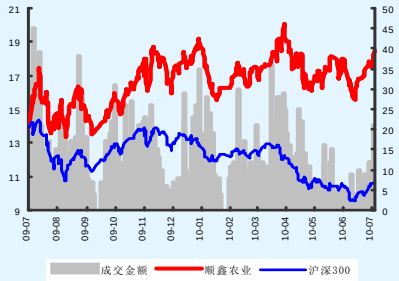
顺鑫农业（000860）半年报点评

——业绩翻番，期待下半年猪价回升

基本数据	2010-7-26
收盘价（元）	18.44
市盈率	24
市净率	3.17
股息率（分红/股价）	——
每股净资产（元）	5.81
资产负债率%	69.60%
总股本（亿股）	4.3854
流通A股（亿股）	2.3241
流通A股市值（亿元）	42.86

一年内股价走势：



研究员： 陈荣新

电话： 020-37865152

EMAIL： chenrx@wlzq.com.cn

报告日期： 2010-7-27

事件：公司 27 日公布半年报：上半年公司实现营业收入 34.16 亿元，同比增长 18.5%，实现利润 1.68 亿元，同比增长 84.8%，每股收益 0.36 元，同比上升 103.1%，符合业绩预告。

投资要点：

- **1.收入增长主要来自白酒业务的增长。**白酒业务上半年收入10.31亿元，同比上升33.72%，公司通过产品结构调整，中高端产品比例增加，使得毛利率提升3.42%至54.38%。

- **2.营业收入增长和成本下降使得每股收益翻番。**白酒业务、屠宰业务、建筑业务和种植业务的营业收入增长和成本下降使得上半年公司在实现营业收入同比增长18.5%下实现每股收益翻番。

- **3.下半年的业绩看点。**我们认为下半年公司的业绩看点主要有：(1)猪价见底回升。由于近期疫情和大雨因素，猪肉价格已经连续几周上扬，我们认为从当前存栏数和猪粮比看，猪价在下半年有望出现见底回升态势。（2）“花博会”项目和顺鑫国际商务中心完工，将逐渐贡献利润。（3）房地产业务好于预期。上半年已售楼盘价格高于原来预期，预计全年房地产销售收入增速保持在35%左右，毛利率接近50%；另外，公司单方面增资，持有佳宇地产股权比例达到96%，在房地产业务上可获取更多收入和利润。（4）非公开发行股票可能加快业绩释放。

- **盈利预测：**预测公司10-11年的每股收益分别为0.78和1.10元。对公司按业务分部估值，10年白酒EPS为0.4元，给予30倍PE，白酒业务合理估值为12元；房地产业务10年EPS为0.12元，房地产按15倍PE，合理估值为1.8元，养殖及屠宰业务贡献0.10元，按40倍PE，合理估值为4元，其他贡献0.16元，按10倍PE，合理估值为1.6元，加总合理股价为19.4元，考虑多元化业务予一定折扣；公司已公告拟定向增发，定向增发价为16.42元/股，当前股价具有较大的安全边际，给予“增持”评级。

点评：

表1：2010年半年报点评

单位（百万元）	单季度数据							半年报数据			万联评论
	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	QOQ	YOY	1H2009	1H2010	YOY	
营业收入	1,394.11	1,645.29	1,558.13	1,970.62	1,445.90	-26.6%	3.7%	2883.69	3416.52	18.5%	主要源于白酒业务上升较大
营业成本	1,119.43	1,311.59	1,269.96	1,416.94	1,086.19	-23.3%	-3.0%	2251.27	2503.14	11.2%	其中建筑业务成本下降16.85%
毛利	274.68	333.70	288.17	553.68	359.71	-35.0%	31.0%	632.43	913.38	44.4%	
营业税金及附加	45.98	72.04	56.91	92.56	57.44	-37.9%	24.9%	98.64	150.01	52.1%	占比较大的白酒销售增长及白酒消费税改革
%营业收入	3.3%	4.4%	3.7%	4.7%	4.0%	-15.4%	20.5%	3.4%	4.4%	28.4%	
销售费用	110.16	121.56	91.34	236.24	130.48	-44.8%	18.4%	272.07	366.72	34.8%	加大产品营销力度
%营业收入	7.9%	7.4%	5.9%	12.0%	9.0%	-24.7%	14.2%	9.4%	10.7%	13.8%	
管理费用	59.22	61.76	76.76	80.78	70.84	-12.3%	19.6%	121.22	151.63	25.1%	
%营业收入	4.2%	3.8%	4.9%	4.1%	4.9%	19.5%	15.3%	4.2%	4.4%	5.6%	
财务费用	10.14	8.84	7.58	11.05	18.90	71.1%	86.4%	25.72	29.95	16.5%	银行贷款增加
%营业收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	1.3%	133.1%	79.7%	0.9%	0.9%	-1.7%	
资产减值损失	-4.12	0.12	0.04	-0.44	0.43			-4.08	-0.01		
投资收益	0.00	0.00	1.20	0.62	0.00			0.01	0.62		
营业利润	53.30	69.37	56.74	134.10	81.62	-39.1%	53.1%	118.87	215.72	81.5%	
营业外收入	-4.69	0.26	1.76	0.21	0.08	-63.5%	-101.7%	0.15	0.29	89.2%	
营业外支出	0.74	0.55	0.63	0.45	0.27	-39.0%	-62.9%	0.87	0.72	-17.5%	
利润总额	47.87	69.08	57.88	133.87	81.42	-39.2%	70.1%	118.15	215.29	82.2%	
所得税	14.14	11.17	23.81	26.95	19.45	-27.8%	37.6%	26.76	46.41	73.4%	同比大增主要是由于白酒等非免税业务的利润
净利润	33.73	57.92	34.07	106.91	61.97	-42.0%	83.7%	91.40	168.88	84.8%	比去年同期大幅增加
少数股东权益	4.22	4.92	4.44	6.00	4.48	-25.3%	6.2%	13.41	10.48	-21.8%	
归属股东的净利润	29.51	53.00	29.63	100.91	57.49	-43.0%	94.8%	77.99	158.40	103.1%	
总股本	438.54	438.54	438.54	438.54	438.54			438.54	438.54		
每股收益摊薄（元）	0.07	0.12	0.07	0.23	0.13	-43.0%	94.8%	0.18	0.36	103.1%	主营业务增长及毛利率提升
财务比率											
毛利率	19.7%	20.3%	18.5%	28.1%	24.9%	-11.5%	26.3%	21.9%	26.7%	21.9%	白酒产品结构往中高端调整和建筑业务毛利大
营业利润率	3.8%	4.2%	3.6%	6.8%	5.6%	-17.1%	47.7%	4.1%	6.3%	53.2%	
净利率	2.1%	3.2%	1.9%	5.1%	4.0%	-22.4%	87.8%	2.7%	4.6%	71.4%	
应收账款	251.62	254.82	249.08	141.36	154.82	9.5%	-38.5%	251.62	249.08	-1.0%	季度同比大减源于牵手公司本期不再并表
预收账款	194.59	234.09	190.39	204.40	157.82	-22.8%	-18.9%	194.59	190.39	-2.2%	

数据来源：公司年报，万联证券

点评：

1. 业绩增长基本符合市场预期。

上半年公司实现营业收入34.16亿元，同比增长18.5%，实现利润1.68亿元，同比增长84.8%，每股收益0.36元，同比上升103.1%，符合业绩预告。

2. 收入增长主要来自白酒业务的增长。

上半年业绩增长主要来自于白酒业务的增长，白酒业务上半年收入10.31亿元，同比上升33.72%，公司通过产品结构调整，中高端产品比例增加，使得毛利率提升3.42%至54.38%。同时，占比较大的白酒业务上升较大，使得营业税金及附加较营业收入有大幅度的增加，上半年营业税金及附加同比上升52.1%。

3. 营业收入增长和成本下降使得每股收益翻番。

上半年每股收益同比上升103.1%，除了营业收入增加外，成本下降也带来了较大贡献。白酒业务、屠宰业务、建筑业务和种植业务的营业收入增长和成本下降使得上半年公司在实现营业收入同比增长18.5%下实现每股收益翻番。其中种植业务在3月份将牵手果汁置换出去后，使得毛利率大幅度提升8.36%；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，也有利于公司房地产业务的持续发展，有利于公司的业绩稳定；此外，建筑业务成本大幅度下降16.85%，使得其毛利率提升13.9%。上半年主营业务收入增长11.30%，综合毛利率提升7.03%。

费用方面，上半年销售费用增幅较大，主要是公司加强了产品营销力度。

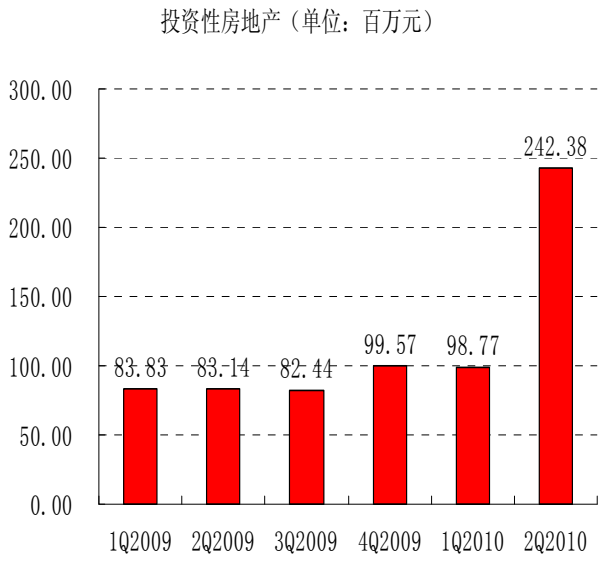
3. 投资性房地产大幅度增加。

公司上半年投资性房地产较2009 年末增加14,280.80万元，环比上升37.84%。主要原因为：①本报告期顺鑫国际商务中心项目完工转入固定资产，将已决定用于出租的部分转入投资性房地产，此部分增加9,814.55万元；②石门市场南市场建设工程部分转入固定资产，增加投资性房地产7,875.47 万元。

表2：主营业务分产品情况

单位：百万元		1H09	1H10	YOY
白酒				
	营业收入	771.18	1,031.22	33.72%
	营业成本	378.20	470.44	24.39%
	毛利	392.98	560.78	42.70%
	毛利率	50.96%	54.38%	△3.42%
屠宰				
	营业收入	1,391.52	1,399.03	0.54%
	营业成本	1,363.55	1,335.87	-2.03%
	毛利	27.97	63.16	125.85%
	毛利率	2.01%	4.51%	△2.50%
建筑				
	营业收入	307.77	320.35	4.09%
	营业成本	212.65	176.82	-16.85%
	毛利	95.12	143.54	50.90%
	毛利率	30.91%	44.81%	△13.9%
种植				
	营业收入	46.38	50.75	9.42%
	营业成本	29.76	28.32	-4.84%
	毛利	16.63	22.44	34.94%
	毛利率	35.85%	44.21%	△8.36%
合计				
	营业收入	2,516.85	2,801.36	11.30%
	营业成本	1,984.16	2,011.45	1.38%
	毛利	532.69	789.91	48.29%
	毛利率	21.16%	28.20%	△7.03%

图1投资性房地产季度值



数据来源：公司公告，万联证券

4. 下半年的业绩看点。

我们认为下半年公司的业绩看点主要有：(1)猪价见底回升。由于近期疫情和大雨因素，猪肉价格已经连续几周上扬，我们认为从当前存栏数和猪粮比看，猪价在下半年有望出现见底回升态势。(2)“花博会”项目和顺鑫国际商务中心完工，将逐渐贡献利润。(3) 房地产业务好于预期。上半年已售楼盘价格高于原来预期，预计全年房地产销售收入增速保持在 35%左右，毛利率接近 50%；另外，公司单方面增资，持有佳宇地产股权比例达到 96%，在房地产业务上可获取更多收入和利润。

5. 非公开发行股票可能加快业绩释放。

公司1月已公告拟非公开发行不超过1.1亿股用于牛栏山酒厂技改和和优质种猪繁育和规模化养殖项目，我们认为公司非公开发行有利于其主营业务的进一步集中和业绩稳定。为保障其非公开发行的进行，短期也可能加快业绩的释放。

请阅读最后一页免责条款

表3：募集资金投资项目

序号	项目名称	总投资额	拟用募集资金投资额
1	牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目	83,500	83,500
2	优质种猪繁育和规模化养殖项目	89,305	89,305
（1）	兴隆项目	19,750	19,750
（2）	肃宁项目	18,200	18,200
（3）	滦平项目	9,875	9,875
（4）	阳高（大白登镇）项目	9,650	9,650
（5）	阳高（北徐屯乡）项目	9,650	9,650
（6）	承德项目	7,180	7,180
（7）	客家庄项目	15,000	15,000
合　　计		**172,805**	**172,805**

数据来源：公司公告

盈利预测：预测公司10-11年的每股收益分别为0.78和1.10元，我们对公司按业务分部估值，10年白酒EPS为0.4元，给予30倍PE，白酒业务合理估值为12元；房地产业务10年EPS为0.12元，房地产按15倍PE，合理估值为1.8元，养殖及屠宰业务贡献0.10元，按40倍PE，合理估值为4元，其他贡献0.16元，按10倍PE，合理估值为1.6元，加总合理股价为19.4元，考虑多元化业务给予一定折扣；公司已公告拟定向增发，定向增发价为16.42元/股，当前股价具有较大的安全边际，给予“增持”评级。

风险因素：

1. 猪价回升低于预期；
2. 原料成本大幅度上涨。

投资评级说明 ：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数 ：沪深 300 指数

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归万联证券所有 ，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版 、复制、刊登。