

增持 维持

顺鑫农业 (000860)

2011 年 8 月 1 日

## 未来增长仍主看白酒

农林牧渔行业首席分析师: 丁 频  
SAC 执业证书编号: S0850203100085  
dingpin@htsec.com  
021-23219405  
联系人: 夏 木  
xiam@htsec.com  
021-23219748

7 月 29 日收盘价: 18.84 元 目标价: 21.00 元

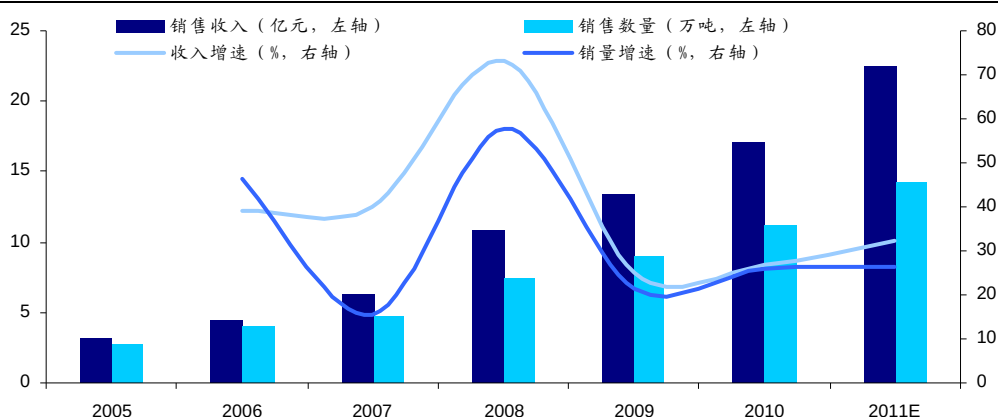
事件: 顺鑫农业发布 2011 年半年报

公司 2011 年上半年实现主营业务收入 36.99 亿元, 同比增长 8.26%; 实现营业利润 3.18 亿元, 同比增长 47.47%; 实现净利润 2.74 亿元, 同比增长 73.08%; 扣除非经常性损益后的净利润同比减少 18.37%, 每股收益 0.63 元。我们预计公司 2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.92 元和 0.86 元, 维持增持评级, 给予 24 倍市盈率, 目标价 21 元。

点评: 业绩表现主要源于白酒业务的稳步增长和出售顺鑫茂峰股权所带来的丰厚一次性收益。

**1. 白酒业务依然是公司未来增长的有力保证。**白酒业务依然是公司毛利率最高、最具竞争力的主营业务, 公司上半年实现白酒业务收入 13.56 亿元, 同比增长 31.47%, 2011 年第一季度牛栏山酒厂产量位居全国重点白酒企业第 3 位, 我们预计销量在 8.6 万吨左右。牛栏山酒厂出品的白酒在北京地区已形成较强的品牌效应和客户粘性。与此同时, 公司不断优化市场布局, 深入完善“一城、两洲、三区”的销售格局, 精耕细作重点亿元市场, 加速渗透全国市场。具体而言: 1) 继续优化产品结构, 稳步推进中高端产品发展战略。公司新推出“百年红”系列产品, 通过线上线下推广, 营造消费气氛, 实现了其作为婚宴用酒、礼品用酒的强势介入; 继续强化中高端产品的市场开发与推广, 提升企业盈利能力; 2) 研发新产品 8 个品类, 主打商务、婚宴等细分市场, 成为增强企业市场竞争力的重要基础; 3) 为扩大生产规模, 启动牛栏山酒厂升级改造工程, 将建设中国二锅头生态园。我们预计公司全年白酒销量将保持 25%-30% 左右的稳定增长, 从上半年情况来看, 公司白酒毛利率并未因结构调整而出现上扬 (其中自然有原材料价格上涨的桎梏), 我们预计未来随着公司中高端酒占比的逐步增加, 吨酒价格和毛利将有所提升。

图 1 顺鑫农业白酒产量与收入



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

**2. 转让控股子公司“顺鑫茂峰”为公司带来丰厚的一次性收益。**公司报告期内向金盛置业转让顺鑫茂峰 60% 的股权, 股权转让价款为 15029.652 万元, 向顺鑫集团转让顺鑫茂峰 40% 的股权, 股权转让价款为 10019.768 万元。此次交易使公司收回原对顺鑫茂峰的投资, 并消除了对公司的资金占用。同时, 转让价款和股权账面成本之间的差额将计入公司损益, 根据披露数据, 转让为公司带来一次性收益 15166 万元, 折合每股收益约 0.34 元。

**3. 猪肉产业盈利总量变化不大。**公司猪肉产业大体分为种猪业务和生猪屠宰和肉制品加工业务。2011 年上半年国内能繁母猪与仔猪价格直线飙升, 公司种猪业务收入同比大幅增长 57%, 种猪业务的盈利大幅增长。但公司屠宰和肉制品加工业务也因此原材料涨幅过快、以及生猪供应量的减少而依然处于微利状态: 营收同比增长 9%, 毛利微降 0.3 个百分点。总体来看, 公司猪肉产业与上年同期相比, 盈利总量变化不大。作为公司收入最大的主营业务, 屠宰与肉制品加工的利润率不高, 主要依靠量的稳定增长, 从目前情况来看, 这一状况短期内仍将维持。未来公司将进一步完善“种猪繁育—生猪屠宰—肉食品加工”的产业链, 积极调整产品结构的, 不断扩宽赢利渠道(2011 年 4 月初, 公司参加了商务部组织的 2011 年度第一次国家储备肉招标工作, 并成功中标 4300 吨), 并努力拓展熟食业务。

**4. 房地产业务受调控影响出现下滑。**公司上半年房地产业务受到国家调控政策影响明显, 杨镇(朗郡三期)和包头(南海花园)两个主要区域的房产销售速度较慢, 报告期内共实现收入 2.16 个亿, 同比大幅下滑 52%, 我们预计下半年销售进度和贡献利润的程度仍将受制于相关政策的左右。

**5. 盈利预测及投资建议。**我们预计公司全年白酒业务稳定增长, 肉制品加工业务微利, 房地产业务同比下滑, 综合预计公司 2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.92 元和 0.86 元, 维持增持评级, 给予 24 倍市盈率, 目标价 21 元。

**6. 风险提示。**生猪价格变动风险, 房地产调控政策的不确定性。

**表 1 顺鑫农业主营业务收入预测明细**

| 白酒业务       | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|------------|------|------|-------|-------|
| 销售量(万吨)    | 9    | 11   | 14    | 18    |
| 吨酒价格(元/千克) | 15   | 15   | 16    | 16    |
| 业务收入(百万元)  | 1340 | 1699 | 2289  | 2833  |
| 业务成本(百万元)  | 643  | 767  | 1044  | 1261  |
| 毛利率(%)     | 52   | 55   | 54    | 56    |
| 生猪屠宰业务     |      |      |       |       |
| 销售量(万吨)    | 23   | 22   | 21    | 22    |
| 单位价格(元/千克) | 12   | 12   | 15    | 12    |
| 业务收入(百万元)  | 2713 | 2580 | 3045  | 2646  |
| 业务成本(百万元)  | 2656 | 2463 | 2909  | 2531  |
| 毛利率(%)     | 2    | 4    | 4     | 4     |
| 熟食业务       |      |      |       |       |
| 销售量(万吨)    | 0.8  | 0.8  | 0.8   | 1.0   |
| 单位价格(元/千克) | 1.6  | 1.8  | 23.0  | 19.0  |
| 业务收入(百万元)  | 130  | 150  | 184   | 190   |
| 业务成本(百万元)  | 114  | 134  | 163   | 169   |
| 毛利率(%)     | 12   | 11   | 12    | 11    |
| 种猪繁育业务     |      |      |       |       |
| 销售量(万头)    | 11   | 11   | 12    | 13    |
| 单位价格(元/头)  | 1066 | 981  | 1350  | 1070  |
| 业务收入(百万元)  | 120  | 108  | 155   | 135   |
| 业务成本(百万元)  | 67   | 69   | 90    | 81    |
| 毛利率(%)     | 44   | 36   | 42    | 40    |
| 房地产业务      |      |      |       |       |
| 业务收入       | 744  | 673  | 500   | 563   |
| 业务成本       | 560  | 440  | 310   | 360   |
| 毛利率(%)     | 25   | 34   | 38    | 36    |
| 水利建筑工程     |      |      |       |       |
| 业务收入(百万元)  | 675  | 783  | 850   | 952   |
| 业务成本(百万元)  | 593  | 684  | 740   | 833   |
| 毛利率(%)     | 12   | 13   | 13    | 13    |

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

表 2 顺鑫农业利润表预测（百万元）

|            | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|------------|------|------|-------|-------|
| 营业收入       | 6087 | 6268 | 7024  | 7312  |
| YoY(%)     | n/a  | 3    | 12    | 4     |
| 减：营业成本     | 4833 | 4692 | 5256  | 5229  |
| 毛利         | 1254 | 1576 | 1768  | 2083  |
| 毛利率（%）     | 21   | 25   | 25    | 28    |
| 主营业务税金及附加  | 228  | 291  | 310   | 349   |
| 营业费用（销售费用） | 485  | 534  | 609   | 651   |
| 管理费用       | 260  | 375  | 459   | 537   |
| 财务费用       | 42   | 34   | 40    | 45    |
| 资产减值损失     | -4   | 1    | 0     | 0     |
| 加：公允价值变动收益 | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 投资收益       | 1    | 0    | 151   | 0     |
| 营业利润       | 245  | 340  | 501   | 501   |
| 营业外收支      | 0    | 7    | 0     | 0     |
| 利润总额       | 245  | 347  | 501   | 501   |
| 减：所得税      | 62   | 66   | 72    | 75    |
| 减：少数股东损益   | 23   | 16   | 25    | 47    |
| 归属于母公司净利润  | 161  | 265  | 404   | 379   |
| EPS（元）     | 0.37 | 0.61 | 0.92  | 0.86  |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

#### 相关研究：

|                             |          |
|-----------------------------|----------|
| 2010 年报点评：白酒盈利能力增强，猪肉销售毛利提升 | 20110228 |
| 2011 年季报点评：主营业务稳中趋缓         | 20110425 |
| 公告点评：转让控股子公司将一次性增厚业绩        | 20110602 |

## 信息披露

### 分析师声明

丁频：农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、国投中鲁、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

### 投资评级说明

#### 1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

| 类别     | 评级 | 说明                         |
|--------|----|----------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上；           |
|        | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；      |
|        | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；       |
|        | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；      |
|        | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。            |
| 行业投资评级 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；       |
|        | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间； |
|        | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。       |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。