

中期业绩符合预期，维持“推荐”

——顺鑫农业（000860）2010年半年报点评

要点：

- 上半年，公司实现营业收入34.17亿元，同比增长18.48%；净利润1.58亿元，同比增长103.11%；每股收益0.36元，基本符合预期。分季度来看，由于毛利率较高等，1季度贡献57.68%的营业收入和63.71%的净利润。
- 业绩大幅增长的主要原因在于：一是白酒和房地产的销售收入大幅增长，以及产品结构变化推动白酒的毛利率水平继续提高；二是猪肉和建筑工程的毛利率水平显著提高。
- **白酒：**牛栏山酒厂销售规模扩大、产品结构不断优化（旨在实现6000吨低档白酒向中高档转型的研发中心升级改造项目的用地已经落实）和宁城老窖经营状况改善支撑白酒销售收入增速仍保持30%左右，毛利率仍有提升空间。
- **房地产：**佳宇地产的杨镇三期项目和南海花苑项目今年开始销售，预计可为公司贡献18.26亿元的销售收入，但结算要用2-3年的时间，预计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。
- **猪肉和种猪：**猪价上涨有利于猪肉业务和种猪业务。猪价连续8周上涨，估计与1季度口蹄疫多发，仔猪死亡率较高有关。剔除干扰因素，猪粮比连续24周低于6，其中10周低于5，能繁母猪存栏量持续下降，与上一轮周期起步时的情况较为相似，我们认为猪价可能会反复，但总体上涨趋势确立。
- **果蔬汁：**公司与控股股东进行资产置换，换出牵手股份全部股权，换进四宗国有土地使用权（之前通过租赁进行主营业务经营）。经营果蔬汁业务的牵手股份自2007年以来一直亏损，此次资产置换有利于公司资产质量提高和业绩提升。
- **租赁：**花博会项目改造工作已结束，该项目和国际商务中心今年应该投入经营。
- 预计公司2010、2011年EPS为0.75元和1.14元，同比增长104.01%和52.61%，对应PE为24.68X和16.17X。最新收盘价仅比增发价高12.3%，难有吸引力，因此释放业绩动力较强，维持公司“推荐”投资评级。

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。

分析师

王萍

☎ (86-755) 83515609

✉ wangp@cgws.com

执业证书编号：s1070209040318

投资评级：推荐（维持）

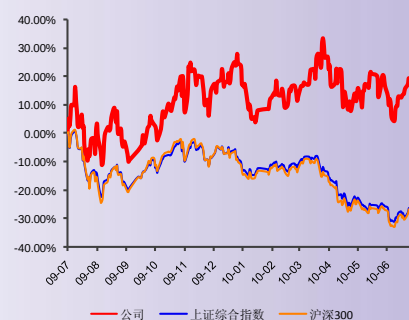
市场数据

总市值（亿元）	80.87
流通市值（亿元）	42.86
总股本（万股）	43854
流通股本（万股）	23240.83
12个月最高/最低（元）	19.91/13.28
十大流通股（%）	13.86
股东总数	30527

公司盈利预测

单位：万元	2009A	2010E	2011E
营业收入	608711	701844	821177
(+/-%)	17.61%	15.30%	17.00%
净利润	16061	32766	50005
(+/-%)	-27.34%	104.01%	52.61%
摊薄每股收益	0.37	0.75	1.14
PE	50.35	24.68	16.17

股价表现图



相关报告

业绩进入高速增长期，推荐，10.3.2

表 1: 佳宇地产项目情况

名称	位置	土地面积 (m ²)	建设用地面积 (m ²)	地价 (万元)	平均地价 (元/m ²)	建筑面积 (m ²)	土地性质	备注
顺鑫花语	北京市顺义区高丽营镇	47661.9		25400	5329.2	71492.85	住宅用地	容积率为 1.5
杨镇三期	北京市顺义区杨镇一街东侧, 毗邻顺鑫澜庭一、二期	67031.1		16100	2401.87	107249.76	住宅用地	容积率为 1.6
南海花苑	内蒙古自治区包头市	231374.83		15470.5	668.63	141138.65	住宅用地	容积率为 0.61
	北京市顺义区站前街北侧	25785.3	21757.4	19835.834			商住用地	储备地块
	北京市顺义区站前街	20105.4		15050	7485.55		商住用地	储备地块

数据来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 5: 物业出租项目情况

位置	土地面积 (m ²)	建设用地面积 (m ²)	地价 (万元)	平均地价 (元/m ²)	总投资额	建筑面积 (m ²)	土地 性质	备注
佳宇地产时尚购物广场分公司								
国际商务中心	北京市顺义区 站前街	32785.7			36771.7182 万元	66834.23, 其中地上 47000	商住 用地	罚没资产, 可作办公或商业出租, 其中主楼地上 14 层(10-14 层留作公司办公使用), 地下 3 层; 裙楼地上 5 层。
茂峰花卉								
花博会	北京市顺义区 后沙峪镇	138216	113395	1005	约 16 亿元	169920, 其中主场馆 99570, 物流中心 62850, 交易中心 7500	公共 设施 用地	主场馆地上 6 层, 1、2 层可作展览使用, 3-6 层可作办公或商业出租
	北京市顺义区 后沙峪镇	107805.4	89236.8	40500			公共 设施 用地	储备地块

数据来源: 公司公告, 长城证券研究所



利润表(万元)	2009A	2010E	2011E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E
营业收入	608711	701844	821177	成长性			
营业成本	483282	515387	583084	营业收入增长	17.61%	15.30%	17.00%
销售费用	48497	59657	73906	营业成本增长	17.48%	6.64%	13.14%
管理费用	25973	29477	35039	营业利润增长	-19.62%	104.11%	52.61%
财务费用	4214	21076	22130	利润总额增长	-20.00%	104.01%	52.61%
投资净收益	121	0	0	净利润增长	-27.34%	104.01%	52.61%
营业利润	24499	50005	76313	盈利能力			
营业外收支	12	0	0	毛利率	20.61%	26.57%	28.99%
利润总额	24511	50005	76313	销售净利率	2.64%	4.67%	6.09%
所得税	6173	12594	19220	ROE	6.31%	11.22%	14.33%
少数股东损益	2277	4644	7088	ROIC	3.71%	7.75%	9.74%
净利润	16061	32766	50005	营运效率			
资产负债表(万元)				销售费用/营业收入	7.97%	8.50%	9.00%
流动资产	466633	507411	579098	管理费用/营业收入	4.27%	4.20%	4.27%
货币资金	82195	94770	110884	财务费用/营业收入	0.69%	3.00%	2.69%
应收帐款	24908	28719	33602	投资收益/营业利润	0.49%	0.00%	0.00%
应收票据	1833	2114	2473	所得税/利润总额	25.19%	25.19%	25.19%
存货	232340	247774	280320	应收帐款周转率	22.70	22.52	22.55
非流动资产	336007	374997	396328	存货周转率	2.01	1.95	1.95
固定资产	290606	331604	354942	流动资产周转率	1.25	1.29	1.32
资产总计	802640	882408	975426	总资产周转率	0.72	0.76	0.80
流动负债	449767	492125	528050	偿债能力			
短期借款	302488	302488	302488	资产负债率	68.28%	66.91%	64.21%
应付款项	39326	41939	47448	流动比率	1.04	1.03	1.10
非流动负债	98300	98300	98300	速动比率	0.52	0.53	0.57
长期借款	98300	98300	98300	每股指标(元)			
负债合计	548067	590425	626350	EPS	0.37	0.75	1.14
股东权益	254573	291983	349076	每股净资产	5.81	6.66	7.96
股本	43854	43854	43854	每股经营现金流	0.31	1.07	1.23
留存收益	195925	228691	278696	每股经营现金/EPS	0.86	1.43	1.08
少数股东权益	14794	19438	26526	估值			
负债和权益总计	802640	882408	975426	PE	50.35	24.68	16.17
现金流量表(万元)				PEG	0.66	0.47	-
经营活动现金流	13753	46890	53861	PB	3.18	2.77	2.32
其中营运资本减少	-27652	-16770	-33877	EV/EBITDA	32.62	12.74	9.72
投资活动现金流	-118394	-65240	-51976	EV/SALES	1.99	1.77	1.53
其中资本支出	-118601	-65240	-51976	EV/IC	1.86	1.72	1.58
融资活动现金流	76049	0	0	ROIC/WACC	0.49	1.02	1.28
净现金总变化	-28592	-18350	1885	REP	3.80	1.69	1.23

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, 08年任农业行业分析师。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。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。