



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2017-08-21

公司点评报告

增持/维持

顺鑫农业(000860)

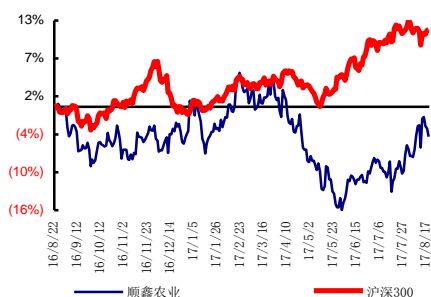
目标价: 26

昨收盘: 20.7

食品饮料 饮料制造

## 白酒近两位数增长，地产开售、国企改革稳步推进

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	571/571
总市值/流通(百万元)	11,811/11,811
12个月最高/最低(元)	22.92/18.30

### 相关研究报告:

《顺鑫农业一季报点评：白酒稳定增长，国企改革是关键》  
--2017/04/28

《顺鑫农业年报点评》  
--2017/03/27

### 证券分析师：黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

### 证券分析师：蔡雪昱

电话: 010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1440513090001

**事件：**公司发布 2017 年中报，实现收入 65.48 亿、归母净利润 2.45 亿、扣非归母净利润 2.46 亿，同比增长 4.47%、6.04%、5.45%，EPS 为 0.43 元/股。单二季度收入 27.05 亿、归母净利润 0.57 亿，同比增长 2.69%、2.32%。

**外阜白酒市场占比持续提升，本部产品升级稳步推进：**白酒上半年收入 35.58 亿增长 9.55%，估计北京市场较平稳、外阜市场保持两位数以上的增速。外阜白酒收入占比 65%，相较于去年全年约提高 3 个百分点。外阜市场产品结构以低端为主，带动白酒整体毛利率下滑 2.87 个百分点至 59.66%。北京市场以产品升级为主，此前推出的珍品陈酿（终端价 30 多元）销售势头不错被列为重点发展战略单品，百年红系列的红 8、红 10（终端价分别在四五十、七八十元）增速很快、成为代表性核心单品。

**猪价下跌利好屠宰业务、提升猪产业链盈利能力：**进入三月中下旬以来、猪价同比下滑幅度加大，导致公司上半年屠宰业务收入 16.01 亿、略下滑 0.86%，毛利率提升 0.28 个点，养殖收入 1.15 亿下滑 20.7%、毛利率下降 10 个点。屠宰业务贡献猪产业链毛利 55% 以上，预计今年猪价下行期、整体猪业务在屠宰带动下盈利情况好于去年。

**母公司营收质量健康、消费税率下半年将回升至正常水平、净利率微增：**因为盈利较好的酒肉业务是分公司、反应在母公司报表中，母公司应收票据环比下降 47.7%、应收账款环比下降 3.32%，两者合计环比下降 1.25 亿、同比下降 0.15 亿，预收款环比下降 2.15 亿至 16.97 亿，同比仍保持高位增长 46.7%，其他应付款提高至 3.2 亿、环比同比分别增长 15.9%、1.6%，显示经销商缴保证金积极性向好，营收质量处于健康水平。

上半年屠宰业务拉动母公司毛利率略涨 0.6 个点，营业税金及附加率下降 1 个点，看合并报表中的白酒消费税估算出上半年白酒从价税占比收入约 10%，处于历史较低位、同比下降近 3 个点。公司一直按照较为严格从价计税税基缴纳、近 4 年年均从价计税率为 12.6%，去年达到 13.9%，因此我们认为造成这种波动的仍然是白酒消费税的确认

时点有关，下半年税率将回升恢复正常。

上半年合并报表中销售费用及管理费用比例合计较平稳，财务费用下降 27.3%，与去年下半年发行永续债改善公司债务结构相关。上半年整体净利率 3.74% 同比微增。

#### 盈利预测与估值：

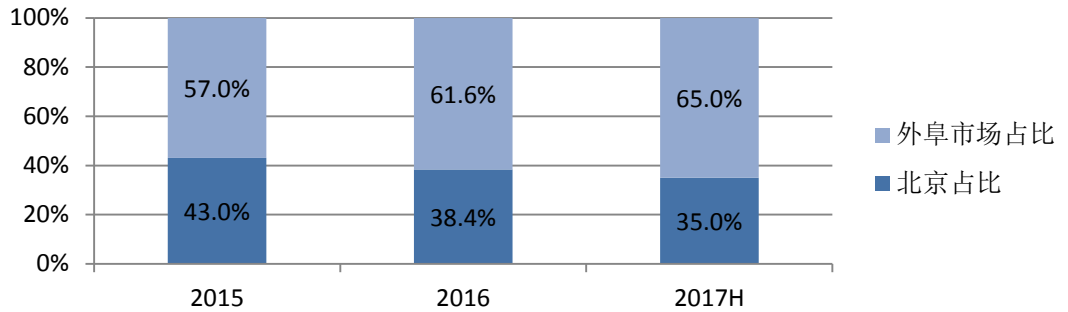
公司地产项目颐和天璟近日开售，可售面积为 6-7 万平米，8 月销售别墅等大户型，均价在 4-5 万之间，小户型销售预计在 9 月、定价预计在 4.5~5 万，若销售进展顺利将回款 30 亿左右，可减轻部分公司财务费用。但销售收入确认应该在 18、19 年，因此地产业务盈利贡献大概率在明后年，还需要参考销售进度、期间费用等，因此这部分利润我们尚未算在盈利预测内。国企改革方面，顺义区国资投资管理暂行办法已经出台，目前讨论相应落地执行细则。根据中报情况我们略微调整前期预测，预计 17~19 年收入为 121.8、133.1、149.6 亿，EPS 为 0.74、0.94、1.23 元/股，给予目标价 26 元，增持评级。

#### ■ 主要财务指标

	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入(百万元)	11197.23	12180.16	13315.74	14959.58
营业收入增长率	16.2%	8.8%	9.3%	12.3%
净利润(百万元)	413.00	424.00	538.69	698.98
净利润增长率	9.8%	2.7%	27.0%	29.8%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.74	0.94	1.23
P/E	29	28	22	17

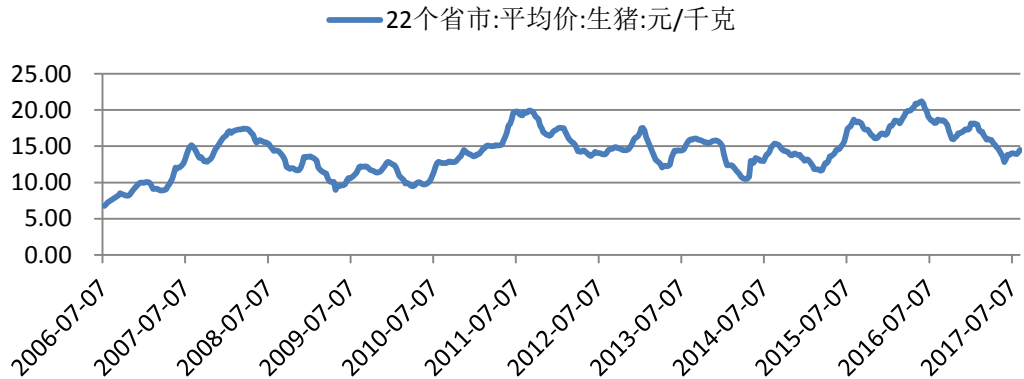
资料来源：Wind，太平洋证券

图 1、白酒北京、外阜销售占比



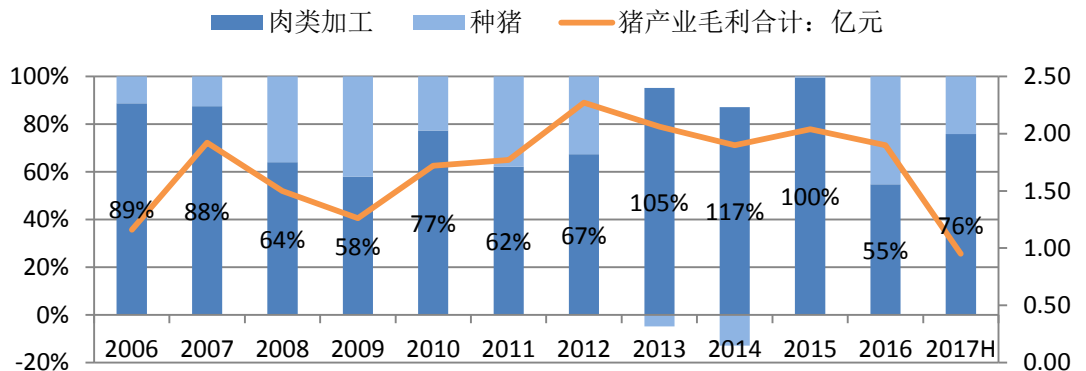
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 2、生猪价格走势：元/千克



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 3、顺鑫猪产业链毛利结构：



资料来源：wind，太平洋研究院整理

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。