

# 顺鑫农业 (000860)

## 产品定位低端，白酒业务逆势快速增长

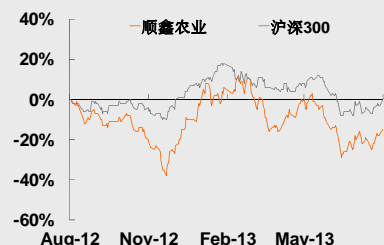
### 推荐 (维持)

现价: 12.27 元

#### 主要数据

行业	平安农林牧渔
公司网址	860.com
大股东/持股	北京顺鑫农业发展集团有限公司/47.00%
实际控制人/持股	北京市顺义区国有资产监督管理委员会/48.99%
总股本(百万股)	439
流通 A 股(百万股)	430
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	55.26
流通 A 股市值(亿元)	54.15
每股净资产(元)	6.82
资产负债率(%)	76.2

#### 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  
 0755-2262471  
 tangweiliang978@pasc.com.cn

文 献  
 CFA 食品饮料首席研究员  
 投资咨询资格编号: S1060209040123  
 0755-22627143  
 wenxian@pasc.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

事项: 1H13 顺鑫农业营收、净利分别增 5.4%、32.7%, 实现 EPS 0.33 元, 基本符合我们的预期, 其中 2Q13 营收、净利分别增 6.6%、54.3%。

#### 平安观点:

- 1H13 白酒业务收入 23.6 亿, 增长 27%, 远高于行业 2013 年 1-5 月 9.5% 的增速: (1) 产品定位中低端、均价低, 受整风运动影响小, 可享受大众消费市场的增长。2012 年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。(2) 分产品看, 1H13 低档酒放量增长, 估计总体销量增速高于收入, 长远来看公司将提高中高档酒的占比, 但 2013 年整风运动背景下预计中低档酒占比将阶段性提高。(3) 分区域看, 上半年北京市场占比 51%, 外埠市场 49%, 北京市场增速较慢、占比下降, 我们认为北京市占率继续提升的难度较大, 未来增长主要看外埠。公司上半年也加速了外埠重点市场开发, 内蒙、东北等外埠市场出现较快增长。(4) 根据季度毛利率变化和我们的草根调研情况推断, 估计 1Q13 白酒收入同比增长 30% 以上, 2Q13 增长 20% 以上, 预计 2013 年全年收入可增长 20-25%。
- 1H13 白酒业务毛利率同比上升 10 个百分点至 57.6%, 虽然环比 2H12 的 56.7% 差别不大, 但公司过去两年上下半年毛利率变化情况都是前低后高, 因此毛利率上升幅度还是超出我们的预期, 具体原因我们还需做进一步的研究, 我们判断 1H13 公司可能在毛利率与销售费用率之间做了平衡, 销售费用率同比上升了 4.8 个百分点。
- 其它业务分析。房地产业务, 预计国际商务中心二期今年收入确认不多, 主要体现在 2014 年, 因此房地产业务 2013 年仍将亏损。肉类加工业务, 1H13 受益于低猪价, 毛利率同比上市 2.4 个百分点至 8.2%, 预计 2013 年肉类业务净利将出现较大幅度的增加。
- 我们维持原有盈利预测, 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, 详细分析可参考我们 5 月份的深度报告。公司看点较多, 包括白酒的产品定位、净利率提升空间、管理层变化等, 维持“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。

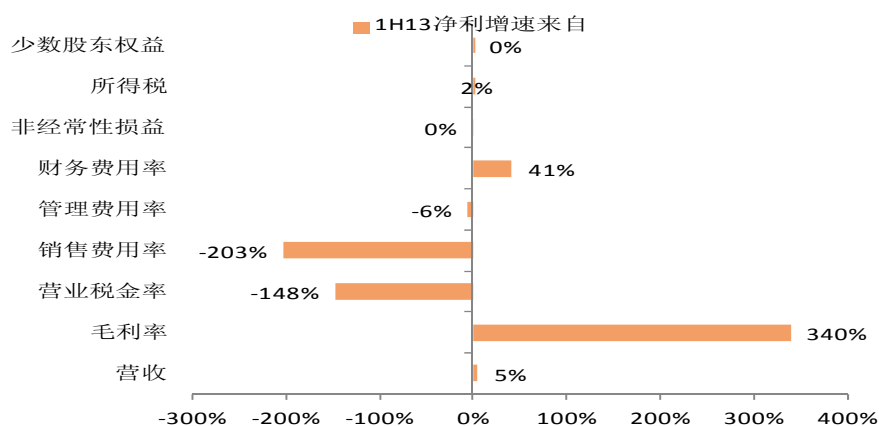
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7,580	8,342	9,287	11,474	11,418
YoY(%)	20.9	10.0	11.3	23.5	-0.5
净利润(百万元)	307	126	267	578	422
YoY(%)	15.6	-59.0	111.9	116.8	-26.9
毛利率(%)	25.9	26.8	32.1	32.9	33.5
净利率(%)	4.0	1.5	2.9	5.0	3.7
ROE(%)	10.8	4.4	9.3	18.0	12.5
EPS(摊薄/元)	0.70	0.29	0.61	1.32	0.96
P/E(倍)	17.5	42.8	20.2	9.3	12.7
P/B(倍)	1.9	1.9	1.9	1.7	1.6

图表 1 2013年中报快读：2Q13营收、净利分别增6.6%、54.3%

	2Q12	2Q13	同比变化	1H12	1H13	同比变化	
营业收入	2,054	2,188	6.6%	4,541	4,788	5.4%	
营业成本	1,500	1,575	5.0%	3,336	3,131	-6.2%	
毛利率	26.9%	28.0%	1.1%	26.5%	34.6%	8.1%	1H13 白酒业务毛利率同比上升 10 个百分点至 57.6%，虽然环比 2H12 56.7% 差别不大，但公司过去两年上下半年毛利率变化情况都是前低后高，因此毛利率变化幅度还是超出我们的预期。
毛利	553	613	10.9%	1,205	1,657	37.5%	
营业税金及附加	142	168	18.3%	296	481	62.4%	1H13 营业税金及附加占销售收入比重上升，显示白酒收入占比提升。
销售费用	170	214	25.7%	375	628	67.1%	白酒外埠市场销售扩大，运输费和广告费大幅增加，销售费用率提高。
管理费用	125	132	4.9%	255	275	7.9%	
财务费用	62	37	-39.6%	111	70	-37.1%	2013 年贷款利率降低，现金增加，财务费用大幅下降。
资产减值损失	1	1	12.5%	1	2	34.3%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0		0.0%	
投资收益	1	1	54.8%	1	2	55.8%	
营业利润	54	63	17.0%	167	204	21.7%	
营业利润率	2.6%	2.9%	0.3%	3.7%	4.3%	0.6%	
营业外收入	1	0	-49.9%	1	0	-48.9%	
营业外支出	1	1	16.4%	1	1	43.2%	
利润总额	54	63	16.3%	167	203	21.4%	
所得税	24	19	-20.0%	53	53	0.1%	
所得税率	45.4%	31.2%	-14.2%	32.0%	26.4%	-5.6%	
少数股东损益	3	2	-32.8%	5	4	-1.8%	
归属于母公司净利润	27	42	54.3%	109	145	32.7%	
净利率	1.5%	2.0%	0.5%	2.5%	3.1%	0.6%	
EPS	0.06	0.09	54.3%	0.25	0.33	32.7%	

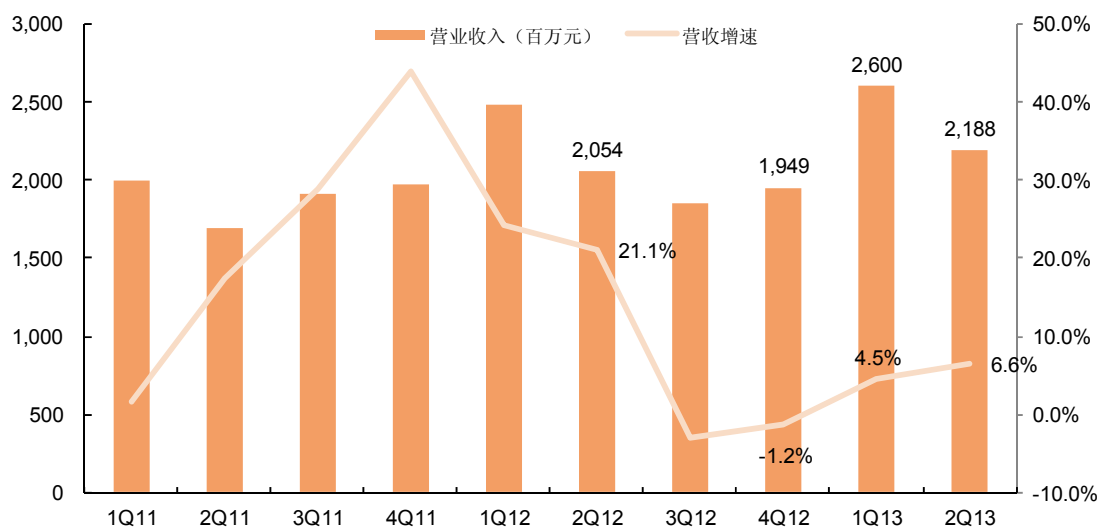
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表 2 1H13年顺鑫农业净利的增长主要来自于毛利率提升



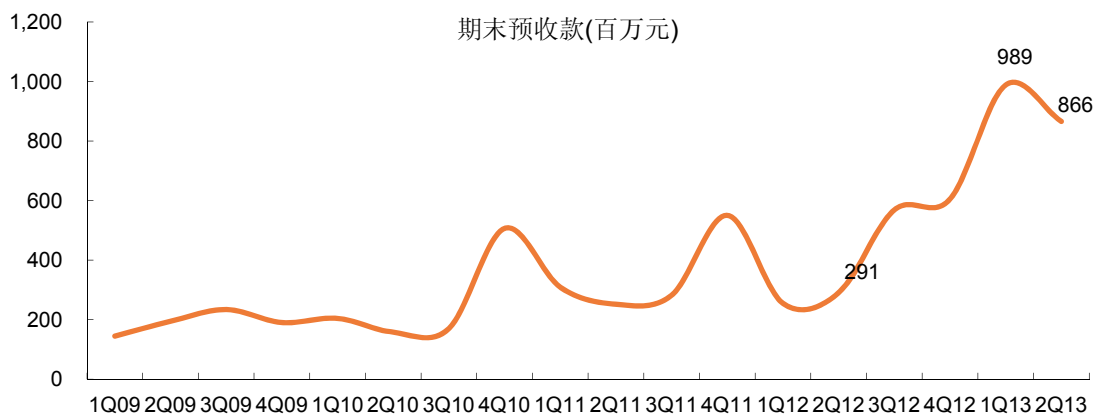
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 3 2Q13顺鑫农业营收增6.6%



资料来源: 平安证券研究所、Wind

图表 4 2Q13预收款环比1Q12下降12.4%



资料来源: 平安证券研究所、Wind

图表 5 平安重点公司盈利预测及最近一月调整情况

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级	业绩预测最新调整 2013年 8月15日
		08月15日	12A	13E	14E	12A	13E		
泸州老窖	21.89	3.13	3.42	3.76	7.0	6.4	5.8	推荐	
青青稞酒	22.75	0.67	0.84	1.07	34.0	27.2	21.2	推荐	
五粮液	20.12	2.62	2.57	2.78	7.7	7.8	7.2	推荐	↓(6%)

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级	业绩预测最新调整 2013年
		08月15日	12A	13E	14E	12A	13E		
贵州茅台	177.46	12.82	13.92	14.04	13.8	12.7	12.6	推荐	
沱牌舍得	17.95	1.10	0.69	0.85	16.4	26.1	21.2	中性	
山西汾酒	23.43	1.53	1.79	2.25	15.3	13.1	10.4	推荐	
洋河股份	51.88	5.70	6.05	6.93	9.1	8.6	7.5	推荐	
古井贡酒	22.74	1.44	1.55	1.81	15.8	14.7	12.6	推荐	
酒鬼酒	18.41	1.52	0.74	0.87	12.1	25.0	21.2	中性	
张裕 A	33.30	2.48	2.46	2.67	13.4	13.5	12.5	中性	
安琪酵母	15.90	0.74	0.64	0.85	21.6	24.7	18.7	推荐	↓(13%) 7月18日
双汇发展	37.80	1.31	1.74	2.06	28.8	21.7	18.3	强烈推荐	↓(5%)8 月7日
大北农	12.34	0.42	0.49	0.70	29.3	25.2	17.6	推荐	
贝因美	34.13	0.80	1.20	1.67	42.8	28.4	20.5	强烈推荐	↑(5%) 8月15日
伊利股份	34.89	0.84	1.13	1.51	41.5	30.9	23.1	强烈推荐	
青岛啤酒	42.41	1.30	1.39	1.54	32.6	30.5	27.5	推荐	↑(17.3%) 7月28日
南方食品	12.33	0.08	0.33	0.58	163.3	37.3	21.2	强烈推荐	
古越龙山	11.34	0.30	0.25	0.31	37.7	45.3	36.0	推荐	
均值					30.1	22.2	17.5		

资料来源：平安证券研究所、Wind

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	6,310	7,701	7,592
毛利率	26.8%	32.1%	32.9%	33.5%
营业税金及附加	545	743	746	765
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	753	1,124	1,377	1,484
管理费用	515	539	688	799
财务费用	220	202	166	196
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	205	367	795	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	367	795	581
减: 所得税	74	92	199	145
净利润	131	275	597	436
减: 少数股东损益	5	9	19	14
归属母公司所有者净利	126	267	578	422
YoY	-59.0%	111.9%	116.8%	-26.9%
销售净利润率	1.5%	2.9%	5.0%	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

重要指标速览	2012A	2013E	2014E	2015E
估值				
PE	42.8	20.2	9.3	12.7
PEG	0.4	0.2	-0.3	0.5
PB	1.9	1.9	1.7	1.6
P/S	0.6	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	16.0	13.0	8.0	9.0
股息收益率	3.7%	4.1%	4.9%	6.5%
经营回报率				
ROE	4.4%	9.3%	18.0%	12.5%
ROA	1.0%	2.0%	3.7%	2.6%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	76.1%	77.5%	78.6%	78.5%
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3
运营效率				
存货周转率	1.3	0.0	0.0	0.0
流动资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.1
固定资产周转率	3.6	3.2	3.0	2.4

现金流量表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	131	275	597	436
折旧摊销	144	133	182	229
营运资金投资	184	-3,626	476	-263
经营活动现金净流量	-283	3,234	469	1,123
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	-2,904	912	402
股权融资	-7	-286	0	0
支付红利	-88	-11	-219	-263
融资活动现金净流量	1,616	-3,225	590	5
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	1,230	1,506	1,400
存货	5,405	5,587	6,819	6,722
其他流动资产	39	42	53	53
流动资产合计	8,568	8,489	10,111	10,038
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	13,175	15,619	16,318
短期借款	5,280	2,376	3,288	3,690
应付款项	371	466	636	632
预收款项	605	3,715	4,016	3,425
应付股利	67	244	307	369
其他流动负债	1,940	6,476	7,461	7,588
流动负债合计	7,590	9,317	11,384	11,910
长期借款	896	896	896	896
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,008	0	0	0
非流动负债合计	1,904	896	896	896
负债合计	9,494	10,214	12,280	12,807
归属母公司所有者权益	2,886	2,852	3,211	3,370
其中: 实收资本	439	439	439	439
少数股东权益	100	109	127	141
股东权益合计	2,986	2,961	3,338	3,511
负债及股东权益总计	12,480	13,175	15,619	16,318

## 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