中国平安 PING AN 平安证券公司

食品饮料

2015 年 11 月 26 日

顺鑫农业 (000860)

白酒快速增长，主业越显突出

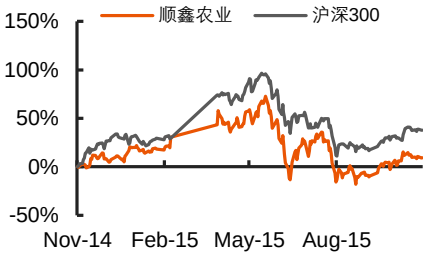
强烈推荐（上调）

现价：19.35 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.000860.com
大股东/持股	顺鑫控股集团/39.19%
实际控制人/持股	北京市顺义区国有资产监督管理委员会/48.99%
总股本(百万股)	571
流通 A 股(百万股)	563
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	110.41
流通 A 股市值(亿元)	108.94
每股净资产(元)	9.31
资产负债率(%)	67

行情走势图



相关研究报告

《顺鑫农业*000860*低档酒、环京市场推动白酒营收快速增长》 2015-10-28
《顺鑫农业*000860*白酒增速较快，地产、养殖业务拖累业绩》 2015-08-12
《顺鑫农业*000860*收购清河源进入牛羊肉产业，有望显著增厚业绩》 2015-04-22
《顺鑫农业*000860*业绩波澜不惊，期待酒肉业务并购带来新增长点》 2015-04-21
《顺鑫农业*000860*白酒业务稳健增长，期待外延式扩张带来新增长点》 2015-03-26

证券分析师

汤玮亮 投资咨询资格编号 S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@PINGAN.COM.CN

文献 投资咨询资格编号 S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

投资要点

平安观点：

- **突出酒肉主业，等待国企改革**。公司战略上，白酒和肉类加工将是核心产业。2016 年白酒主业将越显突出，因此即使其它业务未能如期剥离，顺鑫农业已类似于单一主业公司，有助于估值水平持续提升。国企改革指导意见出台后，我们判断顺鑫农业的改革有望进一步推进，包括引入战略投资者和员工持股计划等。
- **牛栏山酒过去和未来快速成长的逻辑可归纳为行业、公司两方面：**
  - **行业因素：**（1）低端酒市场容量足够大，100 元以下是白酒市场容量最大的价格带，估计收入占行业比重 50%左右，同时集中度低，远低于 100 元以上的其它价格带，因此优势企业的成长空间大。（2）消费持续升级，100 元以下低端酒主要由民间大众消费推动，需求增速较快，其中光瓶酒是 0-50 元价格带增长最好的品类。
  - **公司因素：**（1）北京二锅头先天的品牌优势明显，北京首都市场旺销强化了品牌地位。（2）操作层面，产品、能力、区域定位合理。产品定位合理，对低端酒的重视程度高于其它上市公司，契合自身品牌形象。对自身能力定位清晰，依托大商，合理管控。阶段性的重点区域思路清晰，从北京起步，重点市场集中投入，层层推进。
- **我们维持原有盈利预测，预计 2015-16 年净利同比+5%、+23%，实现每股收益 0.66、0.81 元。**其中，预计 2015-16 年白酒收入同比+21%、16%，净利增速略高于营收， EPS 0.70、0.82 元。按照白酒业务 2016 年 25 倍 PE，再加总其它各项业务的投资价值，12 个月目标价 26.3 元，目标市值 150 亿。16 年股价催化剂较多，上调评级由“推荐”至“强烈推荐”。
- **股价表现的催化剂：**2016 年白酒主业越显突出后，估值持续回升；房地产业务顺利剥离；牛羊肉资产并购有新进展。
- **风险提示**。市场不认同多主业经营；房地产业务剥离进度低于预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	9072	9481	9904	10920	11974
YoY(%)	8.8	4.5	4.5	10.3	9.7
净利润(百万元)	198	359	377	463	553
YoY(%)	57.1	81.8	4.9	22.9	19.4
毛利率(%)	31.2	33.7	35.5	37.4	39.2
净利率(%)	2.3	3.8	3.9	4.3	4.7
ROE(%)	6.6	8.8	7.2	8.4	9.3
EPS(摊薄/元)	0.35	0.63	0.66	0.81	0.97
P/E(倍)	55.9	30.7	29.3	23.8	20.0
P/B(倍)	2.8	2.2	2.1	1.9	1.8

请务必阅读正文后免责条款

正文目录

一、公司战略–突出酒肉主业 5
二、白酒持续超预期，预计 2015 年白酒收入增 20% 6
2.1 二锅头工艺代表，北京及周边品牌影响力大 6
2.2 白酒持续超预期，是顺鑫 2015 年最大的亮点 7
三、行业–低档酒持续消费升级、集中度提升空间大 9
3.1 100 元以下市场空间大，集中度低 9
3.2 光瓶酒是 0–50 元价格带发展最好的品类 10
3.3 总结–具备两点基础优势的三类企业成长空间大 12
四、产品–低档酒消费升级，预计 15 年白酒收入增 20% 12
4.1 产品结构低端为主，中国民酒第一品牌 12
4.2 重视低端市场，陈酿系列耕耘多年、一鸣惊人 16
五、区域–外埠正处于高增长期 17
5.1 品牌、聚焦、大商制、渠道选择能力助牛栏山酒成为北京第一 17
5.2 从 1+4+5 到 2+2+6，循序渐进，全国化进入第二阶段 18
六、肉类加工毛利率下降，养殖业务减亏 19
七、盈利预测与投资评级 21
八、风险提示 22

图表目录

图表 1 顺鑫农业收入及增速 单位：百万元 5
图表 2 顺鑫农业净利及增速 单位：百万元 5
图表 3 2014 年顺鑫农业收入构成情况.....5
图表 4 1H15 顺鑫农业收入构成情况.....5
图表 5 顺鑫农业股权结构 6
图表 6 牛栏山主力产品：黄瓷、三牛、百年红、陈酿 6
图表 7 牛栏山酒主力产品价格 7
图表 8 牛栏山在北京及周边地区品牌影响力较大 7
图表 9 顺鑫农业白酒业务收入增速较快，预计 2015 年增长 20% 单位：百万元.....8
图表 10 1-3Q15 顺鑫农业白酒业务在上市公司中（除了水井坊和酒鬼酒）增速最快 8
图表 11 估计上市公司在全价位收入占比超过 50%（2014 年） 单位：百万元 10
图表 12 估计上市公司在 100 元以下价格带收入占比仅为 20%（2014 年） 单位：百万元 10
图表 13 劲酒是光瓶酒收入最大的企业 单位：亿元.....11
图表 14 顺鑫农业白酒吨酒均价在上市公司中排名最低 （2014 年） 单位：万元/吨.....13
图表 15 顺鑫农业白酒销量在上市公司中排名最高，估计也是全国第一 （2014 年） 单位：万吨 13
图表 16 估计 2012 年陈酿系列占牛栏山酒收入比重 30-40% 14
图表 17 估计 2014 年陈酿系列占牛栏山酒收入比重 50%左右 14
图表 18 2014 年低档酒占牛栏山酒销量比重 92% 14
图表 19 1H15 低档酒占牛栏山酒销量比重 93% 14
图表 20 顺鑫农业高档酒销量 单位：吨 15
图表 21 顺鑫农业中档酒销量 单位：吨 15
图表 22 顺鑫农业低档酒销量 单位：吨 15
图表 23 顺鑫农业白酒总销量 单位：吨 15
图表 24 由于陈酿占比大幅提升，2014 年白酒业务毛利率下降，预计 2015 年开始将持续回升.....15
图表 25 预计白酒净利率 2015 年将继续上升 15
图表 26 顺鑫农业广告投入逐年增长 单位：百万元 16
图表 27 牛栏山绿标陈酿北京价格体系 单位：元/瓶.....17
图表 28 估算顺鑫农业（白酒业务）2014 年报表期间费用率超过 30%.....18
图表 29 2014 年、1H15 大本营和非大本营市场收入变化 19
图表 30 肉类加工业务产能利用率还有提升空间.....20
图表 31 屠宰业务产能利用率还有提升空间 单位：万头 20
图表 32 肉类加工业务收入 单位：百万元 20
图表 33 估计 2015 年肉类加工业务毛利率同比下降.....20
图表 34 种猪业务收入 单位：百万元 21

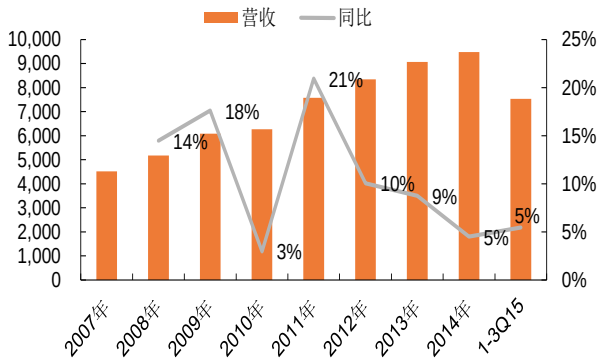
图表 35 估计 2H15 种猪业务毛利率同比回升.....21
图表 36 生猪（种猪和育肥猪）出栏量持续增长 单位：头.....21
图表 37 重点公司年度盈利预测.....22

一、公司战略-突出酒肉主业

顺鑫农业主营业务覆盖面较广，包括白酒、肉类加工、农批市场、房地产、建筑施工等业务。多主业运营是市场对公司认可度不高的最主要原因，一方面导致公司的业绩波动大，另一方面投资者难以甄别各个业务的实际价值。

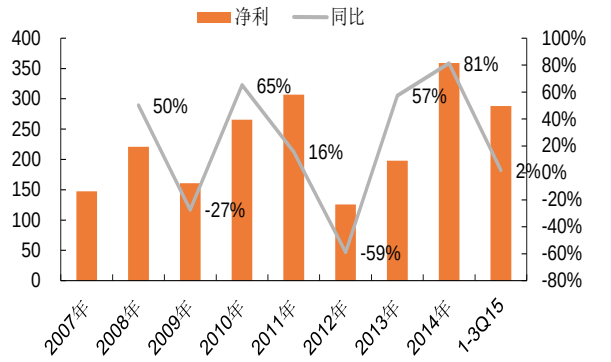
突出酒肉主业，白酒占比持续提升，预计 16 年顺鑫农业的白酒营收占比达到 53%。公司战略上，白酒和肉类加工将是核心产业，1-3Q15 公司营收、净利同比小幅增长，增速不快主要由于白酒以外其它业务拖累所致。过去几年白酒业务收入、净利占比快速提升，估计 15 年白酒业务占比 50%左右，16 年白酒营收占比达到 53%，白酒业务是公司利润的主要来源，我们估计 2015 年白酒实现净利 4 亿左右，远高于其它主营业务。从营收、净利来看，2016 年白酒主业将越显突出。因此即使其它业务未能如期剥离，顺鑫农业已类似于单一主业公司，有助于估值水平持续提升。

图表 1　顺鑫农业收入及增速　单位：百万元



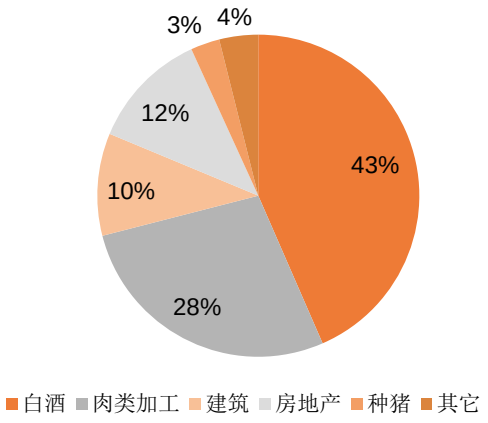
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 2　顺鑫农业净利及增速　单位：百万元



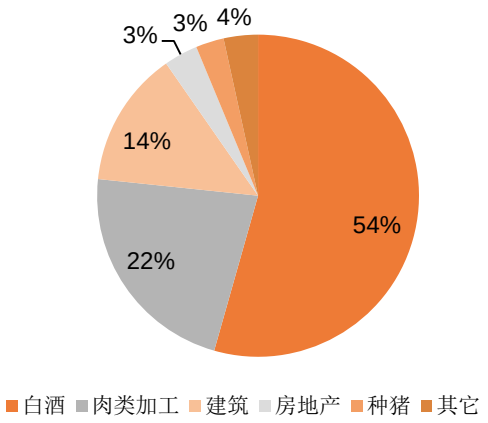
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 3　2014年顺鑫农业收入构成情况



资料来源：平安证券研究所、Wind

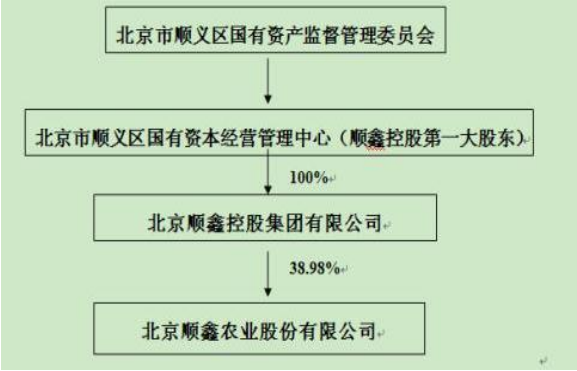
图表 4　1H15顺鑫农业收入构成情况



资料来源：平安证券研究所、Wind

顺鑫农业大股东是顺鑫控股，实际控制人是北京顺义区国资委。上市公司是顺鑫控股最重要的资产，1H15 顺鑫控股实现营收、净利 78、1.6 亿，其中顺鑫农业实现营收、净利 57、2.5 亿。

图表 5　顺鑫农业股权结构



资料来源：公司网站，平安证券研究所

战略规划上，酒和肉目标较高，酒肉之外业务将逐步剥离。未来发展战略上，将突出上市公司主业，其它业务整合后放在集团层面。15 年一些小业务已陆续剥离，预计房地产业务找到合适的接盘方之后，也将剥离出去。预计未来 2-3 年，顺鑫农业将只剩下酒和肉两个业务。

国企改革指导意见出台后，预计顺鑫农业的改革有望进一步推进，包括引入战略投资者和员工持股计划等。尽管中央版的国企改革意见与预期相比，并无太多惊喜，但是指导意见出来后，地方可以据此向前推进。北京市国资委 9 月份召开学习贯彻《关于深化国有企业改革的指导意见》会议，会议要求，进一步完善已有的工作计划，进一步研究提出推进改革的具体措施，有针对性地指导市属企业开展相关工作。我们判断，包括顺鑫农业在内的北京国企，在引入战略投资者、员工持股等方面可能会有进一步的动作，虽然国企性质无法改变，但可以借此完善治理结构和高管激励。

二、白酒持续超预期，预计 2015 年白酒收入增 20%

2.1 二锅头工艺代表，北京及周边品牌影响力大

顺鑫农业白酒业务以牛栏山酒为主，还包括宁城老窖。牛栏山酒产品主要包括二锅头系列（清香）和百年系列（浓香），现阶段浓香型酒占比已大于清香型。

图表 6　牛栏山主力产品：黄瓷、三牛、百年红、陈酿

资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 7 牛栏山酒主力产品价格

产品系列	主力单品	价格（元/瓶）
经典（黄瓷）	牛栏山经典二锅头 52 度 500ml	369
	牛栏山经典二锅头 45 度 500ml	299
百年	牛栏山百年陈酿 52 度 400ml	98
	牛栏山百年陈酿 36 度 400ml	95
百年红	牛栏山百年红 10 年白酒 38 度 500ml	69
	牛栏山百年红 8 年白酒 38 度 500ml	49
陈酿系列	牛栏山精制陈酿 43 度 330ml（牛白瓶升级版）	15.5
	牛栏山二锅头陈酿 A 标 AY42 度 500ml	14

资料来源：公司网站，平安证券研究所

牛栏山二锅头在北京及周边有较强的品牌影响力。产品宣传理念立足北京，定位在“正宗北京味”，容易得到当地消费者的认同。牛栏山酒历史可追溯到清朝年间享誉京城的“东路烧酒”。自 1952 年在富顺成、魁盛号、义信和公利四家烧锅的基础上成立至今。现阶段，牛栏山是北京地区销量和收入规模最大的白酒企业，与红星同为北京地产白酒最好的两个品牌，在北京地区品牌影响力较大。

图表 8 牛栏山在北京及周边地区品牌影响力较大

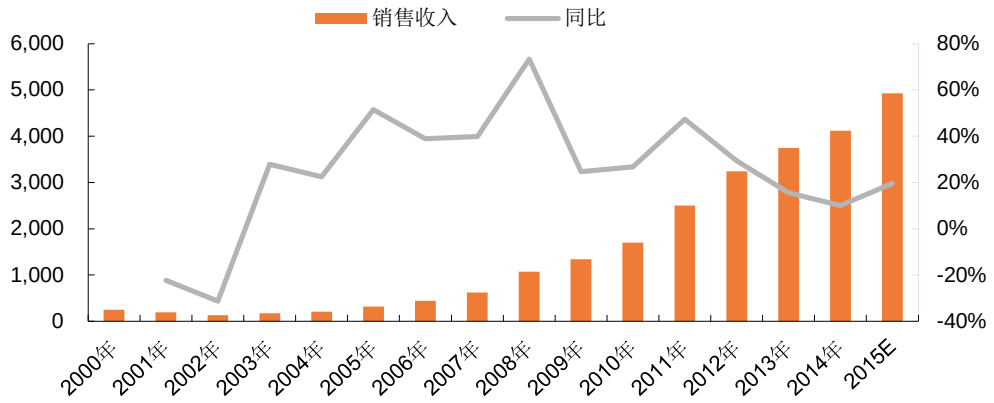
重要事件
1952 年 10 月，在富顺成、公利、魁胜号、义信共 4 家烧锅的基础上正式组建牛栏山酒厂。
1994 年，“华灯牌”北京醇荣获第 32 届布鲁赛尔国际精品博览会金奖。
1999 年 12 月，被授予“中华老字号”荣誉称号。
2002 年 11 月，北京市首家获得“地理标志认证”保护的出口企业。
2006 年 1 月，“牛栏山”商标被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”。
2006 年 10 月，经中国酿酒工业协会专家评定，牛栏山二锅头被认定为中国白酒清香型（二锅头工艺）代表。
2006 年 12 月，牛栏山酒厂（注册商标“牛栏山”）成为首批被国家商务部认定的“中华老字号”。
2007 年 6 月，牛栏山二锅头传统酿造技艺入选北京市非物质文化遗产名录。
2007 年 12 月，中国合格评定国家认可委员会颁发“实验室认可证书”。
2008 年 2 月，国家标准化管理委员会公布“地理标志产品 牛栏山二锅头酒”国家标准批准发布。
2012 年 7 月，“牛栏山一号”酒曲搭载神舟九号飞船太空归来。
2014 年 05 月，牛栏山酒厂出品的“36 度百年三牛”、“52 度经典二锅头”等产品获评首批“原汁原味北京老字号最具代表性产品”。

资料来源：公司网站，平安证券研究所

2.2 白酒持续超预期，是顺鑫 2015 年最大的亮点

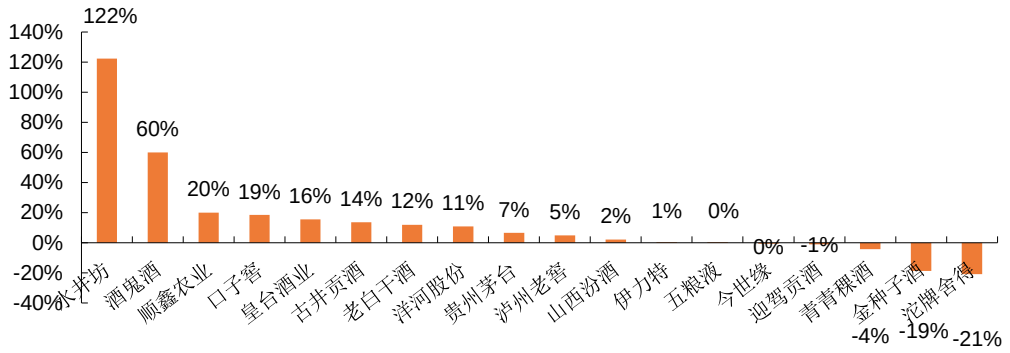
白酒业务是顺鑫农业 15 年最大的亮点，预计 2015 年可增 20%。估计 1-3Q15 白酒业务收入增 20%左右，预计 2015 年收入维持 20%的增速，销售规模接近 50 亿，持续超越年初公司规划和市场预期。

图表 9　顺鑫农业白酒业务收入增速较快，预计2015年增长20%　单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所

图表10　1-3Q15顺鑫农业白酒业务在上市公司中（除了水井坊和酒鬼酒）增速最快



资料来源：wind，平安证券研究所

牛栏山酒过去和未来成长的逻辑可归纳为行业和公司两方面：

1.行业因素：100 元以下低端酒市场空间大，集中度低，民间消费推动需求快速升级，其中光瓶酒是 0-50 元价格带增长最好的品类。

低端酒空间足够大，100 元以下是白酒市场容量最大的价格带，估计收入占行业比重超过 50%。该价格带市场集中度明显低于 100 元以上，缺乏强势竞品，较少上市公司介入，而上市公司群体代表了中国最优秀的白酒。综合考虑品牌忠诚度、价格定位、消费者群体等特点，我们认为 0-50 元价格带白酒特点类似于 20 年前的啤酒，未来市场集中度有望持续提升。优秀企业在低档白酒市占率提升空间大于其它价格带，大有可为。

消费持续升级，100 元以下低端酒主要由民间大众消费推动，需求增速较快。根据春节销售数据、统计局的行业数据和商超数据推算，可以推算民间需求增长很快。该价格带需求以民间需求为主，商务需求占比低于 100 元以上，因此我们估计整风运动后，13-15 年 100 元以下低档酒实际需求保持了年均 15%以上的稳定增长，行业收入的增长也主要来自这个价格带。根据草根调研来看，消费者对光瓶酒的接受度持续提高，估计 13-15 年收入增速超过 20%，增长来自于产品结构的升级。

2.公司因素：先天的品牌优势明显，产品、能力、区域定位合理。

先天的品牌优势明显，北京旺销强化品牌地位。一方面，北京二锅头先天的全国品牌影响力较强，是二锅头品类的代表产品，另一方面，考虑到北京作为首都，地理位置特殊，北京旺销相当于在全国范围做了免费的广告，京味儿文化能够带给外埠市场消费者不同的酒文化感受。北京二锅头具全国知名度，牛栏山市场的稳定性好于老村长、龙江家园。

具体操作层面，产品、能力、区域定位合理。

（1）产品定位合理

对低端酒的重视程度高于其它上市公司，契合自身品牌形象。整风运动前，公司产品结构向上延伸和向下延伸并举，而多数二三线白酒放弃了低档酒，产品结构单方向向上升级，因此牛栏山由于对低端产品重视程度高于其它上市公司，也符合了二锅头产品亲民的形象。营销持续投入，主打产品思路清晰，低端品聚焦资源于陈酿。品类实现创新，包括香型和颜色。公司的成本控制能力强，低端的陈酿毛利率可超过 50%，更好地支撑了公司低端酒定位。基于陈酿系列的成功经验，未来牛栏山酒有望出现 100 元以内的明星产品群，类似于于洋河的 100-300 元价格带的海天系列。

（2）能力定位合理

对自身能力定位清晰，依托大商，合理管控。国企体制下大客户制回避销售短板，公司的经销商选取思路上主要是扶持大商，小商作为补充，销售人员配合大商去做渠道。不过，公司对大商并非放任自流，公司对市场秩序维护较好，如产品区隔防止窜货，适时挺价延长产品生命周期，不压货维护渠道合理利润等。

（3）区域定位合理

阶段性的重点区域思路清晰，从北京起步，重点市场集中投入，层层推进。2007 年到 2011 年，公司通过资源聚焦，北京市场快速增长，超越了红星，成为北京市场的绝对龙头，同时北京旺销强化了品牌地位。环京市场从 2011 年开始培养，在环京市场形成一定规模后，2015 年公司的全国化已经进入第二阶段，开始投入资源运作消费者能力较强的长三角、珠三角市场。

三、行业-低档酒持续消费升级、集中度提升空间大

3.1 100 元以下市场空间大，集中度低

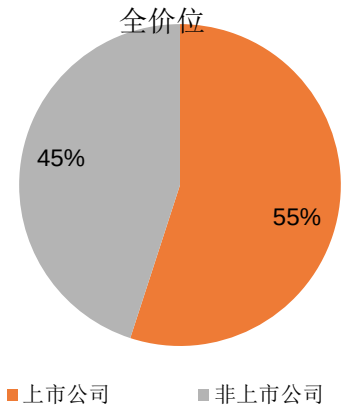
低档白酒市场空间大，集中度低，大有可为。100 元以下是被资本市场忽略的价格带。我们在 14 年 10 月的白酒深度报告《白酒调整棋至中盘，产品、区域、团队三个维度寻找未来机会》提到，100 元以下是白酒市场容量最大的价格带，不过由于该价格带产品盈利能力较弱，因此对于以中高价位产品为主的上市公司而言，该价格带产品即使保持快速增长，短期也难以弥补中高价位产品下滑导致的利润下滑，因此这也是资本市场忽视的一个价格带。综合考虑品牌忠诚度、价格定位、消费者群体等特点，我们认为 0-50 元价格带白酒特点类似于 20 年前的啤酒，未来市场集中度有望持续提升。优秀企业在低档白酒市占率提升空间大于其它价格带，大有可为，重点关注顺鑫农业。

100 元以下价格带主要由民间大众消费推动，需求增速较快。根据春节销售数据、统计局的行业数据和商超数据推算，可以推算民间需求增长很快。该价格带需求以民间需求为主，商务需求占比低于 100 元以上，因此我们估计整风运动后，13-15 年 100 元以下低档酒实际需求保持了年均 15%以上的稳定增长，行业收入的增长也主要来自这个价格带。预计 16 年收入有望保持 15%的增长。

100 元以下价格带市场集中度低，特别是 0-50 元。根据我们测算，估计上市公司在这个价格带的占比仅为 20%左右，而上市公司在白酒行业的收入占比超过 50%。我们认为 0-50 元价格带空间很大，

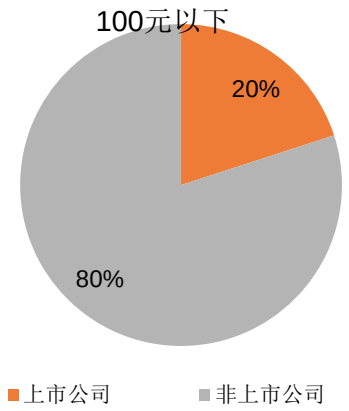
产品正处于升级期，集中度在快速提升。根据我们测算的 100 元以下产品均价，并结合渠道模式判断，估计 0-50 元市场收入容量大于 50-100 元，同时该价位产品正处于升级期，如光瓶酒正在持续替代散酒的市场份额。我们估计 0-50 元市场的上市公司的集中度远低于 20%，优势企业集中度提升空间大于其它价格带。

图表 11　估计上市公司在全价位收入占比超过50%（2014年）　单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所估算

图表 12　估计上市公司在100元以下价格带收入占比仅为20%（2014年）　单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所估算

3.2 光瓶酒是 0-50 元价格带发展最好的品类

0-50 元价格带，主要品种大致可分为地产散酒、光瓶酒、低档盒装酒。散酒主要集中在 10 元以下，包括坛装零售和大桶装两种销售模式。光瓶酒多集中在 10-30 元价格带，我们认为这是光瓶酒最好的价格带，一方面定位过低没利润，另一方面，若定价过高，则与盒装酒相比性价比不高。

由于性价比更高，估计光瓶酒增速很快，形象好于散酒，成本低于盒装。根据草根调研来看，消费者对光瓶酒的接受度提高，估计 13-15 年收入增速超过 20%，增长来自于产品结构的升级。由于缺乏全面的数据，10 元以下散酒和地产低档酒市场容量有多大不好判断，不过趋势上看，这些品种正随着消费升级而持续萎缩，光瓶酒的价格中枢有望持续上移。另外，光瓶酒的集中度也在持续提升，知名度较高的光瓶酒呈现出替代杂牌光瓶酒的趋势。

根据品牌底蕴，我们认为光瓶酒可分为名酒旗下的光瓶酒和普通光瓶酒。

1.**全国名酒旗下的光瓶酒**，包括五粮液的尖庄、洋河的普优、蓝优、老窖的二曲、汾酒的玻汾、古井的老玻贡，北京二锅头（牛栏山、红星）。依托全国名酒的品牌背书，在大本营市场及周边有一定销量，消费群体固定，外来品牌难以取代。一线名酒由于分销网络庞大，也能全国范围内实现一定的光瓶酒销售，但占比较小，且普遍不是公司发展的重点方向。

2.**普通品牌光瓶酒**。缺乏深厚的品牌底蕴，又可以分为全国布局和地方布局的光瓶酒。

（1）全国布局的普通品牌光瓶酒，包括老村长，龙江家园为为代表的东北酒。东北酒缺乏品牌支撑，但增速很快，市场操作模式可复制，类似于快消品。这些公司专注于光瓶酒市场，同时也形成了一套可复制的区域复制模式：对低端酒的消费者需求理解深刻；营销活动和促销灵活多变；渠道分销体系强，较好的维护渠道利益。虽然上升势头很好，不过由于缺乏品牌底蕴，中长期来看，市场不够稳固。

（2）地方布局的光瓶酒。忠诚度低、消费者培育力度不够、盈利能力弱，因此地方布局的光瓶酒强势企业较少。地方光瓶酒有一定的地方认同度，但忠诚度不高，可能被外来品牌取代，类似于 20 年前的地产啤酒。由于在整风运动前，地方酒企纷纷向上升级，忽视光瓶酒的培育，仅仅是顺势而为，因产品普遍规模较小，且盈利能力偏弱。

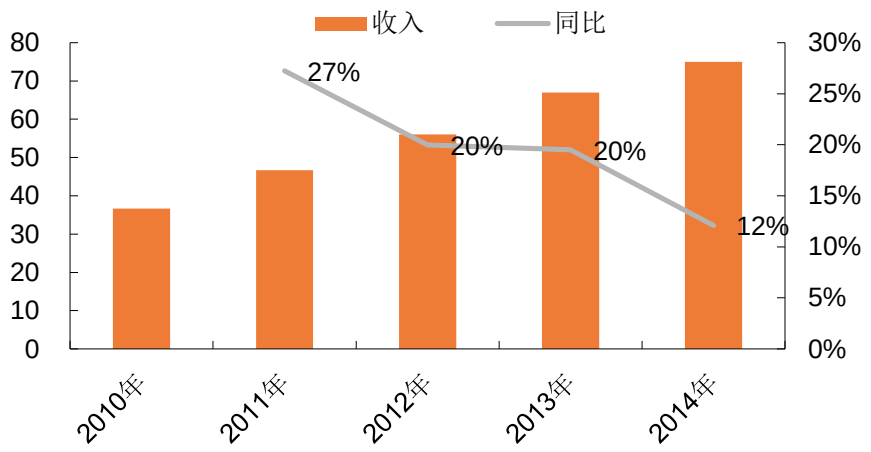
无论是名酒旗下的光瓶酒，还是普通光瓶酒，我们认为价格带专注的企业成长速度快，且成长空间大。术业有专攻，白酒很难在所有价格带同时高速增长，包括全国名酒在内。另外，品牌形象决定了主力产品价格带定位，泸州老窖、沱牌舍得都是砍掉了大量的低档酒后，才培育出 1573、舍得。而北京二锅头的先天品牌定位就是低端，产品亲民，因此牛栏山酒在低档酒市场的成长空间很大。

从区域上看，华北地区及周边是光瓶酒需求最大的区域，包括北京、天津、河北、江苏、安徽、山东、河南等，这是各类光瓶酒龙头争夺的重点区域。

现阶段，光瓶酒的主要玩家包括：

劲酒定位保健，产品有特色，光瓶酒销售额最大的企业。2012-2014 年，劲酒销售额从 56 亿增长至 75 亿，年均复合增速 20%。劲酒的优秀的原因：1.产品功能定位于保健酒，有别于其它白酒；2.劲酒单品突出，营销投入效率高；3.地面部队强，深度分销，业务员超过 5000 人，服务流程标准化，能够有效掌控 50-60 万个终端；4.保护经销商利益，渠道利润稳定，根据媒体资料，截止 2015 年初，与劲牌公司合作 20 年以上客户占比达 7%，合作 13 年以上的占 26%，合作 8 年以上客户占 45%，合作 8 年以上客户合计占比近 80%。不过，由于保健酒市场空间受限，劲酒已经将单品做到极致，14 年收入达到 75 亿，继续快速成长压力较大。

图表13　劲酒是光瓶酒收入最大的企业　单位：亿元



资料来源：公司网站，平安证券研究所

老村长、龙江家园营销能力突出，由于品牌底蕴不足，缺乏品牌护城河。龙江家园成立于 1996 年，老村长酒成立于 2001 年，与名酒相比，品牌底蕴不足。因此，如果营销模式被竞争对手成功复制，则可能增长压力加大。老村长主力价格带定位于 8-20 元，品牌宣传接地气，选取了范伟做代言人，广告词“别拿村长不当干部”，同时渠道的精耕细作，分销体系强，实现村村通，是公认的优秀光瓶酒公司，在华北、河南等地的光瓶酒市占率很高。龙江家园主力价格带是 10-30 元，不过公司倾向于结构向上升级，全面占据 100 元以下的大众酒价格带，估计销售规模小于老村长。

名酒背书+博大模式造就泸州老窖光瓶酒。老窖的二曲（圆二）销量较大，2012 年销量就达到 8 万

吨，估计现阶段已经达到 10 万吨左右的水平。我们认为，二曲的成功最主要的原因是：名酒背书+博大模式。泸州老窖作为全国名酒，品牌知名度高，消费者培育容易，但名酒光环也是双刃剑，由于老窖主力价格带定位于 100 元以上，反而可能造成长期成长空间受限。博大模式下， 营销聚焦县城，终端氛围营造专业化，产品铺货率高，团队战斗力强。

上市公司中，洋河、古井、汾酒等光瓶酒的规模也相对较大。

3.3 总结-具备两点基础优势的三类企业成长空间大

我们认为三类企业在 10-50 元光瓶酒成长空间大：

- 名酒背书，先天品牌知名度高。一线名酒板块-老窖、五粮液、洋河、剑南春，二三线名酒的汾酒玻汾、古井贡酒玻贡、牛栏山酒等。尽管牛栏山酒未曾选入十七大全国名酒名单，但凭借北京二锅头的影响力，拥有类似于十七大名酒的全国知名度。
- 对价格带专注的普通白酒，如老村长，龙江家园等。
- 产品有特色，如劲酒等，主打保健功能。

另外，这些优秀企业还需具备两点基础优势：

- 营销能力和分销体系突出，包括营销宣传、地面推进能力。
- 成本管控能力强，包括生产环节管控、通过外包模式来合理避税、规模效应放大成本优势。

四、产品-低档酒消费升级，预计 15 年白酒收入增 20%

4.1 产品结构低端为主，中国民酒第一品牌

牛栏山酒低端产品占比较高。根据我们草根调研估算，估计出厂价 50 元以上产品收入占比 30%左右，10 元以下占比 50%左右，10-50 元占比 20%左右。整风运动前，公司产品结构向上延伸和向下延伸并举，同时推高端的黄瓷和低端的陈酿，而多数二三线白酒放弃了低档酒，产品结构单方向向上升级，如汾酒、古井、沱牌、金种子等。由于对低端产品重视程度高于其它上市公司，且低端酒占比高、产品均价低，二锅头产品形象亲民，因此，整风运动开始后，受影响相对较小。2014 年、1H15 牛栏山酒销量分别为 26、19 万吨，其中低档酒（出厂价 10 元以内）分别为 24.3、17.9 万吨，占比 92%、93%。2014 年低档酒销量同比增 23%，估计主要由陈酿系列的增长所贡献。

分品种看：

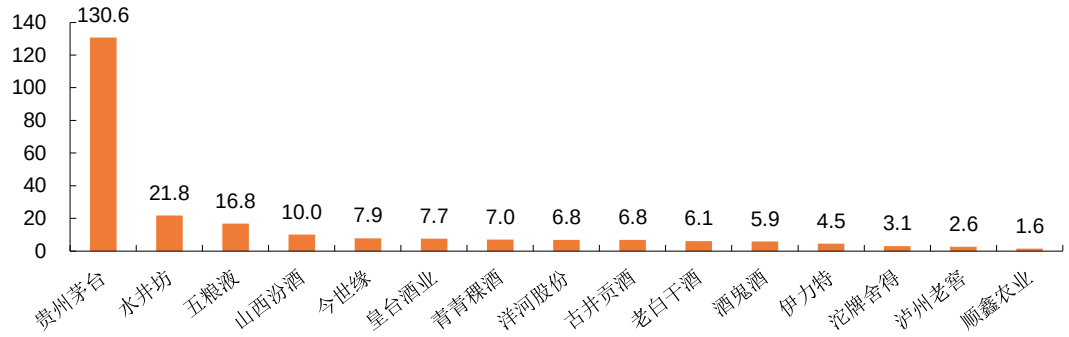
- **估计 2015 年以三牛为代表的中档酒可恢复 20-30%的增长。**百年系列已经培育超过 10 年，2004 年 38 度百年一牛、45 度百年二牛、36 度百年三牛、53 度百年四牛相继上市。由于价格和度数定位合适，2009 年开始，牛栏山在 100-150 元这个价格段形成了以三牛为代表的价格带标杆产品。受整风运动的影响，估计 2014 年以三牛为代表的中档酒出现小幅下滑。受益于 80-120 元价格带的消费升级，估计三牛 2015 年收入可恢复 20-30%的增长，百年系列报表口径实现销售收入超过 10 亿。
- **估计 2015 年定位低端的陈酿系列产品收入保持 20-30%的增速**。陈酿系列是牛栏山抢占北京 10 元低端酒市场的战略产品。2009 年以后，牛栏山推出了定价在 10 元价格区间，以牛栏山 46°陈酿、牛栏山 42°陈酿为代表的低端价格带产品，经过几年的培育，2013-2015 年低端的陈

酿系列快速增长。虽然陈酿系列产品定价低，但由于公司成本管控好，盈利能力较强，估计毛利率水平可接近公司平均水平，超过 50%。2014 年全年销量达到了 2000 万箱，收入接近 20 亿，同价位全国单品销量第一，20 元以下产品的绝对王者。估计 2015 年可继续保持 20-30%的增速，收入规模达到 25 亿左右。

- **估计 2015 年定位 300-400 元的黄瓷恢复增长。**黄瓷经典二锅头是高档酒中的主力品种，受整风运动的影响较大，2013-2014 年销售承压，收入持续大幅下滑。整风运动前，黄瓷零售价格 400-500 元，现阶段黄瓷降至 300-400 元。由于高端酒需求整体恢复增长，五粮液挺价对 300-500 元价位酒挤压程度减轻，同时黄瓷价格降至 300-400 元后享受该价格带的消费升级，估计 2015 年黄瓷可以恢复增长。
- 宁城老窖销售不理想，内蒙市场比较差。前几年主打目标高档酒，因此转向低档酒需要程，在还处于转型期，2014 年、1H15 仅实现销售收入 0.4 亿、0.2 亿，处于亏损状态。

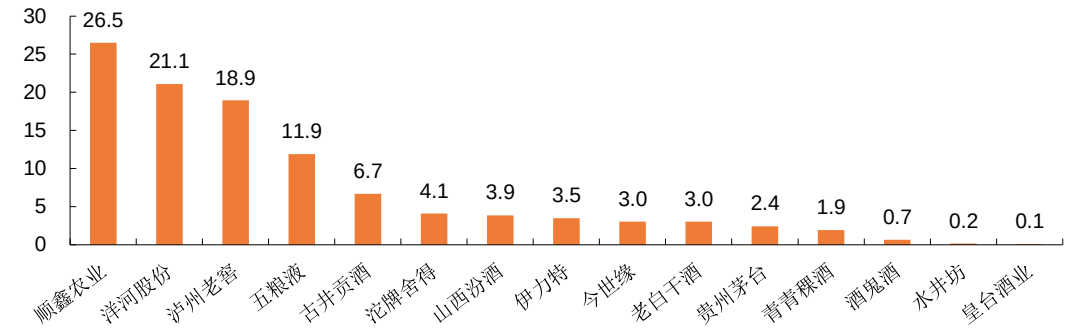
规模效应体现，预计未来毛利率还有提升空间。由于陈酿系列等产品收入占比大幅提升，2014 年毛利率同比下降。但随着规模效应显现和三牛恢复增长，1H15 白酒毛利率同比上升 1pct 至 59%，预计未来毛利率还有提升空间。

图表 14　顺鑫农业白酒吨酒均价在上市公司中排名最低　（2014年）　单位：万元/吨



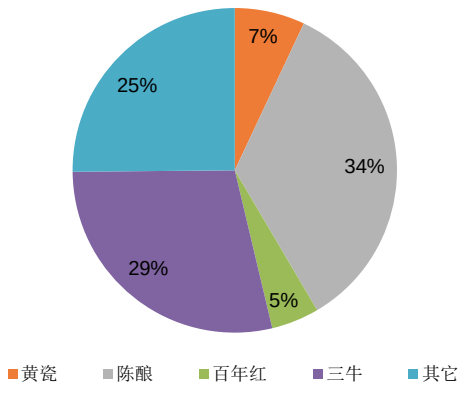
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 15　顺鑫农业白酒销量在上市公司中排名最高，估计也是全国第一　（2014年）　单位：万吨



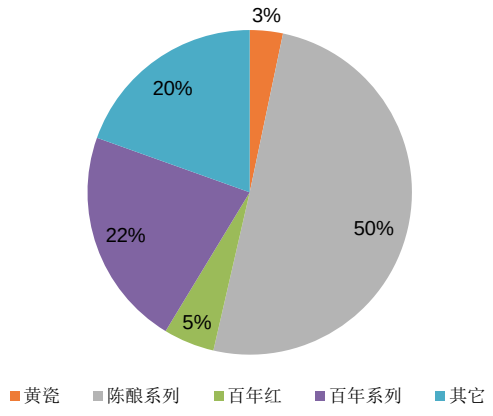
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 16　估计2012年陈酿系列占牛栏山酒收入比重30-40%



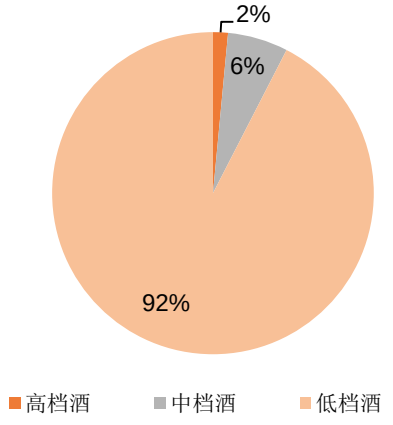
资料来源：公司网站，平安证券研究所估算

图表 17　估计2014年陈酿系列占牛栏山酒收入比重50%左右



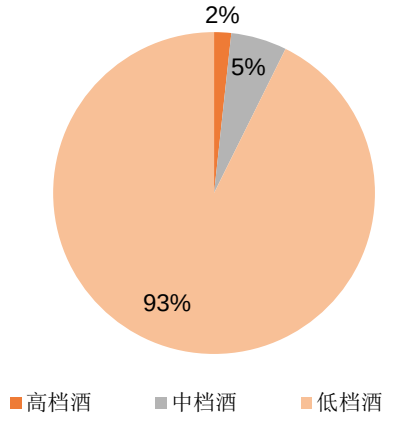
资料来源：公司网站，平安证券研究所估算

图表 18　2014年低档酒占牛栏山酒销量比重92%



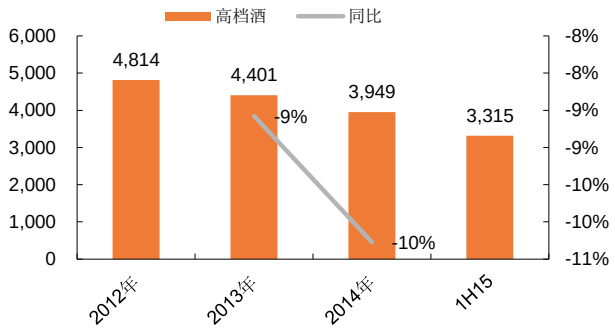
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 19　1H15低档酒占牛栏山酒销量比重93%



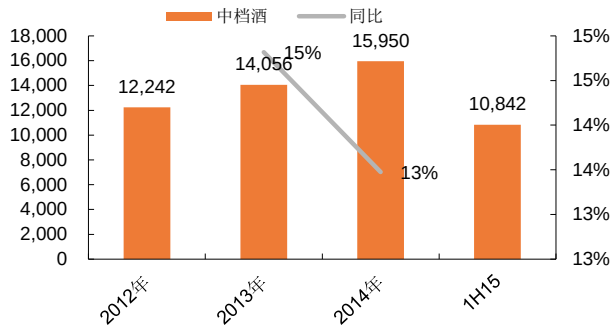
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 20 顺鑫农业高档酒销量 单位：吨



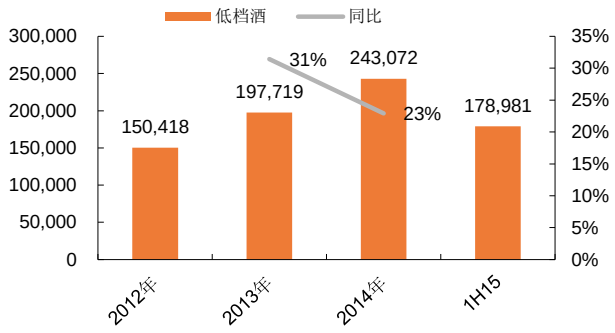
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 21 顺鑫农业中档酒销量 单位：吨



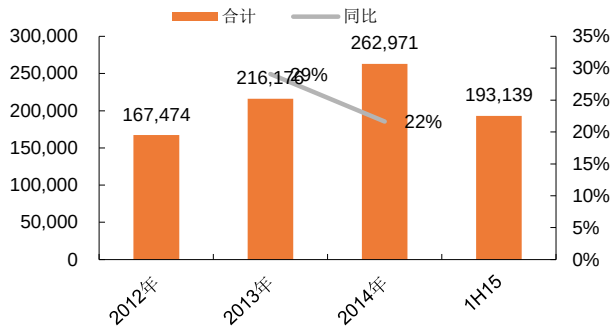
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 22 顺鑫农业低档酒销量 单位：吨



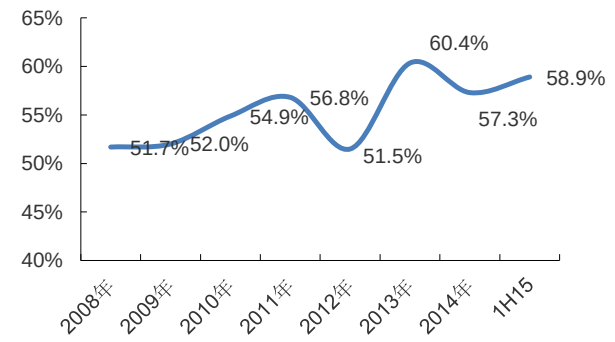
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 23 顺鑫农业白酒总销量 单位：吨



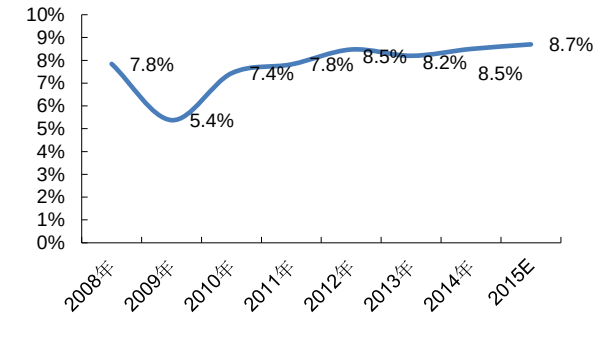
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 24 由于陈酿占比大幅提升，2014年白酒业务毛利率下降，预计2015年开始将持续回升



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 25 预计白酒净利率2015年将继续上升



资料来源：平安证券研究所、Wind

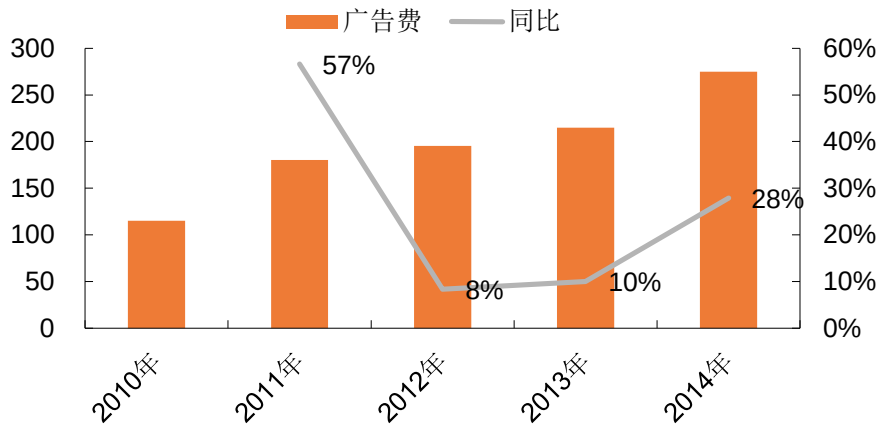
4.2 重视低端市场，陈酿系列耕耘多年、一鸣惊人

陈酿是牛栏山酒中最突出的单品，也可以说陈酿成就了牛栏山酒今日的定位。我们认为，陈酿的爆发除了价格定位合适之外，还有几个原因：

1.**公司将陈酿做成一个生命周期较长的单品，市场策略不投机**。陈酿推出至今已经超过 10 年，耕耘多年，一鸣惊人。公司能够耐住寂寞，稳打稳扎，适时控量挺价，以实现终端价格的稳定，有助于陈酿产品延长生命周期。公司对陈酿也做了升级，升级陈酿的价格比老产品高 3 元，目前主要在外埠销售，未来可自然地承接向上消费升级，同时新品陈酿可以推动外埠市场经销商升级转型。

2.营销持续投入，牛栏山的整体品牌知名度提升，定位低端的陈酿系列最受益。2007 年公司聘请王刚成为牛栏山的形象代言人，“正宗二锅头、地道北京味”的宣传理念，助力牛栏山在北京地区及周边地区实现快速成长。过去几年公司的广告费投入逐年增加，2010-2014 年年均复合增速 24%，估计主要用于白酒投放，品牌影响力持续提升。公司对中高端和低端均很重视，由于二锅头产品先天形象亲民，因此持续的营销投入效果在陈酿系列上体现最明显。不过随着白酒规模的扩大，广告费占收入比重有望下降，从而带来白酒销售费用率下降。

图表 26　顺鑫农业广告投入逐年增长 单位：百万元



资料来源：公司网站，平安证券研究所

3.**主打产品思路清晰，低端品聚焦资源于陈酿**。牛栏山酒产品虽多，但单品突出，公司在 50 元以下价格段主推陈酿，与老白干等竞品的思路不同，因此顺利抢占 10-15 元的价格段位。公司对低档酒的主力价格带判断准确，公司在 50 元以下价格带有多个产品，在北京市场的快速发展阶段，主推 10-15 元的陈酿确保成功，享受 10 元以下消费者的升级。在北京市场形成大单品后，再依托北京首都的影响力，快速向省外推广。

4.**渠道体系维护情况较好，产品区隔防止窜货，适时挺价延长产品生命周期，不压货渠道利润合理。**（1）适时挺价可延长产品生命周期。9 月中下旬，牛栏山对经销商发出通知，要求牛栏山陈酿 42°（500ml*12）一批价不得低于 120 元/箱，适时挺价可延长产品生命周期。（2）做好区域间隔， 如公司在瓶标上对区域进行区隔以一定程度防止窜货，陈酿北京市区和郊区分 A 标和 B 标，大本营和外埠的产品也有区隔。（3）公司对各地供货平衡能力很强，价格秩序管控好，类似于茅台。不压货，对渠道促销支持少，要求经销商通过价差来获得利润。公司没有具体的硬性销售任务，根据终端需求对终端投放量做好控制。另外，牛栏山常对陈酿产品使用饥饿营销，也对产品的提价及价格秩序管控起到积极作用。

图表27 牛栏山绿标陈酿北京价格体系 单位：元/瓶

产品	出厂价	一批价	零售价	指导价
42 度陈酿	8.5	10.8-12.5	13-14	14-15

资料来源：公司网站，平安证券研究所

5.**品类创新，包括香型和颜色。根据市场需求开发低度浓香产品，实现差异化竞争**。由于北京外来人口较多，浓香型白酒的适应范围大于清香型，因此低度浓香的陈酿 42 度和三牛 36 度，能更好地满足北京市场。另外，酒体开发设计好，10 多元的光瓶酒，消费者普遍反映饮后舒适度很高。绿标，颜色上形成较好的品牌区隔。绿标陈酿出现前，绿色较少应用于白酒，能够在颜色上形成较好的品牌间隔，类似于洋河的蓝色经典等。

6.**成本控制能力强**。公司的成本控制能力强，尽管出厂价不高，但毛利率可超过 50%，远高于五粮液尖庄、老窖二曲等名酒旗下的低档酒。而且随着销售规模的扩大，规模效应越来越明显，类似于大众品的成本变化路径。

在做好上述基础工作后，陈酿单品实现持续放量。基于陈酿系列的成功经验，未来牛栏山酒有望出现 100 元以内的明星产品群，类似于洋河 100-300 元价格带的海天系列。牛栏山酒产品形象定位亲民，接地气，公司渠道管控、品类创新、成本控制能力强，营销模式定位清晰，随着渠道体系的扩容，有望在 100 元以内不同价格带培育出大单品，形成明星产品群，类似于于洋河 100-300 价格带的海天系列。

五、区域-外埠正处于高增长期

5.1 品牌、聚焦、大商制、渠道选择能力助牛栏山酒成为北京第一

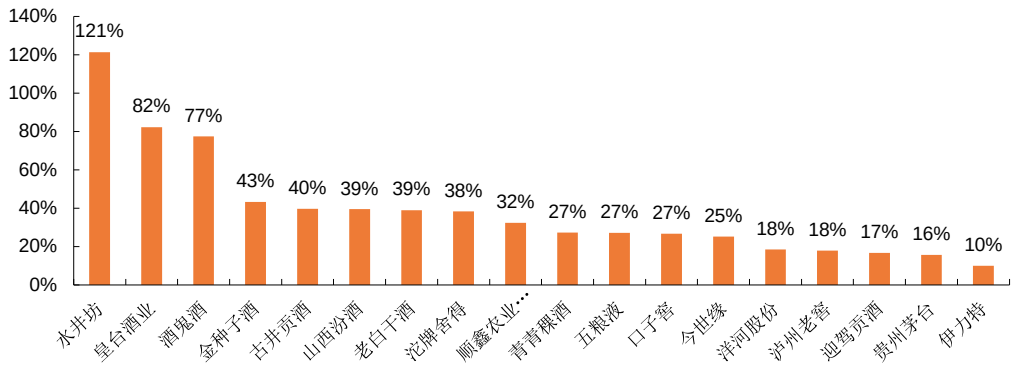
牛栏山酒北京市场已在中低档酒领域实现较高的市场占有率，预计未来将保持平稳增长。牛栏山酒在北京中低端酒市场优势明显，产品主要竞争对手是红星，牛栏山销售收入超过红星 10 亿以上。估计北京市场 2014 年贡献收入 20-25 亿，占公司白酒收入比重 40-50%。根据人口数量和人均收入推算，北京市场的市场容量 80-100 亿，牛栏山市场份额占比 20-30%，其中低档酒占比可能达到 50-60%。随着公司已在中低档酒实现较高占有率，我们认为北京的市占率继续大幅提升的难度较大，未来将平稳增长。估计北京市场 2015 年增长 5-10%，预计未来几年主要来自于居民消费升级，收入增速维持在 5-10%。

北京市场过去几年的成功经验，对未来外埠市场的发展有很好的借鉴意义，我们这里总结了北京市场过去几年成功的原因：

- **牛栏山二锅头在北京及周边有较强的先天品牌影响力**，我们在 2.1 部分已做了说明。
- **市场启动阶段，集中资源做北京市场**。2011 年之前牛栏山主要精力放在北京，集中资源做北京表现得很明显，包括在多种媒体组合上有大手笔的广告投入，选择影星王刚做品牌代言人，每个节假日精心策划组织促销活动，组织“正宗二锅头，地道北京味”、“顺鑫欢乐一日游，寻二锅头之源头”等主题活动，这些行为强化了区域聚焦战略。而同城的红星在北京和外埠市场同时铺开市场，反而导致资源不够聚焦，被牛栏山酒持续拉开差距。
- **对自身能力定位清晰，依托大商，合理管控**。国企体制下大客户制回避销售短板，公司的经销商选取思路上主要是扶持大商，实施“大客户制”，小商作为补充，销售人员配合大商去做渠道，维护好市场秩序。公司在北京市场与创意堂、朝批、京糖、京柳、首森等大商均保持了良好的合作，这些经销商销售收入规模均过亿，如创意堂一家占北京市场收入比重超过 30%。扶持大

商有助于公司快速填补空白区域市场。但这种模式下公司对经销商的依赖度高，因此需要给渠道更多的支持，一方面产品实际出货价较低，另一方面报表体现的费用率水平较高。我们估算牛栏山酒 2014 年报表体现的期间费用率合计超过 30%，若考虑经销商层面体现的销售费用，实际销售费用率水平更高，在白酒上市公司中位于较高位置。不过，公司对大商并非放任自流，我们在对北京市其它白酒竞品经销商的调研中可以看到，普遍对牛栏山的渠道管控能力和费用投放的有效性认同度高。

图表 28　估算顺鑫农业（白酒业务）2014年报表期间费用率超过30%



备注：牛栏山酒数据来源于我们草根调研估算
资料来源：wind，平安证券研究所

- **渠道选择因势而变，层层推进，深度掌控**。2008 年前，餐饮和商超是牛栏山两大主销渠道。2005 年牛栏山从餐饮渠道切入北京市场，建立起产品标杆，餐饮终端早期公司做直营，后来改变了直营餐饮店的工作思路，依托核心经销商开发餐饮终端。商超渠道早期以北京朝批为主，后来公司扩大了在大型批发市场的份额，从朝批一家发展到了四家来做，基本上覆盖了整个市区的商超。2008 年，随着市场形势的变化，牛栏山开始切入流通渠道，从“以餐饮打基础，通过商超实现增量”发展成了“以餐饮打基础，商超定价格，流通出增量”，正确的渠道选择推动了北京地区三牛、陈酿等品种持续快速放量增长。从重点渠道的选取上，我们认为公司销售团队把握市场形势变化的能力较强。

5.2 从 1+4+5 到 2+2+6，循序渐进，全国化进入第二阶段

区域选择从 1+4+5 到 2+2+6。2007 年到 2011 年，公司通过资源聚焦，北京市场快速增长，超越了红星，成为北京市场的绝对龙头。2011 年，公司进入环京战略的拓展阶段，2012 年提出了“1+4+5”亿元板块联动战略，以北京市场为核心，将天津、保定、呼和浩特、沧州打造成 4 个亿元市场，山东、山西、河南、内蒙、辽宁培育成为 5 个省级亿元市场，目前该目标已经基本实现。2015 年，公司提出“2+2+6”的新目标，第一个 2 指的是北京和天津，第二个 2 指的是长三角和珠三角，6 是指的山东、辽宁、内蒙、山西、河北、河南，显示公司的全国化已经进入第二阶段。

估计 2015 年外埠市场增长 30%左右，预计 16-17 年继续保持较高增速。估计 2015 年环京市场继续保持快速增长，形成了环京板块化市场，另外环京以外市场也初露峥嵘，外埠市场总体增速 30%左右。综合考虑区域品牌影响力、产品形象定位、北京市场的成功经验，我们认为外埠市场 2016-2017 年可维持 20%以上的高增长。

牛栏山酒在外埠市场高增长的原因：

- **先天的品牌优势明显，北京旺销强化品牌地位**。牛栏山第一阶段的全国区域策略主要围绕北京白酒市场向外扩散，形成一种面的扩张。一方面，北京二锅头先天的全国品牌影响力较强，是二锅头品类的代表产品，另一方面，考虑到北京作为首都，地理位置特殊，北京旺销相当于在全国范围做了免费的广告，京味文化能够带给外埠市场消费者不同的感受，有助于外埠市场的拓展，特别是环京市场。而环京市场中，除了山西和河南之外，该区域中并无特别强势的白酒品牌。
- **外埠市场主要配合经销商做细市场，与大商合作关系稳定，类似于北京市场**。外埠市场拓展也主要以大商为主，与经销商合作的稳定性高，如在安徽与远景合作，远景作为省级平台商，在上海、浙江地区部分品种由北京的创意堂经销。虽然与一些优秀的竞品相比，公司渠道做得还不够细，但牛栏山由于给经销商产品结算价格较低，经销商的费用操作空间大，同时公司对市场化秩序维护较好，较少大型的消费者促销活动和终端压货，与老白干、汾酒、东北酒等不同，有助于渠道体系的稳定。因此，经销商利益可得到保障，能更好地调动经销商的资源，弥补公司销售团队人员的不足。
- **扩张思路稳健，区域操作模式稳扎稳打，阶段性的重点区域思路清晰**。坐稳一个市场之后，然后再逐步向周围拓展，提高成功的概率，而不是大量空白区域全面铺开，广撒费用。阶段性的重点区域思路清晰，环京市场从 2011 年就开始培养，在环京市场形成一定规模后，2015 年公司的全国化已经进入第二阶段，开始进入消费者能力较强的长三角、珠三角市场。
- **行业弱复苏，支撑牛栏山的外埠市场持续高增长，特别是定价 100 元左右的三牛**。整风运动后，行业需求萎缩环境下，各地地产酒加大投入保护基地市场，2013-2014 年上市公司的大本营以外市场普遍表现较差。2015 年白酒行业出现弱复苏后，上市公司的外埠收入增速总体又好于大本营市场。以洋河为例，2015 年洋河的营销能力得到更好体现，省外市场重新高增长，1H15 收入同比增 22%，远高于省内 4%的增速。行业弱复苏的背景下，牛栏山的三牛及同价位的产品在北京和京外市场均重新提速。

图表29　2014年、1H15大本营和非大本营市场收入变化

	2014 年		1H15		
	省内（大本营）	省外（非大本营）	省内（大本营）	省外（非大本营）	备注
泸州老窖	-44.5%	-51.1%	-8.6%	13.6%	西南
酒鬼酒	-54.2%	-33.8%	114.0%	33.7%	华中
洋河股份	0.1%	-6.3%	3.5%	22.3%	江苏
老白干酒	16.4%	18.1%	41.3%	26.8%	华北
水井坊	-26.7%	-24.0%	33.9%	271.3%	四川
山西汾酒	-39.4%	-30.1%	5.8%	-11.8%	山西
今世缘	-3.9%	-14.3%	1.7%	8.9%	江苏
青青稞酒	-9.4%	5.3%	-0.3%	3.1%	青海

资料来源：wind，平安证券研究所

六、肉类加工毛利率下降，养殖业务减亏

预计 2015 年肉类加工业务盈利能力可能下降。现阶段，肉类加工业务以鹏程食品为主，鹏程是北京地区最大的猪肉生产基地，生鲜产品在北京市场占有 40%以上的市场份额，屠宰总产能达到 400 万头，2014 年屠宰量 180 万头。1H15 肉类加工业务收入下滑 3.4%，估计由于屠宰量同比下降，估计 3Q15 肉类加工收入随猪价同比大幅反弹而实现较快增长。不过猪价上涨对毛利率有负面影响，1H15 肉

类加工业务毛利率同比下降 1.5pct，预计肉类加工业务 2015 年盈利能力可能下降。由于产能利用率偏低，估计肉类加工业务盈利能力弱于双汇等龙头企业。

图表 30 肉类加工业务产能利用率还有提升空间

产品	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-6 月
生肉 产能（吨）	459,300	459,300	459,300	229,650
产量（吨）	168,350	180,130	164,790	94,754
销量（吨）	169,581	171,893	156,302	88,534
产能利用率	37%	39%	36%	41%
产销率	101%	95%	95%	93%
熟肉 产能（吨）	15,000	15,000	15,000	7,500
产量（吨）	14,085	13,958	12,190	5,833
销量（吨）	14,295	13,868	12,038	5,872
产能利用率	94%	93%	81%	78%
产销率	101%	99%	99%	101%

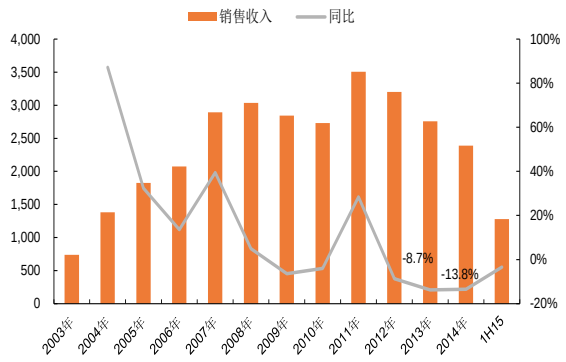
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 31 屠宰业务产能利用率还有提升空间 单位：万头

企业名称	年设计能力	实际屠宰数量			
		2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-6 月
鹏程食品	300	189.96	181.21	177.5	89.91
汉中鹏程	50	3.61	2.94	2.83	1.08
达州鹏程	50	-	-	-	-
合计	400	193.57	184.15	180.33	90.99

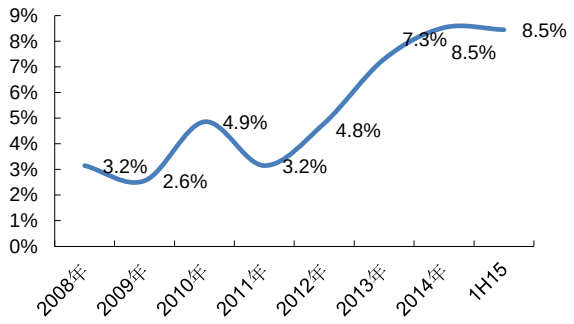
资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表 32 肉类加工业务收入 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所、Wind

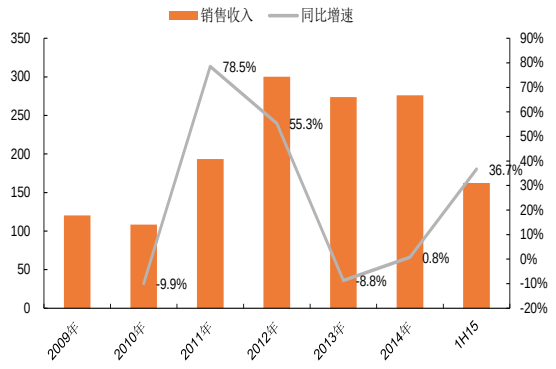
图表 33 估计2015年肉类加工业务毛利率同比下降



资料来源：平安证券研究所、Wind

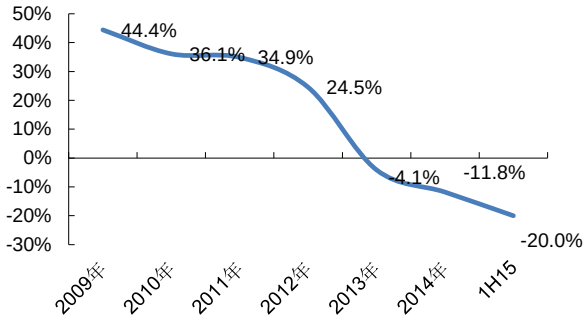
猪价反弹，2H15 养殖业务可减亏。公司的养殖业务包括种猪和育肥猪，估计比例 1：4 左右。养殖业务 2014 年-1H15 亏损幅度较大，2014 年亏损超过 6000 万，估计 1H15 亏损 6000 万左右，头均亏损 400-500 元。由于生猪价格回升，估计 2H15 种猪业务可减亏。

图表 34 种猪业务收入 单位：百万元



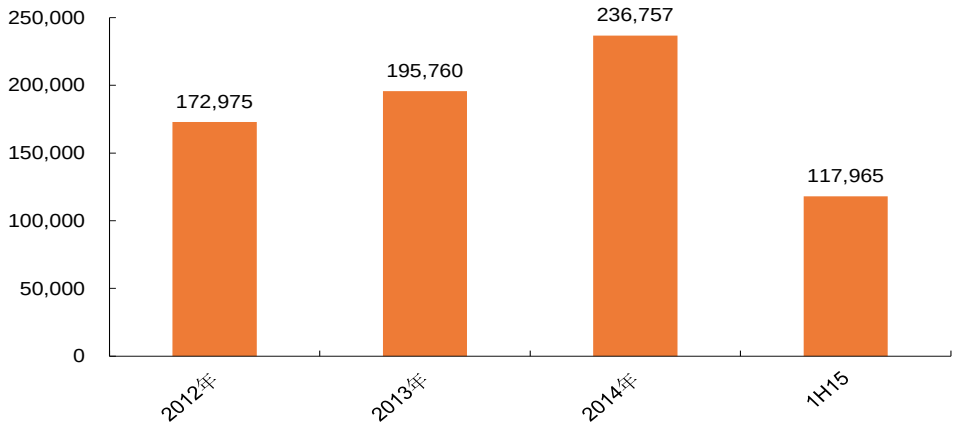
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 35 估计2H15种猪业务毛利率同比回升



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 36 生猪（种猪和育肥猪）出栏量持续增长 单位：头



资料来源：公司网站，平安证券研究所

并购牛羊肉可能是肉类加工业务未来重要成长点，并成为股价表现的催化剂。顺鑫农业 2015 年 4 月份曾发布公告，公司拟通过非公开发行股份及支付现金相结合的方式，购买马希明等 9 名股东持有的清河源食品 70%股份，2015 年 6 月公告，交易对方与公司对本次发行股份及支付现金购买资产事宜交易条款存在分歧，经协商未果，公司决定终止实施本次重组事宜。我们判断，由于牛羊肉战略方向已定，虽然收购清河源失败，但未来公司可能会持续推进其它牛羊肉资产并购。若能成功收购牛羊肉项目，一方面可对顺鑫农业的肉类加工业务形成较好的互补，以猪肉为主，且主要集中在北京地区，收购牛羊肉资产可对顺鑫肉类业务的品类和区域形成较好的互补，同时被上市公司收购也有助于标的资产提升其品牌价值，双赢选择。国内牛羊肉上市公司相关标的少，有望成为股价表现的催化剂。

七、盈利预测与投资评级

我们维持原有盈利预测，预计 2015-16 年营收同比+5%、+10%，净利同比+5%、+23%，实现每股收益 0.66、0.81 元。其中，预计 2015-16 年白酒收入同比+21%、16%，净利增速略高于营收， EPS

0.70、0.82 元，按照白酒业务 2016 年 25 倍 PE，再加总其它各项业务的投资价值，12 个月目标价 26.3 元，目标市值 150 亿。16 年股价催化剂较多，上调至“强烈推荐”的投资评级。

股价表现的催化剂：2016 年白酒主业越显突出后，估值持续回升；房地产业务顺利剥离；牛羊肉资产并购有新进展。

图表37　重点公司年度盈利预测

股票名称	股价（元）11 月 25 日	EPS（元/股）			P/E			评级	EPS 最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	212.98	12.22	13.14	14.30	17.4	16.2	14.9	强烈推荐	
五粮液	25.33	1.54	1.57	1.82	16.5	16.1	13.9	强烈推荐	↑ 4%（10 月 29 日）
洋河股份	64.50	2.99	3.35	3.80	21.6	19.2	17.0	推荐	
泸州老窖	24.50	0.63	1.14	1.25	39.0	21.6	19.6	中性	
青青稞酒	23.65	0.71	0.59	0.66	33.5	39.9	35.7	中性	
山西汾酒	18.24	0.41	0.44	0.56	44.4	41.4	32.8	推荐	
顺鑫农业	19.35	0.63	0.66	0.81	30.7	29.3	23.8	强烈推荐	↓ -4%（10 月 28 日）
古井贡酒	34.36	1.19	1.29	1.48	29.0	26.7	23.2	中性	
张裕 A	39.10	1.45	1.57	1.70	27.1	24.9	23.0	推荐	
青岛啤酒	33.84	1.47	1.48	1.33	23.0	22.8	25.5	中性	↓ -3%（10 月 11 日）
海天味业	34.51	0.77	0.92	1.08	44.7	37.7	31.9	强烈推荐	
中炬高新	15.66	0.36	0.31	0.34	43.5	51.2	45.5	推荐	↑ 12%（10 月 27 日）
伊利股份	15.41	0.68	0.79	0.89	22.6	19.5	17.4	强烈推荐	↓ -10%（11 月 1 日）
贝因美	16.26	0.07	-0.01	0.01	241.4	-	-	中性	↑ 97%（11 月 1 日）
光明乳业	16.51	0.46	0.29	0.66	35.8	57.9	25.1	中性	↓ -36%（11 月 1 日）*
黑芝麻	11.42	0.20	0.22	0.25	58.4	51.9	45.7	中性	
安琪酵母	31.58	0.45	0.86	1.41	70.7	36.8	22.5	强烈推荐	↓ -4%（10 月 30 日）
双汇发展	20.03	1.22	1.23	1.25	16.4	16.3	16.0	推荐	
大北农	13.38	0.29	0.27	0.41	46.1	50.1	32.6	强烈推荐	
三全食品	11.55	0.10	0.10	0.35	114.9	111.5	32.5	强烈推荐	↑ 6%（10 月 30 日）

资料来源：平安证券研究所、Wind

八、风险提示

- 顺鑫主业太过于庞杂，市场不认同多主业经营。
- 房地产业务剥离进度低于预期。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	10685	10712	11196	11851
现金	2606	2413	2032	1815
应收账款	102	108	121	135
其他应收款	48	51	57	64
预付账款	545	559	617	676
存货	7384	7581	8368	9161
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	4858	5289	5613	5851
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3382	3696	3947	4130
无形资产	846	887	916	936
其他非流动资产	630	706	750	785
资产总计	15543	16001	16809	17701
流动负债	8113	8303	8714	9132
短期借款	4709	4709	4709	4709
应付账款	323	332	366	401
其他流动负债	3081	3262	3638	4022
非流动负债	2245	2245	2245	2245
长期借款	1613	1613	1613	1613
其他非流动负债	632	632	632	632
负债合计	10358	10548	10959	11377
少数股东权益	106	112	119	127
股本	571	571	571	571
资本公积	2798	2798	2798	2798
留存收益	1710	1972	2363	2828
归属母公司股东权益	5079	5341	5732	6197
负债和股东权益	15543	16001	16809	17701

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	294	664	411	514
净利润	359	379	464	554
折旧摊销	5	6	7	8
财务费用	163	148	154	159
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	363	115	532	533
其他经营现金流	-597	15	-746	-741
投资活动现金流	-437	-651	-578	-498
资本支出	441	493	447	391
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-879	-1144	-1026	-889
筹资活动现金流	894	-205	-214	-233
短期借款	-1385	0	0	0
长期借款	584	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	1695	-205	-214	-233
现金净增加额	750	-193	-382	-217

利润表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	9481	9904	10920	11974
营业成本	6288	6393	6830	7279
营业税金及附加	1018	1084	1245	1413
营业费用	912	1119	1343	1581
管理费用	559	594	655	718
财务费用	163	148	152	155
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	538	565	694	828
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	535	563	691	825
所得税	170	180	221	264
净利润	365	382	470	561
少数股东损益	5	6	7	8
归属母公司净利润	359	377	463	553
EBITDA	916	945	1095	1246
EPS（元）	0.63	0.66	0.81	0.97

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	4.5	4.5	10.3	9.7
营业利润(%)	77.4	5.1	22.8	19.2
归属于母公司净利润(%)	81.8	4.9	22.9	19.4
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	33.7	35.5	37.4	39.2
净利率(%)	3.8	3.9	4.3	4.7
ROE(%)	8.8	7.2	8.4	9.3
ROIC(%)	4.9	4.7	5.3	5.8
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	66.6	65.9	64.9	63.8
净负债比率(%)	85.2	83.7	81.4	76.0
流动比率	1.32	1.29	1.29	1.31
速动比率	0.41	0.38	0.35	0.34
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.65	0.63	0.67	0.70
应收账款周转率	88.2	95.3	97.8	97.6
应付账款周转率	18.0	19.6	20.1	20.1
每股指标（元）	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.66	0.81	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.62	1.35	1.57
每股净资产(最新摊薄)	9.09	9.55	10.25	11.08
估值比率	-	-	-	-
P/E	30.7	29.3	23.8	20.0
P/B	2.2	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	18.9	18.3	15.8	13.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033