

顺鑫农业（000860）：静待明年再现高增长

增持（维持）

农业

当前股价：15.38 元

报告日期：2009 年 8 月 14 日

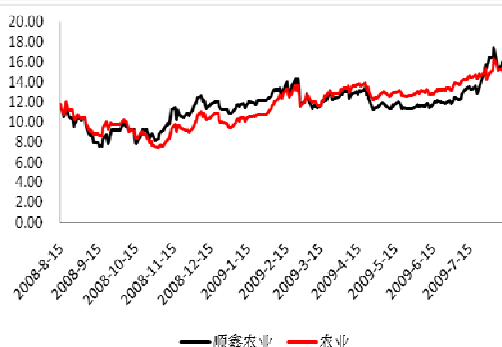
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	4,521	5,176	4,927	6,209
(+/-)	40.86%	14.47%	-4.81%	26.03%
营业利润	216	305	258	410
(+/-)	67.46%	40.79%	-15.33%	58.94%
归属于母公司的净利润	147	221	188	300
(+/-)	50.30%	50.13%	-15.04%	59.51%
每股收益(元)	0.34	0.50	0.43	0.68
市盈率(倍)	46	31	36	23

公司基本情况（2009 年 6 月 30 日止）

总股本/已流通股（万股）	43,854 / 23,239
流通市值（亿元）	35.74
每股净资产（元）	5.28
资产负债率（%）	67.19%

股价表现（近一年）



天相消费品组

联系人一天相农业组

010-66045566-8180 ranll@txsec.com

服务热线 010-66045555

- 2009年中报显示，公司实现营业收入28.84亿元，同比下降1.63%；营业利润1.19亿元，同比下降25.07%；归属于母公司所有者的净利润7799万元，同比下降36.02%；实现基本每股收益0.18元。
- 公司收入同比下滑的原因主要是由于猪肉价格的持续低迷使公司猪肉业务收入减少所致。报告期内，公司猪肉业务收入同比下降20.08%，收入占比约为48%。
- 投资收益下降和期间费用率上升主导净利润降速高于收入降速。净利润降速高于收入的原因主要有：（1）去年同期出售空港股份股权使投资收益达2826万元，而今年无此项，投资收益仅为1.25万元；（2）期间费用率上升3.08个百分点，其中，销售费用率、管理费用率分别上升1.82个百分点、0.94个百分点。
- 资本性支出大幅增加，每股经营现金流录得负数，资产负债率上升。报告期内，公司资本性支出大幅增加，长期借款新增10亿元，其中，花卉物流公司借款9.1亿元用于花博会主体场馆的建设。因资本性支出增加，公司每股经营现金流录得负数（-0.86元）。因借款增加，财务费用同比增长53.94%，资产负债率上升至67.19%。
- 白酒业务符合我们的判断，好于我们的预期。报告期内，公司白酒业务收入同比增长25.19%。我们此前在年报点评中指出：“由于公司白酒业务以中低端酒为主（中低端酒占比90%），而且核心市场在北京（北京市场销售占比为70%），所以公司白酒业务受经济环境恶化的冲击将明显小于其他白酒企业”。白酒业务上半年表现证实了我们的观点，且好于我们认为销量将增长10%的预期。报告期内，白酒业务毛利率提升2.84个百分点，至50.96%，随着高端白酒重拾景气，公司将进一步实施白酒产品升级，毛利率有望进一步提升。我们认为公司白酒业务正处于向上成长阶段，在10万吨产能的支撑下，有望得到持续快速增长。

- **猪肉业务：受累猪肉价格低迷，下半年有望好转。**上半年，生猪和猪肉价格持续下跌，6月初生猪屠宰业务普遍处于盈亏平衡线之下，受行业不景气影响，公司猪肉业务盈利萎缩，毛利率降至2%。在国家收储政策和通胀预期的刺激下，猪肉价格近一个多月连续上涨，此轮生猪及猪肉价格下降周期有望提前在三季度前结束，所以，公司猪肉业务下半年的表现有望好于上半年。
- **建筑工程：享有高毛利率，收入增长稳定。**上半年，建筑工程收入同比增长38.02%，收入占比达10.7%。由于公司建筑工程业务主要为与政府主导水利工程有关的项目，收入增长相对稳定，毛利率高于行业平均水平（15%左右），达30%左右。
- **房地产业务：受益顺义房产“小阳春”，好于预期。**上半年，受益顺义房产价格上升，公司房地产业务收入1.83亿元，同比增长33.51%，明显好于市场的预期。下半年的结算收入主要集中在第四季度，收入结算的弹性将较大。公司今年在顺义站前街又获得两块商业用地，所以明年房地产业务收入有望大幅释放，尤其是今年第四季度的收入结算较低时。
- **2010年业绩有望再实现高增长。**我们维持年报点评中的观点，认为公司2010年的业绩有望再实现高增长，并重申理由：（1）白酒业务处于成长阶段，随着白酒行业回暖，公司将进一步实行白酒产品升级；（2）房地产业务收入将大幅释放；（3）公司今年重磅推出新产品“这样紫啊”，市场反响不错，随着市场占有率的提升，果蔬汁业务明年有望贡献业绩；（4）花卉物流项目明年将贡献业绩。我们暂时预计2010年将贡献净利润5,000万元（公司公告为1亿元）。
- **盈利预测与评级。**鉴于中期白酒和房地产业务的表现好于我们的预期，我们稍微上调公司的盈利预测，上调后预计公司2009-2010年的EPS分别为0.43元（上调0.03元）和0.68元（上调0.02元），以最新收盘价15.38元计算，对应的动态市盈率分别为36X和23X，维持“增持”的评级。
- **风险提示。**（1）公司资产负债率上升可能带来的财务风险；（2）房地产结算收入的弹性对公司业绩会产生影响；（3）花博会项目转做他用，或实际收益低于我们预期的风险。

附表1 顺鑫农业（000860）2009年中期各业务经营情况

	收入（万元）	收入占比	收入增长率	毛利率	毛利率变动
猪肉系列	1,391,523,267.55	48.36%	-20.08%	2.01%	-1.59
白酒系列	771,170,251.38	26.80%	25.19%	50.96%	2.84

建筑工程	307,775,049.43	10.70%	38.02%	30.91%	15.65
房地产	183,206,302.99	6.37%	33.51%	38.07%	-20.47
蔬菜汁	66,843,082.47	2.32%	14.39%	43.99%	11.75
种猪系列	46,384,118.03	1.61%	-0.32%	35.85%	-22.91
食品加工	44,851,015.16	1.56%	0.54%	32.69%	28.64
市场管理	21,451,336.29	0.75%	7.83%	85.02%	-2.88
苗木	11,773,317.95	0.41%	77.77%	63.95%	32.98
广告	10,945,647.00	0.38%	3.97%	16.97%	-1.09
纸业	9,231,177.91	0.32%	128.52%	49.86%	-12.78
种子系列	7,307,466.97	0.25%	33.26%	32.51%	-6.07
蔬菜系列	4,939,802.26	0.17%	-48.25%	16.99%	-24.38

资料来源：天相投资顾问有限公司

附表2 顺鑫农业（000860）盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	452,113	517,552	492,651	620,911
增长率	40.86%	14.47%	-4.81%	26.03%
毛利率(%)	18.14%	20.51%	22.54%	24.11%
减：营业税金及附加	13,055	16,177	15,272	19,248
销售费用	26,376	38,214	46,309	59,607
管理费用	17,534	18,649	18,721	23,595
财务费用	3,319	4,690	4,927	6,209
期间费用率	10.45%	11.89%	14.20%	14.40%
资产减值损失	122	822	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	26	2,867	2	0
营业利润	21,650	30,481	25,808	41,020
增长率(%)	67.46%	40.79%	-15.33%	58.94%
加：营业外收入	112	435	20	20
减：营业外支出	294	278	100	0
利润总额	21,467	30,638	25,728	41,040
增长率(%)	77.46%	42.72%	-16.03%	59.51%
利润率(%)	4.75%	5.92%	5.22%	6.61%
减：所得税费用	4,910	6,413	5,146	8,208
实际税负比率(%)	22.87%	20.93%	20.00%	20.00%
净利润	16,557	24,225	20,583	32,832
归属母公司所有者的净利润	14,724	22,105	18,782	29,959
增长率	50.30%	50.13%	-15.04%	59.51%
净利润率(%)	3.66%	4.68%	4.18%	5.29%
少数股东损益	1,833	2,120	1,801	2,873
总股本（万股）	43,854	43,854	43,854	43,854
每股收益(元)	0.34	0.50	0.43	0.68

每股净资产（元）	4.84	5.2	-	-
净资产收益率（%）	6.94%	9.69%	-	-

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%---(+) 5%
4	减持	(-) 5%---(-) 15%
5	卖出	<(-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100