

顺鑫农业 (000860)

业绩波澜不惊，期待酒肉业务并购带来新增长点

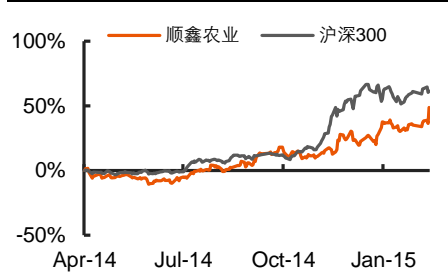
推荐 (维持)

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)	9.2
资产负债率(%)	66.4

行情走势图



相关研究报告

《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》 2015-03-26

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2015年一季报。1Q15实现营收32.3亿元，同比增长0.9%，净利1.9亿元，同比增6.2%，每股收益0.34元，基本符合我们的预期。

平安观点:

- **1Q15 营收增 0.9%，同比基本持平，净利增速略高于营收，同比增 6.2%，估计白酒保持稳健增长，肉类加工、地产业务收入出现下降。**估计 1Q15 白酒业务可保持 10%以上的增速，延续 2014 年的稳健增长态势，白酒收入占比提升带动毛利率同比上升 4.5pct，估计利润增速高于收入。估计 1Q15 肉类加工业务销量同比变化不大，不过由于猪价低于上年同期，收入可能出现下滑。养殖行业景气度低，估计种猪业务亏损幅度加大，我们判断猪价在 15 年涨幅先慢后快，2Q15-4Q15 亏损幅度有望降低。根据我们草根调研，地产业务 1Q15 结算进度较慢，估计营收大幅低于 1Q14，预计 2Q15-4Q15 结算速度有望加快。
- **估计 1Q15 白酒收入增 10%以上，保持稳健增长，不过相对吸引力减弱，未来成长亮点看并购。**估计 1Q15 白酒的中高档酒（50 元以上）可止跌，不过增长仍主要来自于中低档酒（50 元以下）。分区域看，环京市场处于收获期，继续保持了较快增长。主力产品价格定位决定了牛栏山酒成长的确定性较高，13-14 年行业调整期连续两年大幅超越上市公司平均水平。不过随着行业进入复苏期后，牛栏山酒 10%左右的收入增速相对吸引力减弱。未来成长亮点看并购，公司在年报中提到，“通过资本运营方式，整合资产优良、具有发展前景的酒业企业”，我们判断 15-16 年公司在酒业并购整合方面有望实现突破，标的不一定局限于白酒，可能延展至其他酒种。
- **我们维持原来的净利预测，预计 2015-2016 年净利增长 18.6%、16.4%，EPS 为 0.75、0.87 元。**预计公司未来将逐步剥离酒肉以外的其它业务，酒和肉业务并购整合可能带来新的增长点，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。**

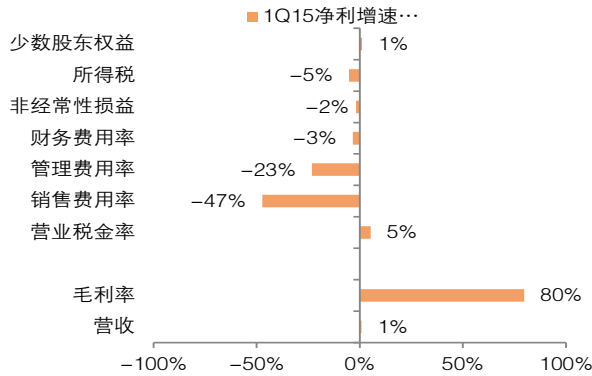
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8342	9072	9481	9816	10608
YoY(%)	10.0	8.8	4.5	3.5	8.1
净利润(百万元)	126	198	359	426	496
YoY(%)	-59.0	57.1	81.8	18.6	16.4
毛利率(%)	26.8	31.2	33.7	34.6	35.4
净利率(%)	1.5	2.3	3.9	4.4	4.8
ROE(%)	4.4	6.6	8.8	8.1	8.9
EPS(摊薄/元)	0.22	0.35	0.63	0.75	0.87
P/E(倍)	102.9	65.5	36.0	30.4	26.1
P/B(倍)	3.4	3.3	2.5	2.4	2.2

图表 1 2015年1季报快读：收入增0.9%，净利增长6.2%

	1Q14	1Q15	QoQ	
营业收入	3,206	3,234	0.9%	1Q15 营收增 0.9%，同比基本持平，净利增速略高于营收，同比增 6.2%，估计白酒保持稳健增长，肉类加工、地产业务收入出现下降。
营业成本	1,975	1,848	-6.4%	
毛利率	38.4%	42.9%	4.5%	白酒收入占比提升带动毛利率同比上升 4.5pct。
毛利	1,231	1,386	12.6%	
营业税金及附加	359	352	-1.8%	
销售费用	434	524	20.6%	
管理费用	151	194	28.6%	
财务费用	38	44	17.4%	
资产减值损失	1	1	19.1%	
公允价值变动收益	0		0.0%	
投资收益	0	0	0.0%	
营业利润	248	271	8.9%	
营业利润率	7.7%	8.4%	0.6%	
营业外收入	0	0	-100.0%	
营业外支出	0	4	746.6%	
利润总额	248	267	7.7%	
所得税	64	74	15.4%	
所得税率	25.9%	27.4%	1.5%	
少数股东权益	3	1	-70.9%	
归属于母公司净利润	181	192	6.2%	
净利率	5.6%	5.9%	0.3%	
EPS	0.32	0.34	6.2%	

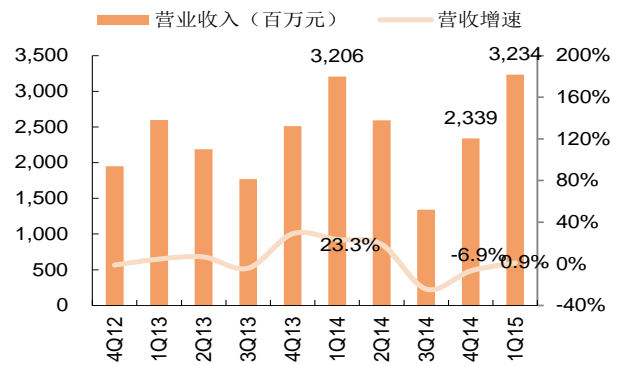
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 1Q15毛利率提升是业绩增长的主要原因



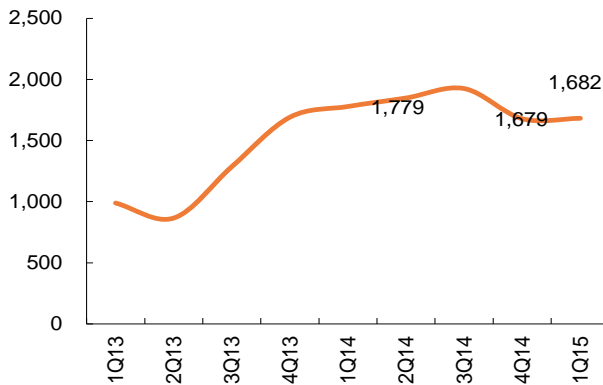
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 1Q15营收微增0.9%



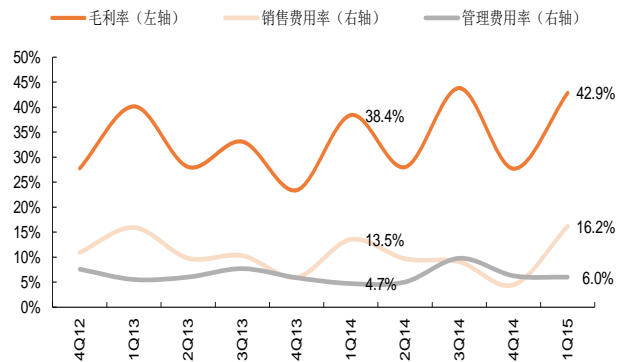
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 1Q15预收款环比、同比均变化不大 单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 1Q15毛利率同比上升4.5pct



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 重点公司年度盈利预测

股票名称	股价 (元) 4月20日	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
		2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
贵州茅台	234.03	11.65	13.25	13.43	13.23	20.1	17.7	17.4	17.7	推荐
五粮液	26.17	2.62	2.10	1.54	1.74	10.0	12.5	17.0	15.1	推荐
洋河股份	91.48	5.72	4.65	4.20	4.28	16.0	19.7	21.8	21.4	中性
泸州老窖	25.02	3.13	2.45	0.63	1.14	8.0	10.2	39.7	22.0	中性
青青稞酒	27.68	0.67	0.83	0.70	0.73	41.3	33.4	39.4	38.1	中性
山西汾酒	23.14	1.53	1.11	0.41	0.52	15.1	20.9	56.4	44.1	推荐
顺鑫农业	22.69	0.22	0.35	0.63	0.75	102.9	65.5	36.0	30.4	推荐
古井贡酒	38.19	1.44	1.24	1.22	1.35	26.5	30.9	31.2	28.4	中性

股票名称	股价(元) 4月20日	EPS(元/股)				PE(倍)				评级
		2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
张裕 A	43.84	2.48	1.53	1.45	1.47	17.7	28.7	30.3	29.8	中性
青岛啤酒	46.48	1.30	1.46	1.47	1.58	35.7	31.8	31.6	29.3	推荐
海天味业	32.89	0.80	1.07	1.39	0.93	41.0	30.8	23.7	35.2	强烈推荐
中炬高新	15.32	0.16	0.27	0.36	0.35	97.1	57.3	42.6	44.3	推荐
伊利股份	35.83	0.56	1.04	1.43	1.70	63.9	34.4	25.0	21.1	强烈推荐
贝因美	19.36	0.50	0.71	0.06	0.23	38.9	27.5	301.3	82.5	中性
光明乳业	19.84	0.25	0.33	0.46	0.78	79.4	60.1	43.0	25.3	强烈推荐
黑芝麻	17.50	0.06	0.13	0.20	0.48	293.9	132.7	89.6	36.3	推荐
安琪酵母	25.99	0.74	0.44	0.45	0.77	35.3	58.6	58.3	33.8	强烈推荐
双汇发展	38.75	1.31	1.75	1.84	2.03	29.6	22.1	21.1	19.1	推荐
大北农	23.71	0.41	0.46	0.48	0.70	58.5	51.3	49.7	33.8	强烈推荐

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
流动资产	9376	10685	10718	11083
现金	1856	2606	2474	2270
应收账款	174	102	106	114
其他应收款	41	48	50	54
预付账款	468	545	556	594
存货	6838	7384	7532	8051
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	4413	4858	5289	5613
长期投资	55	0	0	0
固定资产	3105	3382	3696	3947
无形资产	866	846	887	916
其他非流动资产	388	630	706	750
资产总计	13789	15543	16007	16696
流动负债	9214	8113	8269	8533
短期借款	6094	4709	4709	4709
应付账款	374	323	330	353
其他流动负债	2746	3081	3230	3472
非流动负债	1399	2245	2245	2245
长期借款	1099	1613	1613	1613
其他非流动负债	300	632	632	632
负债合计	10613	10358	10514	10778
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	2012	2429
归属母公司股东权益	3061	5079	5381	5798
负债和股东权益	13789	15543	16007	16696

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	744	294	724	594
净利润	198	359	426	496
折旧摊销	7	5	6	7
财务费用	152	163	148	152
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	488	363	94	356
其他经营现金流	-101	-597	50	-417
投资活动现金流	-656	-437	-651	-578
资本支出	538	441	493	447
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1195	-879	-1144	-1026
筹资活动现金流	-539	894	-205	-219
短期借款	814	-1385	0	0
长期借款	203	584	0	0
普通股增加	0	132	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1556	1695	-205	-219
现金净增加额	-451	750	-132	-204

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	9072	9481	9816	10608
营业成本	6242	6288	6415	6856
营业税金及附加	858	1018	1054	1139
营业费用	960	912	982	1093
管理费用	559	559	579	625
财务费用	152	163	148	152
资产减值损失	5	6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	3	0	0
营业利润	303	538	639	743
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	300	535	636	740
所得税	95	170	203	237
净利润	205	365	433	504
少数股东损益	7	5	6	7
归属母公司净利润	198	359	426	496
EBITDA	618	916	1018	1144
EPS (元)	0.35	0.63	0.75	0.87

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	8.8	4.5	3.5	8.1
营业利润(%)	47.9	77.4	18.7	16.3
归属于母公司净利润(%)	57.1	81.8	18.6	16.4
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	31.2	33.7	34.6	35.4
净利率(%)	2.3	3.9	4.4	4.8
ROE(%)	6.6	8.8	8.1	8.9
ROIC(%)	3.5	4.9	5.2	5.6
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	77.0	66.6	65.7	64.6
净负债比率(%)	177.5	85.2	82.8	80.3
流动比率	1.02	1.32	1.30	1.30
速动比率	0.28	0.41	0.39	0.36
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.69	0.65	0.62	0.65
应收账款周转率	65.8	88.2	94.9	96.9
应付账款周转率	16.8	18.0	19.6	20.1
每股指标(元)	-	-	-	-
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)	1.70	0.67	1.65	1.35
每股净资产(最新摊薄)	7.24	9.09	9.63	10.37
估值比率	-	-	-	-
P/E	65.5	36.0	30.4	26.1
P/B	3.3	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	27.0	21.0	18.9	16.8

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 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