

顺鑫农业 (000860)

3Q14白酒稳定增长，地产业务扭亏

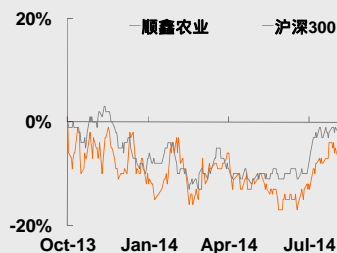
推荐 (维持)

现价：16.98元

主要数据

行业	平安食品饮料
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/37.65%
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)	571
流通A股(百万股)	439
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	96.89
流通A股市值(亿元)	74.46
每股净资产(元)	8.7
资产负债率(%)	71.0

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
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

研究助理

张宇光 一般从业资格编号
S1060113090015
0755-22627143
zhangyuguang467@pingan.com.cn

王俏怡 一般从业资格编号
S1060113110013

投资要点

事项 顺鑫农业公布2014年3季报。1-3Q14实现营收71.4亿元，同比增8.9%，归属母公司股东净利2.8亿元，同比增77.7%，每股收益0.49元。3Q14营收、净利分别为13.4亿元、0.36亿元，营收降24.4%，净利增162.4%。3Q14营收低于我们的预期，净利落在业绩预告的区间范围之内。

平安观点:

- **3Q14 营收下滑 24.4%，低于我们原来的预期，估计主要由于建筑工程和肉类加工业务收入出现下降，白酒业务增速正常。**估计3Q14白酒业务可保持10%左右的增速，延续1H14的增长态势。由于3Q14猪价低于去年，估计肉类加工业务收入可能出现下滑，屠宰量则变化不大。由于2H13、1H14结算的建筑工程收入较多，我们估计3Q14收入确认不多，同比下降幅度较大。其它业务中，估计石门农批市场收入可实现增长，种猪养殖业务出现下滑。综合考虑白酒、房地产业务的情况，预计2014年收入可超过100亿。
- **3Q14 净利增长 162%，估计增长主要来自于白酒业务利润增长和房地产业务扭亏。**受益于毛利率提升和费用率下降，估计3Q14白酒业务利润可保持20-30%的增长，白酒业务14年占公司利润比重约为50%。房地产业务3Q14结算了部分盈利能力较强的顺鑫商务中心二期住宅业务，估计可实现盈利，而13年同期出现了较大幅度的亏损。估计肉类加工业务利润可维持稳定，猪价下跌导致种猪养殖业务出现较大幅度的亏损。
- **估计 1-3Q14 白酒收入增 10%以上，上市公司中最快，预计未来可继续稳定增长。**牛栏山酒主力产品位于100元以下，受整风运动的影响较小，估计1-3Q14销量增速可接近30%。增长主要来自于10元左右的光瓶酒。估计1-3Q14北京市场收入出现下滑，一方面泸州老窖、洋河均在北京加大了市场投入，另一方面北京市场餐饮和大企业集团的白酒消费14年继续下滑。环京市场则继续保持较快增长。中长期来看，牛栏山酒受益于100元以下价格带巨大的市场容量和稳定的自然增长，未来成长的确定性高，不过可能会因为竞品加大投入的原因增速出现放缓。
- 我们维持原来的净利预测，预计2014-2015年营收增长10.4%、9.5%，净利增长100%、25.8%，EPS为0.69、0.87元。考虑到白酒业务有望保持稳定增长，我们维持“推荐”的投资评级。
- 风险提示：白酒产业链调整可能波及100元以下的中低档产品。

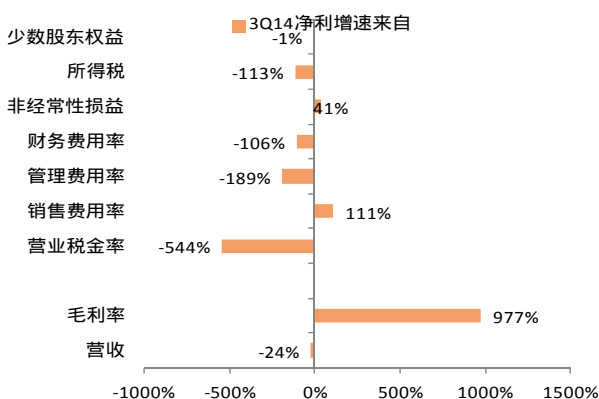
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8,342	9,072	10,018	10,970	11,878
YoY(%)	10.0	8.8	10.4	9.5	8.3
净利润(百万元)	126	198	396	498	508
YoY(%)	-59.0	57.1	100.2	25.8	2.0
毛利率(%)	26.8	31.2	33.0	31.9	32.3
净利率(%)	1.5	2.2	3.9	4.5	4.3
ROE(%)	4.4	6.5	7.7	9.0	8.4
EPS(摊薄/元)	0.22	0.35	0.69	0.87	0.89
P/E(倍)	77.0	49.0	24.5	19.5	19.1
P/B(倍)	3.4	3.2	1.9	1.7	1.6

图表 1 2014年3季报快读：3Q14营收24.4%，净利增162% 单位：百万元，元/股

	3Q13	3Q14	QoQ	(1-3)Q13	(1-3)Q14	HoH	
营业收入	1,773	1,341	-24.4%	6,561	7,142	8.9%	3Q14 营收下滑 24.4%，低于我们原来的预期，估计主要由于建筑工程和肉类加工业务收入出现下降，白酒业务增长正常。
营业成本	1,186	753	-36.5%	4,317	4,597	6.5%	
毛利率	33.1%	43.8%	10.7%	34.2%	35.6%	1.4%	由于白酒收入占比提升，毛利率大幅提升。
毛利	587	587	0.1%	2,244	2,545	13.4%	
营业税金及附加	187	222	18.4%	668	770	15.3%	
销售费用	182	122	-33.3%	810	807	-0.3%	
管理费用	136	131	-4.0%	411	412	0.2%	
财务费用	42	47	13.1%	111	132	18.8%	
资产减值损失	4	-0	-103.0%	6	1	-79.2%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	1	3	155.6%	3	3	15.4%	
营业利润	35	69	94.0%	239	425	77.8%	
营业利润率	2.0%	5.1%	3.1%	3.6%	5.9%	2.3%	
营业外收入	0	0	-34.3%	0	0	-43.1%	
营业外支出	1	0	-71.1%	2	1	-49.4%	
利润总额	34	68	100.8%	237	424	78.9%	
所得税	19	31	61.6%	73	136	87.5%	
所得税率	56.2%	47.3%	-8.9%	30.7%	32.3%	1.5%	
少数股东权益	1	1	-3.1%	5	5	-0.4%	
归属于母公司净利润	14	36	162.4%	159	282	77.7%	3Q14 净利增长 162%，估计增长主要来自于白酒业务利润增长和房地产业务扭亏。
净利率	0.8%	2.8%	1.9%	2.5%	4.0%	1.5%	
EPS	0.02	0.06	162.4%	0.28	0.49	77.7%	

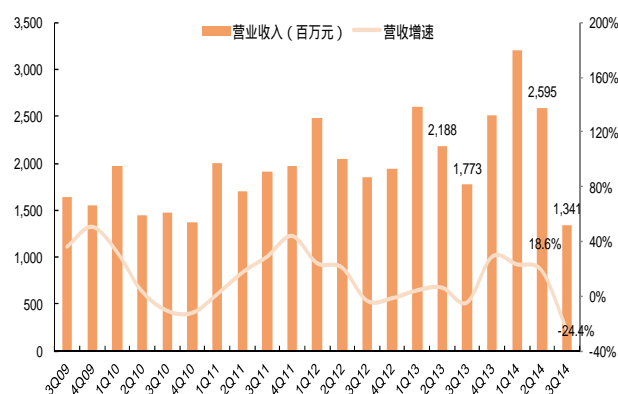
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q14毛利率上升、营业税金率和期间费用率下降带来净利大幅增长



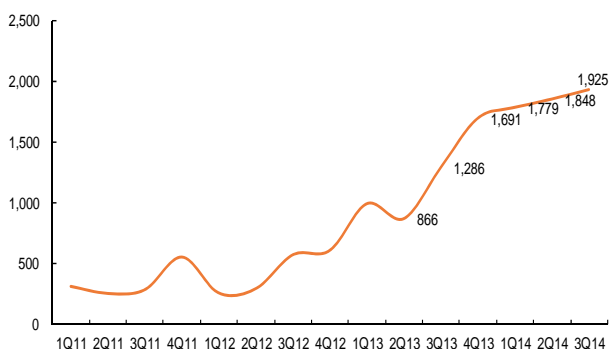
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 3Q14营收下滑24.4%



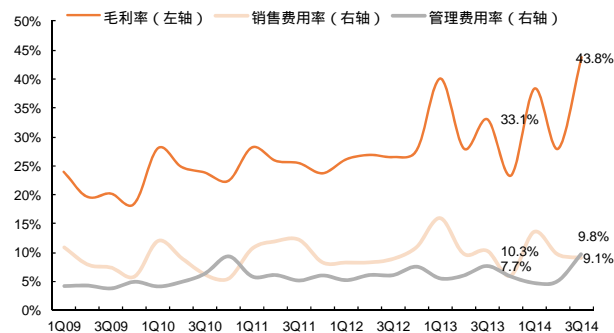
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 3Q14预收款环比继续增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 3Q14毛利率大幅上升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 食品饮料重点公司估值对比 单位：元

股票名称	股价 10月24日	EPS				PE				评级
		2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
贵州茅台	158.88	11.65	13.25	12.96	13.68	13.6	12.0	12.3	11.6	推荐
五粮液	17.00	2.62	2.10	1.76	1.89	6.5	8.1	9.7	9.0	暂不评级
洋河股份	59.02	5.72	4.65	4.21	4.73	10.3	12.7	14.0	12.5	中性
泸州老窖	16.16	3.13	2.45	1.16	1.17	5.2	6.6	13.9	13.8	中性
青青稞酒	17.46	0.67	0.83	0.73	0.81	26.1	21.0	23.8	21.6	中性
山西汾酒	15.62	1.53	1.11	0.40	0.47	10.2	14.1	38.6	33.2	中性
顺鑫农业	16.98	0.22	0.35	0.69	0.87	77.0	49.0	24.5	19.5	推荐
古井贡酒	23.10	1.44	1.24	1.22	1.38	16.0	18.7	18.9	16.8	中性
张裕 A	28.64	2.48	1.53	1.45	1.47	11.5	18.7	19.8	19.5	中性

股票名称	股价	EPS				PE				评级
	10月24日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
青岛啤酒	38.18	1.30	1.46	1.52	1.70	29.3	26.1	25.2	22.5	推荐
海天味业	36.53	0.81	1.07	1.36	1.66	45.3	34.0	26.8	22.1	强烈推荐
中炬高新	10.18	0.16	0.27	0.36	0.47	64.5	38.1	28.1	21.6	推荐
伊利股份	23.31	0.56	1.04	1.30	1.61	41.6	22.4	17.9	14.5	强烈推荐
贝因美	15.78	0.50	0.71	0.35	0.46	31.7	22.4	45.2	34.5	中性
南方食品	16.44	0.08	0.17	0.30	0.55	217.7	98.3	54.1	29.8	推荐
安琪酵母	17.39	0.74	0.44	0.50	0.84	23.6	39.1	34.9	20.6	强烈推荐
双汇发展	31.83	1.31	1.75	1.81	1.87	24.3	18.2	17.6	17.0	中性
大北农	12.96	0.41	0.47	0.60	0.92	31.5	27.6	21.6	14.1	强烈推荐

资料来源：平安证券研究所、wind

损益表 (百万元, 元/股)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	9,072	10,018	10,970	11,878
YoY	8.8%	10.4%	9.5%	8.3%
营业成本	6,242	6,711	7,468	8,042
毛利率	31.2%	33.0%	31.9%	32.3%
营业税金及附加	858	1,002	768	831
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	960	1,002	1,163	1,259
管理费用	559	571	713	867
财务费用	152	151	143	149
投资净收益	7	4	0	0
营业利润	303	586	714	729
加: 营业外收入	1	1	0	0
减: 营业外支出	4	2	0	0
利润总额	300	585	714	729
减: 所得税	95	175	200	204
净利润	205	409	514	525
减: 少数股东损益	7	14	17	17
归属母公司所有者净利润	198	396	498	508
YoY	57.1%	100.2%	25.8%	2.0%
销售净利润率	2.2%	3.9%	4.5%	4.3%
EPS (当年股本)	0.45	0.69	0.87	0.89
EPS (最新股本摊薄)	0.35	0.69	0.87	0.89

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	49.0	24.5	19.5	19.1
PEG	0.5	1.0	9.7	0.8
PB	3.2	1.9	1.7	1.6
P/S	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	20.2	14.2	11.9	11.4
股息收益率	2.7%	0.6%	0.6%	0.6%
经营回报率				
ROE	6.5%	7.7%	9.0%	8.4%
ROA	1.4%	2.8%	3.3%	3.2%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	77.0%	62.4%	62.2%	61.5%
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4
运营效率				
存货周转率	1.0	1.1	1.3	1.3
流动资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2
固定资产周转率	3.7	3.3	2.8	2.8

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	205	409	514	525
折旧摊销	169	152	200	231
营运资金投资	173	602	438	373
经营活动现金净流量	744	119	418	532
资本开支	486	918	500	500
投资活动现金净流量	-656	-914	-500	-500
债务融资	1,017	-568	482	374
股权融资	-11	0	0	0
支付红利	-11	-44	-57	-57
融资活动现金净流量	-539	939	282	168
当年现金净流量	-451	144	200	200

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,856	2,000	2,200	2,400
应收款项	113	156	166	176
预付款项	468	1,151	1,162	1,146
存货	6,838	5,369	5,975	6,434
其他流动资产	60	56	64	70
流动资产合计	9,376	8,777	9,616	10,280
长期股权投资	55	55	55	55
固定资产	2,446	3,625	4,090	4,442
无形资产	866	866	866	866
其他非流动资产	1,046	621	461	380
非流动资产合计	4,413	5,168	5,472	5,743
资产总计	13,789	13,945	15,088	16,023
短期借款	6,094	5,526	6,009	6,383
应付款项	374	535	597	552
预收款项	1,691	1,503	1,645	1,782
应付股利	61	63	63	63
其他流动负债	2,746	1,540	1,682	1,820
流动负债合计	9,214	7,601	8,288	8,755
长期借款	1,099	1,099	1,099	1,099
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	300	0	0	0
非流动负债合计	1,399	1,099	1,099	1,099
负债合计	10,613	8,700	9,387	9,854
归属母公司所有者权益	3,061	5,115	5,556	6,006
其中: 实收资本	439	571	571	571
少数股东权益	115	129	145	163
股东权益合计	3,176	5,244	5,701	6,169
负债及股东权益总计	13,789	13,945	15,088	16,023

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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	