

顺鑫农业 (000860.SZ) 农业综合行业

评级：买入 维持评级

公司点评

谢刚

分析师 SAC 执业编号：S1130207030221
(8621)61038269
xiege@gjzq.com.cn

中报预增 100-150%，积极买入

事件

6月1日晚，顺鑫农业发布业绩公告 2010年中期业绩预增 100-150%，期内实现净利润 1.56 ~ 1.95 亿元。

评论

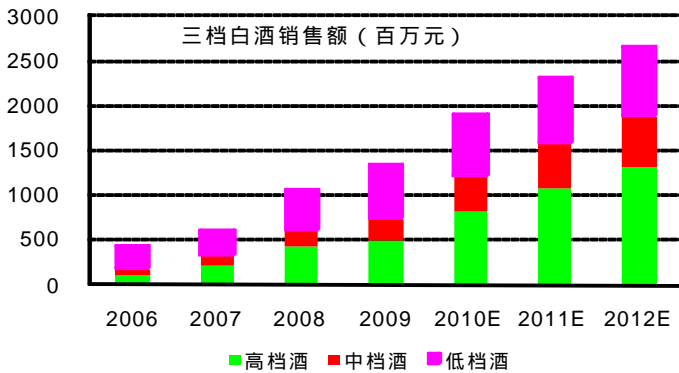
承接 10Q1 业绩增长 108%之良好势头，上半年公司业绩预增 100-150%，其中白酒增势依然强劲。白酒依然是增长的主要引擎，销售额增长和结构优化后的毛利率提升是双重推动因子：（1）1-4 月份牛栏山和二锅头白酒累计销售额接近 8 亿元，相比去年同期的 5.8 亿元，增速为 38%；（2）中高档白酒销量占比提升 3 个百分点，所占销售额比重则上升到 62%附近，由于这部分酒利润率高，因此贡献的利润增量非常明显。

生猪价格下跌有利有弊：成本与售价齐跌但毛利率反弹，加上屠宰量上升，猪肉的利润贡献有所抬升。（1）成本跌幅大于售价，毛利率反弹。由于期内口蹄疫的蔓延，猪价萎靡不振，然而毛猪成本下跌幅度略大于肉价跌幅，公司猪肉制品的毛利率出现反弹，这一趋势符合我们前期预测；（2）**10 年生猪屠宰量相较 09 年大幅增长。**目前月均屠宰量稳定在 26-27 万头/月，年化屠宰量大约在 300 万头，较 09 年 200 多万头有大幅增长；（3）**种猪价格上涨：**虽然生猪价格下跌，但一定程度上具有逆周期特征的种猪价格却大幅增长，1-4 月份累计销售种猪接近 2 万头；（4）**猪肉制品业务的利润率弹性大。**由于猪肉是顺鑫农业收入占比最大的品种，约占公司主营业务收入的 47%，因此该项业务的利润率和屠宰量的微小变化对 EPS 的影响都非常明显，我们认为以上因素转向积极使得公司生猪利润贡献有所抬升，使得猪肉成为继白酒之后的第二大利润增长引擎。

房地产销售情况比预期的好。“国十条”出台后，北京等地方政府出台了相当严厉的条款以抵制投机性购房，我们从和客户的沟通来看，资本市场对于顺鑫农业的房地产业务也普遍反映“看不清楚”，种种不确定性最终体现为公司股票的估值折价。不过，**从 1-4 月份公司房地产销售情况来看，成交量、价格都比预期的好不少，主要体现在：**（1）**1-4 月的销售量快于公司计划推盘量。**公司顺鑫花语楼盘基本已经售罄，曲阜商贸城尾盘也只剩下不到 10%，杨镇三期第一批楼盘推出不久就已卖完，目前第二批已经销售了近 30%，销售和结算进程将大幅超过资本市场的预期；（2）**已售楼盘价格高于原来预期。**和此前预期的 7000 元销售均价相比，目前 10000 万元的售价显著超过预期，但考虑到政策调控效果的滞后效应，我们预期公司后期楼盘销售周期会拉长，价格即使主动回调让利幅度也较为有限，考虑到调控政策的滞后负面影响，我们暂不上调杨镇三期房地产项目的销售均价。

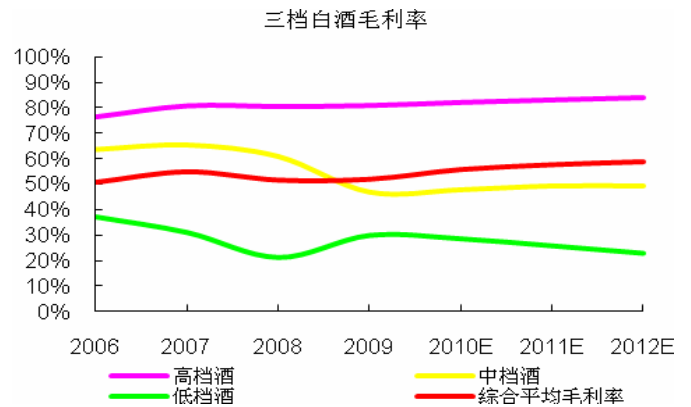
当前股价已具明显安全边际，建议逢低积极买入。我们认为资本市场对顺鑫农业 2010 年业绩增长的持续性仍未充分预期，而这或许成为未来公司股票超额收益的来源，我们之所坚持这种看法，主要源于如下几点认识：（1）虽然 1 季度白酒销售火爆，牛栏山和二锅头白酒均实现了开门红，但仍然有许多机构投资者仍然抱着怀疑态度，在等待 2 季度淡季的数据，现在 2 季度的数据基本上已经水落石出，情况有可能超过许多机构的预测；（2）猪肉价格将在 3 季度进入上升通道，我们认为 07Q1 ~ 08Q1 年猪肉制品业务“量、价、利齐升”的局面有望重现；（3）维持原来盈利预测，即 10-12 年 0.781、1.116、1.342 元预测，我们认为公司多元化路线导致的估值折扣确实应该存在，但当前股价 16.30 元对应 20×10PE 和 14.6×11PE，估值上的安全边际已然明显；（4）当前股价已经低于 16.42 元的定向增发价格，下跌空间基本已经收敛，公司业绩的内生性高增长将使得投资者拥有中长期低成本优势，进而获得超额收益。（5）我们认为顺鑫农业良好的业绩增长基础将增强股价在熊市中的吸引力，作为防御性突出的稳健型品种，建议机构投资者逢低积极买入。

图表1：顺鑫农业中高档白酒销售额快速增长

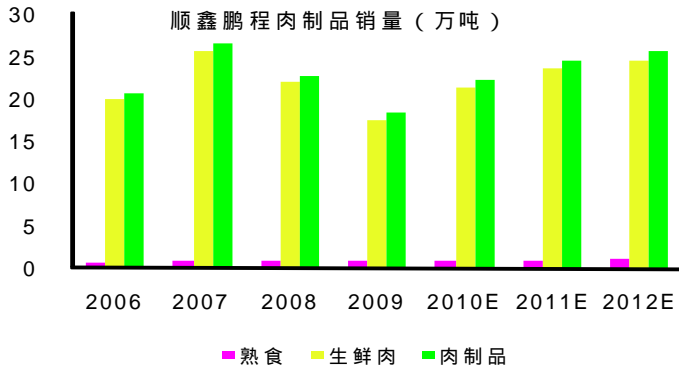


来源：国金证券研究所

图表2：顺鑫农业中高档酒毛利率总体稳定

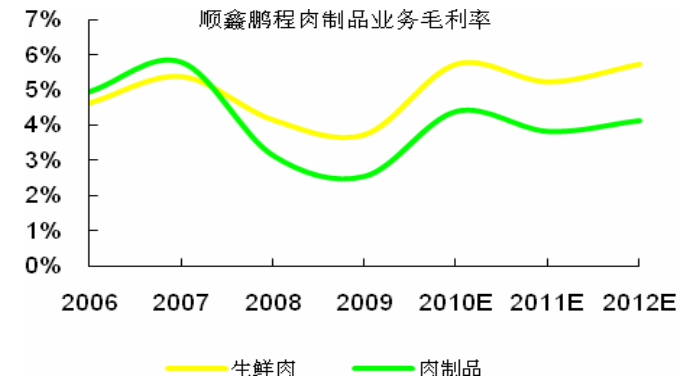


图表3：顺鑫鹏程食品肉制品销量预测 (万吨)



来源：国金证券研究所

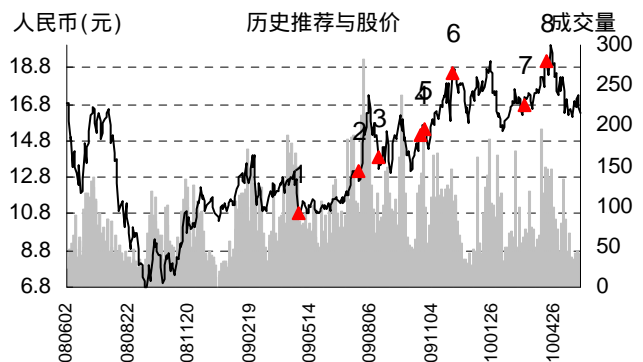
图表4：顺鑫鹏程食品肉制品毛利率预测



历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-04-27	买入	10.83	13.71 ~ 15.27
2 2009-07-20	买入	13.19	16.59 ~ 19.58
3 2009-08-14	买入	13.90	16.59 ~ 19.58
4 2009-10-20	买入	15.13	N/A
5 2009-10-23	买入	15.50	23.13 ~ 25.18
6 2009-12-01	买入	18.47	21.43 ~ 22.96
7 2010-03-16	买入	16.82	21.32 ~ 22.06
8 2010-04-16	买入	19.19	21.32 ~ 22.06

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话：(8621)-61038311	电话：(8610)-66215599-8832	电话：(86755)-82805115
传真：(8621)-61038200	传真：(8610)-61038200	传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：200011	邮编：100032	邮编：518000
地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号 谷泰滨江大厦 15A 层	地址：中国北京西城区金融街 27 号 投资广场 B 座 4 层	地址：中国深圳福田区金田路 3037 号 金中环商务大厦 2805 室