

2010-07-26

农、林、牧、渔业/农业

公司研究 / 更新报告

顺鑫农业 (000860)

主业趋于集中 实现翻番增长

增持/ 维持评级

股价：RMB18.44

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

联系人

吴晓丹

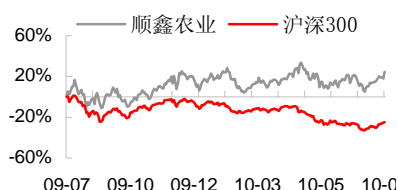
021-68498528 wuxd@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	439
流通A股(百万股)	232
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	4286

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

上半年业绩实现翻番，主业突出稳定成长。公司 2010 年上半年实现主营业务收入及净利润为 34.17 亿元和 1.58 亿元，同比增幅分别为 18.5%和 103.1%。对公司业绩贡献较大的是白酒、房地产和建筑工程业务。其中公司白酒业务围绕“一城、两洲、三区”的重点区域稳定增长，牛栏山二锅头销售收入和毛利率实现双升，收入增长 33.7%至 10.31 亿元，毛利率则由 51%增至 54.4%。房地产业务则由于杨镇三期、包头南海花苑等项目陆续进入销售结算期，公司上半年实现收入 4.50 亿元，同比增长 145.8%。建筑工程方面加大了新市场的开发力度，先后中标 14 个项目，覆盖北京、陕西、甘肃等多个地区，成功实现跨区域经营。上半年建筑工程业务实现收入 3.20 亿元，同比增幅为 4.1%，同时毛利率从 30.9%大幅提升至 44.8%。猪肉业务虽然收入保持了稳定，但毛利率却由去年同期的 2%增至 4.5%。

剥离牵手果汁增资佳宇地产，业务更趋集中。公司 3 月份与顺鑫集团签订《资产置换协议》，将所持牵手果汁 90%股权根据评估作价 1.57 亿元与顺鑫集团拥有的四宗国有土地使用权进行置换；另一方面，公司又投入 1.63 亿元对顺鑫佳宇地产进行增资。我们认为公司将盈利能力不强的牵手果汁业务售出并增加四幅土地储备，此举符合公司发展具有优势的房地产主业的战略要求。

“花博会”项目和顺鑫国际商务中心完工，将新增未来盈利点。2009 年 10 月份花博会结束后，公司又追加投资 3 亿元对花博会场进行改造，截至目前花卉物流港项目已经完工并投入运营，总投资达到 16.56 亿元。顺鑫国际商务中心项目也于上半年完工，总投资达到 5.43 亿元。这两个项目的完工一方面能够通过招租获得营业收入，另一方面转固后公司的资本化利息费用将停止，同时还会带来不小的折旧费用。我们对这两个项目成熟后的盈利能力相对乐观，但是在当前运营尚未成熟的情况下，短期内尚不能形成有效的盈利增长点，实际盈利状况还需进一步的观察。

盈利预测与投资建议：尽管下半年房地产市场还面临一定的不确定性，但是我们认为白酒业务、猪肉业务和建筑工程业务的向好概率较大，公司将能维持上半年的业绩增速。我们预计 10-12 年公司的 EPS 分别为 0.77、0.89 和 1.10 元，目前股价对应 24XPE，仍然维持对公司“增持”的投资评级。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6087.1	1970.6	6249.1	6672.1	7004.0
(+/-%)	17.6	32.3	2.7	6.8	5.0
归属母公司净利润(百万元)	160.6	100.9	339.5	391.3	483.0
(+/-%)	-27.3	108.2	111.3	15.3	23.4
EPS(元)	0.37	0.23	0.77	0.89	1.10
P/E(倍)	50.3	80.1	20.9	18.1	14.7

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4666	2650	3041	3077	营业收入	6087	6249	6672	7004
现金	822	1034	1144	1102	营业成本	4833	4762	5070	5225
应收账款	249	230	258	272	营业税金及附加	228	234	249	262
其他应收款	40	84	84	76	营业费用	485	498	532	558
预付账款	1213	820	1040	1094	管理费用	260	267	285	299
存货	2323	471	502	517	财务费用	42	51	33	40
其他流动资产	18	11	14	16	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	3360	3842	4145	4407	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	34	34	34	34	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	1566	2540	3030	3319	营业利润	245	437	504	620
无形资产	256	374	496	615	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	1503	894	585	438	营业外支出	2	4	4	3
资产总计	8026	6492	7186	7483	利润总额	245	435	502	619
流动负债	4498	4381	4384	4199	所得税	62	96	110	136
短期借款	3025	3744	3650	3454	净利润	183	339	391	483
应付账款	381	210	259	303	少数股东损益	23	0	0	0
其他流动负债	1092	428	476	442	归属母公司净利润	161	339	391	483
非流动负债	983	-17	283	283	EBITDA	376	627	733	896
长期借款	983	-17	283	283	EPS (元)	0.37	0.77	0.89	1.10
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	5481	4364	4667	4482	主要财务比率				
少数股东权益	148	148	148	148	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	439	439	439	439	成长能力				
资本公积	1208	494	494	494	营业收入	17.6%	2.7%	6.8%	5.0%
留存收益	751	1047	1438	1921	营业利润	-19.6%	78.5%	15.2%	23.1%
归属母公司股东权益	2398	1980	2371	2854	归属于母公司净利润	-27.3%	111.3%	15.3%	23.4%
负债和股东权益	8026	6492	7186	7483	获利能力				
					毛利率 (%)	20.6%	23.8%	24.0%	25.4%
					净利率 (%)	2.6%	5.4%	5.9%	6.9%
					ROE (%)	6.7%	17.1%	16.5%	16.9%
					ROIC (%)	3.6%	8.1%	8.0%	9.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	68.3%	67.2%	64.9%	59.9%
					净负债比率 (%)	79.51%	85.39%	84.27%	83.39%
					流动比率	1.04	0.60	0.69	0.73
					速动比率	0.52	0.50	0.58	0.61
					营运能力				
					总资产周转率	0.83	0.86	0.98	0.95
					应收账款周转率	25	24	26	25
					应付账款周转率	19.12	16.13	21.65	18.61
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.37	0.77	0.89	1.10
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.31	5.21	0.98	1.57
					每股净资产 (最新摊薄)	5.47	4.51	5.41	6.51
					估值比率				
					P/E	44.12	20.88	18.11	14.67
					P/B	2.96	3.58	2.99	2.48
					EV/EBITDA	28	17	15	12

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com