

上市公司调研报告

农业

09 年力保增长

08 年白酒等业务迅猛发展，加上非经营性利好，业绩增长显著。公司业务较为多样化，总体定位在“以北京市场为核心，建立起白酒、屠宰与肉制品加工、种猪以及果蔬汁等多项农副产品加工”。同时抓住顺义由县改区的契机，适当介入房地产领域。08 年上半年公司收入增长最快的是白酒业务、种猪业务以及房地产业务。同时所得税率同比下调 6.17%，投资收益实现 2826 万元。多项因素均推动公司前三个季度业绩同比增长 79%。但公司 08 年分季度业绩走向呈现不断走低特征，业绩高峰在一季度。四季度由于经济情况急转直下，尽管有春节消费旺季提前因素，但业绩增长幅度不会超过前三季度，全年平均增长 67%，EPS 将达到 0.56 元。

09 年经营方面的有利和不利因素并存

09 年对于公司来说，一方面外部环境不可避免地也将受到宏观经济影响，产品市场存在消费紧缩的风险。同时内部经营上也存在投资收益预期下降，所得税率优惠利好消失等不利因素。另一方面白酒销售量会延续较快增长的势头，整体价位与 08 年持平；受益于国家加大对农业投入政策，水利工程建设业务将得到较大发展，利润将继续增加；而肉制品业务立足于提高肉制品比重，提升毛利率水平。在“房地产行业 09 年下半年将回暖的前提”下，我们认为高丽营等项目将会实现销售。因此我们判断，公司 09 年业绩增长幅度尽管会大大低于 08 年，但依然会保持一定增长，增长幅度不低于 15%。

估值与投资建议：按照 09 年业绩预测 EPS0.64 元计算，目前 09 动态 PE 为 18.81 倍，低于食品饮料板块平均 19.45 和农林牧渔 25.39。建议增持，目标价位 13.44 元。

预测和比率

	2007A	2008F	2009F	2010F
主营收入（百万）	4521.13	5494.91	6319.14	7646.16
主营收入增长率	40%	21%	15%	21%
净利润（百万）	147.23	245.87	282.75	342.12
净利润增长率	50%	67%	15%	21%
ROE	6.94%	7.9%	10.27%	10.57%
EPS（元）	0.36	0.56	0.64	0.78
P/E	33	21.5	18.81	15.43
P/B	5.11	8.53	9.81	11.87

顺鑫农业（000860）

维持

操作建议

郑绮

zhengqi@csc.com.cn
010-85,130,985

当前股价：12.04 元

目标价格 6 个月：13.44 元

调研日期：2009 年 01 月 09 日

分析日期：2009 年 01 月 19 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
1.7/4.8	60.2/58.9	-41.3/21.0
12 月最高/最低价（元）		21.99/6.89
总股本（万股）		43,854
流通 A 股（万股）		23,245
总市值（亿元）		53.50
流通市值（亿元）		28.36
近 3 月日均成交量（万）		556
主要股东		
北京顺鑫农业发展集团有限公司		4.56%

股价表现



相关研究报告

调研目的——公司 08 年业绩增长因素以及 09 年经营预期

顺鑫农业 08 年前三个季度业绩实现高速发展,净利润同比增长 79%。全年业绩增长幅度将达到在 50—100%。那些因素推动业绩增长?这些因素能否在 09 年持续?09 年公司在业务方面有无较大变化?对业绩总体影响几何?

调研结论—— 1、白酒业务发展迅猛,09 年增长趋势忧在

顺鑫农业白酒以“牛栏山”为品牌。白酒总产能达到 6 万吨左右。以 50 元/瓶和 20 元/瓶为界限,50 元以上为高档酒,20 元/瓶以下的为低档酒。高档酒中包括浓香型的百年牛栏山系列和清香型的二锅头系列。08 年高档酒的销售量可能达到 5000 吨,实现销售收入也将在 4 亿元以上,占全部收入的 1/3。其他销售量最大的为 20 元以下的普通二锅头,全年总销售量大约为 4.9 万吨。可见公司白酒的产品结构呈现两头大的哑铃结构。以低端白酒为主。自 2003 年开始公司将北京作为核心市场,逐年加大北京市场的营销运作力度,经过几年不懈的努力,取得了明显的效果。目前牛栏山系列酒市场占有率大幅度提高,不仅打破红星二锅头对北京市场垄断,并且远远超过红星销售量,牛栏山的市场影响力大大提高。目前红星已经不再是公司最主要的竞争对手。销售量的提高伴随着产品结构调整,目前公司高档酒销售量占比为 10.2%,百元以上高档酒销售量占比为 6.12%。由此带动牛栏山白酒业务的毛利率不断提高,由 06 年中期 45%上升到 07 年底 54%,08 年上半年由于低端酒销售量增加更多,因此毛利率有所下调,至 48.11%。

08 年底公司全面接受集团持有的内蒙古宁城老窖 100%股权,该公司拥有白酒产能 3-5 万吨,08 年实现大约 500 多万元的利润。纳入顺鑫股份后,对公司白酒业务利润形成正面影响。但相对于近 7000 万元的白酒净利润而言,宁城对白酒业务利润的贡献率仅有 7%左右。

公司认为 2009 年宏观经济可能存在的下滑趋势会对公司白酒业务产生不利影响,特别是居民收入预期下降会使消费出现萎缩。但由于公司产品线合理,中低端白酒为主的产品格局,特别是以餐饮和超市为主要销售渠道,受到的负面影响相对较小。我们认为 09 居民收入增长与 GDP 增长基本同步,09 年北京市的 GDP 增长目标定为 9%,则居民食品和饮料消费支出增长幅度也会在 9—10%。白酒消费受餐饮的负面影响要大于快速消费品。因此白酒总消费支出增长大约在 8%左右。如果产品结构维持目前状况,则顺鑫农业的白酒销售量也会维持 8%的增长。因此我们认为牛栏山系列的增长趋势在 09 年没有出现逆转,依然会成为公司收入和利润增长的主要来源。特别是在经济不景气时,企业都在压缩营销费用,对外地市场拓展方面会很谨慎。而顺鑫农业地处北京,比外埠白酒企业在拓展市场拓展方面更能节约费用。竞争优势这时会更加凸出。

公司也表示将继续做深做透北京这个核心市场,在北京地区的销售量依然有增长空间;此外适当作外围市场。因此牛栏山系列酒销售量增长幅度可能超越行业平均水平,可能达到 10%。当然这种建立在居民收入增长预期基础上业绩预测存在一定的风险,具有不确定性。

2、屠宰与肉制品加工业务：调整产品结构提升盈利能力

本轮经济危机给顺鑫带来的最大负面影响莫过于屠宰与肉制品。08 年公司生猪屠宰量大约为 240 万头,比去年减少 100 多万头,幅度接近 1/3,这是一个令人吃惊的数字。主要原因是进口猪肉放量增加以及政府政策主

导,控制猪肉价格保证低收入群体的消费能力,导致鲜肉价格自年中以来持续走低。因此使本来毛利率就很低的生鲜肉业务更加难做,毛利率水平仅有 3.59%,比 07 年同期下降 2.45%,比 07 年全年下降 2.19%。上半年猪肉系列获得的营业利润仅为 6252 万元,比去年同期的 8578 万元下降了 27%。因此公司主动减少生猪屠宰量,同时加大肉制品产量比重,以此来提升利润率水平,全年肉制品产量预期达到 1 万吨。

2009 年公司在猪肉业务还会控制屠宰数量,而进一步加大肉制品产量,通过开发新产品,生产餐饮和机关食堂特殊需求产品等措施来增加肉制品在整体产品中比重。保利润率是主基调。

3、房地产业务或将继续是利润增长点

08 年房地产业务收入和利润都对公司贡献不小。杨镇住宅小区 07 年完工项目在 08 年上半年实现销售收入。公司目前拥有杨镇住宅小区(已出售前两期,还有三期待出售)、高丽营叠拼住宅项目(进入预售期)、枯柳树环岛 09 年花卉博览会项目(即将竣工)以及站前街金融大厦项目(即将竣工)四个项目。后三个项目 09 年均进入销售期,但能否实现销售或者销售收入多少进入 09 年收入范围,目前尚不确定。但除了暂时占用资金以及上半年还有一定资金投资,大笔资金投入已经完成。因此我们认为后期房地产还将成为公司重要利润来源。如果下半年房地产市场回暖,公司这部分利润还将很可观。

目前公司拥有四块土地大约五、六百亩购买价值量近 5 亿元,目前已经都实施了项目,但尚未出售,公司存货 10 亿元,绝大多数是地产。占用资金使公司现金流指标非常不理想。如果一时不能实现销售,公司的现金流依然会不理想。

顺义由县改区,地理位置优越,机场专线轻轨开通,使顺义与市区的交通非常方便。未来轻轨规划还将延伸到顺义城区,因此顺义土地升值潜力非常大。加上城镇化加快,居民老房换新房的欲望很强烈。因此我们对公司几个尚未出售的地产项目后期销售较为乐观。

4、非经营性因素对业绩的影响比较大

2008 年公司的实际所得税率由 22.87%下调为 16.7%,下降了 6.17%。同时上半年公司投资收益就达到 2826 万元,而 07 年全年仅为 26 万元。投资收益大约占总利润的 8%左右。此两项非经常性收益就增厚利润 15%左右。

盈利预测

经营情况假设:假设北京地区居民 09 年收入增长幅度达到 9%左右;杨镇三期、高丽营项目和金融大厦项目能够进入销售期,花卉博览会项目完工并进入运营;果蔬汁业务没有利润计划,假设不亏损;

表 1:2008 年上半年各项业务营业利润对比

单位:万元、%

	2007 年 1-6 月份	2008 年 1-6 月份	增长幅度
白酒系列	16334.69	29640.70	81.45%
猪肉系列	8578	6252.60	-27.11%
种猪系列	805.48	2734.09	239.42%

上市公司调研报告

房地产系列	4280	8032.79	87.68%
建筑工程	2931	3402.81	16.09%
市场管理	1428.73	1748.74	22.48%
果蔬汁系列	2097.13	3959.85	88.82%

资料来源：公司报告

公司上半年各项业务盈利情况基本反映了全年走势。白酒、种猪、房地产、水利工程以及果蔬汁业务是支持 08 年业绩大幅度增长最主要推力。2009 年公司业绩能否增长也要看盈利能力最强的几项业务走向。我们认为担当重任还是将白酒、猪肉系列以及种猪、市场管理业务以及房地产业务。果蔬汁将作为公司大力重点开拓市场的产品，但市场拓展期需要 2 年左右时间，如果运作的好，到 2011 年果蔬汁或许会成为公司重要的利润贡献来源。

白酒、猪肉以及水利工程分别占净利润的 30%、27%和 20%。09 年我们预期三项业务增长分别是 15%、10%和 25%。其他业务增长幅度不超过 10%。则全年净利润预计达到 28365 万元，增幅为 15.3%。每股收益 0.64 元。

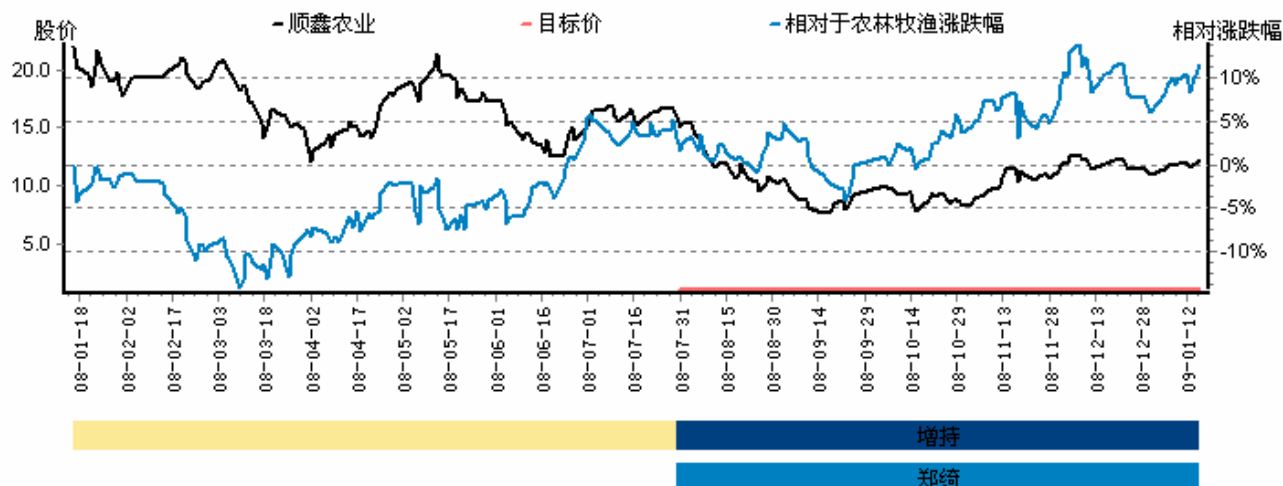
估值与投资建议

截至 2009 年 1 月 19 日，顺鑫农业（000860）市场收盘价为 12.04 元/股。根据我们的盈利预测，公司 08 年和 09 年动态 PE 分别是 21.5 和 18.8。略高于市场平均 15.17 和 13.51；但低于农林牧渔的 33.51 和 25.39；也低于食品饮料的 26.66 和 19.45。建议增持。

风险分析—预测的假定条件存在不确定性

公司房地产项目高丽营是否销售取决于价格是否达到公司预期；另外有多少收入确定在 08 年尚不能准确预测；如果房地产业务不能达到预期目标，则对 09 年业绩走向形成不利影响。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

郑绮 食品饮料首席分析师，获两届日用消费品行业最佳分析师称号及《新财富》最佳分析师入围

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010