

强烈推荐-A (维持)

顺鑫农业 000860.SZ

目标估值: 26 元  
当前股价: 20.2 元  
2017 年 08 月 23 日

唯聚焦和激励可释放业绩弹性

基础数据

上证综指	3290
总股本 (万股)	57059
已上市流通股 (万股)	57059
总市值 (亿元)	115
流通市值 (亿元)	115
每股净资产 (MRQ)	12.1
ROE (TTM)	6.2
资产负债率	61.6%
主要股东	北京顺鑫控股集团有限公司
主要股东持股比例	37.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-10	-11
相对表现	2	-18	-23



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《顺鑫农业 (000860) — 以时间换空间, 期待机制改善》2016-08-21
- 2、《顺鑫农业 (000860) — 白酒持续增长, 副业亟需剥离》2016-05-03
- 3、《顺鑫农业 (000860) — 16 年持续催化, 业绩加速好转》2016-03-30

董广阳

021-68407471  
donggy1@cmschina.com.cn  
S1090512070001

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

研究助理

李晓峥  
021-68407571  
lixiaozheng@cmschina.com.cn

公司中报收入利润分别增长 4.47% 和 6.04%, 符合我们预期, 下半年虽无投资收益和石门市场, 但财务费用下降和屠宰好转也可对冲, 全年业绩小幅增长。18 年白酒和屠宰毛利继续回升, 地产回款和收入确认较为集中, 唯由激励和聚焦主业可带来业绩更大弹性。给予 17-18 年 0.77 元和 0.85 元, 考虑到激励改善和聚焦主业带来的业绩弹性, 中期给予 18 年 30 倍, 或不考虑其他业务给予白酒 25 倍, 对应 145 亿市值, 26 元目标价, 维持“强烈推荐-A”评级。

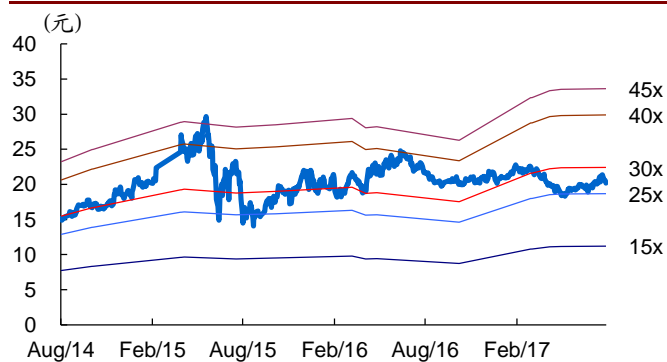
- **业绩符合预期, 资产质量持续改善。**公司中报收入 65.48 亿, 净利润 2.45 亿, 同比增长 4.47% 和 6.04%, 其中单二季度收入利润同比增长 2.69% 和 2.32%, 基本符合我们之前 5% 的预期, 在剥离石门市场减少 2000 多万利润下仍保持正增长。公司白酒业务收入增长 9.55% 到 35.58 亿, 养殖屠宰业务 17.16 亿, 建筑和房地产业务 11.91 亿, 基本持平。由于玻璃和纸箱等包材价格上涨, 白酒毛利率由去年的 62.6% 下滑到 59.8%, 屠宰业务由于猪价下行毛利开始回升。销售和管理费用率变化较小, 由于账面现金增加, 财务费用有去年 H1 的 1.4 亿下滑到 1 个亿, 下半年仍将明显下降。销售收到现金 77.36 亿, 同比增长 8%, 预收账款超 20 亿, 显示经销商打款和公司发货保持良好增长。
- **白酒增速放缓但仍处于正常水平, 下半年乃至明年盈利能力持续回升。**白酒业务上半年增长 9.55%, 略低于预期, 从母公司报表来看, 白酒和屠宰业务利润同比增长 22% 到 3.23 亿, 其中白酒利润预计在 3.3-3.4 亿 (屠宰业务略亏损), 利润率维持 10%。我们草根调研了解到外阜市场已经占比 70%, 北京市场基本持平, 省外增长仍有 15%, 华中华南等市场增长较快, 白瓶牛二和升级版增长快于整体。牛二是光瓶酒全国化的主要推动者, 在华南西北华东等市场仍有较多可渗透空间, 未来几年可保持两位数增长。上半年玻璃瓶和纸箱等价格较去年同期涨幅 30% 以上, 拖累毛利率下滑 2.8%, 下半年开始成本逐步企稳, 毛利和净利水平逐步提升。
- **屠宰业务毛利逐步回升, 地产下半年预售带来现金流改善。**去年猪价高位屠宰毛利率仅 3%, 种猪业务虽有对冲但体量有限, 今年猪价进入下行周期, 如能持续到明年, 屠宰毛利率回升至 7-8% 的正常水平, 对毛利增加 1.3 亿, 种猪业务毛利下降 1 个亿, 仍有正向贡献。地产业务仍在拖累公司业绩, 原本上半年可以预售的颐和天璟稍有推迟, 8 月开始预售, 预计回款 5 亿左右, 明年确认收入, 整个一期项目合计 6-7 万平, 预计回款近 20 亿, 对今年和明年的现金流明显改善。16 年下半年虽有投资收益, 但今年下半年财务费用和屠宰业务好转足可对冲, 18 年将是白酒业务、屠宰业务毛利同时回升的一年, 地产回款和确认也较为集中, 但公司缺乏激励, 业绩恐难有超预期表现。
- **唯有激励改善、快速聚焦才可带来业绩超预期增长。**公司白酒业务收入和盈利稳定增长, 下半年虽没有投资收益和石门市场收入来源, 但财务费用的下降和屠宰好转也可对冲, 全年业绩持平或小幅增长。18 年白酒和屠宰毛利继续回升, 地产业务回款和收入确认较为集中, 但由于业务混杂业绩弹性很难释放, 唯由国企改革和快速聚焦能够带来业绩超预期增长。给予 17-18 年 0.77 元和 0.85 元, 考虑到业绩弹性, 给予 18 年 30 倍, 或给予白酒业务 25 倍, 对应一年目标 145 亿市值, 26 元目标价, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 地产预售不及预期, 屠宰业务周期性波动。**

表 1、顺鑫农业单季度利润表

单位: 百万元	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	16H	17H	2015Q1-3	2016Q1-3
一、营业总收入	3634	2634	2512	2418	3843	2705	6268	6548	7531	8780
二、营业总成本	3391	2537	2470	2437	3597	2606	5928	6203	7099	8398
其中: 营业成本	2102	1784	1795	1649	2375	1806	3886	4180	4718	5681
营业税金及附加	462	248	231	338	387	272	710	659	832	941
营业费用	537	274	179	233	515	314	811	829	938	991
管理费用	218	164	197	177	271	159	382	430	491	579
财务费用	78	61	69	49	45	56	139	100	118	208
资产减值损失	-5	5	-1	-8	5	0	-1	5	2	-1
三、其他经营收益	0	0	0	186	1	0	0	1	2	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	186	1	0	0	1	2	0
四、营业利润	242.5	97.4	41.6	166.7	247.4	99.1	339.9	346.5	434.3	381.5
加: 营业外收入	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
减: 营业外支出	3	0	0	1	1	1	3	2	3	4
五、利润总额	239	97	41	167	246	99	337	345	431	378
减: 所得税	61	36	20	2	56	39	98	95	139	118
六、净利润	178	61	21	165	190	60	239	250	293	260
减: 少数股东损益	3	5	5	-1	2	3	8	5	5	13
七、归属母公司净利润	175.31	55.35	16.13	165.78	187.95	56.65	230.66	244.61	287.95	246.79
EPS	0.31	0.10	0.03	0.29	0.33	0.10	0.40	0.43	0.50	0.43
<b>主要比率</b>										
毛利率	42.2%	32.3%	28.6%	31.8%	38.2%	33.2%	38.0%	36.2%	37.4%	35.3%
主营税金率	12.7%	9.4%	9.2%	14.0%	10.1%	10.0%	11.3%	10.1%	11.0%	10.7%
营业费率	14.8%	10.4%	7.1%	9.6%	13.4%	11.6%	12.9%	12.7%	12.5%	11.3%
管理费率	6.0%	6.2%	7.9%	7.3%	7.0%	5.9%	6.1%	6.6%	6.5%	6.6%
营业利润率	6.7%	3.7%	1.7%	6.9%	6.4%	3.7%	5.4%	5.3%	5.8%	4.3%
实际税率	25.6%	37.5%	48.7%	1.2%	22.9%	39.5%	29.0%	27.6%	32.2%	31.2%
净利率	4.8%	2.1%	0.6%	6.9%	4.9%	2.1%	3.7%	3.7%	3.8%	2.8%
<b>YoY</b>										
收入增长率	12.3%	4.9%	40.6%	14.8%	5.8%	2.7%	9.1%	4.5%	5.5%	16.6%
营业利润增长率	-10.3%	-2.4%	-35.0%	35.4%	2.0%	1.8%	-8.2%	1.9%	2.2%	-12.2%
净利润增长率	-8.7%	0.0%	-60.2%	87.7%	7.2%	2.3%	-6.8%	6.0%	2.0%	-14.3%

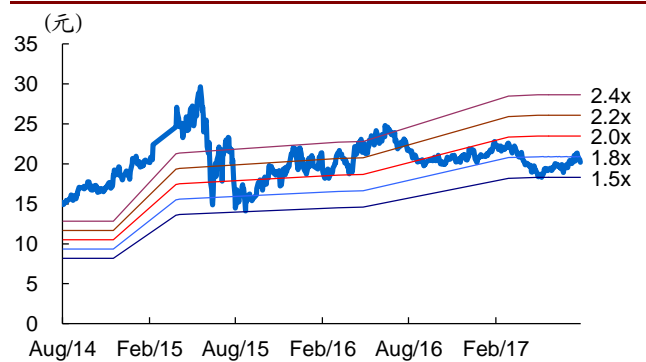
资料来源: 公司报表

图 1: 顺鑫农业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 顺鑫农业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《顺鑫农业（000860）—以时间换空间，期待机制改善》2016-08-21
- 2、《顺鑫农业（000860）—白酒持续增长，副业亟需剥离》2016-05-03
- 3、《顺鑫农业（000860）—16年持续催化，业绩加速好转》2016-03-30

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	11049	13100	11319	11346	11618
现金	2497	4139	2996	3063	3870
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	157	164	170	181	182
应收款项	276	181	174	185	187
其它应收款	74	46	47	50	50
存货	7553	7799	7461	7376	6849
其他	491	771	471	490	480
<b>非流动资产</b>	4849	4735	5745	6228	6224
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2575	3283	4468	5083	5171
无形资产	811	792	713	641	577
其他	1463	659	564	504	476
<b>资产总计</b>	<b>15897</b>	<b>17835</b>	<b>17064</b>	<b>17574</b>	<b>17842</b>
<b>流动负债</b>	6668	7709	6556	6688	6494
短期借款	2831	3171	1500	1500	1500
应付账款	287	449	737	766	750
预收账款	1711	2141	2374	2469	2418
其他	1838	1947	1946	1953	1826
<b>长期负债</b>	3726	3304	3301	3254	3254
长期借款	1034	821	821	821	821
其他	2692	2483	2480	2433	2433
<b>负债合计</b>	<b>10393</b>	<b>11013</b>	<b>9858</b>	<b>9943</b>	<b>9748</b>
股本	571	571	571	571	571
资本公积金	2798	2798	2798	2798	2798
留存收益	2029	2376	2748	3159	3606
少数股东权益	105	76	89	103	119
归属于母公司所有者权益	5398	6745	7117	7528	7975
<b>负债及权益合计</b>	<b>15897</b>	<b>17835</b>	<b>17064</b>	<b>17574</b>	<b>17842</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	350	1008	2164	1373	1565
净利润	376	413	438	483	526
折旧摊销	0	0	403	465	484
财务费用	0	0	178	186	179
投资收益	0	0	(50)	0	0
营运资金变动	0	0	1195	172	340
其它	(26)	596	0	67	35
<b>投资活动现金流</b>	0	35	(1400)	(1000)	(500)
资本支出	0	0	(1500)	(1000)	(500)
其他投资	0	35	100	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(460)	(401)	(1907)	(305)	(258)
借款变动	0	0	(1711)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(66)	(72)	(79)
其他	(460)	(401)	(131)	(233)	(179)
<b>现金净增加额</b>	<b>(110)</b>	<b>642</b>	<b>(1143)</b>	<b>68</b>	<b>806</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	9637	11197	11570	12289	12384
营业成本	6044	7330	7368	7662	7504
营业税金及附加	1079	1279	1356	1478	1526
营业费用	1139	1223	1322	1453	1563
管理费用	645	756	810	873	916
财务费用	171	256	178	186	179
资产减值损失	5	(9)	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	186	50	0	0
<b>营业利润</b>	557	548	581	638	695
营业外收入	12	1	2	0	0
营业外支出	9	5	5	0	0
<b>利润总额</b>	560	545	578	638	695
所得税	177	120	127	140	153
<b>净利润</b>	383	425	451	497	542
少数股东损益	7	12	13	14	15
<b>归属于母公司净利润</b>	376	413	438	483	526
<b>EPS (元)</b>	0.66	0.72	0.77	0.85	0.92

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	2%	16%	3%	6%	1%
营业利润	4%	-2%	6%	10%	9%
净利润	5%	10%	6%	10%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.3%	34.5%	36.3%	37.6%	39.4%
净利率	3.9%	3.7%	3.8%	3.9%	4.2%
ROE	7.0%	6.1%	6.2%	6.4%	6.6%
ROIC	5.3%	5.8%	6.2%	6.5%	6.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.4%	61.8%	57.8%	56.6%	54.6%
净负债比率	24.3%	22.6%	13.6%	13.2%	13.0%
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1
应收帐款周转率	51.0	49.0	65.2	68.4	66.7
应付帐款周转率	19.8	19.9	12.4	10.2	9.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.66	0.72	0.77	0.85	0.92
每股经营现金	0.61	1.77	3.79	2.41	2.74
每股净资产	9.46	11.82	12.47	13.19	13.98
每股股利	0.10	0.10	0.12	0.13	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	30.6	27.9	26.3	23.9	21.9
PB	2.1	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA					

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**董广阳**：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

**杨勇胜**：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

**李晓峰**：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

**欧阳予**：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。