

食品饮料

2017年08月21日

顺鑫农业 (000860)

——酒肉增长态势良好 关注国企改革进展

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据:	2017年08月18日
收盘价(元)	20.7
一年内最高/最低(元)	23.13/18.1
市净率	1.7
息率(分红/股价)	0.48
流通A股市值(百万元)	11811
上证指数/深证成指	3268.72 / 10614.08

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

公司基础数	2017年06月30日
每股净资产(元)	12.12
资产负债率%	61.65
总股本/流通A股(百万)	571/571
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《顺鑫农业(000860)点评: 17一季报点评: 酒业稳定增长 安全边际高 静待改革东风》 2017/05/02

《顺鑫农业(000860)点评: 酒业稳步增长 地产拖累业绩 静待催化利好兑现》 2017/03/27

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

周缘
(8621)23297818×转
zhouyuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **事件:** 公司发布2017年半年报, 17H1 营收65.48亿, 同比增长4.47%, 归母净利润2.45亿, 同比增长6.04%, EPS为0.43元。单二季度营收27.05亿, 同比增长2.7%, 归母净利润0.57亿, 同比增长3.64%, 二季度延续了一季度小幅增长的态势。我们在业绩前瞻中预测公司17H1收入净利润增速均为8%, 公司业绩略低于预期。
- **投资评级与估值:** 维持盈利预测, 预测17-19年EPS为0.79、1.08、1.46元, 同比增长9%、37%、35%, 目前股价对应PE分为26、19、14倍, 维持买入评级。公司继续聚焦酒肉主业, 大众民酒全国化稳步推进, 我们预计随着今年下半年房地产项目进入预售, 预计17-19年财务费用将下降, 带来业绩弹性。公司的核心看点是“内生+外延+国改”三重催化, 内生: 公司白酒业务保持连续15年稳步增长, 随着产品结构的升级及泛全国化市场的推进, 预计白酒业务仍将维持双位数增长; 外延: 仍然存在围绕酒肉业务外延并购的可能; 国改: 公司大股东为北京顺义区国资委, 我们预计公司未来若在国企改革上有所进展, 在机制体制层面进行自上而下的变革, 则将进一步增加自主决策的能力, 提升运营效率。
- **白酒业务稳步增长, 肉类业务维持稳定。** 2017年上半年白酒业务实现销售收入35.58亿, 同比增长9.55%, 毛利率59.66%, 同比下降2.87个百分点。公司白酒覆盖低中高三个档次, 北京和外埠地区占比分别大约65%和35%, 北京市场中高端产品占比较大, 以产品结构升级为主, 外埠市场以低端产品切入。由于公司白酒业务增速主要由外埠市场贡献, 外埠市场以低端产品为主, 因此拖累整体毛利率下降。白酒预收款主要体现在母公司报表, 17H1预收账款16.97亿, 同比增加47%, 较期初减少4010万, 预收款占收入比34%, 预收款增速与占比仍维持较高位置。屠宰业务实现营收16.01亿, 同比下降0.86%, 毛利率4.48%, 同比增加0.28个百分点。公司肉食品产业覆盖了全产业链, 收入利润相对稳定, 体量最大的是白条, 未来通过熟食的精细化加工提升净利率水平。
- **毛利率略降, 关注地产项目预售进度。** 17H1销售净利率3.81%, 同比持平。毛利率36.16%, 同比下降1.84%, 毛利率下降主要由于白酒业务与建筑业务毛利率均同比下降。17H1公司合并报表净利润增速(6.04%)大幅低于母公司报表净利润增速(22%)主要由于2016年下半年剥离石门子公司, 16H1石门公司实现净利润大约3000万。17H1财务费用1个亿, 同比下降28%, 预计下半年下坡屯项目进入预售期, 回款增加减少负债和利息支出, 未来财务费用仍将呈现下降趋势。
- **股价表现的催化剂:** 非主业加速剥离, 国企改革, 外延收购, 白酒增长超预期
- **核心假设风险:** 房地产剥离低于预期, 白酒增长低于预期

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,197	6,548	12,406	13,555	15,583
同比增长率(%)	16.18	4.47	10.80	9.26	14.96
净利润(百万元)	413	245	450	617	831
同比增长率(%)	9.65	6.04	9.07	37.11	34.68
每股收益(元/股)	0.72	0.43	0.79	1.08	1.46
毛利率(%)	34.5	36.2	36.5	37.8	38.3
ROE(%)	6.1	3.5	7.3	9.1	10.9
市盈率	29		26	19	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,481	9,637	11,197	12,406	13,555	15,583
营业收入同比增长率 (yoy)	4.50%	1.65%	16.18%	10.80%	9.26%	14.96%
减: 营业成本	6,288	6,044	7,330	7,882	8,432	9,616
毛利率 (%)	33.67%	37.28%	34.54%	36.50%	37.80%	38.30%
减: 营业税金及附加	1,018	1,079	1,279	1,380	1,525	1,755
主营业务利润	2,174	2,514	2,588	3,144	3,598	4,212
主营业务利润率 (%)	22.94%	26.08%	23.12%	25.34%	26.54%	27.03%
减: 销售费用	912	1,139	1,223	1,427	1,627	1,901
减: 管理费用	559	645	756	806	915	1,044
减: 财务费用	163	171	256	258	151	50
经营性利润	541	558	353	653	905	1,217
经营性利润同比增长率 (yoy)	79.49%	3.25%	-36.80%	84.99%	38.59%	34.48%
经营性利润率 (%)	5.70%	5.79%	3.15%	5.26%	6.68%	7.81%
减: 资产减值损失	6	5	-9	0	0	0
加: 投资收益及其他	3	4	186	11	0	0
营业利润	538	557	548	665	906	1,217
加: 营业外净收入	-3	3	-4	-2	-2	-2
利润总额	535	560	545	663	904	1,215
减: 所得税	170	177	120	205	280	376
净利润	365	383	425	457	624	838
少数股东损益	5	7	12	7	6	7
归属于母公司所有者的净利润	359	376	413	450	617	831
净利润同比增长率 (yoy)	81.85%	4.68%	9.65%	9.07%	37.11%	34.68%
全面摊薄总股本	571	571	571	571	571	571
每股收益 (元)	0.71	0.66	0.72	0.79	1.08	1.46
归属母公司所有者净利润率 (%)	3.79%	3.90%	3.68%	3.63%	4.55%	5.33%
ROE	7.08%	6.97%	6.12%	7.30%	9.10%	10.90%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。