

09 年业绩或将处于谷底

——顺鑫农业（000860）08 年年报点评

分析师

王萍

☎ (86-755) 83515609

✉ wangp@cgws.com

要点:

- **事件:** 公司08年实现营业收入51.76亿元,同比增长14.47%;净利润2.21亿元,同比增长50.13%;每股收益0.5元,略低于我们的预期;扣除非经常损益,每股收益0.45元。公司拟以08年末股本数为依据,向全体股东每10股派发现金红利1元。
- **引起公司08年净利润大幅增加的主要原因:** 种猪和白酒业务收入大幅增加,分别比07年增长了91.04%和73.33%。另外,公司在08年3月将持有的北京空港科技园区股份有限公司的股票全部出售,获取0.28亿元的投资收益。
- **白酒、猪肉制品和种猪业务为公司带来了将近80%的净利润。**
- **白酒业务:** 牛栏山酒厂白酒产量同比增长101.9%,达到84490吨;实现销售收入100185.91万元,同比增长75.56%;销售均价仅为5.93元/斤,产品档次总体处于低水平。中高档白酒销售量占比稳定在10%左右,但贡献57%的销售额,比07年高出3个百分点。产品的品质和品牌、务实的营销策略和不断扩大的销售网络保证公司白酒产品结构调整战略能够继续实施,销售收入和毛利率就实现双增长。另外,顺鑫宁城为公司贡献净利润517.34万元。
- **猪肉制品业务:** 受到生猪收购紧张、猪肉需求萎缩等因素影响,鹏程食品分公司仅屠宰生猪204万头,比07年减少91万头。通过细分生鲜肉和加大熟食制品产量,公司猪肉制品业务实现303745.75万元,同比增长4.96%,但毛利率却下降2.64个百分点,只有3.15%。下半年,由于生猪供应量逐渐减少、国家可能出手救市等,猪肉价格应该可以企稳,届时公司生猪屠宰业务的盈利能力将会走出低谷。
- **种猪业务:** 小店畜禽良种场抓住了08年上半年的市场时机,全年销售种猪和商品猪6.4万头,同比增长70%;实现销售收入7085.47万元,同比增长86.54%。公司种猪业务取得如此好的成绩虽然具有一定的偶然性,但新增2万头种猪养殖能力也是一个主要原因。考虑到国家加大了对生猪养殖的扶持力度,种猪业务的销售收入应该不会出现明显下滑。

投资评级:谨慎推荐(下调)

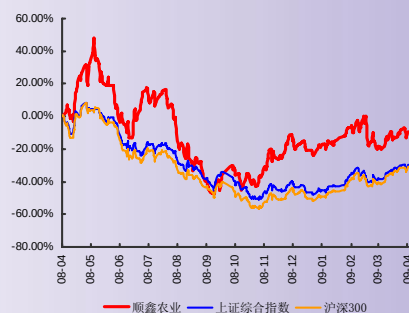
市场数据

总市值(亿元)	57.19
流通市值(亿元)	30.3
总股本(万股)	43854
流通股本(万股)	23238.7727
12个月最高/最低	21.25/7.6
十大流通股(%)	18.45
股东总数	45435

公司盈利预测

单位:万元	2008A	2009E	2010E
营业收入	517552	582868	657419
(+/-%)	14.5%	12.6%	12.8%
净利润	22105	18613	24564
(+/-%)	50.1%	-15.8%	32.0%
摊薄每股收益	0.504	0.424	0.560
PE	25.9	30.7	23.3

股价表现图



相关报告

多元化经营的成功典范,推荐, 09.3.16

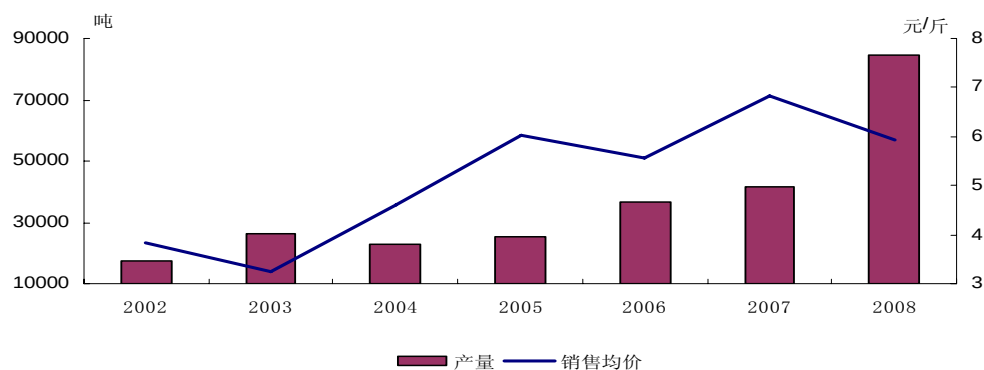
独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。



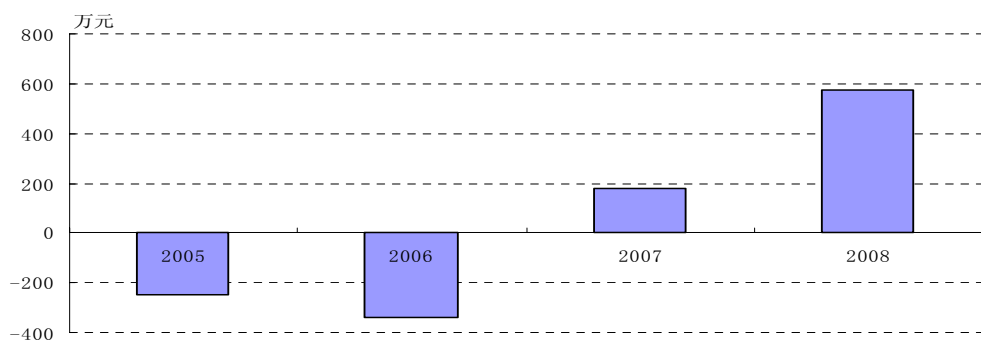
- **盈利预测和投资评级：**由于猪肉价格的持续下跌，09年生猪养殖很难再现08年上半年的热情，公司种猪业务的毛利率下滑到40%以下的可能性很大。经重新测算，公司2009-2011年的EPS为0.424元、0.56元和0.722元，对应于目前股价，PE为30.75倍、23.29倍和18.06倍，股价并没有低估。由于我们没有考虑花博会项目可能带来的业绩提升，因此仅下调公司投资评级为“谨慎推荐”。
- **风险提示：**公司短期借款和长期借款分别较07年增加14亿元和1.6亿元，其他流动负债也由无增加到62948.34万元，主要用于花博会项目以及白酒、建筑工程和房地产等业务的扩张。相应地，公司资产负债率也由08年年初的46.34%增加到年末的63.58%。公司还计划未来5年自筹15亿元的资金，继续加大对主要业务的投资力度，这可能会带来一定的财务风险。

牛栏山酒厂白酒产量和销售均价



数据来源：公司公告

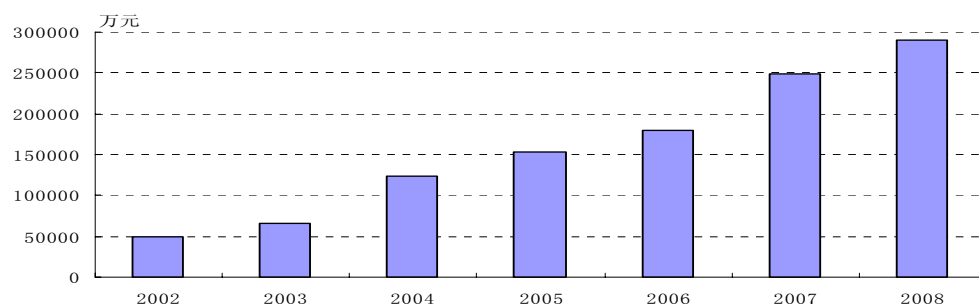
顺鑫宁城净利润



数据来源：公司公告

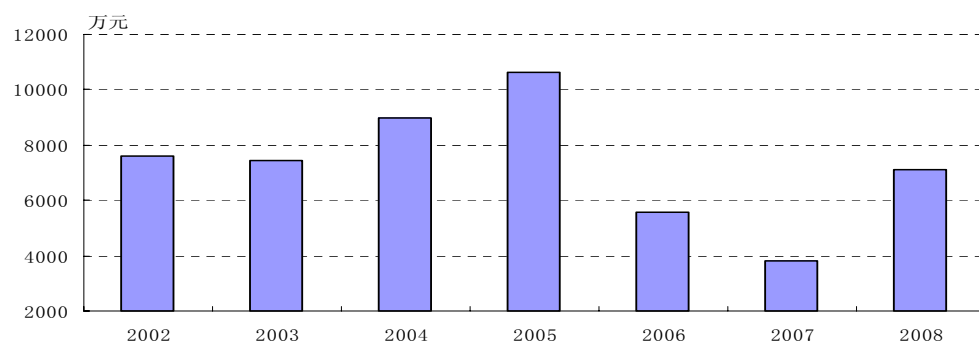


鹏程食品分公司销售收入



数据来源：公司公告

小店畜禽良种场销售收入



数据来源：公司公告



利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	517552	582868	657419	742667	成长性				
营业成本	411385	460343	514555	575822	营业收入增长	14.5%	12.6%	12.8%	13.0%
销售费用	38214	43037	48542	54836	营业成本增长	11.2%	11.9%	11.8%	11.9%
管理费用	18649	21003	23689	26761	营业利润增长	40.8%	-15.4%	32.0%	28.9%
财务费用	4690	14469	16039	18150	利润总额增长	42.7%	-15.8%	32.0%	28.9%
投资净收益	2867	0	0	0	净利润增长	50.1%	-15.8%	32.0%	28.9%
营业利润	30481	25799	34046	43885	盈利能力				
营业外收支	158	0	0	0	毛利率	20.5%	21.0%	21.7%	22.5%
利润总额	30638	25799	34046	43885	销售净利率	4.3%	3.2%	3.7%	4.3%
所得税	6413	5400	7126	9185	ROE	9.2%	7.2%	8.6%	9.9%
少数股东损益	2120	1785	2356	3037	ROIC	6.4%	6.2%	6.7%	7.4%
净利润	22105	18613	24564	31662	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
流动资产	447052	448237	502092	563135	管理费用/营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
货币资金	110787	71740	80915	91408	财务费用/营业收入	0.9%	2.5%	2.4%	2.4%
应收帐款	19757	22250	25096	28351	投资收益/营业利润	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	712	802	905	1022	所得税/利润总额	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
存货	227419	254484	284453	318322	应收帐款周转率	24.64	24.62	24.60	11.51
非流动资产	209863	248959	292249	317381	存货周转率	1.71	1.71	1.71	1.70
固定资产	179432	219614	263991	290210	流动资产周转率	1.16	1.23	1.23	1.28
资产总计	656915	697196	794341	880517	总资产周转率	0.76	0.78	0.79	0.79
流动负债	386658	406540	476766	528242	偿债能力				
短期借款	259900	259900	259900	259900	资产负债率	63.6%	62.8%	63.9%	63.5%
应付款项	32485	36351	40632	45470	流动比率	1.16	1.10	1.05	1.07
非流动负债	31000	31000	31000	31000	速动比率	0.57	0.48	0.46	0.46
长期借款	31000	31000	31000	31000	每股指标（元）				
负债合计	417658	437540	507766	559242	EPS	0.504	0.424	0.560	0.722
股东权益	239257	259656	286575	321275	每股净资产	5.46	5.92	6.53	7.33
股本	43854	43854	43854	43854	每股经营现金流	-1.01	0.27	0.46	0.66
留存收益	184231	202844	227408	259070	每股经营现金/EPS	-2.0	0.6	0.8	0.9
少数股东权益	11172	12957	15314	18351	估值				
负债和权益总计	656915	697196	794341	880517	PE	25.9	30.7	23.3	18.1
现金流量表（万元）					PEG	2.03	1.01	0.81	-
经营活动现金流	-44458	12030	20331	28796	PB	2.4	2.2	2.0	1.8
其中营运资本减少	-84576	-25003	-27728	-31356	EV/EBITDA	21.37	15.24	12.93	10.89
投资活动现金流	-73798	-55729	-64431	-50585	EV/SALES	1.67	1.49	1.40	1.28
其中资本支出	-82071	-55729	-64431	-50585	EV/IC	1.80	1.57	1.46	1.36
融资活动现金流	162533	0	0	0	ROIC/WACC	0.80	0.77	0.83	0.92
净现金总变化	44276	-43699	-44099	-21788	REP	2.26	2.05	1.75	1.49

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润



研究员介绍及承诺:

王萍: 中国科学技术大学经济学硕士，07年加入长城证券，任农业与食品饮料行业分析师。本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>