

顺鑫农业 (000860. SZ)

资产剥离在加速，更多增长点值得期待，

重申“买入”

评级：**买入** 前次：**买入**

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

2016年01月11日

基本状况

总股本(百万股)	571
流通股本(百万股)	571
市价(元)	21.45
市值(百万元)	12,239
流通市值(百万元)	12,239

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

投资要点

- 事件：**公司第六届董事会第三十四次会议通过如下决议：1、审议通过了《关于公司全资子公司向北京顺鑫控股集团有限公司转让北京顺鑫天宇建设工程有限公司股权暨关联交易》的议案。由顺鑫控股以现金方式出资 203.1 万元收购顺鑫佳宇持有顺鑫天宇 1.01% 股权。此次交易完成后，顺鑫控股持有顺鑫天宇 1.01% 股权，鑫大禹公司仍持有顺鑫天宇 98.99% 的股权。2、审议通过了《关于公司向北京顺鑫控股集团有限公司转让北京顺鑫创新国际物流有限公司股权暨关联交易》的议案。由顺鑫控股以现金方式出资 1005.5 万元收购顺鑫农业持有创新物流公司 100% 的股权，此次交易完成后，顺鑫控股持有创新物流公司 100% 的股权。
- 评论：**子公司顺鑫佳宇部分业务以及创新国际物流有限公司的转让印证了我们深度报告中指出资产剥离在加速的逻辑（具体项目和进展详见表一），转让的项目合计近 1200 万，并要求 3 个工作自资金到账。我们认为资产剥离只是公司业绩增长的其中一方面，更多的增长还体现在：（1）公司主业白酒拥有品牌和成本的双优势，两位数的增长可期；（2）非酒肉业务的剥离还将加速，如能将地产项目剥离成功将大幅降低公司财务费用 1.8 亿元；（3）我们更加坚信公司改革意愿强，资产剥离的加速也有助于国改的进展；（4）外延并购将成公司业绩提升的又一重要途径。
- 公司主业白酒拥有品牌和成本的双优势，两位数的增长可期。**公司的核心产品陈酿二锅头（占公司收入半数以上）出厂价 8.5 元/瓶，10 元以下有品牌的产品中找不到较强的竞争对手，公司京外近几年实现 30% 的增长，持续增长可期，考虑到北京增速降至个位数，我们认为未来 1-2 年公司白酒业务保守估计可以实现两位数的增长。

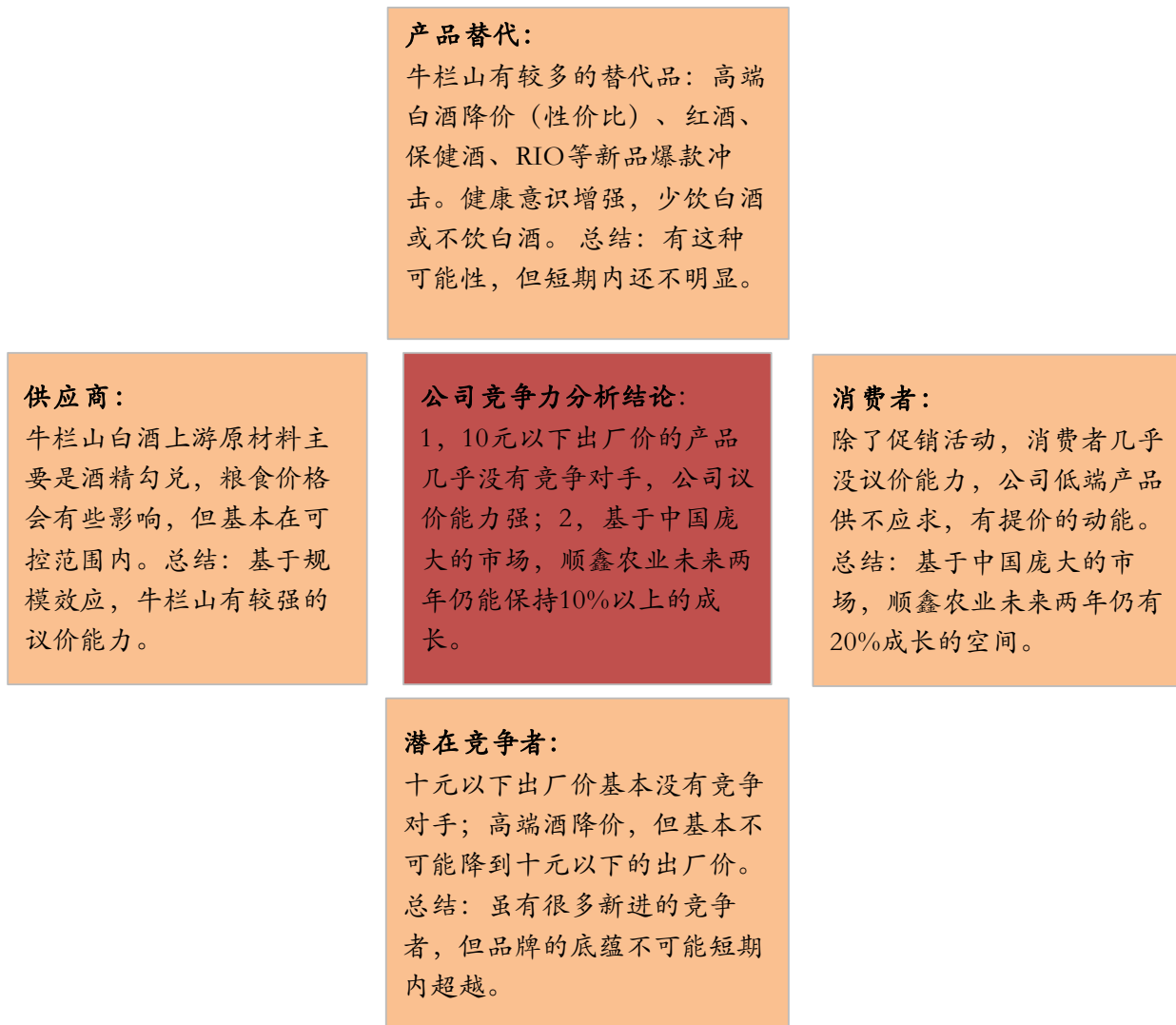
- **2016年资产剥离还将加速，如能将地产项目剥离成功将大幅降低公司财务费用1.8亿元。**从公司最新的动作我们看出资产剥离在加速，一季度还将有更多的剥离项目值得期待。作为资产最大的拖累房地产方面公司已不再增加土地，并且多个项目已经处于转让中，地产相关的除了山东曲阜那块土地进展速度较慢之外，其余的剥离工作在加速。2014年公司财务费用中利息支出1.82亿（地产项目贷款60亿元所形成），若地产项目剥离成功将大幅降低公司财务费用1.8亿元。我们预计2016年底公司业务有望变为纯酒肉业务。
- **我们更加坚信公司改革意愿强，资产剥离的加速也有助于国改的进展。**我们认为公司资产剥离在有序的进行，主业的突出将有助于投入的聚焦，也有助于公司体制的改革和产业链的延伸。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。定增的资金大概率用在资产的收购，尤其是酒肉业务的拓展，这与公司做大酒肉方向一致，资产的收购将加速公司业绩的增长。
- **外延并购将成公司业绩提升的又一重要途径。**公司十三五规划提出力争到2020年将顺鑫（集团）打造成为资产规模300亿元，年销售收入400亿元。公司为能达到集团的目标，我们认为公司可通过外延并购来实现。公司曾在2015年初公告收购牦牛肉企业但6月终止，我们认为未来公司仍有可能尝试肉类多品类拓展。
- **投资建议：我们预计公司2016年的看点较多，白酒业务保持两位数的增长对业绩有支撑，而资产的剥离、公司国改获批复以及并购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，重申“买入”。国改和并购将成为股价上涨的重要催化剂。
- **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 1：顺鑫农业资产剥离在加速

剥离资产	时间	购买方	价格	付款方式
参股公司顺鑫明珠6.4%的股权（全部转让）	20140325	北京顺鑫控股集团（顺鑫农业控股股东）	349.88万	现金
包头金瑞出让位于包头市东河区南海湖北侧一宗土地	20140520	包头市东河区人民政府及包头市鑫悦凯房地产开发有限公司	2995万	现金
下属分公司北京顺鑫农业股份有限公司耘丰种业分公司的全部资产和负债	20150113	北京顺鑫控股集团（顺鑫农业控股股东）	14.48万	现金
全资子公司北京顺鑫国际种业有限公司	20150113	北京顺鑫控股集团（顺鑫农业控股股东）	1000万	现金
北京顺鑫农业股份有限公司顺科农业技术开发分公司全部资产负债	20150831	北京顺鑫控股集团（顺鑫农业控股股东）	654.96万	现金
持股51%的北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司（全部转让）	20150930	北京顺鑫控股集团（顺鑫农业控股股东）	1557万	现金
杨镇供热中心房屋建（构）筑物和机器设备类资产	20151225	顺鑫控股全资子公司顺心物业	8986万	现金
全资子公司北京顺鑫国际电子商务有限公司	20151225	北京顺鑫控股集团（顺鑫农业控股股东）	374.76万	现金
顺鑫佳宇持有顺鑫天宇1.01%的股权	20160111	北京顺鑫控股集团有限公司	203.11万	现金
顺鑫农业子公司创新物流公司100%的股权	20160111	北京顺鑫控股集团有限公司	1005.5万	现金

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：牛栏山波特五力分析



来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 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
白酒						
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
肉类加工						
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
房地产						
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
其它						
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%
销售收入小计	8342.00	9072.00	9481.00	9481.00	9765.43	9960.74
销售成本小计	6104.00	6242.00	6288.00	6310.00	6440.00	6570.00
毛利	2238.00	2830.00	3193.00	3171.00	3325.43	3390.74
平均毛利率	26.83%	31.19%	33.68%	33.45%	34.05%	34.04%

来源: 中泰证券研究所

图表 4：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
营业总收入	8,342	9,072	9,481	9,481	9,765	9,961	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%	应收账款	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
% 销售收入	73.2%	68.8%	66.3%	66.6%	65.9%	66.0%	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%	固定资产	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	资产总计	12,480	13,789	15,543	15,880	16,527	17,169
% 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%	负债	9,494	10,613	10,358	10,396	10,573	10,648
营业利润	205	303	538	523	691	833	普通股股东权益	2,886	3,061	5,079	5,362	5,812	6,353
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	负债股东权益合计	12,480	13,789	15,543	15,880	16,527	17,169
税前利润	205	300	535	523	691	833	比率分析						
利润率	2.5%	3.3%	5.6%	5.5%	7.1%	8.4%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-74	-95	-170	-168	-221	-267	每股指标						
所得税率	36.3%	31.8%	31.9%	32.0%	32.0%	32.0%	每股收益 (元)	0.287	0.451	0.630	0.596	0.787	0.949
净利润	131	205	365	356	470	567	每股净资产 (元)	6.580	6.981	8.902	9.398	10.186	11.135
少数股东损益	5	7	5	16	21	25	每股经营现金净流 (元)	-0.644	1.697	0.515	2.350	0.832	1.062
归属于母公司的净利润	126	198	359	340	449	542	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
净利率	1.5%	2.2%	3.8%	3.6%	4.6%	5.4%	回报率						
							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%
							增长率						
							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%
							资产管理能力						
							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
							偿债能力						
							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%

现金流量表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	131	205	365	356	470	567
少数股东损益	0	0	0	16	21	25
非现金支出	149	174	223	188	196	202
非经营收益	204	128	203	-6	-6	-6
营运资金变动	-766	238	-497	803	-185	-157
经营活动现金净流	-283	744	294	1,356	495	631
资本开支	544	656	451	272	300	291
投资	-39	-7	13	0	0	0
其他	-7	7	0	6	6	6
投资活动现金净流	-590	-656	-437	-266	-294	-285
股权筹资	0	0	1,709	0	0	0
债权筹资	2,190	17	-201	92	99	56
其他	-575	-556	-614	-16	-57	0
筹资活动现金净流	1,616	-539	894	76	42	56
现金净流量	743	-451	750	1,166	243	402

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。