

# 顺鑫农业 (000860)

## 白酒业务高增长可持续，2014年公司看点较多

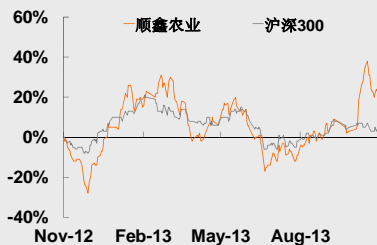
### 推荐 (维持)

现价: 15.89 元

#### 主要数据

行业	平安食品
公司网址	www.000860.com
大股东/持股	北京顺鑫农业发展集团有限公司/48.99%
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)	439
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	72.01
流通 A 股市值(亿元)	72.01
每股净资产(元)	6.92
资产负债率(%)	78.9

#### 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1060512040001  
0755-22624571  
tangweiliang978@pasc.com.cn

文 献 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号1060209040123  
0755-22627143  
wenxian@pasc.com.cn

#### 研究助理

张宇光

一般从业资格编号1060113090015  
0755-22 627694  
zhangyuguang467@pasc.com.cn

### 投资要点

- 预计 2013 年顺鑫农业白酒收入增 25-30%，2014 年白酒收入增长 20%，大幅超越行业水平，源于：(1) 100 元以下产品收入占比 60%-70%，持续专注低端市场，抢占了其他竞争对手产品价格不断升级后留下的蓝海市场，同时受整风运动直接影响小；(2) 品牌、集中投入、大客户制助公司在北京中低档酒市场份额达到 20-25%，预计 2013 年北京市场收入可增长 15%，2014 年增长 10-15%；(3) 近两年开拓环京市场推动外埠业务快速增长，预计 2013 年外埠市场增速高达 40%以上，2014 年可增长 25-30%。
- 持续专注低端市场，受整风运动影响小，受益于大众酒时代。过去几年，公司产品结构向上和向下延伸并举，同时推高端的黄瓷和底端的陈酿，高端酒总体占比较小。而多数二三线白酒放弃了低档酒，产品结构单方向向升级，如汾酒、古井、沱牌、金种子等。
- 品牌、集中投入、大客户制助公司在北京的中低档酒市场份额达到 20-25%：(1) 牛栏山主打“正宗北京味”，在北京及周边有庞大消费者群体基础，容易得到当地消费者的认同；(2) 市场启动阶段区域聚焦，营销资源集中投放北京；(3) 国企业制下大客户制回避销售短板，如创意堂一家占北京市场收入比重超过 35%。预计 2014 年北京可保持 10%-15%的增速。
- 综合考虑区域品牌影响力、产品价格定位、北京市场的成功经验、行业招商环境，我们认为外埠市场 2014 年可维持高增长。预计 2013 年外埠市场收入增 40%以上，2014 年可增长 25-30%。
- 我们认为顺鑫农业 2014 年有三个看点：(1) 预计 2014 年白酒收入可增 20%，继续超越行业。(2) 增发计划提升管理层释放业绩的动力。(3) 2014 年商务中心二期结算，房地产业务扭亏。
- 我们维持原有盈利预测，预计 2013-15 年实现每股收益 0.53、1.38、1.00 元(暂未考虑增发对报表的影响)，14 年净利的快速增长主要来自于顺鑫商务中心二期项目的结算。预计 2014 年白酒业务可贡献 0.82 元 EPS，给白酒业务 2014 年 20 倍 PE，再加总其它各项业务的投资价值，6 个月目标价 20.7 元。白酒业务受益于大众酒时代，增发计划提升管理层明年释放业绩的动力，维持“推荐”的投资评级。
- 风险提示：市场不认同多主业经营。房地产业务结算进度低于预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	7,580	8,342	8,979	11,066	11,531
YoY(%)	20.9	10.0	7.6	23.2	4.2
净利润(百万元)	307	126	231	607	436
YoY(%)	15.6	-59.0	83.8	162.5	-28.1
毛利率(%)	25.9	26.8	33.3	34.4	35.8
净利率(%)	4.0	1.5	2.6	5.5	3.8
ROE(%)	10.8	4.4	8.2	18.9	12.9
EPS(摊薄/元)	0.70	0.29	0.53	1.38	1.00
P/E(倍)	22.7	55.4	30.1	11.5	16.0
P/B(倍)	2.4	2.4	2.5	2.2	2.1

## 正文目录

一、受益于大众酒时代，预计 2013 年白酒收入增 25-30%.....	4
二、持续专注低端市场，2013 年低端酒放量增长.....	4
三、品牌、集中投入、大客户制助公司在北京中低端酒市场份额达到 20-25%.....	7
四、外埠市场正处于高增长期，预计 2014 年可增长 25-30%.....	9
五、增发计划提升管理层释放业绩的动力.....	10
六、顺鑫商务中心二期业绩贡献主要体现在 2014 年.....	11
七、肉类加工业 2013 年盈利能力大幅提升.....	12
八、盈利预测与投资评级.....	13
九、风险提示.....	14

## 图表目录

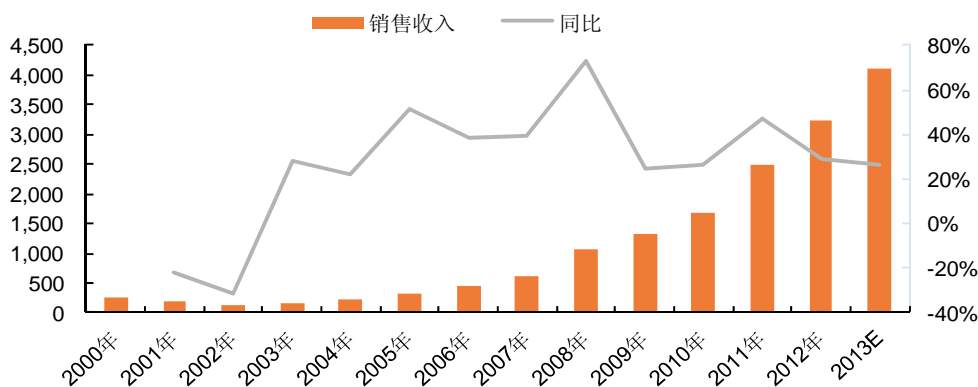
图表 1	顺鑫农业白酒业务收入增速较快，预计 2013 年增长 25-30% 单位：百万元	4
图表 2	牛栏山吨酒均价在上市公司中排名最低（2012 年）单位：万元/吨	5
图表 3	2013 年主要产品收入构成估算	5
图表 4	预计 2013 年白酒业务毛利率同比上升	6
图表 5	预计 2013 年牛栏山酒厂净利率同比持平	6
图表 6	二锅头和百年系列产品	6
图表 7	牛栏山二锅头系列（清香型）和百年系列（浓香）	6
图表 8	牛栏山在北京及周边地区品牌影响力较大	7
图表 9	估算牛栏山酒 2012 年报表销售费用率、管理费用率合计超过 40%	8
图表 10	现阶段牛栏山在北京市场以流通渠道为主	9
图表 11	估算牛栏山酒 1-3Q13 收入增速上市公司中最高	10
图表 12	顺鑫农业拟募投资项目 单位：万元	10
图表 13	牛栏山销量 单位：万吨	11
图表 14	顺鑫农业广告投入情况 单位：百万元	11
图表 15	房地产业务收入 单位：百万元	12
图表 16	顺鑫嘉宇房地产净利润单位：百万元	12
图表 17	顺鑫佳宇房地产主要在建项目（2013 年 1-6 月）单位：亿元	12
图表 18	肉类加工业务收入 单位：百万元	12
图表 19	2012 年肉类加工业务毛利率回升	12
图表 20	顺鑫农业盈利预测关键假设 单位：百万元	13
图表 21	顺鑫农业主要业务 ESP 估算 单位：元	13

## 一、受益于大众酒时代，预计 2013 年白酒收入增 25-30%

受益于大众酒时代，估计1-3Q13顺鑫农业的白酒业务收入增长30%左右，在白酒上市公司中增速最高，预计全年白酒收入可增长25%-30%。顺鑫农业白酒业务以牛栏山为主，牛栏山酒产品主要包括二锅头系列（清香）和百年系列（浓香）。2013年白酒收入继续保持快速增长的原因：（1）牛栏山酒持续专注低端市场，100元以下产品收入占比60%-70%，抢占了其他竞争对手产品价格不断升级后留下的蓝海市场，同时受整风运动影响小。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、金种子酒的吨酒均价，也低于全国白酒3.3万/吨的均价。（2）品牌、集中投入、大客户制助北京中低档酒市场份额现阶段达到20-25%，北京市场增速虽然开始放缓，但2013年估计仍可实现15%的增长。（3）近两年开拓环京市场推动京外业务快速增长，估计2013年外埠市场增速高达40%以上。2013年快速推进外埠重点市场开发，加大了内蒙、辽宁、山东等周边市场的开拓力度，这些区域是清香型白酒的传统消费区域，容易接受牛栏山的香型和口感。

预计2014年白酒收入可保持20%的增速。2014年北京市场可稳定增长，而牛栏山正围绕北京白酒市场向外扩散，外埠市场处于高速成长期，预计北京、外埠市场分别可增长10-15%、25-30%。

图表 1 顺鑫农业白酒业务收入增速较快，预计2013年增长25-30% 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所

## 二、持续专注低端市场，2013 年低端酒放量增长

持续专注低端，产品均价低，受整风运动影响小，受益于大众酒时代。过去几年，公司产品结构向上延伸和向下延伸并举，同时推高端的黄瓷和低端的陈酿，而多数二三线白酒放弃了低档酒，产品结构单方向向上升级，如汾酒、古井、沱牌、金种子等。牛栏山产品结构中，估计100元以下产品收入占比60-70%，500元以上的品种不到10%，受整风运动的影响较小，可享受大众消费市场的增长。

分品种看：

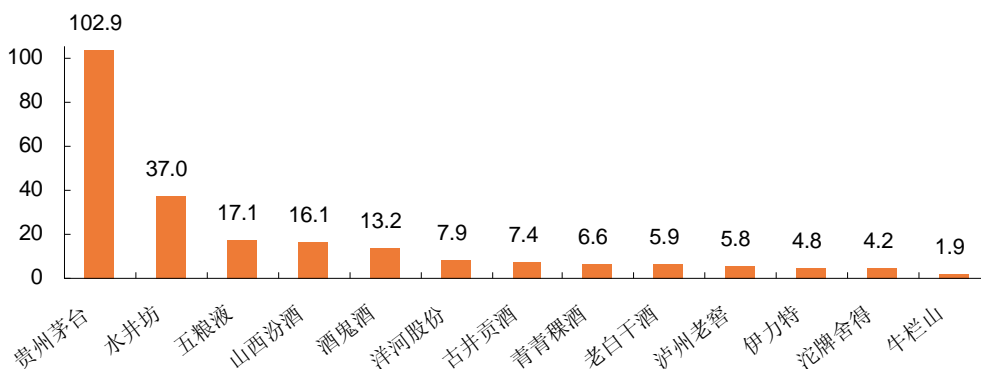
- 估计 2013 年以三牛为代表的百年系列可保持 20%左右的稳定增长。由于价格和度数定位合适，2009 年开始，牛栏山在 100-150 元这个价格段就形成了以牛栏山 36°三星百年（三牛）为代表的价格带标杆产品。我们估计三牛 2013 年收入可保持稳定增长，销售口径收入可接近 15 亿。
- 估计 2013 年定位低端的陈酿系列产品收入增速高于公司平均水平，超过 40%。陈酿系列是牛

栏山抢占北京 10 元以下低端酒市场的战略产品。2009 年以后，牛栏山推出了定价在 5-10 元价格区间的，以牛栏山 46°陈酿、牛栏山 42°陈酿为代表的低端价格带产品。2013 年低端的陈酿系列需求旺盛，增速很快，估计 2013 年销售口径收入可接近 20 亿。由于陈酿系列产品盈利能力较强，收入占比提升也可提升 2013 年整体毛利率水平。

- **2013 年高端的黄瓷产品销售承压，估计收入下滑幅度达到 20%。**高档酒中的主力品种黄瓷经典二锅头，出厂价 400 元左右，商超 500-600 元，我们估计 2013 年受整风运动的影响，黄瓷收入也出现下滑，下滑幅度达到 20%。考到黄瓷占收入比重较低，不到 10%，对总体收入影响不大。
- **2010 年才开始推的百年红系列产品，估计今年销售状况也不错，好于公司平均水平。**百年红系列产品价格在 30-120 元之间，重点开发婚宴市场，已成为北京婚宴市场最受欢迎的品牌之一。2013 年初“百年红”系列产品在第九届“北京礼物”旅游商品大赛中荣获北京特色都市工业品类优秀奖。估计 2012 年销售口径收入超过 2 亿，2013 年增速可高于公司平均水平。

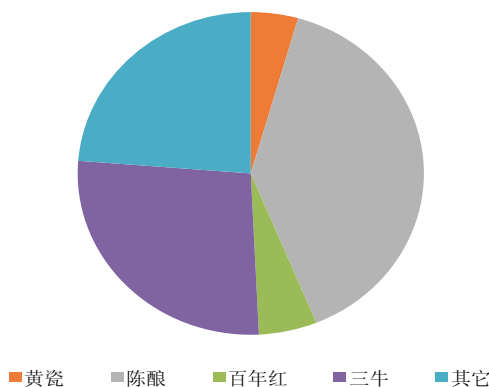
由于高毛利率的陈酿等产品收入占比提升，预计 2013 年毛利率同比将出现上升，好于我们原来的预期。1H13 白酒业务毛利率同比上升 10 个百分点至 57.6%，估计 1-3Q13 白酒业务毛利率同比继续上升，达到 60%左右，主要由于陈酿等高毛利率产品占比提升。

**图表 2 牛栏山吨酒均价在上市公司中排名最低（2012年） 单位：万元/吨**



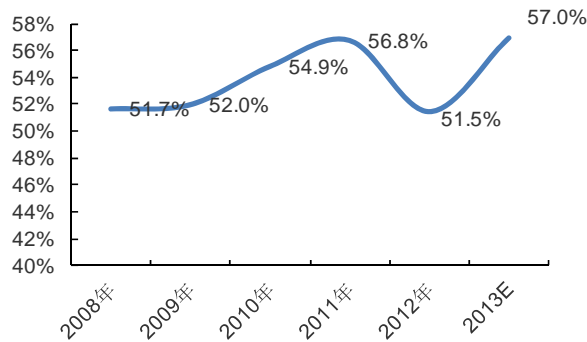
资料来源：wind, 平安证券研究所

**图表 3 2013年主要产品收入构成估算**



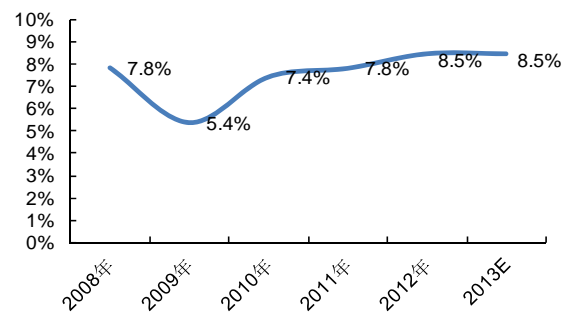
资料来源：公司公告, 平安证券研究所

图表 4 预计2013年白酒业务毛利率同比上升



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 5 预计2013年牛栏山酒厂净利率同比持平



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 6 二锅头和百年系列产品



资料来源：平安证券研究所

图表 7 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
二锅头系列		
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
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 百年	6	天猫
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
百年红 6年 红百年 35度 500ml	35	天猫
百年牛栏山京酿 38度 500ml	22	天猫
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

### 三、品牌、集中投入、大客户制助公司在北京中低端酒市场份额达到 20-25%

北京市场已在中低档酒领域实现较高的市场占有率，预计未来将平稳增长。牛栏山酒在北京中低端酒市场优势明显，产品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，占公司白酒收入比重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，牛栏山在这个领域的占比达到20%-25%。随着公司已在中低档酒领域实现较高的市场占有率，我们认为北京市占率继续大幅提升的难度较大，未来增速将维持平稳增长，高速增长主要看外埠。我们预计北京市场2013年增长15%，增速维持平稳增长。考虑到14年开始白酒需求受整风运动的影响将减小，低档酒渠道库存相对较低，预计牛栏山2014年在北京市场可保持10%-15%的收入增速。

北京市场过去几年的成功经验，对未来外埠市场的发展有很好的参考意义，我们这里总结了北京市场过去几年成功的原因：

- 牛栏山二锅头在北京及周边有较强的品牌影响力，产品宣传理念立足北京，定位在“正宗北京味”，容易得到当地消费者的认同。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。现阶段，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。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，也助力牛栏山在北京地区实现快速成长。

#### 图表 8 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”。

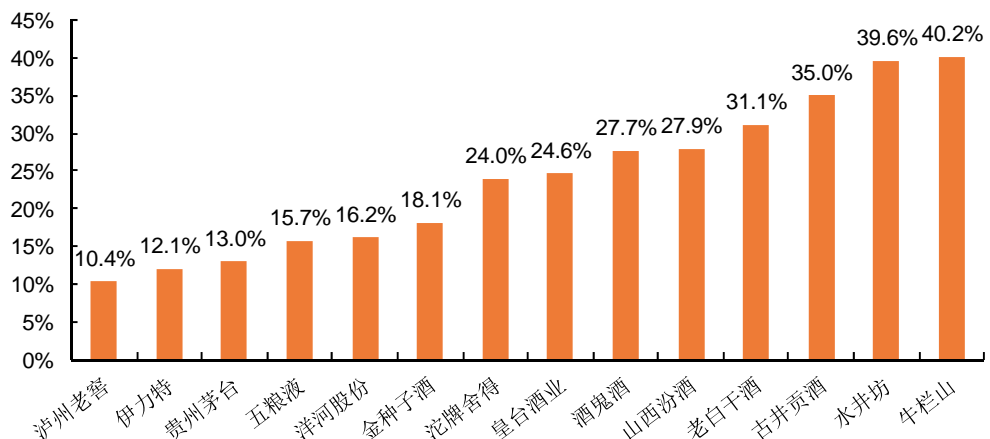
2008年2月，国家标准化委员会公布“地理标志产品 牛栏山二锅头酒”国家标准批准发布。

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：wind,平安证券研究所

- **市场启动阶段，集中资源做北京市场。**2011年之前牛栏山主要精力放在北京，集中资源做北京表现得很明显，包括在多种媒体组合上有大手笔的广告投入，选择影星王刚做品牌代言人，每个节假日精心策划组织促销活动，组织“正宗二锅头，地道北京味”、“顺鑫欢乐一日游，寻二锅头之源头”等主题活动，这些行为强化了区域聚焦战略。2010年北京市场占公司收入的比重超过70%。而同城的红星在北京和外埠市场同时铺开市场，反而导致资源不够聚焦。
- **国企体制下大客户制回避销售短板，如创意堂一家占北京市场收入比重超过35%。**公司的经销商选取思路主要是扶持大商，实施“大客户制”，销售人员配合大商去做渠道。公司在北京市场与创意堂、朝批、京糖、京柳、首森等大商均保持了良好的合作，这些经销商销售收入规模均过亿，其中创意堂2012年为公司贡献的收入超过6亿。“大客户制”通过大经销商间接控制终端，回避了国企体制的销售短板。扶持大商有助于公司快速填补空白区域市场，但这种模式下公司对经销商的依赖度高，因此需要给渠道更多的支持，一方面产品实际出货价较低，另一方面报表体现的费用率水平较高。我们估算牛栏山酒2012年报表体现的销售费用率、管理费用率合计超过40%，高于其它白酒上市公司，若考虑经销商层面体现的销售费用，实际销售费用水平应该更高。

图表 9 估算牛栏山酒2012年报表销售费用率、管理费用率合计超过40%



备注：牛栏山酒数据来源于我们草根调研估算

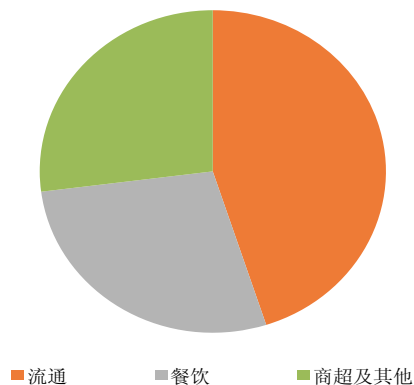
资料来源：wind,平安证券研究所

- **渠道选择因势而变。**2008年前，餐饮和商超是牛栏山两大主销渠道。2005年牛栏山从餐饮渠道切入北京市场，建立起产品标杆，餐饮终端早期公司做直营，后来改变了直营餐饮店的工作思路，依托核心经销商开发餐饮终端，截至2011年，专门负责北京城区餐饮的创意堂已经控制了4000多家餐饮终端。商超渠道早期以北京朝批为主，后来公司扩大了在大型批发市场的



份额，从朝批一家发展到了四家来做，基本上覆盖了整个市区的商超。2008年，随着市场形势的变化，牛栏山开始切入流通渠道，从“以餐饮打基础，通过商超实现增量”发展成了“以餐饮打基础，商超定价格，流通出增量”，现阶段估计流通渠道可占据牛栏山销售接近50%。从重点渠道的选取上，我们认为公司销售团队把握市场形势变化的能力较强。

图表 10 现阶段牛栏山在北京市场以流通渠道为主



资料来源：平安证券研究所

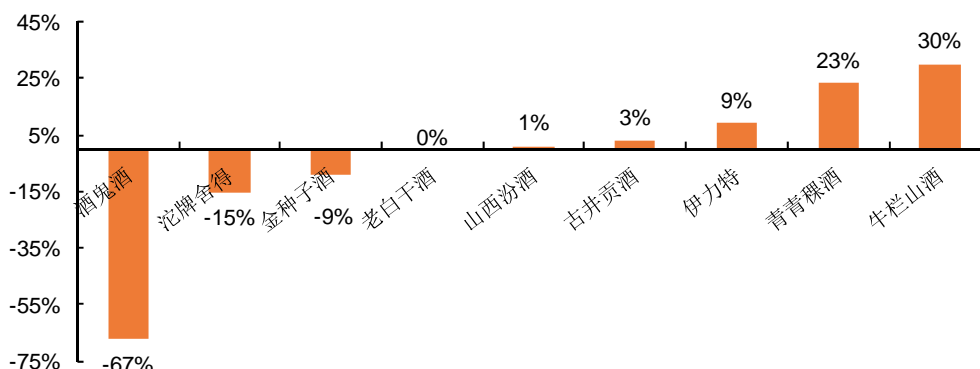
#### 四、外埠市场正处于高增长期，预计 2014 年可增长 25-30%

随着北京市场的成熟，公司从2011年开始重视外埠市场的拓展。综合考虑区域品牌影响力、产品价格定位、北京市场的成功经验、行业招商环境，我们认为外埠市场2013-2014年可维持高增长。预计2013年外埠市场收入可增40%以上，2014年可增长25-30%。

从我们草根调研情况来看，牛栏山在外埠市场有几个特点：

- **公司产品虽然全国布局，但外埠市场的销售收入大部分集中在环京市场。**牛栏山的全国销售策略主要围绕北京白酒市场向外扩散，形成一种面的扩张。环京市场是传统的清香型白酒消费区域，容易接受牛栏山的香型和口感。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，牛栏山是二锅头品类的代表产品，京味儿文化能够带给外埠市场消费者不同的酒文化感受，有助于外埠市场的拓展，特别是环京市场。而环京市场中，除了山西和河南之外，该区域中并无特别强势的白酒品牌。根据规划，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、沧州打造成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，我们2013年预计山东、河南、山西、内蒙、辽宁市场收入应该均远超过1亿。
- **在整风运动的背景下，总体定位低端的牛栏山在外埠市场也容易得到消费者的认可。**部分区域调研情况来看，今年销量好的产品以100元以下的产品为主，如陈酿、百年红等。销售好于产品同为清香型、主力价位在100元以上的汾酒，也好于其它的二三线白酒。

图表 11 估算牛栏山酒1-3Q13收入增速上市公司中最高



备注：牛栏山酒数据来源于我们草根调研估算

资料来源：wind，平安证券研究所

- 区域操作模式稳扎稳打，坐稳一个市场之后，然后再逐步向周围拓展，提高成功的概率，而不是大量空白区域全面铺开，广投费用。
- 外埠市场公司也主要配合经销商做细市场，经销商利益可得到保障，预计 2014 年行业招商环境有利于牛栏山酒。虽然与一些优秀的竞品相比，公司销售做得还不够细，但牛栏山给经销商产品结算价格较低，经销商的费用操作空间大，经销商利益可得到保障，能更好地调动经销商的资源，弥补公司销售团队人员的不足。从部分环京市场的草根调研情况来看，2013 年一批商经销商数量增加并不快，2014 年一批经销商的招商计划也不高，主要还是扶持当前的经销商，配合做细市场，保障经销商利益。整风运动之后，白酒进入大众酒时代，部分中高档酒经销商转向大众酒，预计 2014 年这个转变过程还将持续，行业招商环境也有利于牛栏山酒。

## 五、增发计划提升管理层释放业绩的动力

公司2013年9月25日发布了非公开发行股票预案，发行价格不低于 11.86 元/股，发行股票数量不超过 1.47亿股，募集资金总额不超过17.4亿元。其中，控股股东顺鑫集团认购金额不少于1亿，不超过2亿。募集资金用于牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目（一期、二期）、熟食产业技术升级项目、白酒品牌媒体推广项目及补充流动资金。

图表 12 顺鑫农业拟募投项目 单位：百万元

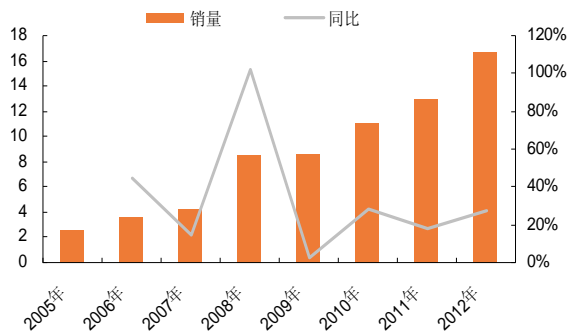
序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金额
1	牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目（一期、二期）	1,315	932
2	熟食产业技术升级项目	145	135
3	白酒品牌媒体推广项目	1,106	300
4	补充流动资金	340	340
	合计	2,906	1,707

资料来源：wind，平安证券研究所

我们认为增发项目若能顺利通过，对顺鑫农业的影响可体现在以下几个方面：

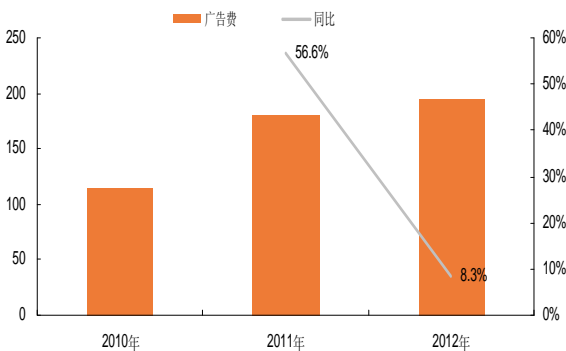
- 1、结合增发项目的进程判断，预计可提升管理层明后年释放业绩的动力，
- 2、本次增发项目以白酒业务为主，熟食业务仅占公司募集资金金额8%，显示公司的主要精力已经放在了白酒业务上。增发项目对白酒业务的影响：
  - 白酒技改提升产能，未来无产能之忧。牛栏山现有白酒产能 16 万吨，与现有白酒产销量基本对应。增发项目将调整 6,000 吨白酒由低档白酒向中档优质白酒转型，新增高品质基酒储存能力 12,000 吨，新增配制酒灌装能力 50,000 吨，我们判断实际白酒产能可得到明显提升。预计 3 年左右至 2015 年可完成白酒技改。
  - 加大品牌投入拓展环京市场。白酒品牌媒体推广项目共计划 3 年投入资金 11 亿，其中募集资金 3 亿。从过去几年来看，公司的广告投入持续加大，2012 年广告费投入达到 1.95 亿，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。预计未来 3 年品牌投入将显著增加，助力拓展环京市场。

图表 13 牛栏山销量 单位：万吨



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 14 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、Wind

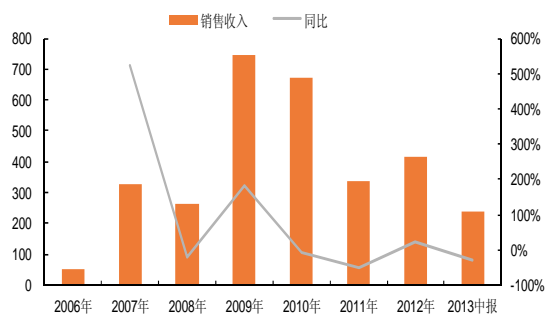
## 六、顺鑫商务中心二期业绩贡献主要体现在 2014 年

如果顺鑫商务中心二期2013年没有收入结算，则2013年房地产业务亏损幅度将加大，估计亏损超过1亿。1H13房地产业务实现收入2.4亿元，估计主要来自于回迁房和杨镇三期的尾房贡献收入，预计2H13回迁房和杨镇三期的尾房收入贡献将大幅减少。如果顺鑫商务中心二期2013年没有收入结算，预计房地产业务亏损超过1亿，主要来自于：1. 顺鑫一期写字楼和商场成本达到7亿，每年折旧费用较高，由于写字楼租金不高，处于亏损状态，而商场部分今年打算转包出去收租金，正在装修和清退原来商户，今年贡献收入很少，预计改出租后可以减亏。2. 以前开发的一些楼盘，物业管理不善，也小幅亏损。

顺鑫国际商务中心二期将是2014年房地产业务收入、利润的主要来源，预计2014年房地产业务将扭亏。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16.15万平方米，其中写字楼8.15万平米，住宅8.0万平米，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。住宅部分需求很好，有意向的购房者数量已经超过房屋总数，预计住宅部分收入主要在2014年体现。现阶段写字楼也有买家

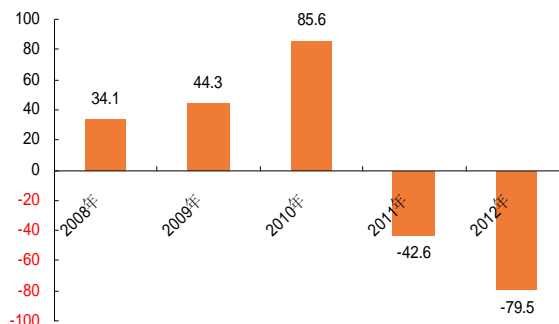
有意向，预计收入将在未来2-3年逐步确认。

图表 15 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 16 顺鑫佳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 17 顺鑫佳宇房地产主要在建项目 (2013年1-6月) 单位：亿元

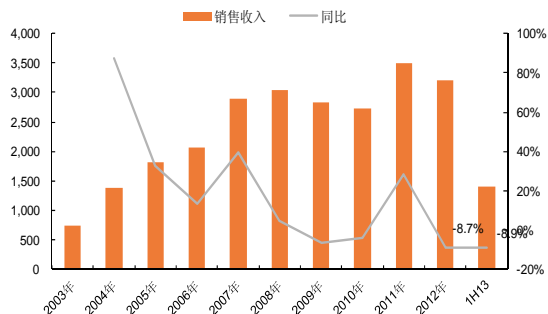
项目名称	开工时间	预计总投资	期末余额
牛栏山下坡屯项目	2011.3	34.6	11.3
站前街商业项目	2012.3	15.2	11.2

资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 七、肉类加工业 2013 年盈利能力大幅提升

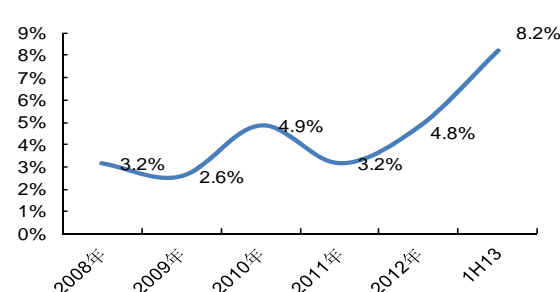
预计2013年肉类加工业务盈利能力出现大幅提升。肉类加工业务以鹏程食品为主，鹏程是北京地区最大的猪肉生产基地，单厂屠宰量位居全国首位，生鲜产品在北京市场占有40%以上的市场份额，屠宰产能达到350万头，历史上最高屠宰量达到330万。2013年受益于低猪价，肉类加工业务虽然收入出现下滑，但利润仍出现较快增长，1H13毛利率同比上升2.4个百分点至8.2%，预计2013年肉类业务毛利率总体可超过7%，净利将出现较大幅度的提升。预计2013年实现每股收益0.06元。参考相关上市公司估值水平，按照2013年15倍PE估算，肉类加工业务每股价值0.9元。

图表 18 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 19 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

## 八、盈利预测与投资评级

我们认为顺鑫农业2014年有三个看点：

- **预计2014年白酒收入可保持20%的增速，继续超越行业。**分区域看，2014年北京市场可稳定增长，而牛栏山正围绕北京白酒市场向外扩散，外埠市场处于高速成长期，预计北京、外埠市场分别可增长10-15%、25-30%。整风运动之后，白酒进入大众酒时代，部分中高档酒经销商转向大众酒，预计2014年这个转变过程还将持续。由于牛栏山二锅头主力产品价格定位在100元以内，因此相对于名酒向下延伸推出的大众酒新品，牛二更容易获得经销商的认可。
- **增发计划提升管理层明后年释放业绩的动力。**
- **2014年商务中心二期结算，房地产业务明年扭亏。**

**图表 20 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				
白酒	3238	4103	4916	5890
肉类加工	3200	2720	3128	3597
建筑	800	840	881	926
房地产	415	622	1368	274
种猪	300	330	396	456
增速				
白酒	29.3%	26.7%	19.8%	19.8%
肉类加工	-8.7%	-15.0%	15.0%	15.0%
建筑	13.6%	5.0%	5.0%	5.0%
房地产	22.7%	50.0%	120.0%	-80.0%
种猪	55.3%	10.0%	20.0%	15.0%

资料来源：公司公告,平安证券研究所

受益于收入提升和财务费用的节约，预计牛栏山酒2013年实现EPS 0.63元。建筑和农批业务稳定增长，预计合计实现EPS 0.15元。假设2013年房地产业务中的顺鑫商务中心二期结算2.5亿元，预计房地产业务亏损0.18元，如不结算，亏损0.27元。

我们维持原有盈利预测，预计2013-15年实现每股收益0.53、1.38、1.00元（暂未考虑增发对报表的影响），14年净利的快速增长主要来自于顺鑫商务中心二期项目的结算。预计2014年白酒业务可贡献0.80元EPS，给白酒业务2014年20倍PE，再加总其它各项业务的投资价值，6个月目标价20.7元。白酒业务受益于大众酒时代，增发计划提升管理层明后年释放业绩的动力，维持“推荐”的投资评级。

**图表 21 顺鑫农业主要业务ESP估算 单位：元**

	2012A	2013E	2014E	2015E
牛栏山酒	0.43	0.63	0.82	1.06
建筑业务	0.06	0.07	0.07	0.08
石门农批	0.06	0.08	0.09	0.10
肉类加工	-0.02	0.06	0.07	0.07
房地产	-0.17	-0.18	0.64	0.02

资料来源：公司公告,平安证券研究所

## 九、风险提示

顺鑫主业太过于庞杂，市场不认同多主业经营；房地产业务结算进度低于预期。

损益表 (百万元, 元/股)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	8,342	8,979	11,066	11,531
YoY	10.0%	7.6%	23.2%	4.2%
营业成本	6,104	5,992	7,259	7,404
毛利率	26.8%	33.3%	34.4%	35.8%
营业税金及附加	545	718	719	773
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	753	1,158	1,367	1,695
管理费用	515	629	664	807
财务费用	220	161	222	251
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	205	318	835	600
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	318	835	600
减: 所得税	74	80	209	150
净利润	131	239	626	450
减: 少数股东损益	5	7	19	14
归属母公司所有者净利	126	231	607	436
YoY	-59.0%	83.8%	162.5%	-28.1%
销售净利润率	1.5%	2.6%	5.5%	3.8%
EPS (当年股本)	0.29	0.53	1.38	1.00
EPS (最新股本摊薄)	0.29	0.53	1.38	1.00

重要指标速览	2012A	2013E	2014E	2015E
估值				
PE	55.4	30.1	11.5	16.0
PEG	0.7	0.2	-0.4	0.6
PB	2.4	2.5	2.2	2.1
P/S	0.8	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	18.8	17.5	8.6	9.9
股息收益率	2.8%	3.1%	3.8%	5.0%
经营回报率				
ROE	4.4%	8.2%	18.9%	12.9%
ROA	1.0%	1.6%	3.5%	2.4%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	76.1%	79.7%	80.6%	81.0%
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4
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	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	3.6	3.1	2.9	2.4

现金流量表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	131	239	626	450
折旧摊销	144	133	182	229
营运资金投资	184	907	1,005	5
经营活动现金净流量	-283	-1,377	26	926
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	3,447	1,914	1,089
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	2,985	1,474	574
当年现金净流量	743	693	500	500

资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	2,307	3,000	3,500	4,000
应收款项	162	176	212	223
预付款项	616	1,168	1,419	1,366
存货	5,405	5,305	6,427	6,556
其他流动资产	39	41	51	53
流动资产合计	8,568	9,735	11,661	12,253
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	14,421	17,169	18,533
短期借款	5,280	8,727	10,641	11,729
应付款项	371	442	599	617
预收款项	605	1,347	1,660	1,730
应付股利	67	62	63	63
其他流动负债	1,940	1,431	1,701	1,771
流动负债合计	7,590	10,600	12,941	14,117
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	11,496	13,837	15,014
归属母公司所有者权益	2,886	2,817	3,205	3,378
其中: 实收资本	439	439	439	439
少数股东权益	100	108	127	141
股东权益合计	2,986	2,925	3,332	3,519
负债及股东权益总计	12,480	14,421	17,169	18,533

## 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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