

公司调研简报

2013年11月28日

证券研究报告

平安食品饮料

推荐 (维持)

证券分析师

文献

食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123

0755-22627143

wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001

0755-22624571

tangweiliang978@pasc.com.cn

研究助理

张宇光

一般从业资格编号1060113090015

zhangyuguang467@pasc.com.cn

相关研究报告

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。

顺鑫农业(000860)

志存高远，酒肉并进

事项：我们参加了顺鑫农业临时股东大会。

平安观点：

- **志存高远，公司计划将母公司变身为控股公司，用10年时间打造顺鑫控股。**长远来看公司有意把酒、肉、食品等逐渐剥离单独上市。分业务看，肉和酒是未来的主要业务：(1) 肉类加工业现阶段占北京屠宰业务市场份额40-50%，将来要做强肉类业务，特别是深加工，当前正在境外寻找牧场，未来要发展牛羊肉。(2) 白酒要稳扎稳打，当前产品偏低端，未来要提高中档酒的占比，同时适当发展一些200-500元的高档酒，同时产品线还缺保健酒，当前已经在规划。(3) 考虑到公司要集中精力做好酒肉业务，预计房地产业务还是收缩式的发展，未来可能把房地产业务剥离出去。
- **高毛利率的陈酿2013年增长较快，未来白酒结构升级可带动净利率持续提升。**根据公司产品划分标准，10元以下低档，10-50元中档，50元以上高档。其中低档销售量占85%，销售额不到50%，中高档收入占比15%，销售额占50%多点。2013年高档酒收入下降了一些，但中低档酒里面高毛利率的陈酿增长较快。公司对未来白酒净利率提升幅度较乐观，预计1-2年内可达到10%。
- **2014年完成再融资后财务压力将减轻。**2013年总部费用约1.8亿，其中主要是利息1.5亿，其它费用不多。其中，猪场和创新食品资金投入较大，这些业务投入产生的利息全部留在总部，因此总部费用较高。
- **顺鑫商务中心二期2014年开始逐步确认收入。**房地产2013年的亏损主要来源于：办公楼1年折旧带利息6000-7000万，自营百货效益也较差。公司在想办法解决这个问题，13年开始租金收入逐年提高，6层以上租金实现扭亏问题不大，1-5层的商业模式改变，到2014年租金开始正常收取。我们预计1-5层可贡献租金3000多万，写字楼贡献2000多万，合计可实现5000多万。2013年顺鑫商务中心二期要确认收入难度较大，预计2014年可确认收入，住宅部分需求没有问题，如果预售证拿不到2014年可卖现房，办完手续估计14年6月份能卖完，商业部分14年的收入确认数还不确定。
- **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（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。

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	54.0	29.4	11.2	15.6
PEG	0.6	0.2	-0.4	0.6
PB	2.4	2.4	2.1	2.0
P/S	0.8	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	18.4	17.2	8.5	9.7
股息收益率	2.9%	3.2%	3.9%	5.2%
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	15,013
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