

毛利率全面提升 酒肉房建是重点

——顺鑫农业（000860）2010 中报点评

2010 年 7 月 27 日

推荐/维持

顺鑫农业

财报点评

银国宏

S1480207120048

联系人：王昕

农林牧渔行业分析师 010-66507312 MSN: wangxin200810@hotmail.com

事件：

7 月 27 日公司公布 2010 年中报：2010 年 1-6 月公司营业收入、营业利润和净利润分别为 34.17 亿元、2.16 亿元和 1.58 亿元，同比增长 18.48%、81.47%和 103.11%，净资产收益率 6.21%，每股收益 0.36 元。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	1035.30	1489.58	1394.11	1645.29	1558.13	1970.62	1445.90
增长率（%）	-6.95%	-6.78%	4.55%	36.10%	50.50%	32.29%	3.71%
毛利率（%）	25.60%	24.02%	19.70%	20.28%	18.49%	28.10%	24.88%
期间费用率（%）	14.49%	16.08%	12.88%	11.68%	11.27%	16.65%	15.23%
营业利润率（%）	6.45%	4.40%	3.82%	4.22%	3.64%	6.81%	5.64%
净利润（百万元）	45.36	57.67	33.73	57.92	34.07	106.91	61.97
增长率（%）	-11.17%	-39.46%	-4.86%	-12.49%	-24.89%	85.40%	83.72%
每股盈利（季度，元）	0.094	0.111	0.067	0.121	0.068	0.230	0.131
资产负债率（%）	63.58%	67.25%	65.42%	67.18%	68.28%	69.05%	69.61%
净资产收益率（%）	1.90%	2.35%	1.38%	2.32%	1.34%	3.99%	2.30%
总资产收益率（%）	0.69%	0.77%	0.48%	0.76%	0.42%	1.24%	0.70%

评论：

积极因素：

- 白酒继续保持盈利最大来源，10年上半年白酒收入和利润占比分别为36.8%和71%，毛利率54.38%，较09年的50.96%提升了3.42个百分点。上半年白酒收入同比增长33.72%，重点地区销量增长迅速，中高端酒销量提升，带来整体毛利率增长，实现利润5.61亿元较去年同期增长42.7%。
- 毛利率提升下猪肉系列利润增长126.26%。10年上半年公司肉制品实现收入13.99亿元、利润0.63亿元，分别较去年增长0.54%和126.26%；利润的大幅增长主要来自毛利率的提升，由09年中的2.01%提高到10年中的4.51%，我们认为主要是上半年生猪价格下跌较多，而猪价相对跌幅较小，差别降幅提高了公司猪肉系列毛利率。
- 种猪量价齐升。种猪自07年来一直处在上涨周期中，今年上半年其营业收入和利润分别为50.75百万元和22.43百万元，同比增长了9.42%和34.94%，毛利率从35.85%提升至44.21%。目前国内种猪尚未形成品牌，

公司小店种猪品质优秀具有先发优势，我们认为种猪业务将是公司未来的重点之一，而增发也主要扶持了优质种猪繁育和规模化养殖。

- 房地产和建筑工程业务顺利进行。上半年公司房地产结算价格略超预期，总收入和利润分别为4.5亿和0.7亿，同比增长145.75%和94.37%，毛利率由有所下降（09年中38.07%，10年中30.11%）；建筑工程先后中标14个项目，收入和利润分别为3.2亿和1.44亿，同比分别增长4.09%和50.88%，毛利率由30.91%大幅增长至44.81%。

消极因素：

- 三项费用增速高。公司上半年销售费用、管理费用和财务费用分别为3.67亿元、1.51亿元和0.29亿元，较去年的2.72亿元、1.21亿元和0.26亿元分别增长34.9%、24.8%和11.5%，主要是因为公司加大了产品的营销力度，使得促销费、广告费、业务费、销售服务费四项费用比去年同期增加 8,958.43 万元。

业务展望：

公司在“近占远养”的市场开发策略下，围绕“一城、两洲、三区”的市场布局，未来将进一步加强渠道开发和产品结构调整，提高中高端产品的市场占有率，同时下半年节假日较多且在季节因素下，白酒消费量将逐渐增加。目前全国生猪出场价约12.23元/公斤，较4月低点9.68元/公斤已增长26.34%；猪肉价格从10.82元/斤增长为11.76元/斤，增幅为8.69%，我们预计下半年猪价上涨是大概率事件，公司肉制品和种猪业务皆将有受益。上半年公司房地产销售单价略超预期，下半年在国家政策调控下销售情况暂不明朗。公司前期将所持顺鑫牵手90%股权与集团拥有的4宗国有土地使用权进行置换，表明公司做大做强主业的决心，我们预计未来公司将围绕白酒、肉制品与种猪、房地产和建筑工程三大块，开展大农业化多链条模式，以北京市场为基础，拓宽外省和国际消费渠道。

盈利预测与投资建议

鉴于下半年酒类消费旺季即将到来，猪肉价格也已开始上涨，我们看好公司的主要业务，预计2010和2011年EPS分别为0.76元和0.95元，对应的PE为24倍和20倍，维持推荐评级。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5175.52	6087.11	7540.44	9397.44
(+/-)%	14.47%	17.61%	23.88%	24.63%
经营利润（EBIT）	304.81	244.99	392.75	486.50
(+/-)%	40.79%	-19.62%	60.31%	23.87%
净利润	221.05	160.61	334.29	416.21
(+/-)%	50.13%	-27.34%	108.14%	24.50%
每股净收益（元）	0.50	0.37	0.76	0.95

资料来源：东兴证券

分析师简介

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。