

# 顺鑫农业 (000860)

## 白酒业务稳健增长，期待外延式扩张带来新增长点

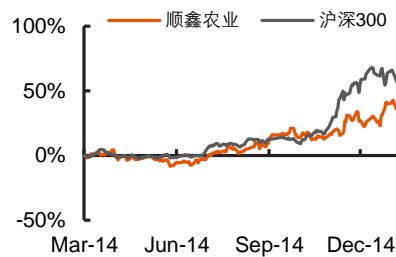
### 推荐 (维持)

现价: 22.69 元

#### 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.000860.com
大股东/持股	顺鑫控股集团/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)	129.47
流通 A 股市值(亿元)	99.50
每股净资产(元)	8.90
资产负债率(%)	66.6

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

**汤玮亮** 投资资格编号  
S1060512040001  
0755-22624571  
TANGWEILIAN978@pingan.com.cn

**文献** 投资资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@pingan.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。

### 投资要点

#### 事项:

顺鑫农业公布2014年报。2014年实现营收94.8亿元，同比增长4.5%，归属母公司股东净利3.6亿元，同比增81.8%，每股收益0.63元。4Q14营收和净利分别为23.4亿元和0.77亿元，营收同比降-6.9%，净利同比增98.9%，每股收益0.13元。净利位于前期业绩预告区间的下限，基本符合我们的预期。公司拟以每10股派发现金红利1.00元(含税)。

#### 平安观点:

- **2014年营收增长4.5%，其中4Q14营收下滑6.9%，低于我们原来的预期，估计白酒业务正常，下滑主要由于肉类加工和建筑业务。**估计4Q14白酒业务可保持5-10%的增速，延续稳健增长的态势。由于猪价同比下跌，2H14肉类加工业务收入下滑17.9%，估计4Q14继续大幅下滑。建筑工程收入2H14仅确认0.34亿，而上年同期高达8.2亿。
- **2014年净利增长81.8%，估计增长主要来自于白酒和地产业务利润增长。**受益于营收增长和费用率下降，估计2014年白酒业务利润可保持20%以上的增长。2014年地产业务结算了部分盈利能力较强的项目，包括顺鑫商务中心二期住宅部分等，因此地产毛利率同比上升17pct，实现净利0.82亿，而13年亏损高达0.96亿。
- **2014年白酒收入增10%，估计增速在上市公司中仅次于老白干，预计15年可继续保持10%的稳定增长。**2014年白酒销量增21%，但吨酒均价下行，估计增长主要来自于10元左右的光瓶酒。估计北京市场收入下滑，一方面强势竞品在北京加大了市场投入，另一方面国企消费继续萎缩。环京市场处于市场收获期，继续保持了较快增长。中长期来看，主力产品价格定位决定了牛栏山酒未来成长的确定性较高。
- **我们维持原来的净利预测，预计2015-2016年净利增长19.5%、15.6%，EPS为0.75、0.87元。**考虑到白酒业务有望保持稳定增长，同时国企改革背景下外延式扩张可能带来新的成长点，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**强势竞品进入20元以下产品价格带。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	9072	9481	9816	10608	11446
YoY(%)	8.8	4.5	3.5	8.1	7.9
净利润(百万元)	197.7	359	429	496	552
YoY(%)	57.1	81.8	19.5	15.6	11.2
毛利率(%)	31.2	33.7	34.6	35.4	35.4
净利率(%)	2.3	3.8	4.4	4.7	4.9
ROE(%)	6.4	7.0	7.8	8.4	8.6
EPS(摊薄/元)	0.35	0.63	0.75	0.87	0.97
P/E(倍)	65.5	36.0	30.2	26.1	23.5
P/B(倍)	4.2	2.5	2.4	2.2	2.0

图表 1 2014年报快速：营收、净利分别增4.5%、81.8%

	4Q13	4Q14	同比变化	FY2013	FY2014	同比变化	
营业收入	2,512	2,339	-6.9%	9,072	9,481	4.5%	2014年白酒收入增10%，估计增速在上市公司中仅次于老白干，预计15年可继续保持10%的稳定增长。
营业成本	1,924	1,691	-12.1%	6,242	6,288	0.7%	
毛利率	23.4%	27.7%	4.3%	31.2%	33.7%	2.5%	2014年房地产业务结算了部分盈利能力较强的项目，包括顺鑫商务中心二期住宅部分等，因此地产毛利率同比上升17pct。
毛利	587	647	10.2%	2,831	3,193	12.8%	
营业税金及附加	190	248	30.4%	858	1,018	18.6%	
销售费用	150	105	-30.3%	960	912	-5.0%	
管理费用	148	147	-0.7%	559	559	0.0%	
财务费用	41	31	-24.5%	152	163	7.1%	
资产减值损失	-2	4	331.3%	5	6	21.0%	
公允价值变动收益	0	0	#DIV/0!	0		#DIV/0!	
投资收益	4	0	-102.5%	7	3	-56.0%	
营业利润	64	113	76.1%	303	538	77.4%	
营业利润率	2.6%	4.8%	2.3%	3.3%	5.7%	2.3%	
营业外收入	0	0	-38.0%	1	0	-72.1%	
营业外支出	2	2	20.0%	4	3	-22.8%	
利润总额	63	111	76.4%	300	535	78.4%	
所得税	23	34	51.1%	95	170.5	78.8%	
所得税率	37.7%	30.3%	-7.4%	32.1%	31.9%	-0.3%	
少数股东损益	1.66	(0.04)	-102.3%	7.04	5.32	-24.4%	
归属于母公司净利润	39	77	98.9%	198	359	81.8%	
净利率	1.5%	3.3%	1.8%	2.2%	3.8%	1.6%	净利率提升主要来自于毛利率上升。
EPS	0.07	0.13	98.9%	0.35	0.63	81.8%	

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 2 2H14白酒营收增长7.6%

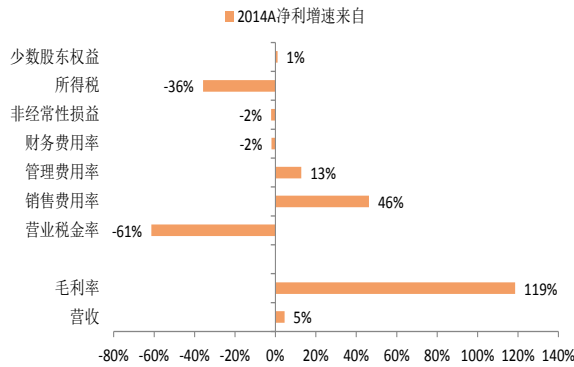
单位：百万元

	1H13	2H13	1H14	2H14
白酒	2358	1385	2630	1490
同比增长	27.1%	0.2%	11.5%	7.6%
毛利率	57.6%	65.0%	57.9%	56.3%
同比变化	10.0%	8.3%	0.3%	-8.7%
肉类加工	1408	1568	1323	1287
同比增长	-8.9%	-5.3%	-6.0%	-17.9%
毛利率	8.2%	6.5%	9.9%	7.1%
同比变化	2.4%	2.6%	1.7%	0.6%
房地产	237	203	575	554
同比增长	-31.3%	189.8%	143.1%	172.6%
毛利率	6.2%	17.5%	26.2%	31.5%
同比变化	-13.2%	21.2%	20.0%	14.0%
建筑	438	823	940	34
同比增长	-4.4%	141.1%	114.7%	-95.8%
毛利率	15.8%	6.2%	8.2%	170.1%

	1H13	2H13	1H14	2H14
同比变化	2.8%	-7.1%	-7.6%	163.9%

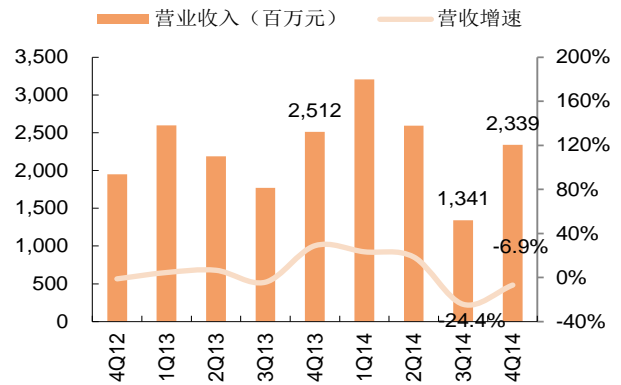
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 2014年毛利率上升是业绩增长的主要原因



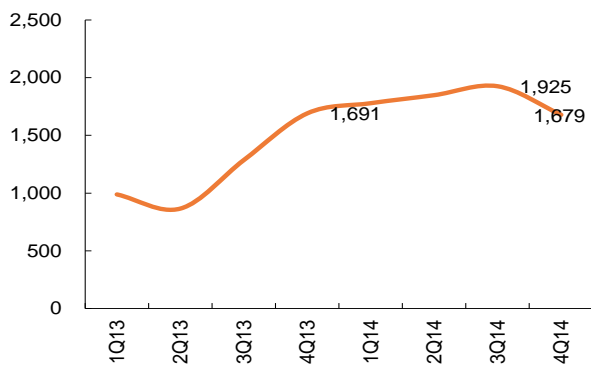
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 4Q14营收下滑6.9%



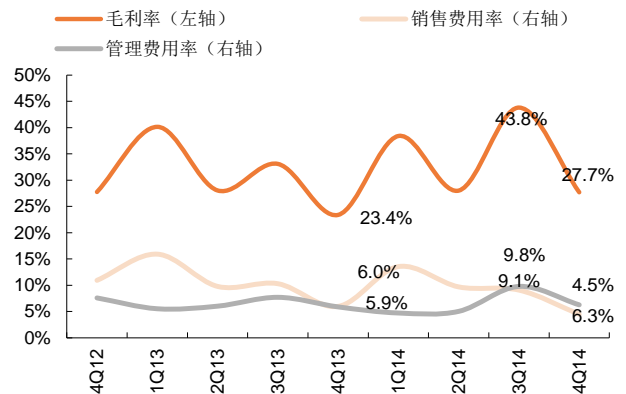
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 4Q14预收款环比下降，同比基本持平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 4Q14毛利率同比上升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 重点公司年度盈利预测

股票名称	股价 (元) 3月25日	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
		2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
贵州茅台	192.78	11.65	13.25	13.43	13.23	16.5	14.5	14.4	14.6	推荐
五粮液	22.48	2.62	2.10	1.55	1.74	8.6	10.7	14.5	13.0	推荐
洋河股份	80.20	5.72	4.65	4.20	4.28	14.0	17.3	19.1	18.7	中性
泸州老窖	23.01	3.13	2.45	0.94	1.14	7.3	9.4	24.5	20.3	中性
青青稞酒	25.98	0.67	0.83	0.70	0.76	38.8	31.3	37.0	34.0	中性

股票名称	股价(元) 3月25日	EPS(元/股)				PE(倍)				评级
		2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
山西汾酒	21.57	1.53	1.11	0.44	0.54	14.1	19.4	49.2	40.1	推荐
顺鑫农业	22.69	0.22	0.35	0.63	0.75	102.9	65.5	36.0	30.2	推荐
古井贡酒	35.61	1.44	1.24	1.22	1.40	24.7	28.8	29.1	25.4	中性
张裕 A	37.82	2.48	1.53	1.45	1.47	15.2	24.7	26.2	25.7	中性
青岛啤酒	42.12	1.30	1.46	1.52	1.65	32.4	28.8	27.8	25.5	推荐
海天味业	50.53	0.80	1.07	1.39	1.68	62.9	47.3	36.3	30.0	强烈推荐
中炬高新	14.01	0.16	0.27	0.36	0.45	88.8	52.4	39.3	31.0	推荐
伊利股份	30.39	0.56	1.04	1.43	1.70	54.2	29.2	21.2	17.9	强烈推荐
贝因美	20.68	0.50	0.71	0.06	0.23	41.5	29.3	321.9	88.1	中性
光明乳业	19.84	0.25	0.38	0.44	0.78	78.4	52.2	45.6	25.3	强烈推荐
黑芝麻	16.73	0.06	0.13	0.20	0.48	280.9	126.9	85.6	34.7	推荐
安琪酵母	24.23	0.74	0.44	0.47	0.77	32.8	54.5	51.6	31.5	强烈推荐
双汇发展	34.36	1.31	1.75	1.81	1.87	26.2	19.6	19.0	18.3	中性
大北农	26.40	0.41	0.46	0.48	0.79	65.1	57.1	55.3	33.3	强烈推荐
均值						52.9	37.9	50.1	29.1	

资料来源:平安证券研究所、Wind

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	9376	10685	10500	10526
现金	1856	2606	2368	1845
应收账款	113	102	116	133
其他应收款	41	48	44	56
预付账款	468	545	546	613
存货	6838	7384	7363	7873
其他流动资产	60	1	62	6
<b>非流动资产</b>	4413	4828	4949	5087
长期投资	55	0	0	0
固定资产	2495	2641	3001	3304
无形资产	866	846	945	924
其他非流动资产	998	1341	1003	859
<b>资产总计</b>	13789	15543	15450	15613
<b>流动负债</b>	9214	8113	7971	8002
短期借款	6094	4709	4200	4000
应付账款	374	323	352	410
其他流动负债	2746	3081	3420	3592
<b>非流动负债</b>	1399	2245	1944	1642
长期借款	1099	1613	1312	1010
其他非流动负债	300	632	632	632
<b>负债合计</b>	10613	10358	9916	9644
少数股东权益	115	106	112	120
股本	439	571	571	571
资本公积	1228	2798	2798	2798
留存收益	1395	1710	2146	2650
归属母公司股东权益	3061	5079	5452	5879
<b>负债和股东权益</b>	13789	15543	15450	15613

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	40	420	812	523
净利润	205	365	436	504
折旧摊销	169	217	198	230
财务费用	152	163	126	118
投资损失	-7	-3	-3	-3
<b>营运资金变动</b>	-449	-344	56	-325
其他经营现金流	-30	22	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-634	-651	-316	-365
资本支出	1170	22	121	138
长期投资	0	55	0	0
其他投资现金流	536	-574	-195	-227
筹资活动现金流	132	2714	-734	-682
短期借款	814	-1385	-509	-200
长期借款	203	514	-301	-302
普通股增加	0	132	0	0
资本公积增加	-11	1570	0	0
其他筹资现金流	-874	1883	75	-180
<b>现金净增加额</b>	1845	4339	2368	1845

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	9072	9481	9816	10608
营业成本	6242	6288	6415	6856
营业税金及附加	858	1018	982	1061
营业费用	960	912	1070	1209
管理费用	559	559	579	625
财务费用	152	163	126	118
资产减值损失	5	6	6	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	3	3	3
<b>营业利润</b>	303	538	642	742
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	300	535	639	739
所得税	95	170	204	235
<b>净利润</b>	205	365	436	504
少数股东损益	7	5	6	7
<b>归属母公司净利润</b>	198	359	429	496
EBITDA	855	1066	1081	1192
EPS (元)	0.45	0.63	0.75	0.87

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	8.8	4.5	3.5	8.1
营业利润(%)	47.9	77.4	19.4	15.5
归属于母公司净利润(%)	57.1	81.8	19.5	15.6
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	31.2	33.7	34.6	35.4
净利率(%)	2.3	3.8	4.4	4.7
ROE(%)	6.4	7.0	7.8	8.4
ROIC(%)	4.4	4.8	5.0	5.5
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	77.0	66.6	64.2	61.8
净负债比率(%)	168.0	73.0	62.4	58.3
流动比率	1.0	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.3
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	65.8	88.2	90.0	85.0
应付账款周转率	16.8	18.0	19.0	18.0
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.63	0.75	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.74	1.42	0.92
每股净资产(最新摊薄)	5.37	8.90	9.55	10.30
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	65.5	36.0	30.2	26.1
P/B	4.2	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	21.9	16.4	15.9	14.4

## 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 2015 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

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033