

方正证券研究所证券研究报告

分析师：陈光尧

执业证书编号：S1220511020005

TEL: 010-68582893

E-mail: chenguangyao@foundersc.com

农业食品行业分析师：张保平

执业证书编号：S1220511030002

TEL: 010-68582807

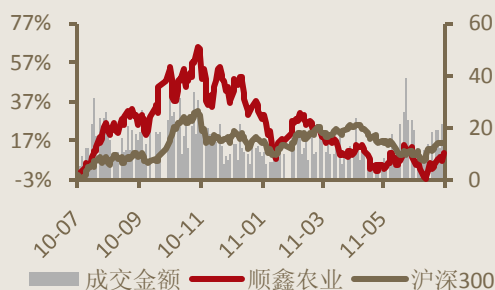
E-mail: Zhangbaoping@foundersc.com

联系人：汪庭满

TEL: 010-68582897

Email: wangtingman@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	6268.40	7271.35	8580.19	10296.22
(+/-)	2.98%	16.00%	18.00%	20.00%
净利润	265.35	415.51	503.23	589.62
(+/-)	65.21%	56.59%	21.11%	17.17%
EPS (元)	0.61	0.95	1.15	1.34
P/E	23.93	22.53	18.61	15.88

相关研究

1 业绩预增 50-100%，保持快速增长

2 业绩稳定 白酒攀升

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

顺鑫农业(000860)

公司调研简报
2011.07.11 增持

农业综合 II 行业

投资要点

※ 肉制品加工、屠宰业务稳定增长

肉制品是公司的主营业务，国内销量排名第四，2010 年占公司收入 43.5%，控股鹏程食品从事生猪屠宰与肉制品加工业务，在北京市场占有率第一的生猪屠宰龙头企业，商务部《全国生猪屠宰行业发展规划纲要(2010-2015)》淘汰落后产能(到 2013、2015 分别淘汰落后产能 30%、50%，大城市和发达地区达到 80%)，公司屠宰和肉制品加工业务规模大，技术先进，这些政策都对公司发展壮大极为有利，预计未来几年公司屠宰和肉制品业务仍将保持相对稳健的增长。

※ 白酒业务优化结构，提升利润空间

2010 年白酒业务贡献利润占比 72.6%，公司经过多年经营开拓，依托区域优势，牛栏山酒建立良好品牌知名度，在北京区域销量和销售额均位列第一。公司控股宁城老窖处于恢复期，基于内蒙广阔的白酒消费市场，公司实施“全蒙战略”，预计未来五年销售收入达到 10 个亿。公司计划将产品结构向中高端调整，我们认为 2011 年公司中高端白酒的销量会有较大幅度增长，带动白酒整体毛利率提升，将成为下一个利润增长点。

※ 种猪业务是新看点

公司种猪规模市场第一，受益生猪行业高景气(1-5 月份猪肉价格涨幅约 50%，生猪养殖盈利形势良好，带动种猪需求)，我们预计下半年猪肉价格将维持高位运行，公司的养殖业务将获得较好收益。公司种猪业务利润稳定，在生猪价格快速上涨的背景下，养殖户的补栏积极性提高，公司种猪业务收入会有较大幅度提升，有助于提升整体毛利率水平，同时公司有意进一步扩大种猪规模，享受规模效应带来的收益。

※ 地产建筑业务受调控影响较小

公司地产、建筑业务主要集中在顺义区，紧随国家推进“新农村建设”、“城乡一体化”的发展机遇，结合顺义区功能定位的优势，受地产调控政策影响较小。

※ 投资建议

公司肉制品业务增长稳定，白酒业务推进产品结构升级、种猪业务规模扩大是未来看点。鉴于养殖业高景气 and 下半年是白酒传统消费旺季，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.95、1.15、1.34 元，我们认为目前公司各项业务增长稳健，股价被严重低估，按照 PS 估值结合同行上市公司，白酒给 3 倍，肉品屠宰业务 1 倍，种猪业务 5 倍，目标价 24.8 元，维持“增持”投资评级。

※ 风险提示：生猪价格变动风险、房地产政策变动风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4959.93	5423.86	7038.32	7911.51	经营活动现金流	1109.65	-585.60	465.49	-231.09
现金	1205.48	1312.24	1452.36	1860.35	净利润	281.80	456.62	553.51	640.72
应收账款	155.55	335.90	250.24	437.31	折旧摊销	135.30	171.89	199.07	237.10
其它应收款	44.47	100.19	51.48	119.32	财务费用	34.26	51.99	55.88	65.65
预付账款	1037.41	1001.31	1739.96	1517.77	投资损失	0.00	-9.96	-3.72	-4.56
存货	2488.86	2674.22	3504.92	3967.31	营运资金变动	658.29	-1255.78	-339.49	-1169.97
其他	28.16	0.00	39.35	9.44	其它	0.00	-0.36	0.24	-0.04
非流动资产	4969.45	5284.10	5898.54	6770.52	投资活动现金流	-1744.67	-476.23	-810.03	-1104.48
长期投资	34.15	34.15	34.15	34.15	资本支出	1517.02	380.88	601.08	858.81
固定资产	3399.41	3690.59	4116.34	4749.37	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	975.01	1042.64	1153.63	1328.09	其他	-227.65	-95.35	-208.95	-245.67
其他	560.87	516.72	594.42	658.91	筹资活动现金流	1044.03	-1390.57	-22.33	-102.65
资产总计	9929.37	10707.96	12936.86	14682.03	短期借款	1137.33	-900.18	221.01	152.72
流动负债	6253.36	6803.97	8691.88	10024.08	长期借款	-103.00	-119.01	-90.00	-63.18
短期借款	4162.21	5821.19	6549.19	8548.11	其他	9.69	-371.38	-153.34	-192.19
应付账款	640.20	0.00	749.41	190.02	现金净增加额	409.00	-2452.40	-366.87	-1438.22
其他	1450.95	982.79	1393.28	1285.95					
非流动负债	880.00	760.99	670.99	607.81	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	880.00	760.99	670.99	607.81	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	2.98%	16.00%	18.00%	20.00%
负债合计	7133.36	7564.96	9362.87	10631.89	营业利润	38.88%	70.45%	21.63%	14.07%
少数股东权益	138.92	180.03	230.32	281.42	归属母公司净利润	65.21%	56.59%	21.11%	17.17%
归属母公司股东权益	2657.09	2962.97	3343.67	3768.72	获利能力				
负债和股东权益	9929.37	10707.96	12936.86	14682.03	毛利率	25.13%	25.00%	26.00%	26.00%
					净利率	4.50%	6.28%	6.45%	6.22%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	10.08%	14.53%	15.49%	15.82%
营业收入	6268.40	7271.35	8580.19	10296.22	ROIC	3.48%	4.69%	5.14%	4.86%
营业成本	4692.97	5453.51	6349.34	7619.21	偿债能力				
营业税金及附加	290.81	278.83	349.30	430.56	资产负债率	71.84%	70.65%	72.37%	72.41%
营业费用	533.94	578.53	699.04	845.02	净负债比率	76.29%	89.52%	79.41%	88.50%
管理费用	375.04	335.77	425.22	533.91	流动比率	0.79	0.80	0.81	0.79
财务费用	34.26	51.99	55.88	65.65	速动比率	0.40	0.40	0.41	0.39
资产减值损失	1.14	2.73	-0.25	1.81	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.70	0.70	0.73	0.75
投资净收益	0.00	9.96	3.72	4.56	应收帐款周转率	30.98	29.59	29.28	29.95
营业利润	340.24	579.94	705.38	804.62	应付帐款周转率	9.19	22.52	16.94	16.22
营业外收入	8.61	5.04	5.27	6.31	每股指标(元)				
营业外支出	1.53	2.12	1.90	1.85	每股收益	0.61	0.95	1.15	1.34
利润总额	347.32	582.87	708.75	809.08	每股经营现金	2.53	-1.34	1.06	-0.53
所得税	65.51	126.25	155.24	168.36	每股净资产	6.06	6.76	7.62	8.59
净利润	281.80	456.62	553.51	640.72	估值比率				
少数股东损益	16.46	41.11	50.29	51.10	P/E	23.93	22.53	18.61	15.88
归属母公司净利润	265.35	415.51	503.23	589.62	P/B	2.39	3.16	2.80	2.48
EBITDA	482.61	754.76	907.82	1046.19	EV/EBITDA	22.22	19.88	17.16	16.43
EPS (元)	0.61	0.95	1.15	1.34					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com