

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

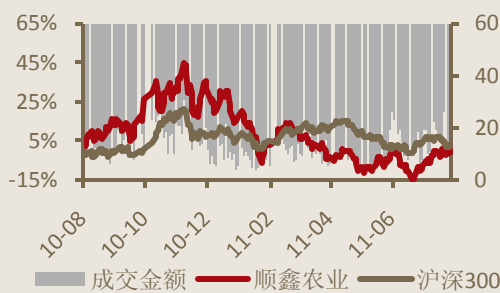
E-mail: zhangbaoping@foundersc.com

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	7800.00	8761.00	9873.00
(+/-)	2.98%	24.43%	12.32%	12.69%
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 主营业务稳健发展，价值被低估
- 2 业绩预增 50-100%，保持快速增长
- 3 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)

公司财报点评

2011.08.02 增持

农业综合 II 行业

事件

2011 年中报：主营业务收入 36.99 亿元，同比增长 8.26%；营业利润 3.18 亿元，同比增长 47.47%；净利润 2.74 亿元，同比增长 73.08%。扣除 1.5 亿元投资净收益后净利润为 1.29 亿，同比下滑 18.37%。

点评

※肉类加工、屠宰业务稳定成长

报告期内肉类加工、屠宰业务实现收入 15.25 亿，同比上升 9.02%，受制于生猪价格上涨，此项业务毛利率与去年基本持平。公司发挥“种猪繁育—商品猪养殖—生猪屠宰—肉制品加工”完整产业链的优势，在确保食品安全的重要前提下，增强生鲜精加工业务、熟食制品业务的赢利能力，确保了肉食品产业的平稳发展。

※高毛利白酒业务保持快速成长

白酒收入 13.56 亿，同比增长 31.47%，毛利率为 52.5%。牛栏山酒厂 2011 年一季度产量位居全国重点白酒企业第 3 位，依托北京区域和品牌优势，在北京销量和销售额均位列第一，继续优化市场布局和中高端产品比例支撑快速成长。控股宁城老窖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。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。

※种猪业务继续扩大规模，下半年有望贡献超额利润

公司种猪规模市场第一，受益生猪行业高景气，生猪养殖盈利形势良好，养殖户的补栏积极性提高带动种猪需求，我们预计下半年猪肉价格将维持高位震荡运行，公司的养殖业务将获得较好收益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，同时公司增资养殖场加大规模养殖基地建设力度，享受规模效应带来的收益。

※转变思路积极应对地产调控政策

公司转变思路，加大商业地产的开发力度并且积极参与社会保障性住房的建设，由于公司地产建筑业务主要集中在顺义区，紧随“新农村建设”、“城乡一体化”的发展机遇，降低调控政策对房地产业的影响。

※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。鉴于养殖业高景气和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。

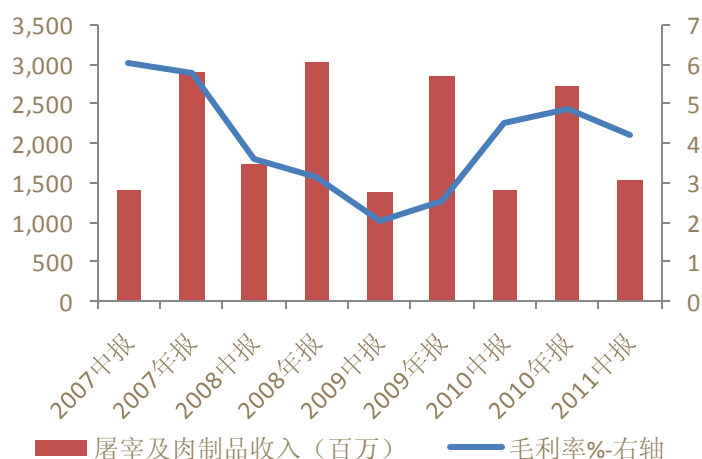
※ 风险提示：生猪价格变动风险、房地产政策变动风险。

一、屠宰与肉制品业务成长稳定，行业向好

肉制品是公司的主营业务，国内销量排名第四，控股鹏程食品从事生猪屠宰与肉制品加工业务，是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。

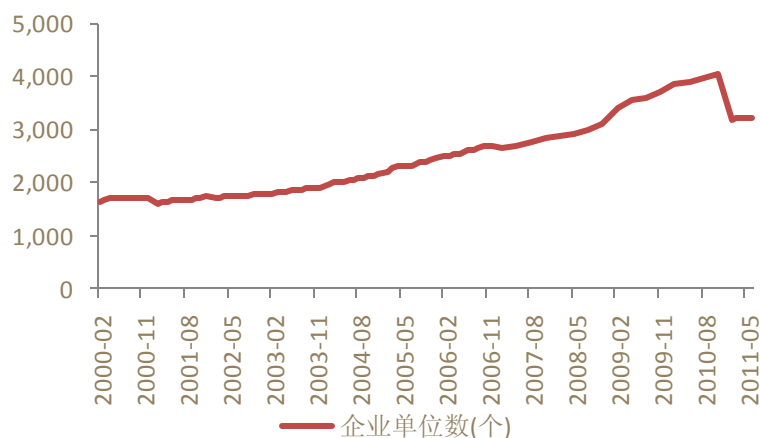
公司积极拓展盈利通道，公司 2011 年 4 月参加商务部组织 2011 年度第一次国家储备肉招标工作，并成功中标 4300 吨。

图表 1 公司屠宰与肉制品收入稳定，毛利率走出低谷上行



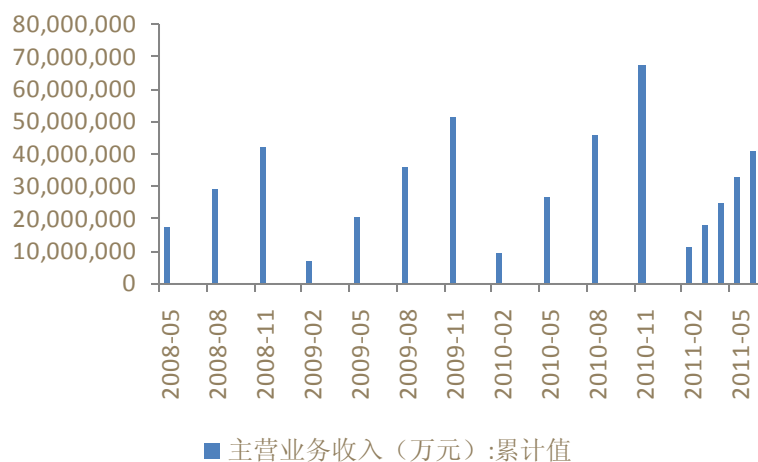
资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 2 全国屠宰企业数量受政策影响开始下降



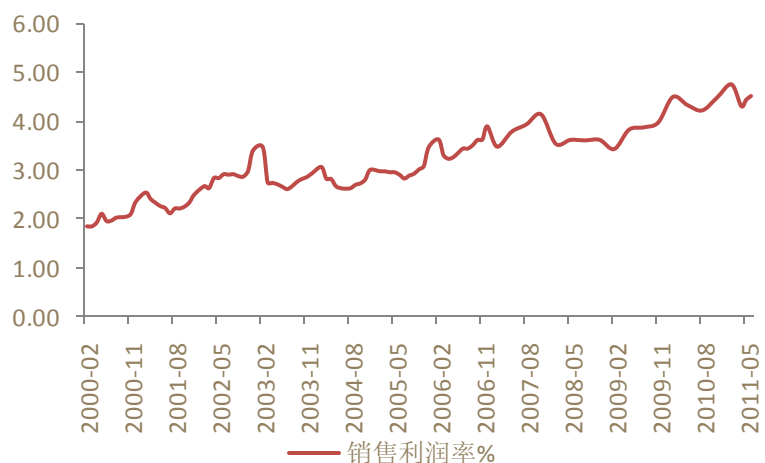
资料来源：wind 方正证券研究所

图表 3 全国屠宰及肉制品加工行业收入保持 20% 左右



资料来源: 统计局 方正证券研究所

图表 4 全国屠宰与肉制品加工行业销售利润率持续上升

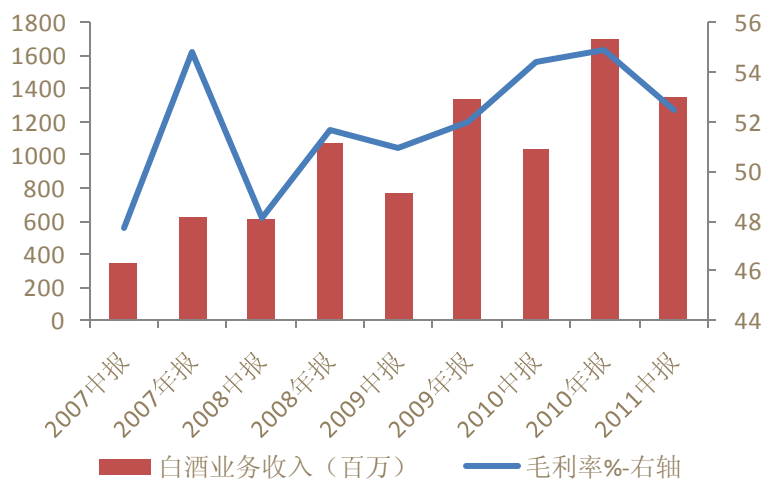


资料来源: 统计局 方正证券研究所

二、白酒业务快速成长，未来利润主要贡献点

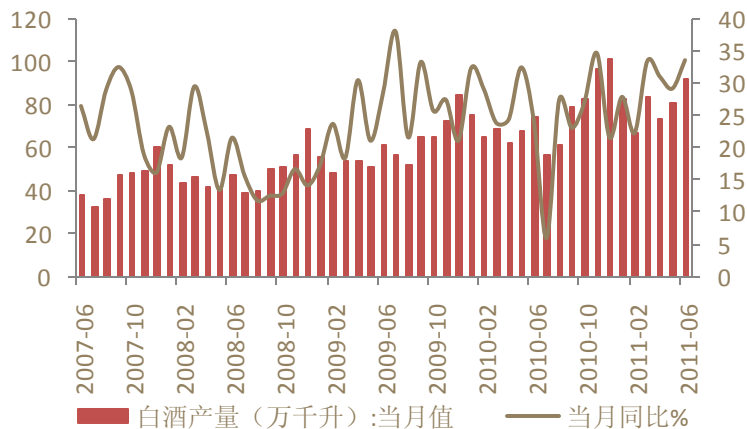
牛栏山酒厂优化市场布局，深入完善“一城、两洲、三区”的销售格局，精耕细作重点亿元市场，加速渗透全国市场。稳步推进市场开发，市场开发有序推进，销售收入出现大幅增长，形成了强有力的市场支撑。同时继续优化产品结构，稳步推进中高端产品发展战略，新推出“百年红”系列产品，通过线上线下推广，营造消费气氛，实现了其作为婚宴用酒、礼品用酒的强势介入；继续强化中高端产品的市场开发与推广，提升企业盈利能力。

图表 4 白酒收入逐年快速上升，增速 30%



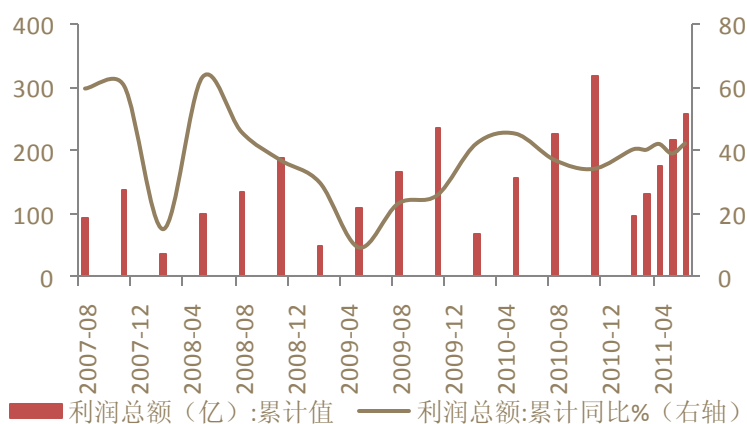
资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 5 全国白酒产量快速成长



资料来源：统计局 方正证券研究所

图表 6 全国白酒行业利润增速保持 30% 以上

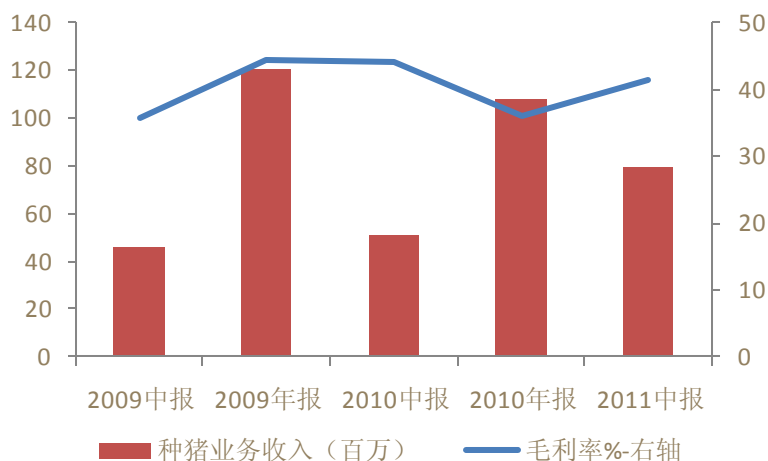


资料来源：统计局 方正证券研究所

三、种猪业务继续扩大规模

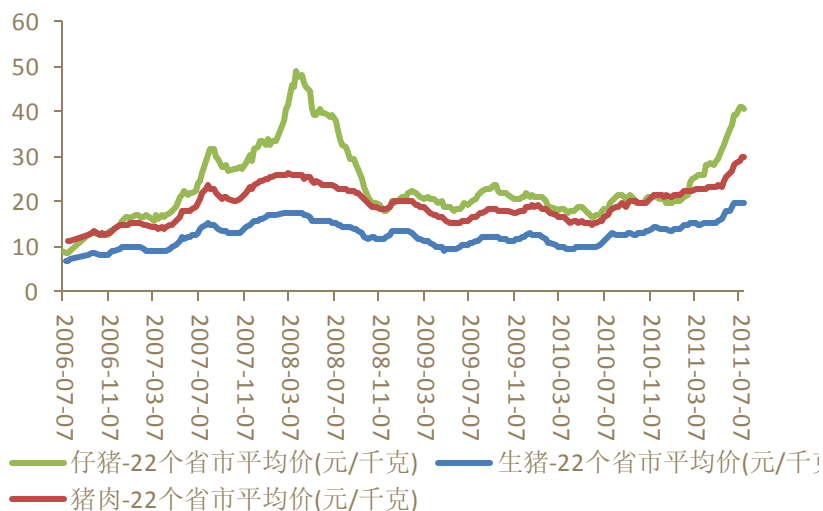
公司种猪规模市场第一，受益生猪行业高景气，生猪养殖盈利形势良好，养殖户的补栏积极性提高带动种猪需求，我们预计下半年猪肉价格将维持高位震荡运行，公司的养殖业务将获得较好收益。公司种猪业务收入会有较大幅度提升，有助于提升整体毛利率水平，同时公司增资养殖场加大规模养殖基地建设力度，享受规模效应带来的收益。

图表 7 公司种猪业务收入同比增速约 60%



资料来源: wind 方正证券研究所

图表 8 生猪养殖业进入景气周期



资料来源: wind 方正证券研究所

四、建筑地产业务

水利建筑业务：紧抓中央一号水利文件，以“水利与建筑施工”业务为核心，积极发展农田水利建设，在稳固北京市场的同时，积极拓宽外埠市场，业务拓展至内蒙古等地。

地产业务：针对现实的宏观环境，公司以住宅地产、商业地产、商务办公、物业管理与服务等多元化业务，在立足北京市场的基础上，加大对外埠市场的开发力度，在山东曲阜、内蒙古包头市建设开发项目，以促进公司房地产业务的稳定发展。

公司地产、建筑业务主要集中在顺义区，跟随国家推进“新农村建设”、“城乡一体化”的发展机遇，同时转变竞争思路，以高品质赢市场，调整开发方向，优化产品结构，降低调控政策对地产业务影响。

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	371.63	226.86	432.43	折旧摊销	135.30	180.92	202.10	228.04
其它应收款	44.47	110.70	44.16	119.62	财务费用	34.26	51.99	55.88	65.65
预付账款	1037.41	1149.53	1649.50	1474.32	投资损失	0.00	-150.00	0.00	0.00
存货	2488.86	3049.60	3259.76	3905.33	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	5567.22	5966.24	6461.47	投资活动现金流	-1744.67	-628.33	-601.36	-723.23
长期投资	34.15	34.15	34.15	34.15	资本支出	1517.02	664.00	385.66	482.06
固定资产	3399.41	3886.22	4174.08	4543.39	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	975.01	1081.65	1161.06	1271.37	其他	-227.65	35.67	-215.70	-241.16
其他	560.87	565.21	596.96	612.56	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	-76.65	-136.52	-131.52
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	765.20	135.61	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	803.35	666.83	535.31	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	880.00	803.35	666.83	535.31	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	2.98%	24.43%	12.32%	12.69%
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	7800.00	8761.00	9873.00	ROIC	3.48%	4.69%	5.14%	4.86%
营业成本	4692.97	5850.00	6483.14	7306.02	偿债能力				
营业税金及附加	290.81	299.11	356.67	412.86	资产负债率	71.84%	70.65%	72.37%	72.41%
营业费用	533.94	620.59	713.77	810.29	净负债比率	76.29%	89.52%	79.41%	88.50%
管理费用	375.04	360.18	434.18	511.97	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	2.93	-0.26	1.74	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	150.00	0.00	0.00	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