亿元

项目名称	开工时间	预计总投资	期末余额
牛栏山下坡屯项目	2011.3	34.6	17.1
站前街商业项目	2012.3	15.2	5.6

资料来源：平安证券研究所

**2012年房地产业务出现较大亏损。**2012年房地产业务实现收入4.2亿元，估计站前街一期租金和下坡屯回迁房分别贡献收入2亿左右。站前街一期是顺鑫国际商务中心，位于顺义城区黄金地段，站前街与新顺南大街的交汇处，项目总建筑面积6.6万平米。但大楼的租金收入较低，2012年估计贡献收入2亿左右，亏损几百万，今年租金提高，预计亏损幅度将减小。下坡屯回迁房2012年实现2亿左右收入，基本不贡献利润。因为没有其它开盘项目，而利息、大楼、都要提费用，房地产公司2012年出现亏损8000万左右，扣除分摊的期间费用，估计房地产业务实际亏损幅度更大。

**顺鑫国际商务中心二期将是2013-14年房地产业务收入的主要来源。**二期位于顺义站前街北侧，站前东街东侧，规划总占地面积5万平方米，总建筑面积16.5平方米，其中商业办公和住宅各5万平米，地下6.5万平米，容积率2.4，项目总投资15.2亿，目前正在办理预售证。根据顺义现在的房价推算，预计销售回款可超过20亿，实现5亿税前利润。

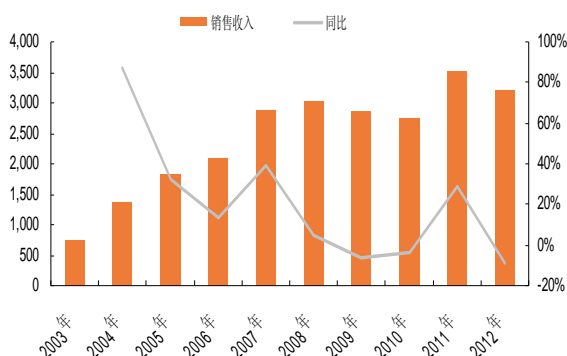
## 五、肉类加工业务规模不小、盈利较差

**鹏程食品公司是北京地区最大的猪肉生产基地。**单厂屠宰量位居全国首位，生鲜产品在北京市场占有率有40%以上的市场份额，屠宰产能达到350万头，历史上最高屠宰量达到330万，2012年估计屠宰量200多万头，销售18.4万吨，同比2011年基本持平。

熟食品主要以低温肉制品为主，现有1万多产量，也是顺鑫农业三五战略期间的主要投资方向。公司近期发公告扩充熟食品，产能将扩到5万。公司2012年扩大了台湾烤香肠这一优势产品的产量，同时启用了“跳跳乐”、“新鹏程”这两个品牌来主攻中低档市场，逐步形成高中低档产品相互补充的产品结构。

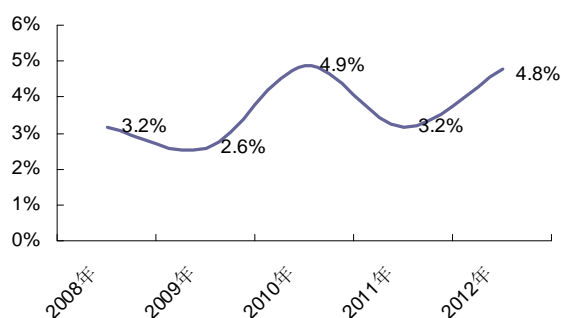
**肉类加工业务每股合理价值1.16元。**肉类加工业务收入规模与白酒基本相当，但盈利能力较弱。2012年毛利率仅为4.8%，远低于双汇发展，主要因为公司肉类主要供应北京市场，还需承担一部社会责任，因此盈利能力较弱。肉类加工业务净利贡献远低于白酒，2011年鹏程分公司实现的净利润为牛栏山的12%，净利率仅为0.6%，贡献每股收益0.05元，我们估计2012年净利率水平回升，实现净利6000-7000万，扣除分摊的期间费用，贡献每股收益0.06元。2013年由于猪价下跌，我们预计收入将出现下滑，利润仍可保持较快增长，预计2013年实现每股收益0.08元。根据公司规划，肉类加工业务每年保持15%的增速，参考相关上市公司估值水平，按照2013年15倍PE估算，肉类加工业务每股价值1.16元。

图表 29 肉类加工业务收入 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 30 2012年肉类加工业务毛利率回升



资料来源：平安证券研究所、Wind

## 六、其它业务估值

种猪业务收入增速较快，猪价下行挤压盈利空间，估计每股价值0.15元。随着新产能的投产，2011-2012年种猪业务收入增速较快，分别同比增长78.5%、55.3%，主要来自于外埠种猪业务的增长，2012年外埠种猪业务收入增长182%，预计2013年还将保持30%的增速。由于2012年猪价下行，种猪业务毛利率从34.9%下滑至24.5%。2011年种猪业务净利率高达23%，我们估计2012年净利率降至10%以内，估计扣除分摊的期间费用之后，对应每股收益0.01元。考虑到猪价下行，预计2013年种猪业务净利率将继续下滑，净利增长压力较大。我们按照2013年15倍PE估算，对应每股价值0.15元。

图表 31 种猪业务收入增速较快 单位：百万元

	2009年	2010年	2011年	2012年
销售收入	120	108	193	300
同比增速		-9.9%	78.5%	55.3%
毛利率	44.4%	36.1%	34.9%	24.5%
净利			44.4	22.0
净利率			22.9%	7.3%

资料来源：平安证券研究所

农批市场业务利润平稳增长，估计每股合理价值0.35元。北京顺鑫石门农产品批发市场现占地面积50万平方米，建筑面积15万平方米，固定商户1500余家，场内交易品种达10000多种，2012年交易量16.6亿公斤，实现收入1.1亿元、增长46%，但由于检测成本的费用投入增加，实现净利2800万、仅增长7%，低于收入增速。综合考虑未来的成长性，按照2013年10倍PE估算，扣除分摊的期间费用之后，对应每股价值0.35元。

图表 32 农批市场业务利润稳定增长 单位：百万元

农批市场	2009年	2010年	2011年	2012年
销售收入	48	60	76	110
同比		25.1%	26.7%	45.9%
毛利率	82.9%	86.7%	85.2%	69.7%
净利	13	19	26	28
净利率	26.9%	32.3%	34.7%	25.5%

资料来源：平安证券研究所

建筑业务对应每股价值约0.14元。公司的建筑业务由北京鑫大禹水利建筑工程有限公司承担，2012年实现收入8亿，净利2600万元，参考建筑类上市公司，按照2013年6倍PE估值，扣除分摊的期间费用之后，对应每股价值0.14元。

图表 33 建筑业务对应每股价值约0.14元 单位：百万元

建筑工程	2009年	2010年	2011年	2012年
销售收入	675	783	704	800
同比		15.9%	-10.0%	13.6%
毛利率	12.1%	12.6%	12.9%	13.1%
净利	23	32	29	26
净利率	3.4%	4.1%	4.1%	3.3%

资料来源：平安证券研究所

## 七、盈利预测与投资评级

预计2013-15年实现每股收益0.61、1.32、0.96元，2013-14年业绩的增长主要来自于白酒业务的稳定增长和房地产业务的项目结算。

目前投资者对顺鑫农业的估值方法，普遍根据各个分子公司的净利，乘上各自合理的目标市盈率水平，然后加总测算出合理的价值水平。但我们发现报表中披露的分子公司的数据并非真实的净利水平，因为尚未分摊部分总部体现的期间费用，估计这部分费用2012年为2.2亿元。我们根据这部分费用对各项业务对应的净利进行调整，暂不考虑房地产业务价值，顺鑫农业的合理投资价值为16.9元。公司看点较多，包括白酒的产品定位、净利率提升空间、大股东增持等，但整风运动背景下所有白酒都无法独善其身、投资者需充分考虑白酒行业存在的风险，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

图表 34 顺鑫农业盈利预测关键假设 单位：百万元

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	8324	9287	11474	11418
白酒	3238	3948	4540	5221
肉类加工	3200	2880	3312	3809
建筑	800	879	967	1064
房地产	415	808	1779	356
种猪	300	390	468	539
增速				
白酒	29.3%	21.9%	15.0%	15.0%
肉类加工	-8.7%	-10.0%	15.0%	15.0%
建筑	13.6%	10.0%	10.0%	10.0%
房地产	22.7%	95.0%	120.0%	-80.0%
种猪	55.3%	30.0%	20.0%	15.0%

资料来源：平安证券研究所



图表 35 顺鑫农业主要业务估值分析 单位：元

	调整前的 EPS				调整后的 EPS				13 年 目标 PE	估值
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015		
牛栏山酒	0.60	0.73	0.84	0.97	0.52	0.65	0.76	0.88	22	14.27
种猪业务	0.05	0.05	0.07	0.10	0.01	0.01	0.03	0.05	15	0.15
建筑业务	0.06	0.07	0.07	0.08	0.02	0.02	0.03	0.04	10	0.24
石门农批	0.06	0.08	0.09	0.10	0.02	0.04	0.05	0.06	6	0.21
肉类加工	0.15	0.16	0.18	0.19	0.06	0.08	0.09	0.11	15	1.16
其它费用	-0.51	-0.50	-0.50	-0.50						

资料来源：平安证券研究所

## 八、风险提示

- 整风运动对顺鑫农业白酒业务的影响超预期。
- 房地产业务今年结算进度低于预期。
- 屠宰和种猪业务盈利波动较大。

损益表 (百万元, 元/股)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	8,342	9,287	11,474	11,418
YoY	10.0%	11.3%	23.5%	-0.5%
营业成本	6,104	6,601	8,003	7,939
毛利率	26.8%	28.9%	30.3%	30.5%
营业税金及附加	545	607	749	746
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	753	961	1,056	1,142
管理费用	515	539	688	799
财务费用	220	209	180	211
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	205	368	798	581
加：营业外收入	1	0	0	0
减：营业外支出	1	0	0	0
利润总额	205	368	798	581
减：所得税	74	92	199	145
净利润	131	276	598	436
减：少数股东损益	5	9	19	14
归属母公司所有者净利	126	267	580	422
YoY	-59.0%	112.5%	116.8%	-27.1%
销售净利润率	1.5%	2.9%	5.1%	3.7%
EPS (当年股本)	0.29	0.61	1.32	0.96
EPS (最新股本摊薄)	0.29	0.61	1.32	0.96

现金流量表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	131	276	598	436
折旧摊销	144	133	182	229
营运资金投资	184	-3,337	487	-222
经营活动现金净流量	-283	2,952	474	1,097
资本开支	784	915	1,000	1,000
投资活动现金净流量	-590	-914	-1,000	-1,000
债务融资	690	-2,626	921	443
股权融资	-7	-286	0	0
支付红利	-88	0	-219	-263
融资活动现金净流量	1,616	-2,944	584	31
当年现金净流量	743	-906	59	128

资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	2,307	1,401	1,460	1,587
应收款项	162	182	220	221
预付款项	616	1,287	1,565	1,464
存货	5,405	5,844	7,086	7,029
其他流动资产	39	42	53	53
流动资产合计	8,568	8,803	10,437	10,409
长期股权投资	55	55	55	55
固定资产	2,417	3,433	4,325	5,133
无形资产	816	816	816	816
其他非流动资产	623	382	311	275
非流动资产合计	3,911	4,686	5,507	6,280
资产总计	12,480	13,489	15,945	16,688
短期借款	5,280	2,653	3,574	4,018
应付款项	371	487	661	661

请务必阅读正文后免责声明

重要指标速览	2012A	2013E	2014E	2015E
估值				
PE	51.4	24.2	11.2	15.3
PEG	0.5	0.2	0.4	0.6

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257