

农林牧渔/农产品加工

顺鑫农业（000860）

增持

报告原因：2014年半年报披露

白酒业务稳定增长，猪肉业务情况好转

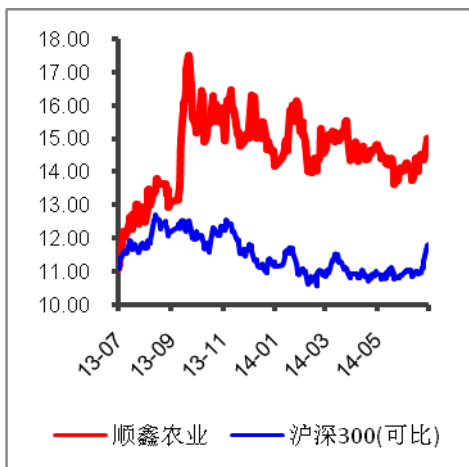
2014年7月30日

公司研究

市场基础数据

| | |
|------------|-------|
| 最新价（元） | 14.85 |
| 总市值（亿元） | 84.73 |
| 总股本（亿元） | 5.71 |
| 流通A股市值（亿元） | 4.39 |
| 市盈率（TTM） | 28.37 |
| 市净率 | 1.71 |

近一年公司股价走势图



分析师：张旭
执业证书编号：S0760511010001
Tel：0351-8686835
E-mail：zhangxu@sxzq.com
研究助理：梁凯
电话：0351-8686900
E-mail：liangkai@sxzq.com

联系人：梁凯
电话：0351-8686990
地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层
山西证券股份有限公司

基本业绩：公司披露2014年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入58亿元，同比增长21.17%；归属于上市公司股东的净利润2.46亿元，同比增长69.63%；每股收益0.56元，同比增长了69.61。其中，公司占比最大的白酒产品营收26.30亿元，同比增长11.52%，毛利率上调到57.88%。

投资要点：

白酒业务外埠市场扩张加速。上半年，虽然白酒行业受“八项规定”、“限制三公消费”等政策影响，整体表现较为低迷。但作为公司主营业务的白酒业务上半年并未受到整个白酒产业不景气的影响，保持着良好的增长态势，在毛利率方面同比甚至还有小幅上涨。公司在市场开拓方面表现出一定的优势，除了精耕北京市场外，公司继续积极开拓外埠市场，稳健推动公司的“1+4+5”亿元板块联动战略，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，山东、山西、河南、内蒙、辽宁培育成为5个省级亿元市场。同时着力开发“长江三角洲”市场，市场销售收入取得了快速增长。虽然从地区方面来看，公司主要收入来源仍然是以北京为主，从上半年的情况来看，北京地区给公司提供了68.5%的收入，外埠地区占31.5%。而与去年同期相比，北京地区提供的收入占总收入的71.8%，外埠市场的稳步拓展会给公司带来更多的收入来源。

白酒产业转型，大众消费品发展前景良好。当前，白酒行业的变化正在影响酒企的经营策略，受国家政策影响，主流白酒市场需求逐渐由高端消费主导型转变为大众消费驱动型，

请务必阅读正文之后的特别声明部分

中端白酒市场承接了部分高端白酒的消费，市场空间在进一步扩大。公司之前开始实施的“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目（一期、二期）”，在保持白酒生产总量不变的条件下，将调整 6000 吨白酒由低档白酒向中档优质白酒转型。而在产品研发方面，公司已从搭载神州九号飞船的牛栏山一号大曲中筛选出两株高糖化力霉菌，并将其培养成为麸曲，用来生产口味独特的牛栏山特色基酒和打造差异化二锅头产品。这将有益于公司巩固并扩大中端白酒市场的份额。

养殖业情况好转，公司种畜养殖业有望扭亏为盈。虽然公司构建了集“种猪繁育-生猪养殖-屠宰-肉食品加工-冷链物流配送”为一体的完整产业链条，在一定程度上能抵御市场价格波动，但是受困于整个养殖市场的惨淡，公司上半年种畜养殖业陷入亏损，从数据上来看，公司上半年涉及到的十二项业务中，仅种畜养殖业出现亏损，亏损金额近 3000 万元。而我们预计下半年我国生猪市场有望转暖，猪价震荡上升是大概率事件，预计公司下半年种畜养殖产业会恢复盈利。

投资风险：行业竞争加剧，猪肉价格上涨不如预期或者发生重大疫病的风险；发生食品安全的风险。

投资建议：鉴于公司今年业绩增长迅速，外埠市场的稳步扩张，中端白酒市场份额的扩大以及猪肉市场的转暖都会给公司业绩的增长带来驱动力。我们预计公司 14/15 年 EPS 为 0.76 元。给予公司增持评级。

表一：财务报表预测摘要

| 财务和估值数据摘要 | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 单位:百万元 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 7580.21 | 8341.95 | 9072.36 | 10705.38 | 12311.19 |
| 增长率(%) | 20.93% | 10.05% | 8.76% | 18.00% | 15.00% |
| 归属母公司股东净利润 | 306.84 | 125.82 | 197.65 | 436.92 | 556.24 |
| 增长率(%) | 15.64% | -58.99% | 57.09% | 121.05% | 27.31% |
| 每股收益(EPS) | 0.538 | 0.221 | 0.346 | 0.766 | 0.975 |
| 每股股利(DPS) | 0.192 | 0.154 | 0.019 | 0.283 | 0.361 |
| 每股经营现金流 | 0.062 | -0.482 | 1.324 | 3.075 | -1.242 |
| 销售毛利率 | 25.88% | 26.82% | 31.20% | 34.00% | 34.00% |
| 销售净利率 | 4.24% | 1.57% | 2.26% | 4.23% | 4.68% |
| 净资产收益率(ROE) | 10.75% | 4.36% | 6.46% | 13.09% | 15.09% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 6.17% | 4.26% | 4.58% | 7.78% | 10.15% |
| 市盈率(P/E) | 27.61 | 67.34 | 42.87 | 19.39 | 15.23 |
| 市净率(P/B) | 2.97 | 2.94 | 2.77 | 2.54 | 2.30 |
| 股息率(分红/股价) | 0.013 | 0.010 | 0.001 | 0.019 | 0.024 |

资料来源：公司网站，山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。