

顺鑫农业 (000860.SZ)

3 季度增长 77%，符合预期，2011 年快速增长仍可期

评级: **买入** 前次: 买入

目标价 (元): **30.68-33.77**

分析师

谢刚

S0740210090003

021-58208304

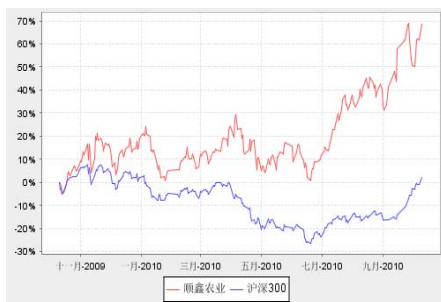
xiegang@qlzq.com.cn

2010 年 10 月 26 日

基本状况

总股本(百万股)	438.54
流通股本(百万股)	232.45
市价(元)	25.02
市值(百万元)	10972.27
流通市值(百万元)	5815.80

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	5175.52	6087.11	7694.60	8759.32	8719.38
营业收入增速	14.47%	17.61%	26.41%	13.84%	-0.46%
净利润增长率	50.1%	-27.3%	75.68%	49.68%	24.19%
摊薄每股收益 (元)	0.50	0.37	0.64	0.96	1.20
前次预测每股收益 (元)	0.50	0.37	0.78	1.12	1.34
市场预测每股收益 (元)	--	--	--	--	--
偏差率 (本次-市场/市场)	--	--	--	--	--
市盈率 (倍)	21.78	48.25	38.89	25.98	20.92
PEG	0.43	-1.76	0.34	0.61	1.03
每股净资产 (元)	5.20	5.47	5.83	6.44	7.68
每股现金流量	-1.01	0.31	-2.08	0.70	2.48
净资产收益率	9.69%	6.70%	13.41%	17.33%	17.47%
市净率	2.11	3.23	4.30	3.88	3.26
总股本 (百万股)	438.54	438.54	438.54	438.54	438.54

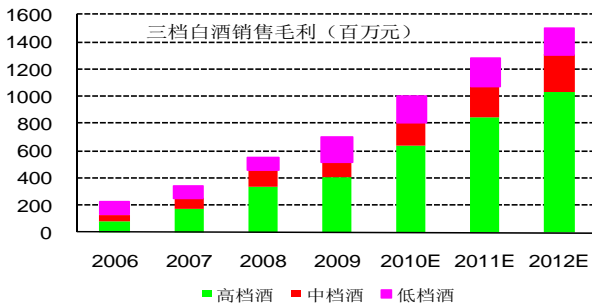
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

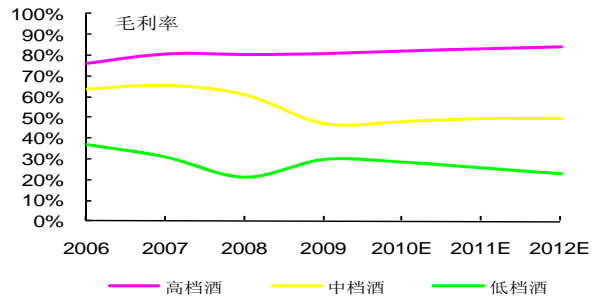
- 顺鑫农业交出一份符合预期的 3 季度答卷。期间，顺鑫农业共实现销售额 48.97 亿元，同比增长 8.12%，其中 3 季度单季销售额同比下降 10%；1-9 月份实现净利润 2.32 亿元，同比增长 77.23%，符合预期。
- 三季度的销售额同比下降，我们分析主要是今年杨镇三期住宅项目的结算量不多所致。虽然国庆前夕国家房地产调控政策全面收紧，但北京地区一直实施较为严格的限贷限购令，使得北京地区普通商品住宅成交量锐减，公司杨镇三期尽管销售进度早已过半，但部分已售楼盘确认收入延迟，使得并表收入下降。
- 公司三季度末的投资性房地产较 2009 年末增加了 1.42 亿元，增长 142.58%，主要系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 9815 万元；另外，石门农产品市场南面的新市场转固造成，增加投资性房地产 7962 万元。
- 三季报没有披露牛栏山白酒、肉制品、种猪等各项业务的详细情况，我们预计白酒的快速增长+猪肉制品的盈利改善，构成顺鑫农业今年明年盈利增长的主要引擎。另外，公司增发项目拟投向种猪扩张，目前公司利用自有资金投入到部分种猪场的前期的土地和基建，种猪引种还需要等募资到位后再行启动。
- 我们预计顺鑫农业 2010 年高、中、低档白酒销量增速分别在 50%、40%、17%左右，毛利率分别在 82%、48%、28.5%左右。据此测算，到年底，公司中高档白酒占销售额的比例为 62%，低档白酒占 38%，中高档白酒的利润占比为 80%，低档酒占 20%左右。
- 自 7 月初以来，猪价持续反弹并维持高位，将有利于公司种猪业务、屠宰业务和肉制品加工环节的利润提升，我们预测 2010 年顺鑫农业旗下的鹏程食品毛利率恢复到 5.74%左右，较去年上升 2 个百分点。

- 受房地产调控力度加大影响，顺鑫农业的定向增发方案获批还需要时间等待。同时，预计花博会股权转让可能在明年上半年成行，因此房地产收入的确认及非经常性收益的兑现更有可能集中在 2011 年上半年。
- **微调盈利预测。**预计 2010-12 年顺鑫农业分别实现净利润 282.17、422.36、524.53 百万元，同比增长 75.68%、49.68%、24.19%，对应 EPS 分别为 0.64、0.96、1.20 元，分别较前次预测下调了 0.14、0.16、0.14 元。

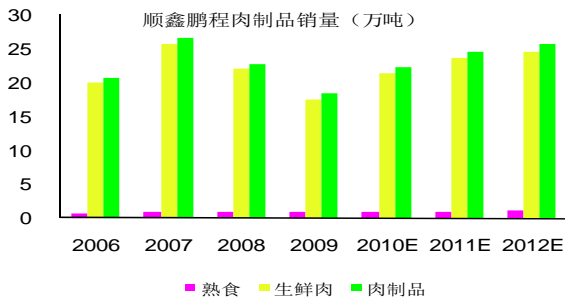
最近，随着老白干、金种子、湘酒鬼等二线白酒的持续上涨，二线白酒的估值水平也水涨船高。根据分拆估值，顺鑫农业的合理估值区间为 30.68-33.37 元，对应 $25.98 \times 2011PE$ 和 $20.92 \times 12PE$ ，重申“顺鑫农业是估值仅次于新希望的安全性品种”，建议“买入”。

图表 1：顺鑫牛栏山白酒销售利润预测（百万元）


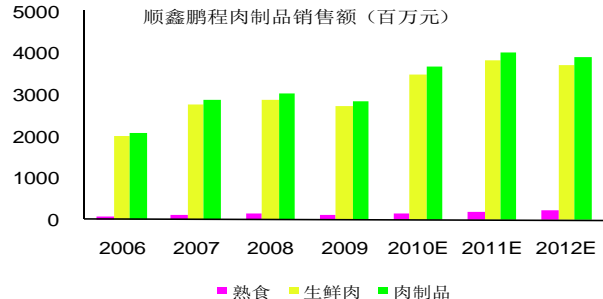
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：顺鑫农业牛栏山白酒毛利率预测


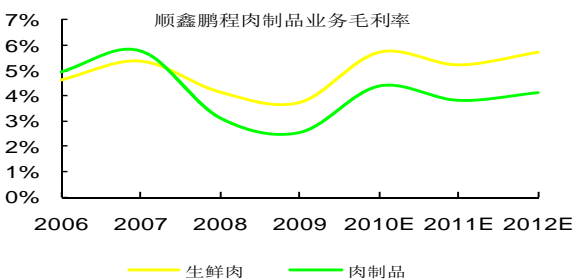
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：顺鑫鹏程肉制品销量预测（万吨）


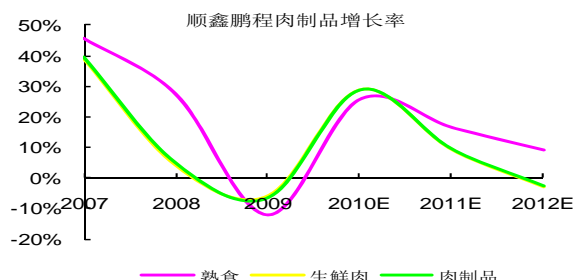
来源：齐鲁证券研究所

图表 4：顺鑫鹏程肉制品销售额预测（百万元）


来源：齐鲁证券研究所

图表 5：顺鑫鹏程肉制品业务毛利率预测


来源：齐鲁证券研究所

图表 6：顺鑫鹏程肉制品业务增长率


来源：齐鲁证券研究所

图表 7: 顺鑫农业销售收入预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
白酒 (牛栏山)										
平均售价 (元/公斤)	6.50	9.22	12.60	11.50	13.29	14.62	15.04	17.17	18.30	18.93
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	-8.71%	15.60%	9.98%	2.87%	14.13%	6.59%	3.44%
销售数量 (吨)	26,467.00	22,848.00	25,335.00	38,543.26	46,630.05	73,490.00	89,118.63	106,997.21	123,864.66	139,700.60
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	52.13%	20.98%	57.60%	21.27%	20.06%	15.76%	12.78%
销售收入 (百万元)	172.04	210.67	319.16	443.27	619.91	1,074.49	1,340.38	1,836.65	2,266.24	2,643.97
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	38.88%	39.85%	73.33%	24.75%	37.03%	23.39%	16.67%
毛利率	44.98%	49.50%	46.93%	50.84%	54.83%	51.69%	52.02%	54.90%	56.28%	56.81%
销售成本 (百万元)	94.65	106.39	169.38	217.89	280.02	519.08	643.13	828.39	990.84	1,141.87
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	28.64%	28.51%	85.37%	23.90%	28.81%	19.61%	15.24%
毛利 (百万元)	77.39	104.28	149.78	225.38	339.89	555.41	697.25	1,008.26	1,275.40	1,502.09
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	50.47%	50.81%	63.41%	25.54%	44.61%	26.49%	17.77%
占总销售额比重	12.99%	9.70%	10.98%	13.81%	13.71%	20.76%	22.02%	23.87%	25.87%	30.32%
占主营业务利润比重	24.46%	23.78%	28.54%	38.45%	41.43%	52.32%	55.59%	59.53%	60.37%	65.56%
猪肉制品 (鹏程)										
平均售价 (元/吨)	N/A	N/A	N/A	7,848.36	12,671.14	16,496.98	12,792.92	14,971.62	15,728.67	14,958.16
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	61.45%	30.19%	-22.45%	17.03%	5.06%	-4.90%
销售数量 (万吨)	N/A	N/A	N/A	26.45	22.84	18.41	22.22	24.44	25.48	26.12
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	-13.66%	-19.38%	20.70%	9.98%	4.26%	2.51%
销售收入 (百万元)	737.29	1,379.95	1,827.15	2,075.96	2,893.95	3,037.47	2,843.01	3,659.15	4,008.02	3,907.35
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	13.62%	39.40%	4.96%	-6.40%	28.71%	9.53%	-2.51%
毛利率	5.72%	3.51%	4.58%	4.95%	5.79%	3.15%	2.56%	4.40%	3.83%	4.14%
销售成本 (百万元)	695.15	1,331.50	1,743.52	1,973.15	2,726.41	2,941.78	2,770.21	3,498.28	3,854.40	3,745.72
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	13.17%	38.18%	7.90%	-5.83%	26.28%	10.18%	-2.82%
毛利 (百万元)	42.14	48.46	83.64	102.81	167.54	95.68	72.79	160.87	153.62	161.63
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	22.92%	62.97%	-42.89%	-23.92%	120.99%	-4.51%	5.21%
占总销售额比重	55.66%	63.55%	62.84%	64.68%	64.01%	58.69%	46.71%	47.55%	45.76%	44.81%
占主营业务利润比重	13.32%	11.05%	15.94%	17.54%	20.42%	9.01%	5.80%	9.50%	7.27%	7.05%
种猪 (小店)										
平均售价 (元/头)	N/A	N/A	N/A	643.58	1,241.44	1,725.51	1,318.93	1,431.04	1,624.23	1,924.71
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	92.90%	38.99%	-23.56%	8.50%	13.50%	18.50%
销售数量 (万头)	N/A	N/A	N/A	7.45	3.76	6.41	11.45	12.59	20.14	22.89
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	-49.46%	70.28%	78.62%	10.00%	60.00%	13.64%
销售收入 (百万元)	74.22	67.98	93.46	47.92	46.72	89.25	150.96	180.17	327.19	440.60
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	-48.72%	-2.51%	91.04%	69.15%	19.35%	81.60%	34.66%
毛利率	29.20%	30.75%	27.53%	27.52%	51.98%	60.46%	34.42%	39.92%	39.92%	38.92%
销售成本 (百万元)	52.54	47.07	67.73	34.73	22.43	35.29	98.99	108.24	196.57	269.10
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	-48.72%	-35.41%	57.32%	180.49%	9.34%	81.60%	36.90%
毛利 (百万元)	21.67	20.91	25.73	13.19	24.28	53.95	51.97	71.93	130.63	171.50
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	-48.74%	84.13%	122.19%	-3.68%	38.42%	81.60%	31.29%
占总销售额比重	5.60%	3.13%	3.21%	1.49%	1.03%	1.72%	2.48%	2.34%	3.74%	5.05%
占主营业务利润比重	6.85%	4.77%	4.90%	2.25%	2.96%	5.08%	4.14%	4.25%	6.18%	7.49%
水利工程 (鑫大禹)										
销售收入 (百万元)	63.35	93.82	185.10	227.48	386.46	406.24	716.32	833.29	919.36	877.69
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	22.90%	69.89%	5.12%	76.33%	16.33%	10.33%	5.33%
毛利率	23.01%	26.95%	20.95%	21.31%	16.38%	29.16%	11.64%	14.14%	13.64%	13.89%
销售成本 (百万元)	48.78	68.54	146.33	179.00	323.14	287.76	632.96	715.48	793.98	755.81
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	22.33%	80.52%	-10.95%	119.96%	13.04%	10.97%	-4.81%
毛利 (百万元)	14.58	25.29	38.77	48.48	63.32	118.48	83.36	117.81	125.38	121.89
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	25.05%	30.61%	87.11%	-29.64%	41.32%	6.43%	-2.78%
占总销售额比重	4.78%	4.32%	6.37%	7.09%	8.55%	7.85%	11.77%	10.83%	10.50%	10.07%
占主营业务利润比重	4.61%	5.77%	7.39%	8.27%	7.72%	11.16%	6.65%	6.96%	5.93%	5.32%
房地产 (佳宇)										
平均售价 (元/平方米)	0.00	0.00	0.00	N/A	N/A	2,957.32	6,144.27	5,313.54	6,783.57	6,625.00
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	107.76%	-13.52%	27.67%	-2.34%
销售面积 (万平方米)	0.00	0.00	0.00	N/A	N/A	8.92	11.44	16.36	12.85	6.85
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	28.28%	42.96%	-21.45%	-46.71%
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	52.50	326.07	263.83	703.18	869.33	871.75	453.73
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	521.13%	-19.09%	166.52%	23.63%	0.28%	-47.95%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	59.83%	34.43%	61.54%	25.34%	33.01%	38.56%	47.17%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	21.09	213.80	101.49	524.97	582.37	535.59	239.71
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	913.99%	-52.54%	417.32%	10.93%	-8.03%	-55.24%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	31.41	112.27	162.35	178.21	286.96	336.16	214.02
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	257.41%	44.61%	9.77%	61.03%	17.14%	-36.34%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	1.64%	7.21%	5.10%	11.55%	11.30%	9.95%	5.20%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	5.36%	13.69%	15.29%	14.21%	16.94%	15.91%	9.34%
农批业务 (石门)										
销售收入 (百万元)	15.41	22.34	21.90	28.35	35.12	35.51	47.78	49.95	53.23	56.98
增长率 (YOY)	N/A	45.04%	-2.00%	29.48%	23.87%	1.11%	34.55%	4.55%	6.55%	7.05%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	84.25%	85.86%	82.88%	81.88%	80.88%	80.38%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	5.53	5.02	8.18	9.05	10.18	11.18
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	#DIV/0!	-9.22%	62.94%	10.66%	12.43%	9.85%
毛利 (百万元)	15.41	22.34	21.90	28.35	30.49	30.49	39.60	40.90	43.05	45.80
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	29.48%	4.36%	3.04%	29.88%	3.29%	5.25%	6.39%
占总销售额比重	1.16%	1.03%	0.75%	0.88%	0.78%	0.69%	0.78%	0.65%	0.61%	0.65%
占主营业务利润比重	4.87%	5.10%	4.17%	4.84%	3.61%	2.87%	3.16%	2.42%	2.04%	2.00%
销售总收入 (百万元)	1324.61	2171.28	2907.71	3209.66	4521.13	5175.52	6087.11	7694.60	8759.32	8719.38
销售总成本 (百万元)	1008.23	1732.80	2382.90	2623.48	3700.83	4113.85	4832.82	6001.03	6646.63	6428.34
毛利 (百万元)	316.38	438.48	524.81	586.18	820.30	1061.67	1254.29	1693.56	2112.70	2291.04
平均毛利率	23.88%	20.19%	18.05%	18.26%	18.14%	20.51%	20.61%	22.01%	24.12%	26.28%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501