

## 顺鑫农业(000860.SZ)

### 2015年蓄势，2016年将发起进攻的集结号

评级：**买入** 前次：  
 目标价(元)：**24.6**

分析师 联系人  
 胡彦超 范劲松

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn

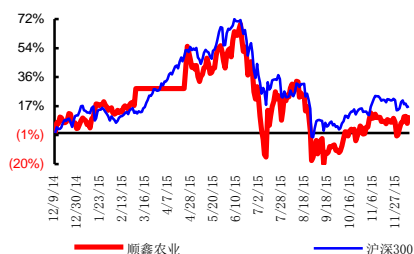
fanjs@r.qlzq.com.cn

2015年12月09日

#### 基本状况

总股本(百万股)	571
流通股本(百万股)	571
市价(元)	19.74
市值(百万元)	11,263
流通市值(百万元)	11,263

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	9,072.3	9,480.6	9,481.0	9,765.4	9,960.7
营业收入增速	8.76%	4.50%	0.00%	3.00%	2.00%
净利润增长率	57.09%	81.85%	-5.33%	32.04%	20.56%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.63	0.60	0.79	0.95
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	34.08	29.65	31.86	24.13	20.01
PEG	0.60	0.36	—	0.75	0.97
每股净资产(元)	6.98	8.90	9.40	10.19	11.13
每股现金流量	1.70	0.52	2.35	0.83	1.06
净资产收益率	6.46%	7.08%	6.35%	7.73%	8.53%
市净率	2.20	2.10	2.02	1.87	1.71
总股本(百万股)	438.54	570.59	570.59	570.59	570.59

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 我们认为公司今年在资产剥离、并购、国改等方面以筹备为主，明年有望将发起进攻的集结号，公司将进一步突出酒肉主业，逐步剥离酒肉之外的业务。白酒业务未来2-3年仍能实现10%-15%的销售收入增长；生猪养殖和肉类加工总体弹性不大，品类扩张和并购将成主要看点；非主营业务尤其是房地产业务的剥离在加速，届时财务费用将大幅下降。公司国改可行性强，需重点关注。
- 定位酒肉主业，2015年非酒肉业务剥离在加速。自公司新董事长2013年上任至今已多次强调将定位酒肉主业，逐步剥离酒肉之外的业务，在这两年酒肉营收占比稳步提升至72%。房地产、水利建设、石门批发市场、创新食品、园林绿化工程、影视文化等方面已经逐步开始剥离（具体项目体量以及剥离进展参照图表37），2015年呈现加速趋势。
- 白酒业务未来2-3年仍能实现10%-15%的销售收入增长。公司产品性价比高，渠道毛利高达40%-50%，经销商销售动力强。北京市内经过了数十年的高增长我们认为已经过了增长的高峰期，未来2-3年增速将放缓至5%-10%之间；外埠市场在前3-5年的培育之后，成为近几年的主要增长点，今年上半年实现了30%以上的增长。我们认为公司产品“低价、高性价比”，深受消费者喜好，并且区域扩张较易复制，未来2-3年可保持20%以上的增长。综合北京市内外增速和销售占比，我们对未来2-3年公司白酒业务给予年增速10%-15%的预判。
- 生猪养殖和肉类加工总体弹性不大，品类扩张和并购将成主要看点。我们认为，公司养殖板块经营效率不高，外加上今年上半年养殖周期导致行业总体处于亏损，公司养殖板块今年难言盈利，明年养殖周期将走向景气公司有望做到4000万以上的毛利。生猪屠宰利润是肉类业务的利润核心，虽然较稳定但是受

运输半径的限制，业务拓展空间有限。圆于此，我们认为公司肉类要实现扩张可以通过并购方式实现，现阶段公司猪肉产业链健全，并购牛羊肉对公司的发展意义将更大。

- **非主营业务尤其是房地产业务的剥离有望加速，届时财务费用将大幅下降。**公司多个项目已经处于转让中或者已经剥离，并且不再增加土地。我们认为公司地产业务的剥离速度难言迅速，但是在有序进行，除了山东曲阜那块土地进展速度较慢之外，其余的剥离工作在加速。公司 2014 年财务费用中利息支出 1.82 亿，若地产项目剥离成功将大幅降低公司财务费用 1.8 亿元。
- **国企改革的推进也将成为公司股价上涨的超预期因素。**我们认为公司改革意愿强，但改革相关的意见需要国资委的批复。从改革方式来看，我们认为公司国改的大方向将通过定增来绑定核心员工和经销商（不排除战投），如能推进国改，将较大程度改善管理层的激励，释放企业的活力，提升经营效率，进而推进公司业务大步向前。
- **综上，我们预计公司今年业绩总体较去年持平，明年的看点较多。我们认为 2016 年公司白酒业务保持两位数的增长对业绩有支撑，而资产的剥离、牛羊肉的并购以及公司国改获批复将为业绩的增长铸造弹性。**经测算，预计公司 2015-2017 年公司的营业收入 94.81、97.6、99.6 亿元，YOY 分别为 0%、3%、2%；净利润 3.4、4.5、5.4 亿元，YOY 分别为-1.78%、25.62%、20.80%；EPS 分别为 0.60、0.79 和 0.95 元，总体给予公司 2016 年估值 140 亿元，对应 2016 年目标价 24.6、31X PE,首次覆盖给予“买入”评级。

## 内容目录

顺鑫农业：一家以“酒肉”为主营的综合型农业上市公司.....	- 5 -
“酒肉”业务品牌突出，毛利占比过 8 成.....	- 5 -
公司业务复杂，聚焦核心产业有望释放制度红利.....	- 6 -
新董事长有望加速公司发展步伐.....	- 7 -
白酒：低端酒的王中王.....	- 7 -
定位：高性价比的低端白酒.....	- 7 -
渠道体系：大商为主，外埠销售占比已过半.....	- 10 -
成长性：低端酒竞争优势明显，未来 2-3 年复合增速可维持在 15%.....	- 12 -
肉类：生猪屠宰和加工成为业绩支撑，牛羊肉扩展可期待.....	- 14 -
生猪屠宰和加工成为业绩支撑.....	- 14 -
屠宰难扩张，并购牛羊肉市场将成增长点.....	- 17 -
逐渐剥离非主营业务，更多看点值得关注.....	- 18 -
非主营业务剥离有望加速.....	- 18 -
非主营业务完全剥离将节省财务费用 1.8 亿.....	- 20 -
更多增长点值得关注.....	- 21 -
盈利预测与估值.....	- 21 -

## 图表目录

图表 1：顺鑫农业营业总收入变化（亿元）.....	- 5 -
图表 2：顺鑫农业营业净利润变化（亿元）.....	- 5 -
图表 3：顺鑫农业主要业务销售额占比（2014 年）.....	- 5 -
图表 4：顺鑫农业主要业务毛利占比（2014 年）.....	- 5 -
图表 5：顺鑫农业主要业务结构与股权结构.....	- 6 -
图表 6：顺鑫农业十大股东明细（2015 年三季报）.....	- 6 -
图表 7：顺鑫农业主要分子公司经营情况.....	- 6 -
图表 8：牛栏山酒厂的发展历程.....	- 7 -
图表 9：牛栏山主力产品：黄瓷、三牛、百年红、陈酿.....	- 8 -
图表 10：牛栏山酒主力产品价格.....	- 8 -
图表 11：2014 年陈酿系列营收占比过半.....	- 9 -
图表 12：顺鑫白酒业务收入快速提升（亿元）.....	- 9 -
图表 13：顺鑫白酒业务毛利率提升至 57%（%）.....	- 9 -
图表 14：2015Q1-3 顺鑫农业增速位居行业前列（%）.....	- 10 -

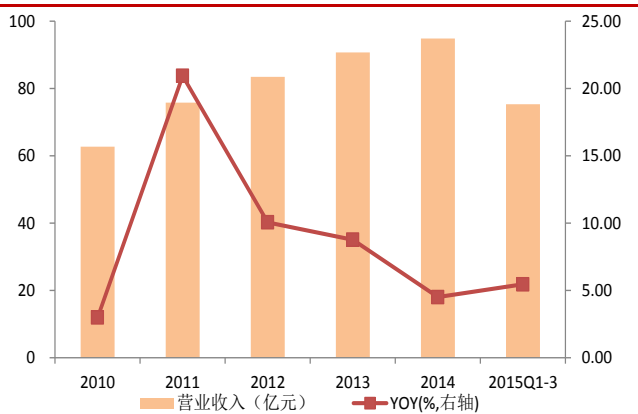
图表 15: 顺鑫农业白酒销量在上市公司中排名最高 (万吨)	- 10 -
图表 16: 牛栏山在北京及周边地区品牌影响力较大	- 10 -
图表 17: 渠道体系	- 11 -
图表 18: 前两大客户的年销售收入 (亿元)	- 11 -
图表 19: 与经销商的合作、定价、结算模式	- 11 -
图表 20: 牛栏山外埠业务稳步提升 (%)	- 12 -
图表 21: 42 度陈酿渠道毛利空间	- 12 -
图表 22: 50 元以下产品的竞争情况	- 13 -
图表 23: 牛栏山波特五力分析	- 13 -
图表 24: 公司产品净利率不足 8%, 处于白酒上市公司低位	- 14 -
图表 25: 公司种猪、肉类加工业务	- 15 -
图表 26: 肉类加工业务收入: 亿元	- 15 -
图表 27: 估计 2015 年肉类加工业务毛利率同比下降	- 15 -
图表 28: 生猪 (种猪和育肥猪) 出栏量持续增长单位: 万头	- 16 -
图表 29: 能繁母猪存栏数持续走低	- 16 -
图表 30: 玉米价格下滑至 1900 元/吨	- 16 -
图表 31: 肉类加工业务产能利用率还有提升空间	- 17 -
图表 32: 2000-2013 我国牛肉表观消费量 (千吨)	- 17 -
图表 33: 牛肉在整个肉类的消费占比中大幅提升	- 17 -
图表 34: 牛肉价格 2008 年来一路攀升 (元/公斤)	- 18 -
图表 35: 我国牛肉进口量近几年猛增 (千吨)	- 18 -
图表 36: 我国人均牛肉消费量和其他国家还有很大差距	- 18 -
图表 37: 顺鑫农业资产剥离进展	- 20 -
图表 38: 顺鑫农业的销售预测 (百万元)	- 22 -
图表 39: 顺鑫农业三张报表 (百万元)	- 23 -

## 顺鑫农业：一家以“酒肉”为主营的综合型农业上市公司

“酒肉”业务品牌突出，毛利占比过8成

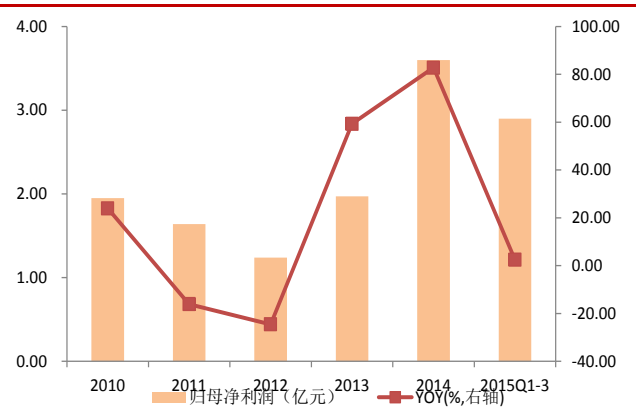
- 公司拥有“牛栏山”、“宁城”、“鹏程”、“顺鑫”、“小店”等5个中国驰名商标。顺鑫农业主营业务包括：白酒的生产销售，种猪繁育与销售，生猪屠宰及肉制品加工，房地产开发，水利与建筑工程施工，市场管理与服务，农副产品生产加工，物流业务，高档花卉、蔬菜、果品的培育与销售等。公司主要产品包括：“牛栏山”二锅头、“宁城老窖”、“小店”牌种猪、“鹏程”牌冷鲜肉与低温肉制品等。
- 公司业务范围很广，既涉及轻资产的食品加工制造业，又涉及重资产的养殖、建筑地产，还包括物流服务等。总体来看，白酒、肉类、地产建筑是公司目前收入和利润的主要组成部分。2014年，公司白酒、肉业（种猪、屠宰、肉制品加工）、建筑和地产分别贡献收入的43%、31%和22%。从毛利角度来看，2014年白酒贡献毛利的74%，肉类和建筑地产分别贡献7%和10%。

图表 1：顺鑫农业营业总收入变化（亿元）



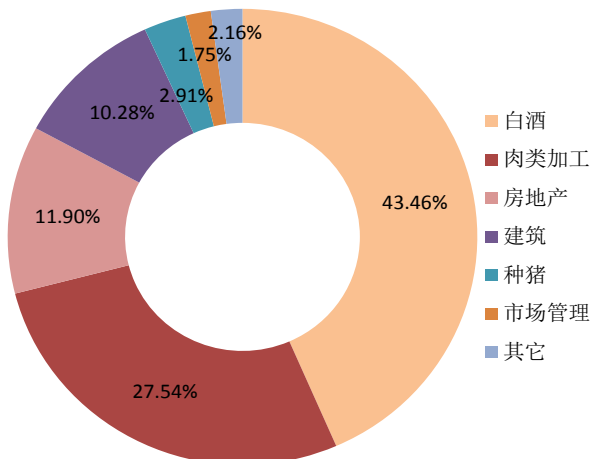
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：顺鑫农业营业净利润变化（亿元）

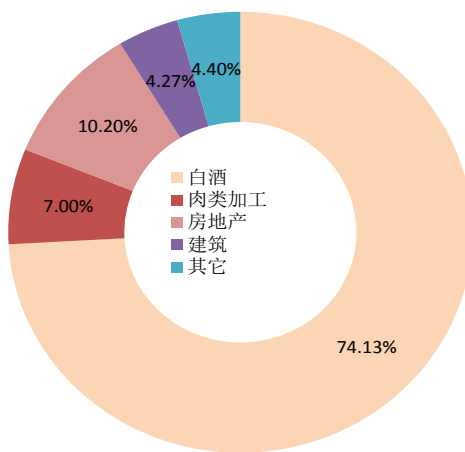


来源：wind、中泰证券研究所

图表 3：顺鑫农业主要业务销售额占比（2014年）



图表 4：顺鑫农业主要业务毛利占比（2014年）

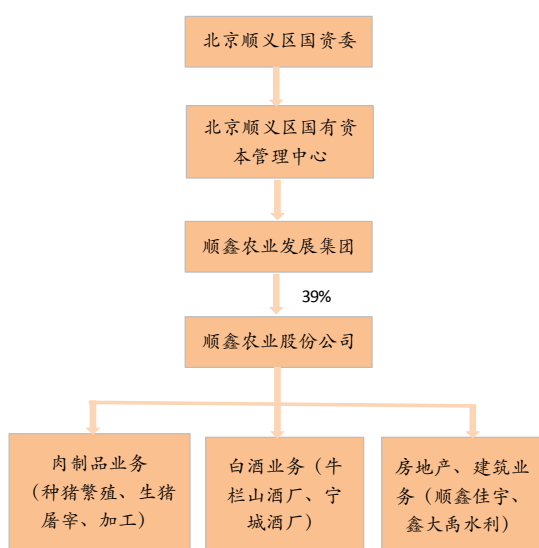


来源: wind、中泰证券研究所

来源: wind、中泰证券研究所

### 公司业务复杂，聚焦核心产业有望释放制度红利

- **公司业务复杂，激励不足。**截止至 2015 年三季度，北京顺鑫控股集团有限公司控制着公司 39% 的股份，是公司的大股东，实际控制人为顺义区国资委。公司作为国营企业，对管理层和员工没有公司股份。顺鑫农业旗下有数家控股或全资子公司，分别分管白酒、肉制品加工、房地产、建筑、农贸市场管理等业务。

**图表 5：顺鑫农业主要业务结构与股权结构**


来源: 公司年报、中泰证券研究所

**图表 6：顺鑫农业十大股东明细 (2015 年三季度)**

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
北京顺鑫控股集团有限公司	223639861	39.19
中国证券金融股份有限公司	15901674	2.79
国联安基金/工商银行等成立的1号证券投资基金	14815844	2.60
建投投资有限责任公司	14300000	2.51
鑫元基金红梅花1号资产管理计划	13963636	2.45
北京郁金香股权投资中心	13909090	2.44
山东高速投资控股有限公司	13900000	2.44
安信证券股份有限公司	10994568	1.93
中央汇金投资有限责任公司	7764400	1.36
泰康人寿保险股份有限公司	7300781	1.28
合计	336489854	58.99

来源: wind、中泰证券研究所

- 牛栏山酒厂，鹏程食品，创新食品和小店种猪场均为公司的分公司，分别承担着白酒、屠宰和肉制品、蔬菜肉食和种猪业务板块的运营。鑫大禹水利、顺鑫佳宇地产和石门农批是公司的子公司，持股比例分别为 85%、96% 和 87%，分别承担建筑、地产开发和物流业务。

**图表 7：顺鑫农业主要分子公司经营情况**

	与母公司关系	持股比例	所属业务板块	2014 年收入规模 (亿元)
牛栏山酒厂	分公司	100%	白酒	40
鹏程食品	分公司	100%	屠宰及肉制品加工	26
创新食品	分公司	100%	猪牛羊肉，蔬菜等	
小店种猪场	分公司	100%	种猪繁育及销售	2.8
鑫大禹水利建筑	子公司	85%	建筑及水利工程	9.7
顺鑫佳宇房地产	子公司	96%	房地产开发	11.5
石门农产品批发市场	子公司	87%	物流	

来源：年报、调研、中泰证券研究所

### 新董事长有望加速公司发展步伐

- **新任董事长年富力强，提前接任熟悉公司业务。**2013年五月新董事长王泽上任，王董事长从政时期政绩突出，拥有一定的经济管理经验。同时年富力强，年仅43岁。王董事长提前接任上市公司和集团董事长，有利于提前熟悉和了解公司。2013年开始，顺鑫农业执行聚焦主业，白酒业绩逐步上升，销售占比越来越大。集团定位为以各产业多元协调发展，形成的分享业务上市公司集群发展模式。
- **新董事长在加速公司发展步伐。**王董在上任后半年时间已对公司进行了两轮调研，在2013年9月底启动了再融资，2014年已经进行了一次薪酬体系的整体上调，也在部分地区的合作项目上尝试混合所有制（如顺鑫集团在秦皇岛的合作项目）。目前顺义国资委已经同意股权激励等改革方向，但需要公司主业聚焦、架构调整等完成后具体设计。公司的系列事项体现出公司领导在积极推进业务（包括并购），公司业务的发展在加速。

### 白酒：低端酒的王中王

定位：高性价比的低端白酒

- **牛栏山酒厂诞生于1952年，抓住了2002-2012年黄金十年，公司业绩快速发展；2012-2015年行业虽然调整，但是公司却能逆势而上，这主要是公司在2013年开始聚焦酒肉产业，公司产品依靠“品牌拉力+渠道推力”和低价策略来实现逆向增长。**

图表 8：牛栏山酒厂的发展历程

阶段	时间	公司发展状况	重大事项和进展
第一阶段	1952-1991年	诞生、辉煌、衰落	1952年10月，牛栏山酒厂组建。华灯头曲、北京特曲两款产品在北京和河北地区销售很好。改革开放后，酒厂一度陷入困境，1989年起连续三年亏损，工厂处于半停产状态。
第二阶段	1991-1999年	重塑辉煌	赵长树1991年临危受命接任牛栏山酒厂厂长。92年起首先严格管理，改善机制，开发50多款新品。酒厂步入快速增长通道，从92年的2700万达到96年的近5亿。1998年，顺鑫农业上市。1999年，赵长树离任，李怀民接任酒厂厂长。
第三阶段	1999-2002年	再陷困境	经济危机后，“从量从价”的酒税政策使公司低端酒没有了利润，酒厂收入连年下滑，出现亏损，再度陷入困境。2002年为1.35亿。
第四阶段	2002-2006年	再创佳绩	2002年，宋克伟临危受命，主管销售。上任后，对产品、渠道、战略做出全方面调整，销售收入从1.4亿增长到4.4亿。2004年推出高端形象产品牛栏山经典二锅头“黄瓷”；渠道按“厂商共赢”的原则发动经销商，运作高端产品。2004年签约创意堂，主攻北京分销渠道和酒店餐饮，几年内将餐饮终端覆盖数量从300多家提高到4500家；“一城两洲三区”（北京城，长江、珠江两个三角洲，东北、西北、华北三区）的发展战略，2005年投入500万在市区建立办事处，建立起完善的销售体系和销售团队。
第五阶段	2007-2012年	快速成长	“一城两洲三区”初具规模，选择王刚做代言人，经典、珍品三十年等5个产品进入外交部采购名录，成为国务院、商务部、外交部、交通部，北京市委市政府、中央党校政治社交专用酒。北京市场优势扩大，收入从10亿到20亿。与此同时，外埠市场发力成为主要增长点，收入从4.7亿到10亿。2012年围绕构建“1+4+5”亿元市场战略布局，这是“一城两洲三区”的升级和细化，即以北京市场为核心，将天津、保定、呼市、唐山打造成4个亿元市场，将山东、河南、山西、内蒙、辽宁培育成5个省级亿元市场，形成局部区域优势。
第六阶段	2013至今	阜内精耕，阜外扩张	行业调整期，公司选择了精耕北京市场，深挖“1+4+5”亿元市场并逐渐向长三角、珠三角乃至海外等更广阔的区域延伸，正全力打造中国二锅头第一品牌。顺鑫宁城老窖公司深入推进“全蒙战略”，要在保持现有市场销量的同时，稳步开发新市场。

来源：中泰证券研究所

- 公司产品低端为主。**公司白酒业务主要包括牛栏山酒厂和子公司宁城老窖两个板块。其中，牛栏山酒厂是公司白酒最为核心的业务，陈酿的出厂价格大约 8.5 元/瓶左右，零售价格 12-15 元。近几年，牛栏山酒厂在具有明显优势的北京地区，推广终端价 100 元左右的牛栏山百年，作为应对消费者消费升级的产品，且销售状况良好；牛栏山酒厂也推出过高端产品二锅头经典系列，终端价在 300-500 元。从制造工艺角度看，牛栏山的低端产品属于清香型，中高端产品属于浓香型，分别为两大品牌系列，即二锅头系列（清香）和百年牛栏山系列（浓香）。

**图表 9：牛栏山主力产品：黄瓷、三牛、百年红、陈酿**


来源：中泰证券研究所

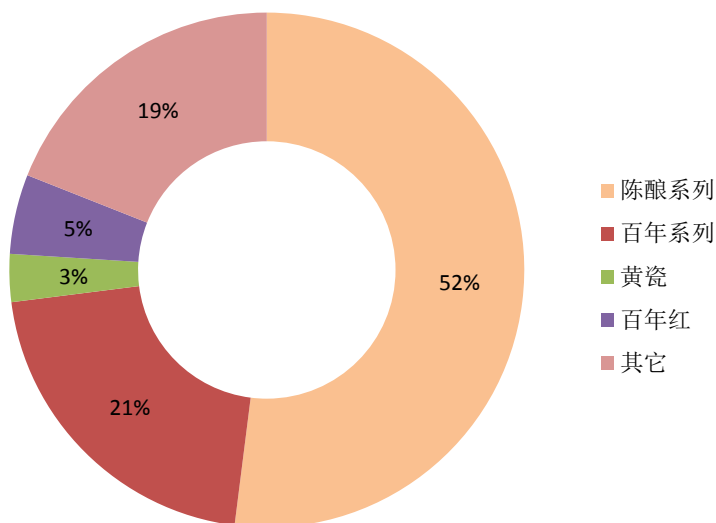
**图表 10：牛栏山酒主力产品价格**

产品系列	主力单品	包装	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	400ml	98
	牛栏山百年陈酿36	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	15.5
牛栏山二锅头陈酿A	标AY42度	500ml	14

来源：京东、中泰证券研究所



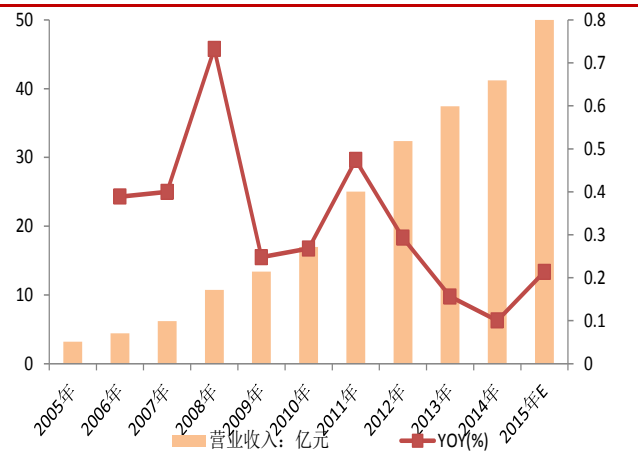
图表 11: 2014 年陈酿系列营收占比过半



来源: 调研、中泰证券研究所

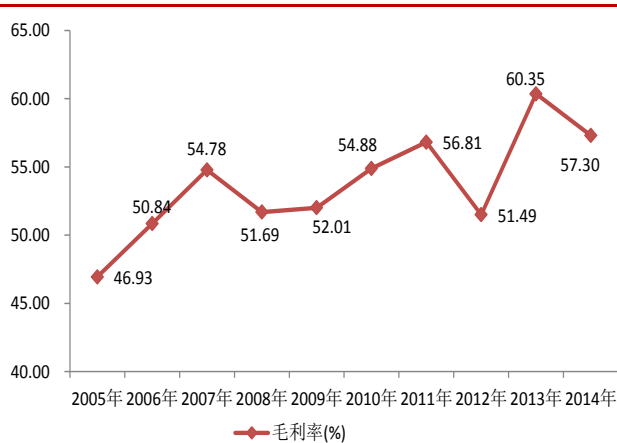
- **公司渠道力强，销量位居行业第一位。**从 2003 年以来，公司白酒业务收入持续、快速增长，销售额年均增速超过 30%。2014 年，公司白酒销售情况良好，白酒生产量 26 万吨，同比增长 11.2%，销售量 26.5 万吨，同比增长 21.3%，公司白酒的销量在上市公司里面位居第一。

图表 12: 顺鑫白酒业务收入快速提升 (亿元)

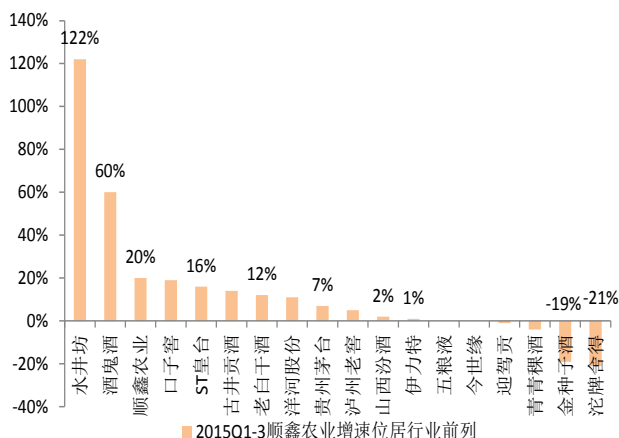


来源: wind、中泰证券研究所

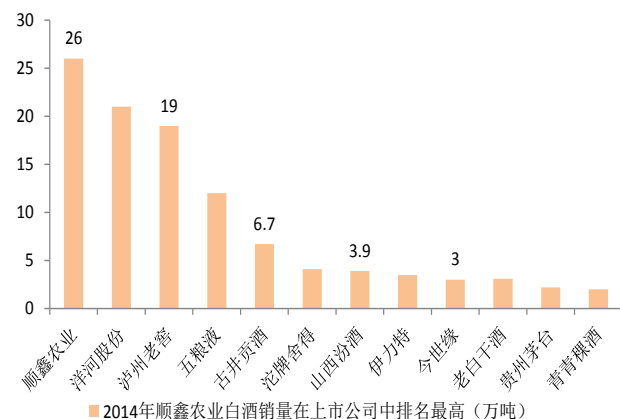
图表 13: 顺鑫白酒业务毛利率提升至 57% (%)



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 14: 2015Q1-3 顺鑫农业增速位居行业前列 (**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 15: 顺鑫农业白酒销量在上市公司中排名最高**


来源: 中泰证券研究所; 注: 取 2014 年销量数据

- **牛栏山二锅头在北京及周边品牌影响力较大。**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。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，竞品红星二锅头销售额仅为 12 亿元（仅为公司体量的 30%）。

**图表 16: 牛栏山在北京及周边地区品牌影响力较大**

时间	所获殊荣
2006年	“牛栏山”商标被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”。 牛栏山事锅头被认定为中国白酒清香型代表。 牛栏山酒厂成为首批被国家商务部认定的“中华老字号”。
2007年	牛栏山事锅头传统酿造技艺入选北京市非物质文化遗产名录。
2008年	国家标准化管理委员会公布“地理标志产品 牛栏山事锅头酒”国家标准批准收布。
2011年	中国食品工业协会授予牛栏山酒厂“2010-2011年度全国食品工业优秀龙头企业”荣誉称号
2012年	53度牛栏山二锅头“开坛至雅”，荣获中国食品工业协会白酒专业委员会颁发的“2012年度中国白酒国家评委感官质量奖”证书。 “牛栏山一号”酒曲搭载神舟九号飞船太空归来。
2014年	牛栏山酒厂出品的“36度百年三牛”、“52度经典事锅头”等产品获评首批“原汁原味北京老字号最具代表性产品”。

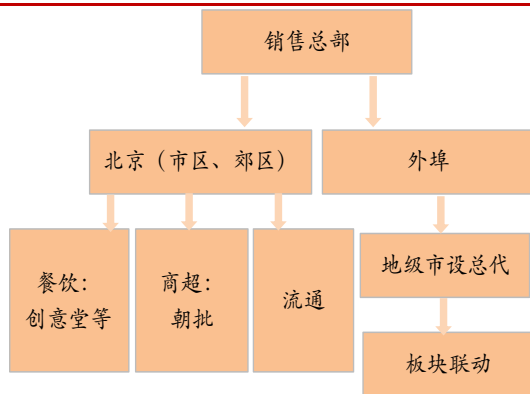
来源: 公司网站、公开资料、中泰证券研究所

### 渠道体系: 大商为主, 外埠销售占比已过半

- **公司渠道体系稳健, 大型代理经销为主。**合作上以经销商代理模式为主, 由厂家提供产品, 经销商直接进行酒的营销, 包括产品设计、推广、投入和维护, 模式上针对产品和渠道加以区分, 厂商合作方式上, 既有

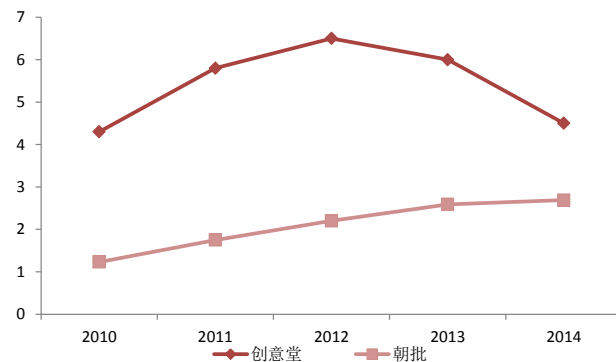
长期深入的业务合作，也有共同投资成立销售公司，两种路径下都培养出实力雄厚的经销商，如创意堂和朝批双龙（公司参股）。北京市场前三大经销商，创意堂、朝批和北京通福威，合计贡献了北京市场将近 50% 的收入，前五大经销商贡献约 60% 的收入。与此同时，公司也有少量的买断开发产品，因体量不大本文不作介绍。

图表 17: 渠道体系



来源：中泰证券研究所

图表 18: 前两大客户的年销售收入(亿元)



来源：年报、调研、中泰证券研究所

- 在外埠区域，公司通过在重点市场设立办事处来开发经销商，推进当地市场营销及维护。牛栏山酒厂的销售策略灵活，费用支持、渠道利润空间和返点非常稳定，厂家诚信度非常高。厂家提供具体的销售政策和费用支持，经销商成为其产品推广、销售和维持的平台。定价方面有经销商和公司协商制定，政策灵活，便于经销商操作。

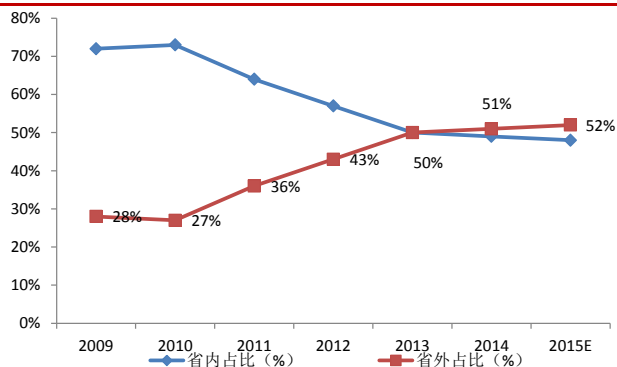
图表 19: 与经销商的合作、定价、结算模式

合作模式	工厂职责	与经销商的合作方式	优点
代理经销	提供产品，经销商直接进行酒的营销，包括产品设计、推广、投入和维护，模式上针对产品和渠道加以区分	代理产品或共同组建销售公司；创意堂、朝批和北京通福威	共同组建销售公司利于长期合作
买断开发	厂家提供酒和产品定价	经销商拿出设计、瓶子包装	这种模式能进一步保证经销商利润，极大提高经销商积极性。
定价和结算模式	公司采取与经销商协商制定出厂价的策略，经销商提前支付部分款项，后根据发货进度结算，从渠道反馈看，目前一批商和二批商基本采用现款现货的方式结算。		

来源：中泰证券研究所

- 公司产品性价比高，北京地区逐步饱和，外埠快速增长是近期业绩的主要增长点。北京是牛栏山的优势区域，2009 年，牛栏山在北京的销售额就达到 9 亿元左右，2011 年以来，牛栏山在北京地区已经接近饱和，销售额的增长主要来自于产品结构升级，即从牛栏山二锅头向牛栏山百年升级。外埠市场是牛栏山主要的发展动力，2014 年，牛栏山在外埠的销售额首次超过北京地区销售额。

图表 20: 牛栏山外埠业务稳步提升 (%)



来源: 调研、中泰证券研究所

图表 21: 42 度陈酿渠道毛利空间

产品	出厂价	一批价	终端价
42度陈酿	8.5	9.2-9.5	12-15
毛利率	42%	9-12%	约30%

来源: 调研、中泰证券研究所

- **公司核心产品渠道毛利率达 40% 以上，高利润空间构成强渠道推力。**牛栏山产品的核心竞争力之一是渠道推力强，经销商有较强的动力去代理公司产品，其核心的原因是产品的渠道毛利空间较大。牛二、牛小二和陈酿全部为光瓶酒，包装成本低，再加上公司大商为主，可节省渠道费用，这样使得公司在价格的设计上能够给渠道留下充足利润空间。一般 15 元以下的牛二经销商利润空间都有约 10%，陈酿因定价高于牛二毛利可达 20%，高端产品 50 元以上的一批毛利空间在 20% 以上，一批和终端毛利加起来 40% 以上（青龙和黄龙渠道和终端的利润空间合计在 50% 以上）。
- **“产品低价策略+品牌拉力+渠道推力”公司在调整期仍能逆向增长的核心原因。**我们认为，在行业的调整期，价格重心普遍下移，中高端产品渠道毛利空间大幅压缩，低价无品牌产品进入了被清理的阶段。行业内渠道毛利高于 40% 并且品牌力较强（公司产品家喻户晓，与之较为接近的唯有劲酒和老村长，然而劲酒的渠道毛利仅为 25%-30%）的产品非常的稀缺，我们认为公司产品“**低价策略+品牌拉力+渠道推力**”是实现逆向增长的核心驱动力。

**成长性：低端酒竞争优势明显，未来 2-3 年复合增速可维持在 15%**

- **我们预测价位 30 元以下的光瓶酒销量 800 余万吨，公司产品仅占 3%，还存有较大的发展空间。**行业的竞争格局来看，50 元以下产品老村长、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，与名酒相比，品牌底蕴不足。老村长主力价格带定位于 8-20 元，品牌宣传接地气，渠道的精耕细作，分销体系强，实现村村通，是优秀光瓶酒公司，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，销售规模小于老村长（我们预估年销售额 10 亿左右）。行业调整期，产品总体利润空间较小，低档酒（价格低于 30 元）中品牌价差的难以生存，市场存有较大的整合空间。

**图表 22：50 元以下产品的竞争情况**

大众价位	主流品牌	主流品牌表现
20元以下	牛栏山、老村长、龙江家园	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，区域拓展受到制约；牛栏山综合优势明显
20-50元	金种子、泸州老窖、老白干等	老窖的二曲（圆二）销量较大，2014年销量已经达到10万吨左右的水平；老白干在此价格带也具有较好的竞争力，销量突破2.5万吨；

来源：调研、中泰证券研究所

**图表 23：牛栏山波特五力分析**
**产品替代：**

牛栏山有较多的替代品：高端白酒降价（性价比）、红酒、保健酒、RIO等新品爆款冲击。健康意识增强，少饮白酒或不饮白酒。总结：有这种可能性，但短期内还不明显。

**供应商：**

牛栏山白酒上游原材料主要是酒精勾兑，粮食价格会有些影响，但基本在可控范围内。总结：基于规模效应，牛栏山有较强的议价能力。

**公司竞争力分析结论：**

1，10元以下出厂价的产品几乎没有竞争对手，公司议价能力强；2，基于中国庞大的市场，顺鑫农业未来两年仍能保持10%以上的成长。

**消费者：**

除了促销活动，消费者几乎没议价能力，公司低端产品供不应求，有提价的动能。总结：基于中国庞大的市场，顺鑫农业未来两年仍有20%成长的空间。

**潜在竞争者：**

十元以下出厂价基本没有竞争对手；高端酒降价，但基本不可能降到十元以下的出厂价。总结：虽有很多新进的竞争者，但品牌的底蕴不可能短期内超越。

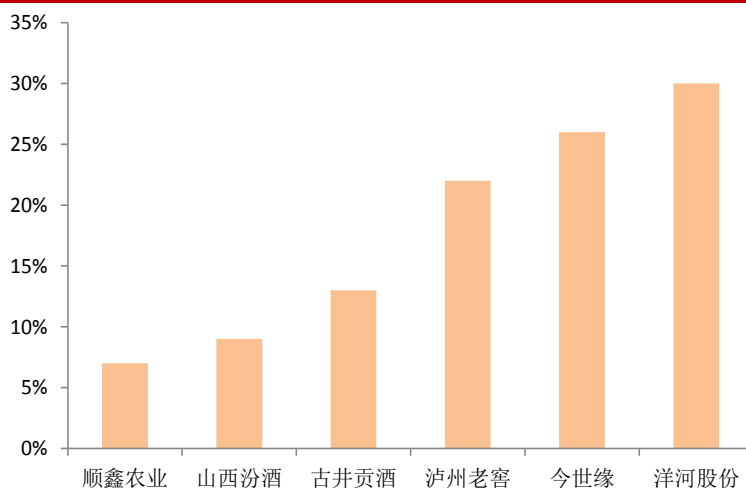
来源：中泰证券研究所

- 牛栏山在埠外扩张空间巨大，预计未来 2-3 年外埠市场仍然可以实现 20%以上的增速。牛栏山品牌在巩固北京市场的同时，积极向天津、山西、山东、河南、河北、辽宁、内蒙等进军，目前以上省份销售额均突

破亿元（其余的均未过亿），其中河南和河北年销售均在 4-5 亿元；2014 年开发长三角、珠三角市场，并且取得较快的发展。我们认为牛二从品牌、价格以及产品综合来看，性价比高。最新的调研数据来看，今年上半年外埠市场实现了 30% 的增长，（其中新疆增速 100%，华东、海南增幅 50% 以上），而北京市内增速仅为 8%。我们认为公司前几年主要是投入为主，最近 2-3 年外埠业绩稳步释放，而且公司低价策略扩张容易生效，我们认为公司未来 2-3 年外埠市场依旧可以实现 20% 以上增长。考虑到北京增速将放缓至 5%-10%，公司白酒业务未来 2-3 年总体给予 10%-15% 的增长预估。

- **公司净利润率存有较大的提升空间。**一方面是公司产品低价为主，一半以上的产品出厂价低于 20 元，相较于其他上市公司的产品，公司产品有较大的提升空间。另一方面是公司净利润率不足 8%，处于行业低位，这主要是因为大经销商高返利和新市场开发导致总体费用高。我们认为随着产品结构提升、新开市场的完善和渠道策略的改进，公司白酒净利润率有较大的提升空间（参照北京区域的净利润率水平，目前北京区域净利润率 14%）。

**图表 24：公司产品净利润率不足 8%，处于白酒上市公司低位**



来源：中泰证券研究所

## 肉类：生猪屠宰和加工成为业绩支撑，牛羊肉扩展可期待

### 生猪屠宰和加工成为业绩支撑

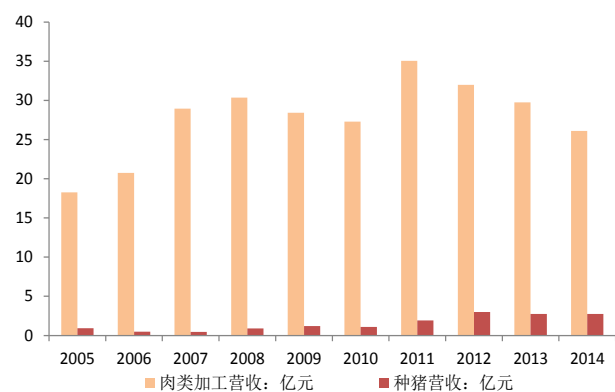
- **公司肉类业务涉及“种猪繁育-商品猪养殖-生猪屠宰-肉制品加工”等环节。**种猪繁育板块主要由小店种猪承担；公司生猪屠宰业务由鹏程食品、汉中鹏程和达州鹏程承担（生肉，冷鲜肉）；肉制品加工业务主要通过鹏程食品开展（熟肉，低温肉）。公司种猪业务去年和今年上半年陷入亏损，体量也不大，业务贡献较大的是生猪屠宰业务和加工。目前公司的生猪屠宰与肉制品加工技术位于同行业前列，产品质量处于国内领先地位。

**图表 25：公司种猪、肉类加工业务**

公司业务	业务内容
种猪繁育	采用自繁自养与基地农户养殖结合的模式，由外国引进新品种进行养殖和繁育，小猪由公司自行饲养并完成销售。
屠宰环节	屠宰能力300万头，销售模式采取直营和经销为主，通过农贸批发市场和超市销售。80%的猪肉产品都在北京市场销售，占北京市场份额60%，外埠市场也在北京周边的河北、山西和内蒙等地区，由于屠宰产品有运输半径，未来屠宰外地扩张的可能性很小。
肉制品环节	公司主要生产低温肉制品，大部分产品销售北京及周边地区，年销量在1万吨左右。未来肉制品深加工环节是公司的重点发展方向，将利用资本市场扩大产能规模，大力发展冷却肉、调理肉和低温熟肉制品。

来源：中泰证券研究所

**图表 26：肉类加工业务收入：亿元**



来源：wind、中泰证券研究所

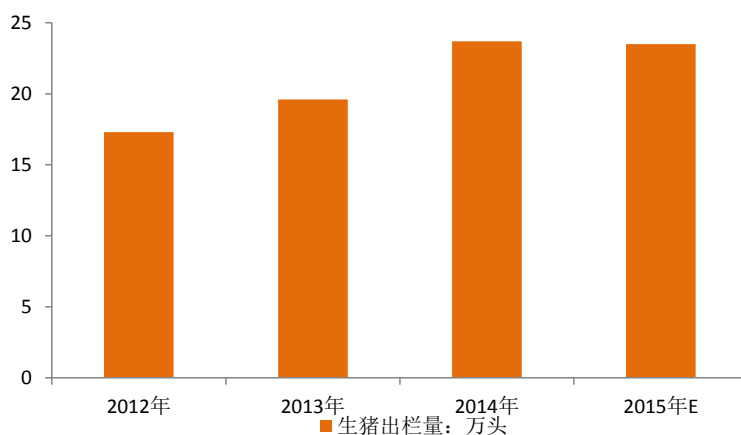
**图表 27：估计 2015 年肉类加工业务毛利率同比下**



来源：中泰证券研究所；种猪 2013-2014 年亏损

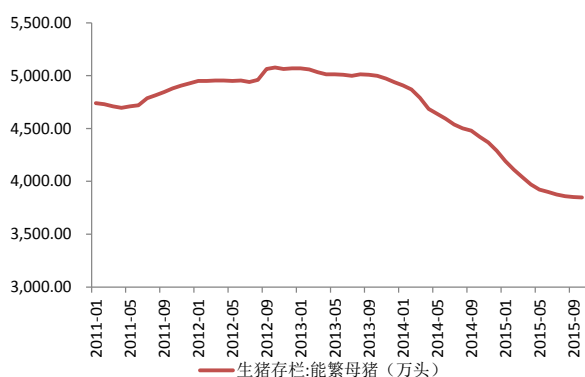
- 公司经营效率不高，公司养殖毛利总体处于低位，今年上半年受种猪周期影响加剧了亏损，我们预估公司今年种猪板块难言盈利，而明年将受益于养殖板块进入景气周期，全年有望做到 4000 万以上的毛利。目前公司的生猪存栏约 15 万头，其中 3 万头种猪，受累于猪周期影响，公司上半年亏损近 3000 万元。目前行业能繁母猪数量持续下滑，我们预估明年种猪周期将进入景气（供应下滑换的价格的上涨）。我们认为：公司 2015 年下半年亏损可以缓解，2016 年种猪头均利润为 700-800 元，商品仔猪头均利润为 250-300 元，按照 20 万头出栏，其中 3.5 万种猪计算，生猪养殖板块均衡毛利可达 6000 万元，保守估计实现 4000 万毛利。另外，作为养猪的主要饲料玉米价格今年跌跌不休，低成本有望改善盈利空间（已考虑到时间错配的因素）。

**图表 28：生猪（种猪和育肥猪）出栏量持续增长单位：万头**



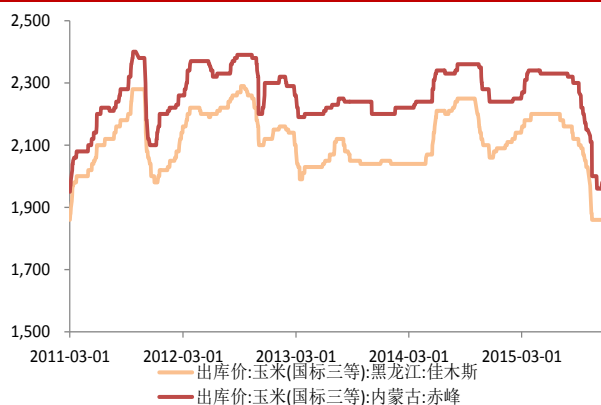
来源：中泰证券研究所

**图表 29：能繁母猪存栏数持续走低**



来源：wind、中泰证券研究所

**图表 30：玉米价格下滑至 1900 元/吨**



来源：wind、中泰证券研究所

- **公司生猪屠宰利润稳步提升，但是相较于双汇依旧处于低位。**公司生猪屠宰产能合计 400 万，2014 年屠宰量为 180.33 万头，产能利用率仅 45%；肉制品加工生肉年产能 45.93 万吨，近三年产能利用率均不足 40%。今年行业生猪屠宰头均利润约 40 元，公司生猪屠宰利润较为稳定。从生猪屠宰和肉制品加工行业的毛利率来看，近三年顺鑫农业有显著提升，2014 年达 8.53%，但较双汇发展 10.7% 的毛利率（生鲜肉业务）还存有较大空间。



图表 31: 肉类加工业务产能利用率还有提升空间

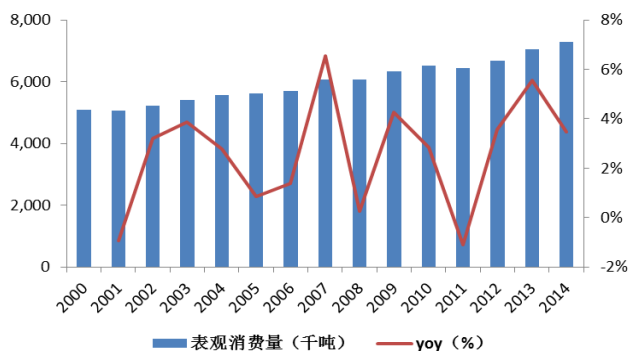
产品	2012年度	2013年度	2014年度	2015年H1
生肉产能 (吨)	459300	459300	459300	229650
产量 (吨)	168350	180130	164790	94754
销量 (吨)	169581	171893	156302	88534
产能利用率	0.37	0.39	0.36	0.41
产销率	1.01	0.95	0.95	0.93
熟肉产能 (吨)	15000	15000	15000	7500
产量 (吨)	14085	13958	12190	5833
销量 (吨)	14295	13868	12038	5872
产能利用率	0.94	0.93	0.81	0.78
产销率	1.01	0.99	0.99	1.01

来源: 公开资料、中泰证券研究所

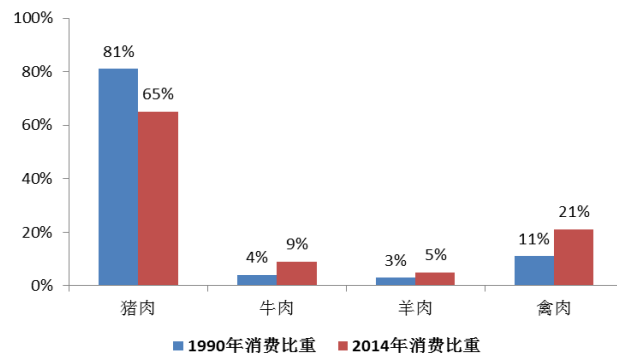
### 屠宰难扩张, 并购牛羊肉市场将成增长点

- 受运输半径的限制, 猪肉屠宰业务拓展空间有限。公司 80% 的猪肉产品都在北京市场销售, 占北京市场份额 40% 以上, 外埠市场也在北京周边的河北、山西和内蒙等地区, 由于屠宰产品有运输半径, 未来屠宰外地扩张的可能性很小。
- 牛羊肉市场空间巨大, 并购牛羊肉市场将成增长点。随着居民消费升级和膳食结构的转变, 我国居民牛肉消费总量以及人均牛肉消费量都出现了较大幅度的增长。2014 年国内牛肉消费量接近 900 万吨, 按照每吨 5 万元计算, 有将近 5000 亿元的市场零售规模。在人均牛肉消费方面, 我国人均牛肉年消费量由 1990 年的 1.1 千克上升到 2014 年的 5.3 千克; 同期我国牛肉消费量占主要肉类消费占主要肉类消费的比重从 4% 提高到 9%。而若达到世界人均牛肉平均消费水平 10 千克, 则我国牛肉市场尚有一倍的增长空间。

图表 32: 2000-2013 我国牛肉表观消费量 (千吨)



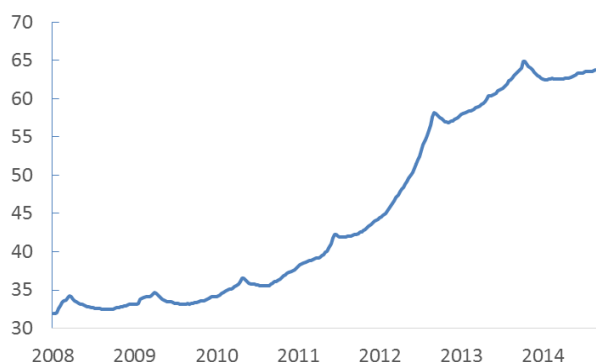
图表 33: 牛肉在整个肉类的消费占比中大幅提升



来源：WIND、中泰证券研究所

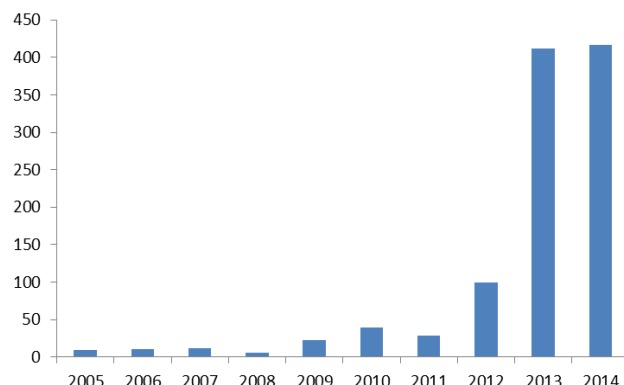
来源：中国畜牧业统计协会、中泰证券研究所

**图表 34：牛肉价格 2008 年来一路攀升（元/公斤）**



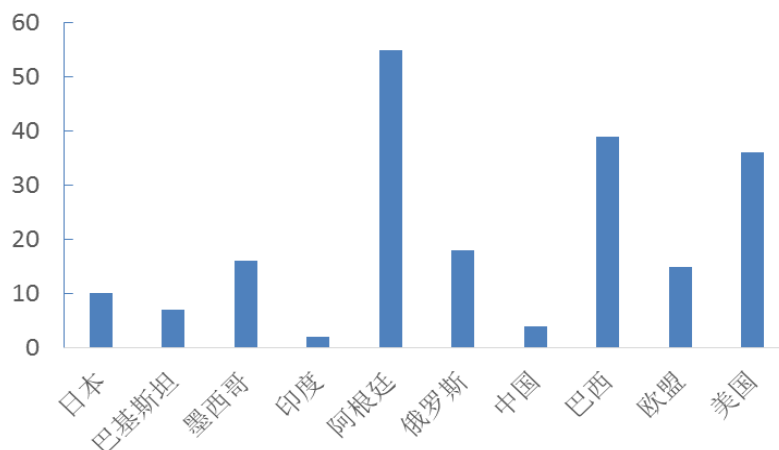
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 35：我国牛肉进口量近几年猛增（千吨）**



来源：wind、中泰证券研究所

**图表 36：我国人均牛肉消费量和其他国家还有很大差距**



来源：FAO、中泰证券研究所

- **并购将是肉类加工业务未来重要增长点。**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，公司决定终止实施本次重组事宜。我们判断，虽然收购清河源失败，但公司拓展牛羊肉市场的战略方向已定，若能成功收购牛羊肉项目，一方面可与公司肉类加工业务形成较好的业务互补；另一方面可进一步拓展公司品牌，实现跨越式发展。

## 逐渐剥离非主营业务，更多看点值得关注

非主营业务剥离有望加速

- 公司其他业务包括房地产、水利建设、石门批发市场、创新食品、园林绿化工程（北京顺丽鑫，现已转让）、影视文化（顺鑫明珠文化股权，现已转让）、顺鑫农科（已剥离）等等，相对较为复杂，公司定位未来公司将逐步将其剥离，将更加聚焦主业，更强调品牌优势和盈利能力。公司在今年年初制定的方针中强调进一步突出主业，剥离酒肉之外的业务，**2014 年四季度公司开始正式剥离控股子公司顺丽鑫园林绿化公司，今年年初至今公司已经多次强调要剥离非主营业务，我们认为目前房地产业务的剥离进入实质性阶段，2015 年剥离工作在加速。**

**图表 37：顺鑫农业资产剥离进展**

公司名称	项目	备注
北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司（总资产61亿元，净资产1.1亿元）	北京顺丽鑫	已剥离（转让）
	办公大楼	每年承担4200万利息成本，2015年难以扭亏
	站前街项目	总建筑面积约16万平，地上10万平，其中商业办公5万平，住宅5万平，地下6.5万平。住宅已结清，商业五万平方可产生2亿净利润，结算结束之后剥离
	牛栏山下坡屯家园项目	该项目仅剩一块地
	杨镇三期	投资4.5亿元，相对较老的项目，基本卖的差不多了
-	影视文化	已剥离（转让）
-	顺鑫农科	已剥离（转让）
包头市金瑞房地产开发有限公司（总资产9亿，净资产1.1亿元）	顺鑫望潮苑项目	2013年剥离，1000多万资产
曲阜顺鑫鑫泽园房地产开发有限公司（总资产1.55亿，净资产1100万元，2015年上半年亏损66万）	曲阜顺鑫孔子国际商品交易城有限公司	等机会转让
	曲阜顺鑫鑫泽园房地产开发有限公司	体量相对较大，处理的进度相对慢；一期已开发完毕，二期不开工，准备直接转让；由于支付和税收问题，目前未能完成
海南香顺房地产开发有限公司（总资产4.5亿元，净资产6500万，上半年亏损330万元）	富海家园项目	春节期间卖得很好，目前已卖一半（300套），进展相对顺利
鑫大禹有限公司	水利建设	计划剥离
	房屋建筑	计划剥离
石门批发市场	农产品批发市场	计划剥离
创新食品	后厨专家	计划剥离
北京顺鑫国际电子商务有限公司	电商物流	计划剥离
北京顺鑫创新国际物流有限公司	物流	计划剥离

来源：中泰证券研究所；颜色深的部分是重要资产

**非主营业务完全剥离将节省财务费用 1.8 亿**

- 公司在 2013 年已经不再拿地，2014 年部分资产在剥离，公司 2014 年财务费用中利息支出 1.82 亿，若地产项目剥离成功将大幅节省公司财务费用。
- 我们认为公司地产业务的剥离速度难言迅速，但是也在有序进行，除了山东曲阜那块土地进展速度较慢之外，税收问题（土地增值税）也是阻碍瘦身的重要原因。剥离地产的态度已经非常明确了，而且从新董事长今年的态度来看，剥离在加速。

#### 更多增长点值得关注

- 资产剥离速度、收购项目以及国改进展等方面值得关注。
  - 资产的剥离速度：重点关注房地产的项目，尤其是北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司运营的项目进展情况；
  - 收购项目进展：公司想通过收购白酒企业、牛羊肉企业来实现跨越式的发展，目前公司在积极寻找相关的项目，需紧密跟踪。
  - 国改推进进展：公司股权激励方案已经打报告，在等国资委在批复。我们认为公司国改的大方向将通过定增来绑定核心员工和经销商（不排除战投），定增的钱将主要用来项目的并购。如能推进国改，将较大程度改善管理层的激励，释放企业的活力，提升经营效率，进而推进公司业务大步向前。

### 盈利预测与估值

- 核心假设：
  - 白酒业务板块：预计未来三年整体收入增速维持在 10%-15% 左右，其中埠外市场增速 15%-25%，埠内市场增速 5%-10%。白酒业务毛利率平稳有升，主要来自于埠内市场产品结构升级。此板块参照销售体量接近的山西汾酒和老白干，给予 100 亿的估值。
  - 肉制品加工业务：随着猪肉价格企稳，该业务将扭转下跌势头，且利润水平缓慢回升，估计收入保持平稳，并且开始盈利。牛肉这块业务取决于公司收购进展和规模。此板块按照 25 亿的销售收入，参照双汇，给予 40 亿估值。
  - 其他业务：建筑和批发市场管理业务保持平稳，房地产业务逐步收缩。由于业务业绩贡献小，变动大，出于谨慎考虑在此不计估值。
- 综上，我们预计公司今年业绩总体较去年持平，明年的看点较多。我们认为 2016 年公司白酒业务保持两位数的增长对公司盈利有支撑，而资产的剥离、牛羊肉的并购以及公司国改获批复将为业绩的增长铸造弹性。经测算，预计公司 2015-2017 年公司的营业收入 94.81、97.6、99.6 亿元，YOY 分别为 0%、3%、2%；净利润 3.4、4.5、5.4 亿元，YOY 分别为 -1.78%、25.62%、20.80%；EPS 分别为 0.60、0.79 和 0.95 元，总体给予公司 2016 年估值 140 亿元，对应 2016 年目标价 24.6，31X PE；首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：房地产业务剥离进度低于预期、低端酒竞争加剧；

**图表 38：顺鑫农业的销售预测（百万元）**

单位：人民币百万元

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>白酒</b>						
销售收入	3,238.00	3,744.00	4,120.00	4,533.76	4,989.07	5,490.11
增长率 (YOY)	—	15.63%	10.04%	10.04%	10.04%	10.04%
毛利率	51.48%	60.36%	57.31%	56.99%	56.10%	55.74%
销售成本	1,571.00	1,484.00	1,759.00	1,950.00	2,190.00	2,430.00
增长率 (YOY)	—	-5.54%	18.53%	10.86%	12.31%	10.96%
毛利	1,667.00	2,260.00	2,361.00	2,583.76	2,799.07	3,060.11
<b>肉类加工</b>						
销售收入	3,200.00	2,976.00	2,611.00	2,376.01	2,352.25	2,352.25
增长率 (YOY)	—	-7.00%	-12.26%	-9.00%	-1.00%	0.00%
毛利率	4.78%	7.33%	8.54%	6.57%	4.77%	3.50%
销售成本	3,047.00	2,758.00	2,388.00	2,220.00	2,240.00	2,270.00
增长率 (YOY)	—	-9.48%	-13.42%	-7.04%	0.90%	1.34%
毛利	153.00	218.00	223.00	156.01	112.25	82.25
<b>房地产</b>						
销售收入	415.00	440.00	1,129.00	971.23	824.11	498.37
增长率 (YOY)	—	6.02%	156.59%	-13.97%	-15.15%	-39.53%
毛利率	15.66%	11.59%	28.79%	23.81%	29.62%	21.75%
销售成本	350.00	389.00	804.00	740.00	580.00	390.00
增长率 (YOY)	—	11.14%	106.68%	-7.96%	-21.62%	-32.76%
毛利	65.00	51.00	325.00	231.23	244.11	108.37
<b>其它</b>						
销售收入	1,489.00	1,912.00	1,621.00	1,600.00	1,600.00	1,620.00
增长率 (YOY)	—	28.41%	-15.22%	-1.30%	0.00%	1.25%
毛利率	23.71%	15.74%	17.52%	12.50%	10.62%	8.64%
销售成本	1,136.00	1,611.00	1,337.00	1,400.00	1,430.00	1,480.00
增长率 (YOY)	—	41.81%	-17.01%	4.71%	2.14%	3.50%
毛利	353.00	301.00	284.00	200.00	170.00	140.00
增长率 (YOY)	—	-14.73%	-5.65%	-29.58%	-15.00%	-17.65%
占总销售额比重	17.85%	21.08%	17.10%	16.88%	16.38%	16.26%
占主营业务利润比重	15.77%	10.64%	8.89%	6.31%	5.11%	4.13%
<b>销售收入小计</b>	<b>8342.00</b>	<b>9072.00</b>	<b>9481.00</b>	<b>9481.00</b>	<b>9765.43</b>	<b>9960.74</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>6104.00</b>	<b>6242.00</b>	<b>6288.00</b>	<b>6310.00</b>	<b>6440.00</b>	<b>6570.00</b>
<b>毛利</b>	<b>2238.00</b>	<b>2830.00</b>	<b>3193.00</b>	<b>3171.00</b>	<b>3325.43</b>	<b>3390.74</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>26.83%</b>	<b>31.19%</b>	<b>33.68%</b>	<b>33.45%</b>	<b>34.05%</b>	<b>34.04%</b>

来源：中泰证券研究所

**图表 39：顺鑫农业三张报表（百万元）**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>8,342</b>	<b>9,072</b>	<b>9,481</b>	<b>9,481</b>	<b>9,765</b>	<b>9,961</b>	货币资金	2,307	1,856	2,606	3,757	3,979	4,356
增长率	10.05%	8.8%	4.5%	0.0%	3.0%	2.0%	应收款项	241	215	150	195	189	193
营业成本	-6,104	-6,242	-6,288	-6,310	-6,440	-6,570	存货	5,405	6,838	7,384	6,463	6,778	6,939
<b>% 销售收入</b>	<b>73.2%</b>	<b>68.8%</b>	<b>66.3%</b>	<b>66.6%</b>	<b>65.9%</b>	<b>66.0%</b>	其他流动资产	616	468	545	524	535	545
毛利	2,238	2,831	3,193	3,171	3,325	3,391	流动资产	8,568	9,376	10,685	10,938	11,481	12,034
% 销售收入	26.8%	31.2%	33.7%	33.4%	34.1%	34.0%	% 总资产	68.7%	68.0%	68.7%	68.9%	69.5%	70.1%
营业税金及附加	-545	-858	-1,018	-1,014	-977	-916	长期投资	259	268	319	319	319	319
% 销售收入	6.5%	9.5%	10.7%	10.7%	10.0%	9.2%	总资产	2,768	3,153	3,419	3,558	3,674	3,788
营业费用	-753	-960	-912	-910	-928	-926	% 总资产	22.2%	22.9%	22.0%	22.4%	22.2%	22.1%
% 销售收入	9.0%	10.6%	9.6%	9.6%	9.5%	9.3%	无形资产	848	924	1,012	958	946	920
管理费用	-515	-559	-559	-569	-586	-598	非流动资产	3,911	4,413	4,858	4,942	5,047	5,135
% 销售收入	6.2%	6.2%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%	% 总资产	31.3%	32.0%	31.3%	31.1%	30.5%	29.9%
息税前利润 (EBIT)	424	454	704	677	835	950	<b>资产总计</b>	<b>12,480</b>	<b>13,789</b>	<b>15,543</b>	<b>15,880</b>	<b>16,527</b>	<b>17,169</b>
% 销售收入	5.1%	5.0%	7.4%	7.1%	8.6%	9.5%	短期借款	5,280	6,094	4,779	4,870	4,970	5,025
财务费用	-220	-152	-163	-160	-150	-123	应付款项	1,070	2,135	2,074	1,977	2,116	2,137
% 销售收入	2.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.2%	其他流动负债	1,240	985	1,260	1,303	1,243	1,241
资产减值损失	-4	-5	-6	0	0	0	流动负债	7,590	9,214	8,113	8,151	8,328	8,403
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	896	1,099	1,613	1,613	1,613	1,613
投资收益	5	7	3	6	6	6	其他长期负债	1,008	300	632	632	632	632
% 税前利润	2.4%	2.2%	0.5%	1.1%	0.9%	0.7%	<b>负债</b>	<b>9,494</b>	<b>10,613</b>	<b>10,358</b>	<b>10,396</b>	<b>10,573</b>	<b>10,648</b>
营业利润	205	303	538	523	691	833	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,886</b>	<b>3,061</b>	<b>5,079</b>	<b>5,362</b>	<b>5,812</b>	<b>6,353</b>
% 营业利润率	2.5%	3.3%	5.7%	5.5%	7.1%	8.4%	少数股东权益	100	115	106	122	143	168
营业外收支	0	-3	-3	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,480</b>	<b>13,789</b>	<b>15,543</b>	<b>15,880</b>	<b>16,527</b>	<b>17,169</b>
税前利润	<b>205</b>	<b>300</b>	<b>535</b>	<b>523</b>	<b>691</b>	<b>833</b>	<b>比率分析</b>						
% 利润率	2.5%	3.3%	5.6%	5.5%	7.1%	8.4%	<b>每股指标</b>	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-74	-95	-170	-168	-221	-267	每股收益 (元)	0.287	0.451	0.630	0.596	0.787	0.949
% 税前利润	36.3%	31.8%	31.9%	32.0%	32.0%	32.0%	每股净资产 (元)	6.580	6.981	8.902	9.398	10.186	11.135
净利润	131	205	365	356	470	567	每股经营现金净流 (元)	-0.644	1.697	0.515	2.350	0.832	1.062
少数股东损益	5	7	5	16	21	25	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>126</b>	<b>198</b>	<b>359</b>	<b>340</b>	<b>449</b>	<b>542</b>	<b>回报率</b>						
% 净利率	1.5%	2.2%	3.8%	3.6%	4.6%	5.4%	净资产收益率	4.36%	6.46%	7.08%	6.35%	7.73%	8.53%
							总资产收益率	1.01%	1.43%	2.31%	2.14%	2.72%	3.16%
							投入资本收益率	4.10%	3.75%	5.55%	5.84%	6.89%	7.62%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	10.05%	8.76%	4.50%	0.00%	3.00%	2.00%
							EBIT增长率	22.53%	6.94%	55.16%	-3.76%	23.28%	13.78%
							净利润增长率	-58.99%	57.09%	81.85%	-5.33%	32.04%	20.56%
							总资产增长率	20.78%	10.50%	12.72%	2.17%	4.07%	3.88%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	6.4	5.5	4.1	5.0	4.8	4.8
							存货周转天数	288.9	358.0	412.7	373.8	384.2	385.5
							应付账款周转天数	21.7	21.8	20.2	21.0	20.9	20.8
							固定资产周转天数	103.6	99.9	98.9	100.5	95.3	91.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	129.57%	168.02%	73.00%	49.70%	43.73%	34.99%
							EBIT利息保障倍数	1.9	3.0	4.3	4.2	5.6	7.7
							资产负债率	76.07%	76.96%	66.64%	65.46%	63.97%	62.02%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。