

公司事项点评

2013 年 12 月 31 日

证券研究报告

平安食品

推荐 (维持)

证券分析师

汤玮亮
投资咨询资格编号 S1060512040001
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 S1060209040123
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

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)

白酒量增、生猪价减带来 13 年业绩高增长

事项: 顺鑫农业发布年度业绩预告, 预计 2013 年归属母公司股东的净利润比上年同期增长 50%-80%, 实现每股收益约 0.43 元—0.52 元。业绩变动原因: 1、2013 年公司白酒销售市场扩大, 销量增加; 2、2013 年公司生猪采购成本下降幅度高于生肉价格下降幅度。

平安观点:

- 我们 2013 年的净利预测位于此次业绩预告区间的下限, 估计 2013 年白酒业务的毛利率可能略高于我们预测, 其中高毛利率的陈酿 2013 年增长较快。
- 预计 2013 年顺鑫农业的白酒业务可能做适当的盈余管理, 收入增 25% 左右, 增速略低于 1-3Q13, 预计 2014 年白酒收入增长 20%, 继续大幅超越行业水平, 源于: (1) 100 元以下产品收入占比 70% 左右, 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% 左右, 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% 左右, 2014 年可增长 25-30%。
- 生猪采购成本下降, 预计 2013 年肉类加工业务盈利能力出现大幅提升。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, 其中 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 年房地产业务亏损幅度较大, 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: (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, 而商场部分打算转包出去收租金, 正在装修和清退原来商户, 2013 年收入贡献很少, 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。估计 2013 年顺鑫商务中心二期不确认收入, 2014 年开始逐步确认, 房地产业务可实现扭亏。
- 根据业绩预告, 我们上调 2013 年 EPS 预测 9%, 预计 2013-15 年实现每股收益 0.47、1.38、0.96 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 14-15 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	8,710	10,536	11,351
YoY	10.0%	4.4%	21.0%	7.7%
营业成本	6,104	5,759	6,884	7,295
毛利率	26.8%	33.9%	34.7%	35.7%
营业税金及附加	545	775	669	766
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	753	1,124	1,301	1,669
管理费用	515	610	632	795
财务费用	220	158	216	247
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	205	281	834	580
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	281	834	580
减: 所得税	74	70	208	145
净利润	131	211	625	435
减: 少数股东损益	5	7	19	14
归属母公司所有者净利	126	204	606	421
YoY	-59.0%	62.4%	196.6%	-30.5%
销售净利润率	1.5%	2.3%	5.8%	3.7%
EPS (当年股本)	0.29	0.47	1.38	0.96
EPS (最新股本摊薄)	0.29	0.47	1.38	0.96

重要指标速览	2012A	2013E	2014E	2015E
估值				
PE	52.3	32.2	10.9	15.6
PEG	0.8	0.2	-0.4	0.6
PB	2.3	2.4	2.1	2.0
P/S	0.8	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	18.1	18.0	8.4	9.8
股息收益率	3.0%	3.3%	4.0%	5.3%
经营回报率				
ROE	4.4%	7.3%	19.1%	12.6%
ROA	1.0%	1.4%	3.6%	2.3%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	76.1%	79.5%	80.3%	81.1%
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	3.0	2.7	2.4

现金流量表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	131	211	625	435
折旧摊销	144	133	182	229
营运资金投资	184	707	895	228
经营活动现金净流量	-283	-1,208	128	683
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	3,275	1,806	1,327
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	2,815	1,372	817
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	171	202	220
预付款项	616	1,123	1,346	1,345
存货	5,405	5,099	6,095	6,459
其他流动资产	39	40	48	52
流动资产合计	8,568	9,475	11,241	12,131
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	14,162	16,749	18,410
短期借款	5,280	8,555	10,361	11,688
应付款项	371	425	568	608
预收款项	605	1,306	1,580	1,703
应付股利	67	62	63	63
其他流动负债	1,940	1,388	1,620	1,744
流动负债合计	7,590	10,368	12,549	14,039
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	11,265	13,446	14,935
归属母公司所有者权益	2,886	2,790	3,177	3,335
其中: 实收资本	439	439	439	439
少数股东权益	100	107	126	140
股东权益合计	2,986	2,897	3,303	3,475
负债及股东权益总计	12,480	14,162	16,749	18,410

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±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±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替行使独立判断。

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