

顺鑫农业 (000860): --2014 有望养殖、酒业双丰收

深度报告

编辑: 柳海英
电话: 0311-66006413
执业证书: S0400511020004
报告日期: 2014-02-25 星期二

摘要

顺鑫农业 (000860) 是一家集农产品生产、加工、物流、销售为一体的综合性大型企业集团。顺鑫集团控股的北京顺鑫农业股份有限公司于1998年11月4日在深圳证券交易所挂牌上市, 是北京市第一家农业类上市公司, 股票代码000860, 注册资本43854万元。

2013年是白酒行业的最低迷的时期, 市场进入了深度的调整期。但是公司在行业变革中获得了不错的收益, 一方面是国家政策的严控影响, 使得高端白酒的销售困难, 另一方面在于公司在酒业“黄金十年”的定位。公司是率先进“老百姓喝得起的白酒”领域的佼佼者, 经过长期的积累与发展, 公司在就业变革中已经完成了低端品牌的布局。

过去的5年是高端酒的市场, 低端市场一直是不被重视的, 公司坚持市场需求和高品质使得公司产品的品牌价值在不断深化于扩大。

公司 2014 年可能在养殖、酒业出现双丰收的可能。公司酒业综合产能预计能够增长 40%以上, 这为品牌抢占低端市场做了充分准备。从开篇的利润分布来看, 北京地区的利润占了绝大部分, 今年对于外阜市场有一定的预期, 2013 年资本市场对于公司外阜市场的预期是增长 40%, 这个数字显然没有达到, 但是北京市场的超预期增长奠定了公司成长性的基础。我们预计 2014 年的外阜市场收益能够在 2013 的基础上有 30%的上浮, 而北京地区有 15%-20%左右的增长。

综合来看, 在乐观的假设前提下公司 2014 年业绩会有不错的增长。2014 年的 EPS 预估在 0.64 元。在稳定增长的假设下 2015~2017 的 EPS 分别为 0.75、0.86、0.98、1.13。

估值是在乐观的假设下完成的, 假设的业绩增速为 20%。

000860 [顺鑫农业] 评级: 增持

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.12/0.05	0.14/0.12	0.40/0.18
总股本	438540000.000		
流通 A 股	438540000.000		
近 3 月日均成交量	4007758.833		

主要股东

北京顺鑫农业发展集团有限公司	48.993028
中国建设银行-银华-道琼斯 88 精选证券投资基金	2.280294
交通银行-汇丰晋信龙腾股票型开放式证券投资基金	1.565120

股价表现



公司动态

2014-01-22	顺鑫农业(000860)圣莱达(002473)披露 2013 年报
2014-01-22	白酒增长拉动 顺鑫农业(000860)去年净利润增长 57%



目录

1. 公司及行业简介	3
2. 公司分析	3
3. 行业分析	5
3.1 猪养殖	5
3.2 酒业	6
4. 投资要点与存在的问题	7
4.1 投资要点	7
4.2 存在的问题	8
5. 建议及相关说明	8
6. 公司财务状况	9
7. 报表预测	10
8. 指标分析	11
9. 其他明细条目	12

1. 公司简介

顺鑫农业（000860）是一家集农产品生产、加工、物流、销售为一体的综合性大型企业集团。顺鑫集团控股的北京顺鑫农业股份有限公司于1998年11月4日在深圳证券交易所挂牌上市，是北京市第一家农业类上市公司，股票代码000860，注册资本43854万元。

自成立以来，始终围绕现代“大农业”概念，充分发挥自身优势，积极把握发展机遇，产业规模不断扩大，经济效益大幅提高，企业综合竞争力显著提升，截至2012年底，公司总资产达165亿元，销售收入突破110亿元。已拥有“顺鑫”、“牛栏山”、“鹏程”、“牵手”、“宁诚”、“小店”6件中国驰名商标，1件国家级非物质文化遗产，8件省级著名商标。

未来根植农业发展，立足企业使命，完善两个领域，坚持资本与实业双轮驱动，大力发展主导产业，重点培育优势产业，优化提升医药产业，打造和培育六大产业集团。

2. 公司分析

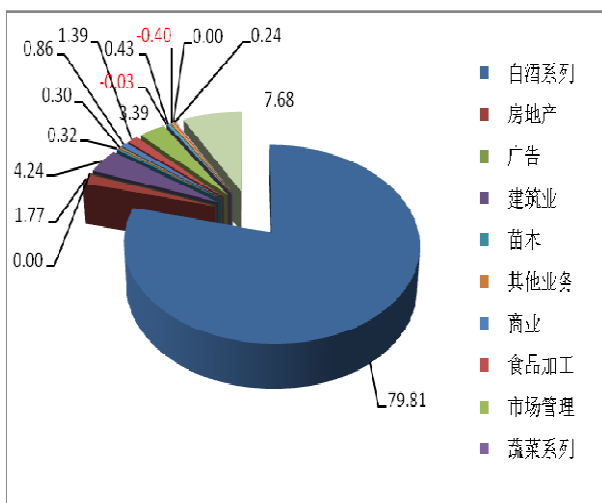
2013年是白酒行业的最低迷的时期，市场进入了深度的调整期。但是公司在行业变革中获得了不错的收益，一方面是国家政策的严控影响，使得高端白酒的销售困难，另一方面在于公司在酒业“黄金十年”的定位。公司是率先进“老百姓喝得起的白酒”领域的佼佼者，经过长期的积累与发展，公司在就业变革中已经完成了低端品牌的布局。

从图中可以看出，公司业务虽然很多，但业绩较为单一，酒业是公司业绩增长的主要来源，占公司产品收入72%，加工、食品、广告的收入为辅助性收入，能够摊薄成本。

公司在酒业经营困难的大背景下，突破了行业预售账款下滑的瓶颈，从2013年报中可以看出，同比前三季度，比12年超过了112.73%。

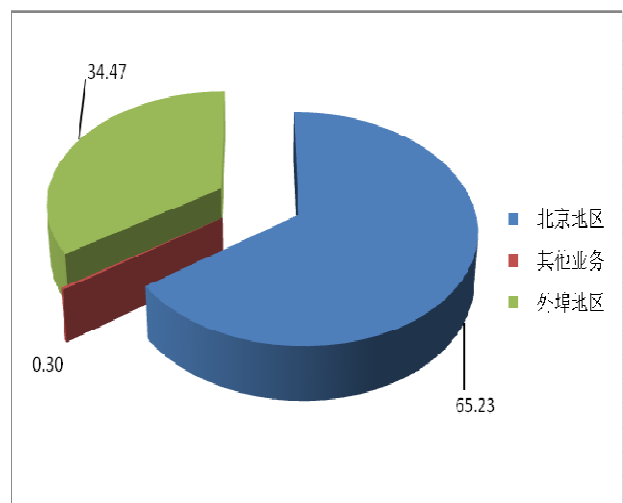
过去的5年是高端酒的市场，低端市场一直是不被重视的，公司坚持市场需求和高品质使得公司产品的品牌价值在不断深化于扩大。

图 1: 2013 公司产品收入占比情况 (%)



资料来源: wind 财达研究

图 2: 2013 年利润分布情况 (%)



资料来源: wind 财达研究

图 3: 顺鑫农业主要分子公司经营情况

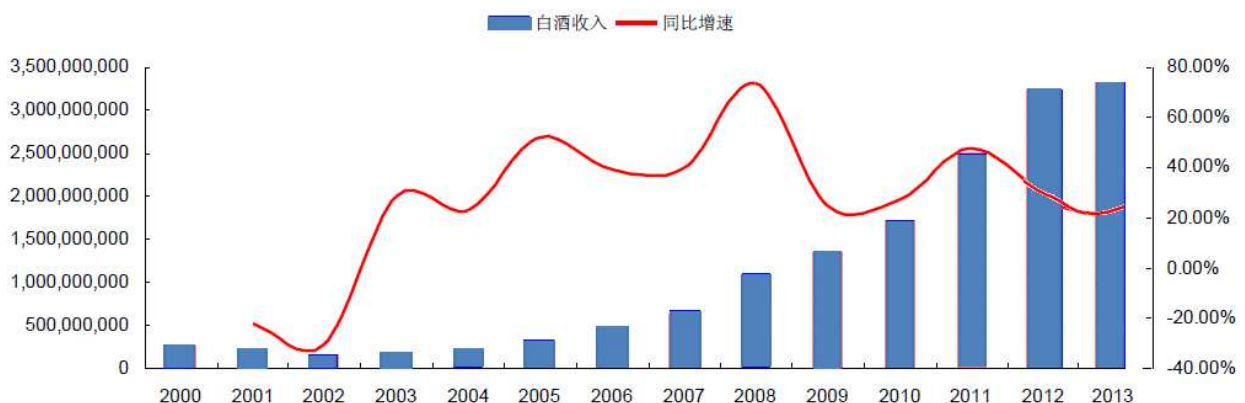
	与母公司关系	持股比例	所属业务板块	2013 年收入规模 (亿)	2013 年净利率
牛栏山酒厂	分公司		白酒	37	8%
鹏程食品	分公司		屠宰及肉制品加工	32	1%
创新食品	分公司		猪牛羊肉, 蔬菜等	0.29	
小店种猪场	分公司		种猪繁育及销售	29	10%
鑫大禹水利建筑	子公司	85%	建筑及水利工程		
顺鑫佳宇房地产	子公司	100%	房地产开发	4.3	-15%
石门农产品批发市场	子公司	87%	物流	13	25%

资料来源: 公司年报

公司在去年11月底以773.45万元收购关联方顺鑫佳宇剩余的股权, 与2012年比公司持股比例从96%上升到了100%。

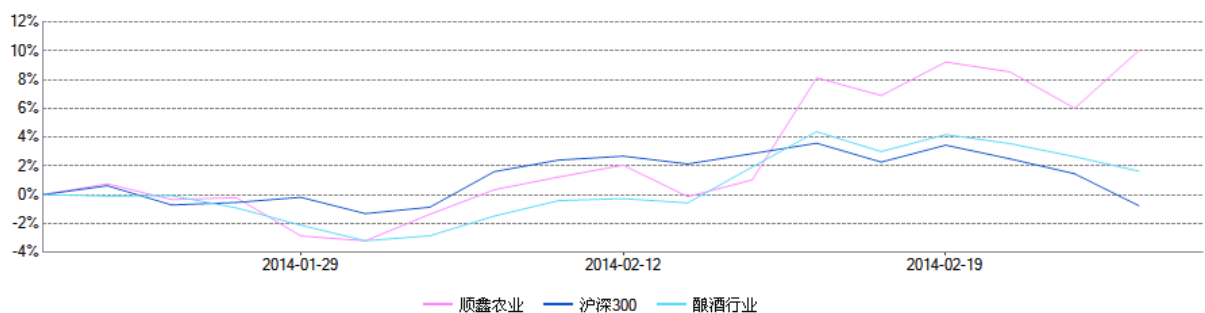
种猪繁育、肉食品加工产业本是顺鑫的主营业务, 但是2012, 2013两个年度猪肉持续下跌, 白酒成了公司的主要赢利点。公司采取多元化经营保持了业绩, 2013年房地产业务在业绩占比不足2%, 此举表明公司有意进一步扩大顺鑫佳宇盈利能力, 以及增强市场竞争。

图 4: 公司 2000-2013 年白酒收入及同比增速



资料来源: 公司年报, 个人整理

图 5: 股价市场表现



资料来源: 东方财富

3. 行业分析

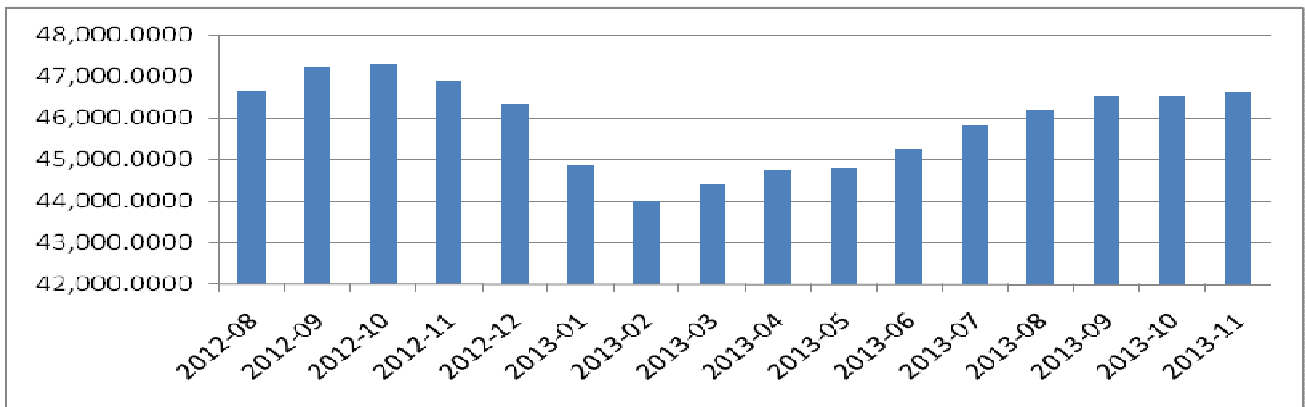
3.1 猪养殖

公司主业依然是种猪。从目前的形势看，生猪养殖还是很严峻的，不确定的因素还有很多。但后期随着经济的好转、政策的落实和市场、行业新的调节机制形成，产业会呈现一个整体向好的趋势。

可以说猪养殖的周期性，决定了现在的低谷行情，但由于市场的供求关系问题，在短期内很难消化过剩产能。收储政策会是下一波行情的实质性起点，一方面改变了供求，另一方面强化了盈利周期。预期生猪和猪肉会企稳回升。

预计行业会在5月以后走出这个阶段性的“底部”，14年第一、二季度生猪和猪肉价格继续维持低位徘徊的可能性还依然存在，但是下游肉制品加工企业的毛利率在全年内有望在较高水平震荡。随着3月各地气温的逐步升高，肉制品的消费淡季也到来，这种“内需疲软”可能会使本来过剩的生猪产能进一步恶化。所以，在未来半年内猪价维持低位徘徊的可能性很大。同时冬季-春季是疫病多发季节，风险积累，对生猪和猪肉价格也有一定的影响。但这一切都有利于下游肉加工业保持较高的毛利率。

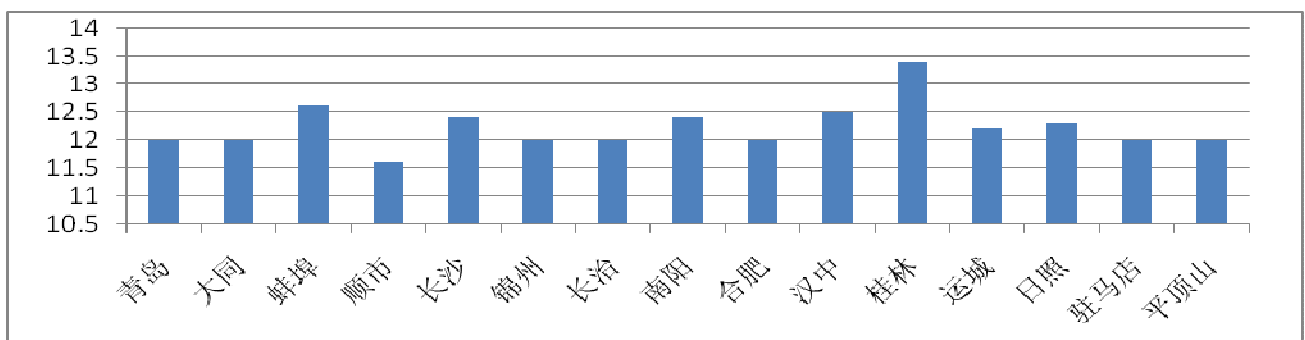
图 6: 最新生猪存栏量



资料来源: wind 财达研究

生猪规模化养殖，安全养殖已经成为了新的趋势。在过去的20年里，猪养殖、猪饲料行业一直徘徊在炒作猪价的行业模式中，这种模式不利于行业的发展。新的行业趋势在向综合服务平台和安全食品的方向推进，一方面需要信息服务+交易服务+管理(ERP)服务+技术服务+供应链共享，另一方面就是推行自育自繁自养的一体化养殖。

图 7: 1月23日全国三元生猪价格



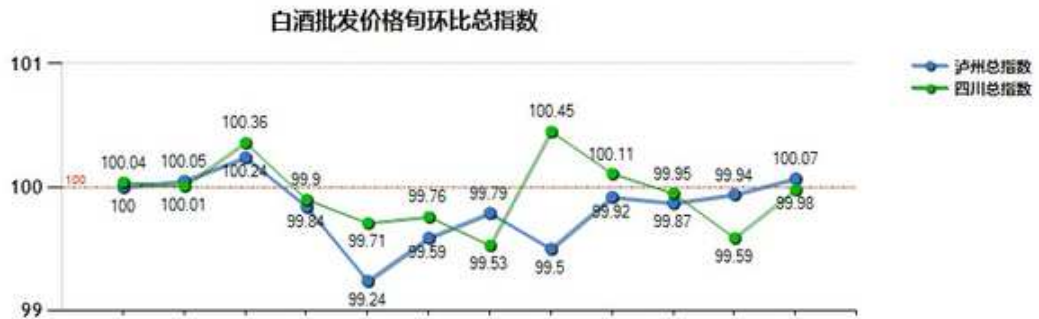
资料来源: wind 财达研究

3.2 酒业

从塑化剂到目前限制三公消费，酒业正在经历一场深度的洗牌。根据《中国酿酒产业“十二五”发展规划》，到2015年，全行业将实现酿酒总产量8120万千升，其中白酒行业预计产量将达到960万千升，销售收入达到4300亿元。但在“十二五”开局年的2011年，中国的白酒产量就高达1025.6万千升，提前完成了既定产量额。也就是说，在2011年，中国的白酒产量已经提前4年，超额完成了2015年的规划目标。中国酒类流通协会副会长、秘书长刘员表示，从总量上看，白酒行业产能过剩、供大于求的状况已经非常突出。

有经销商忙着低价甩卖白酒，有投资者忙着花巨资购入。中高端白酒市场虽然惨淡，但也出现不少巨额交易，抄底白酒的主要来自厦门及泉州的投资公司和商界土豪，他们更看好二线品牌白酒的未来升值潜力。

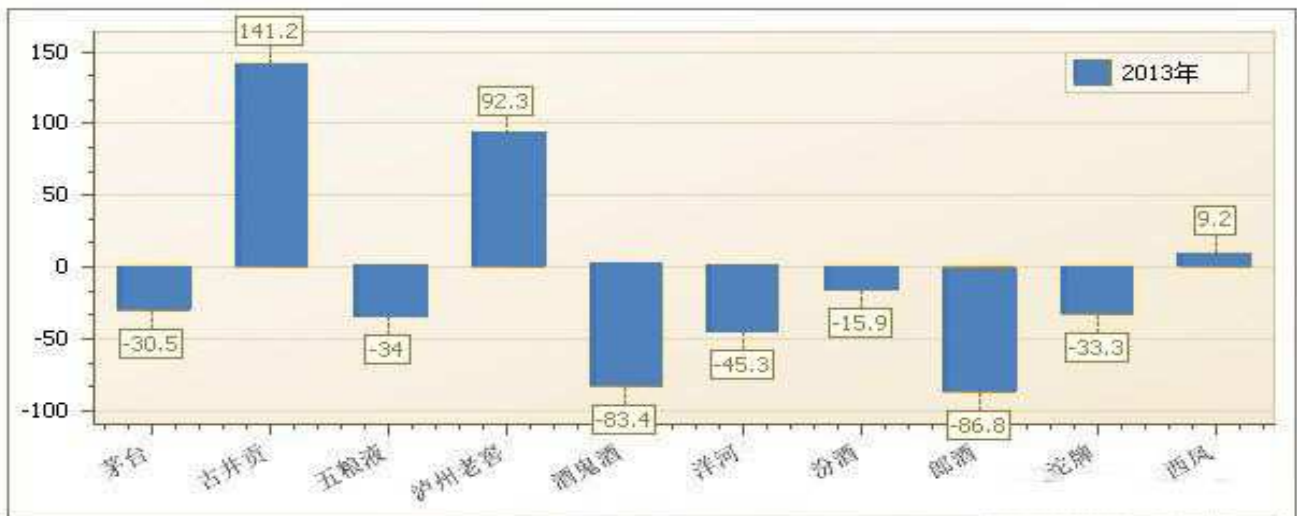
图 8：2013 年白酒批发价格环比总指数



	总指数	名酒指数	地方酒指数	基酒指数
泸州白酒批发价格总指数	100.07	↑ 0.13	99.87	↓ -0.06
四川白酒批发价格总指数	99.98	↓ 0.39	99.79	↑ 0.48
			99.95	↓ -0.07
			99.99	↓ -0.01
				100.78
				↑ 0.9
				100.65
				↑ 0.74

资料来源：酒业协会

图 9：2013 年酒业活跃前 10



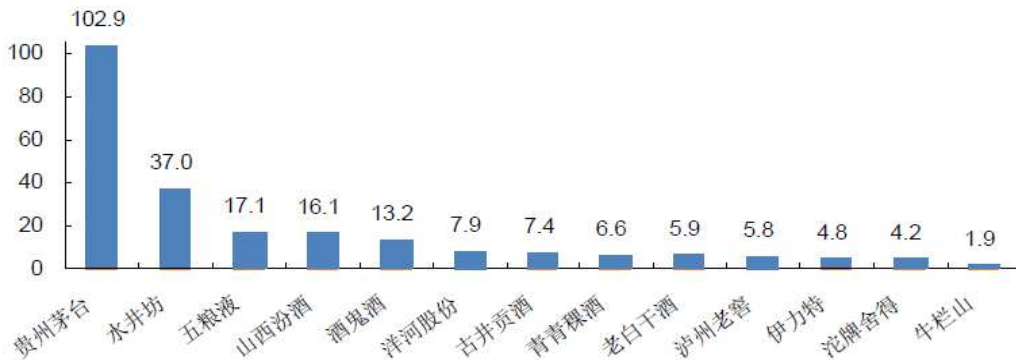
资料来源：酒业协会

4. 投资要点与存在的问题

4.1 投资要点

公司产品毛利率较高，政策对于低端市场的影响较小，使得公司受在大众酒时代受益。

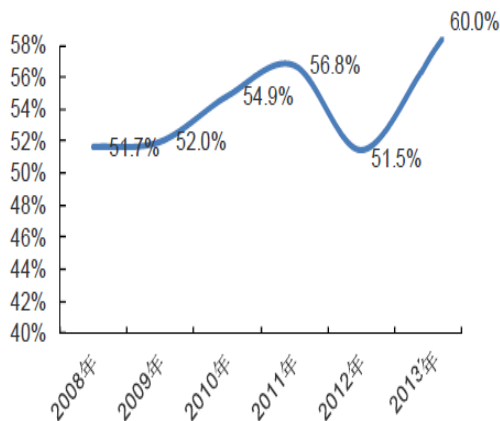
图 10: 牛栏山吨酒均价在上市公司中排名最低



资料来源: wind 资讯

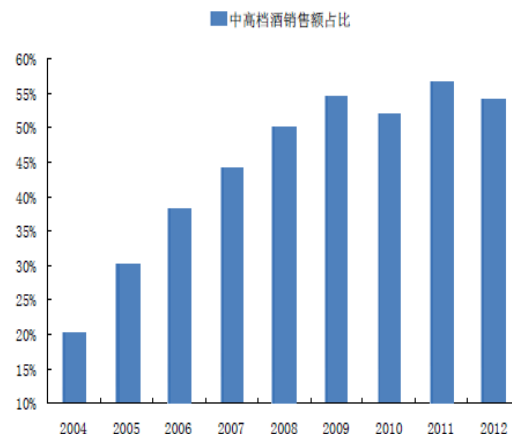
受地区和经销商的影响，牛栏山在终端的价格并不一致。我们大致估计了一下，低端酒的毛利能够保持在 30%~40%左右，9600 元/吨；中档酒毛利在 55%左右，42000 元/吨；高端酒毛利在 80%以上，吨酒价格保持在 180000 元/吨。

图 11: 2013 年白酒业务毛利率同比上升



资料来源: 年报整理

图 12: 牛栏山中高端酒收入占比



资料来源: 年报整理

公司 2014 年可能在养殖、酒业出现双丰收的可能。公司酒业综合产能预计能够增长 40%以上，这为品牌抢占低端市场做了充分准备。从开篇的利润分布来看，北京地区的利润占了绝大部分，今年对于外阜市场有一定的预期，2013 年资本市场对于公司外阜市场的预期是增长 40%，这个数字显然没有达到，但是北京市场的超预期增长奠定了公司成长性的基础。我们预计 2014 年的外阜市场收益能够在 2013 的基础上有 30%的上浮，而北京地区有 15%-20%左右的增长。

4.2 存在的问题

从近年来我国市场投资的情况看，公司存在以下问题：

- 一、业务过于分散，主营业务周期不稳定，市场资金对于多主业经营不认同；
- 二、房地产业务有亏损预期；
- 三、低端酒扩张低于预期。

5. 建议及相关说明

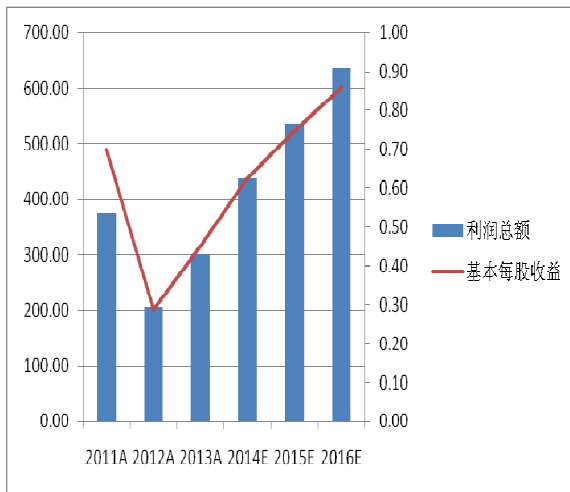
公司 2014 年可能在养殖、酒业出现双丰收的可能。猪价企稳的迹象较为明显，预计在二季度开始反弹。而公司在中层次酒的扩张，相应的业绩也会带动公司综合毛利的上升，在北京市场稳定增长的假设下，外阜市场的扩张对业绩预期也有一定的影响。但是房地产业务对于业绩的贡献，我们还是维持一个不变的判断，这个也是一个偏于乐观的判断。

综合来看，在乐观的假设前提下公司 2014 年业绩会有不错的增长。2014 年的 EPS 预估在 0.64 元。在稳定增长的假设下 2015~2017 的 EPS 分别为 0.75、0.86、0.98、1.13。

估值是在乐观的假设下完成的，假设的业绩增速为 20%。

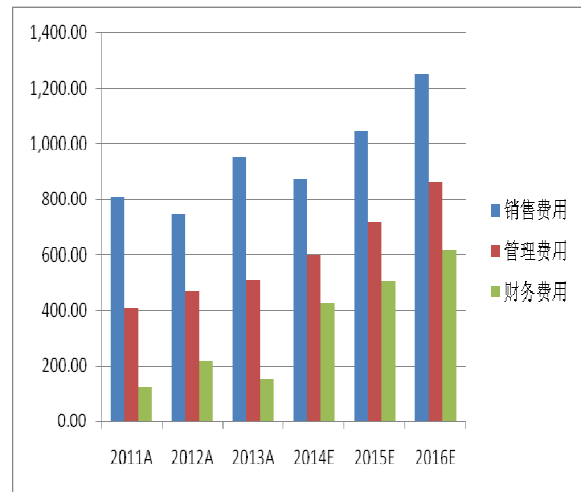
6. 财务分析

图 8: 利润总额与 EPS



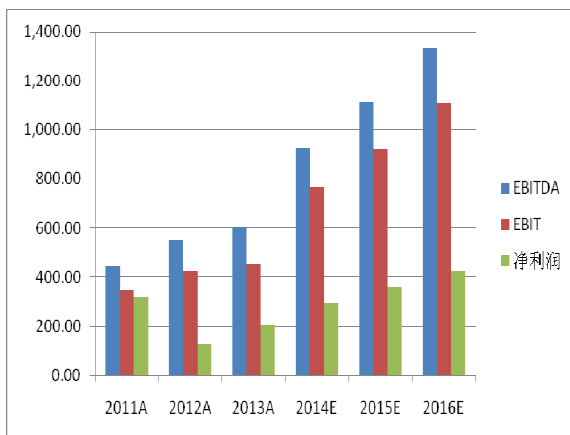
资料来源: wind 财达研究

图 9: 期间费用率



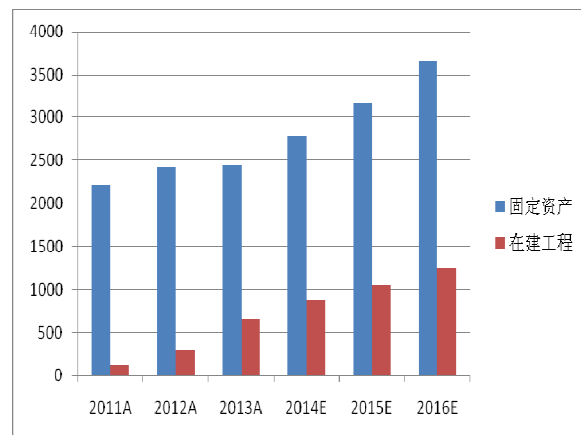
资料来源: wind 财达研究

图 10: EBITDA、EBIT、净利润



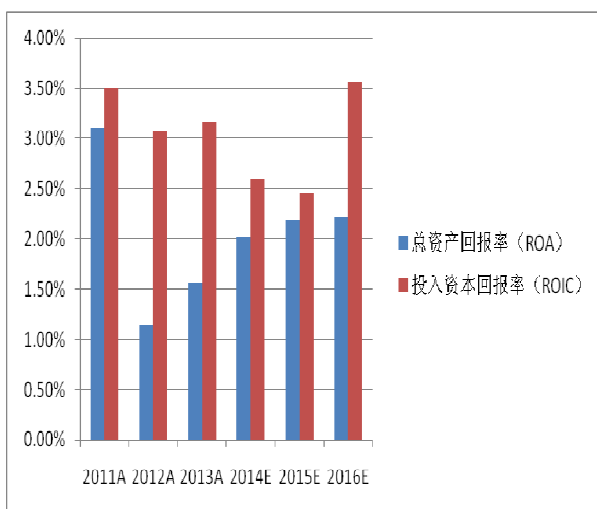
资料来源: wind 财达研究

图 11: 固定资产与在建工程



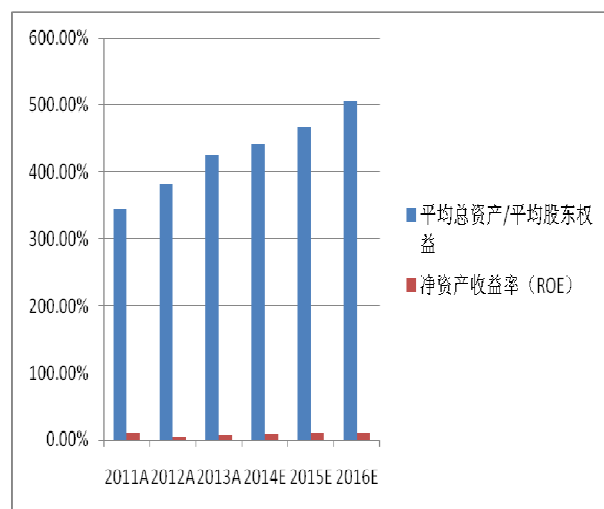
资料来源: wind 财达研究

图 12: 投资资本回报率、总资产回报率



资料来源: wind 财达研究

图 13: 净资产收益率



资料来源: wind 财达研究

7. 报表预测

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
利润表（百万元）					
主营业务收入	8,341.95	9,072.36	10,886.83	13,064.19	15,677.03
主营业务成本	6,028.66	6,152.31	7,620.78	9,144.93	10,973.92
销售费用	747.66	953.51	870.95	1,045.14	1,254.16
管理费用	469.94	506.04	598.78	718.53	862.24
财务费用	220.12	152.44	426.11	503.54	616.62
资产减值损失	4.15	4.58	4.00	4.00	4.00
投资净收益	5.02	6.55	6.00	6.00	6.00
营业外收入	1.21	0.76	108.87	130.64	156.77
营业外支出	1.15	3.95	10.89	13.06	15.68
利润总额	205.06	300.04	437.17	537.01	635.75
净利润	130.60	204.69	292.91	359.80	425.95
基本每股收益	0.29	0.45	0.63	0.75	0.86
资产负债表（百万元）					
资产					
货币资金	2,307.00	1,856.03	2,219.24	2,311.07	2,390.54
应收款项	240.58	214.82	217.74	261.28	313.54
预付款项	615.70	467.69	597.69	717.22	860.67
其他流动资产	0.00	0.00	32.66	39.19	47.03
存货	5,404.87	6,837.62	6,973.01	8,367.61	10,041.14
长期投资	258.73	268.36	260.00	260.00	260.00
固定资产	2,416.94	2,446.02	2,771.42	3,169.27	3,653.74
在建工程	294.37	658.77	870.95	1,045.14	1,254.16
无形资产	896.49	942.62	1,176.39	1,468.13	1,832.23
递延所得税资产	37.06	67.43	50.00	50.00	50.00
长期待摊费用	7.84	30.13	27.13	23.54	19.23
负债与股东权益					
融资缺口	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期债务	5,279.56	6,094.00	7,620.78	9,144.93	10,973.92
应付款项	393.53	421.76	498.07	597.69	717.22
其他流动负债	1,312.01	1,007.44	1,415.29	1,698.34	2,038.01
预收款项	604.74	1,690.80	1,633.02	1,959.63	2,351.55
长期借款	896.26	1,099.05	500.00	500.00	500.00
长期应付款	0.00	300.00	139.46	167.35	200.82
其他非流动负债	1,007.62	0.00	0.00	0.00	0.00
股本及资本公积	1,677.69	1,666.85	1,700.18	1,734.19	1,768.87
留存收益	1,207.89	1,394.58	1,564.17	1,772.50	2,019.12
归属于母公司股东权益	2,885.57	3,061.43	3,264.36	3,506.68	3,787.99
股东权益合计	2,985.88	3,176.42	3,389.60	3,644.52	3,940.74

8. 指标分析

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长性指标					
营业收入增长率	10.05%	8.76%	20.00%	20.00%	20.00%
EBITDA 增长率	23.16%	9.35%	-8.55%	9.35%	53.64%
EBIT 增长率	22.53%	6.94%	-6.49%	6.94%	68.24%
净利润增长率	-59.39%	56.73%	43.10%	22.84%	18.39%
盈利性指标					
毛利率(不含折旧与摊销)	27.73%	32.19%	30.00%	30.00%	30.00%
EBITDA/营业收入	6.60%	6.64%	5.06%	4.61%	5.90%
EBIT/营业收入	5.09%	5.00%	3.90%	3.47%	4.87%
净利润率	1.57%	2.26%	2.69%	2.75%	2.72%
投资回报率					
净资产收益率 (ROE)	10.76%	4.24%	6.23%	8.33%	9.49%
总资产回报率 (ROA)	1.14%	1.56%	2.02%	2.19%	2.22%
投入资本回报率 (ROIC)	3.06%	3.17%	2.60%	2.45%	3.56%
偿债能力指标					
流动比率	112.89%	101.76%	89.91%	87.28%	84.90%
速动比率	33.57%	22.47%	22.12%	19.49%	17.11%
现金比率	30.40%	20.14%	19.87%	17.25%	14.87%
EBITDA/财务费用	250.22%	395.11%	129.26%	119.61%	150.07%
运营能力指标					
应收款项周转率	3816.82%	3984.40%	5033.76%	5454.55%	5454.55%
应付款项周转率	1874.21%	1860.70%	1686.42%	1923.70%	1923.70%
固定资产周转率	360.53%	373.12%	417.32%	439.82%	459.53%
总资产周转率	73.14%	69.07%	75.12%	79.40%	81.58%
杠杆比率					
债务权益比率	206.83%	226.45%	239.58%	264.64%	291.16%
资产负债率	76.07%	76.96%	77.69%	79.42%	80.98%
杜邦分析					
净利润率	1.57%	2.26%	2.69%	2.75%	2.72%
总资产周转率	73.14%	69.07%	75.12%	79.40%	81.58%
总资产回报率 (ROA)	1.14%	1.56%	2.02%	2.19%	2.22%
平均总资产/平均股东权益	381.50%	426.29%	441.45%	467.84%	506.70%
净资产收益率 (ROE)	4.37%	6.64%	8.92%	10.23%	11.23%

其他明细条目

评级定义

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

地址： 石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层

电话： 0311-66006330

传真： 0311-66006364

邮编： 050000