

顺鑫农业(000860.SZ)

酒肉主业聚焦愈发清晰，白酒量价齐升可

继续，重申“买入”

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**24.56**

分析师 联系人
胡彦超 范劲松

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn

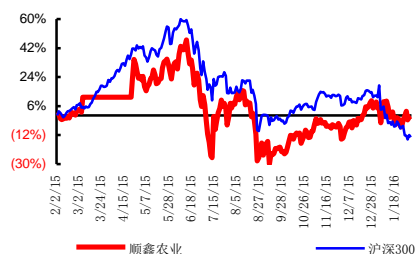
fanjs@r.qlzq.com.cn

2016年02月01日

基本状况

总股本(百万股)	571
流通股本(百万股)	571
市价(元)	20.29
市值(百万元)	11,577
流通市值(百万元)	11,577

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	9,770.3	9,414.4	9,067.6
营业收入增速	8.76%	4.50%	3.06%	-3.64%	-3.68%
净利润增长率	57.09%	81.85%	3.55%	36.12%	24.43%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.63	0.65	0.89	1.10
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	32.65	23.99	19.28
PEG	0.60	0.36	9.19	0.66	0.79
每股净资产(元)	6.98	8.90	9.45	10.22	11.18
每股现金流量	1.70	0.52	1.19	1.39	1.27
净资产收益率	6.46%	7.08%	6.90%	8.69%	9.89%
市净率	2.20	2.10	2.25	2.08	1.91
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

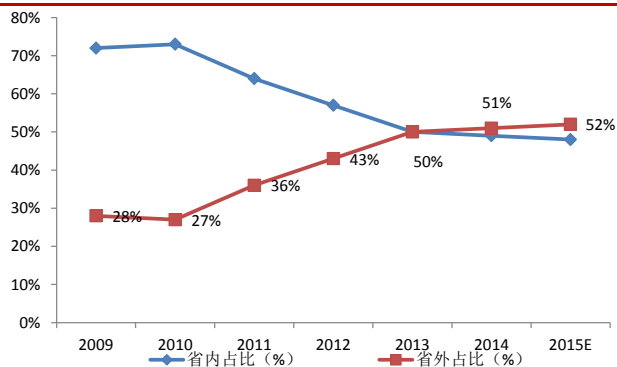
- 核心观点：**我们认为，公司在未来 1-2 年的业绩增长来自四方面：其一，非酒肉类的主业持续剥离，如房地产顺利剥离成功将节省财务成本 1.8 亿元，按照公司现在的剥离进度，房地产这一块有望在未来 1-2 年内实现全部剥离。其二，公司白酒产品性价比高，公司低端酒有望进一步挤压散酒市场，销量实现较快的增长。另外，随着规模效应的突出以及产品结构的改善，公司产品净利润率有望在未来 2-3 年做到 15% 以上。其三，公司十三五规划中提出白酒 2020 年实现 100 亿年销售计划，通过并购可加速目标的实现。其四，公司有望在 2016 年执行更为市场化的考核方式，更大层面的调动员工的积极性，实现个人与公司更快、更好的发展。
- 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。**我们认为，公司管理层思路清晰，做事干练、果决。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 1）。作为非酒肉资产最大的业务房地产，不再新增供给，多个项目已经处于转让中，若地产项目成功剥离将减少公司 60 亿负债以及节省 1.82 亿的财务费用。公司在 2015 年 12 月至今，已有五块资产剥离，近两个月的剥离项目数量与之前的两年剥离项目数量旗鼓相当，剥离节奏在加快。从项目体量来看，最近一项 1.7 亿元项目等同于 2014-2015 年项目累计额还要多。无论是节奏还是项目体量来看，公司动作在加大。如此下去，我们认为房地产这一块有望在近 1-2 年实现全部剥离。

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
鑫大禹公司85.43%股权	20160122	北京顺鑫控股集团有限公司	17837.8万	现金

来源：中泰证券研究所

- 公司低端酒价格、品牌双重优势明显，有望进一步挤压散酒市场，公司白酒有望在未来 2-3 年实现 15%左右的增长。**公司产品性价比高，中低端产品渠道毛利普遍有 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，2015 年前三季度实现了 30%以上的增长。外阜市场增长较快的是 42 度的陈酿产品，该产品集出厂价低（8.5 元的出厂价）、品牌力强（家喻户晓）、口感好、空间大（国内 30 元以下产品市场容量 800 万吨，公司占比不足 3%）等优点于一体，赢得了广大消费者的认同，在白酒行业整合的今天，无品牌的低端产品将率先出局，公司陈酿产品可进一步挤压散酒市场，未来 3-5 年将继续保持 30%以上的增长。综合而言，我们认为公司白酒有望在未来 2-3 年保持 15%左右的增长。

图表 1：牛栏山外埠业务稳步提升（%）


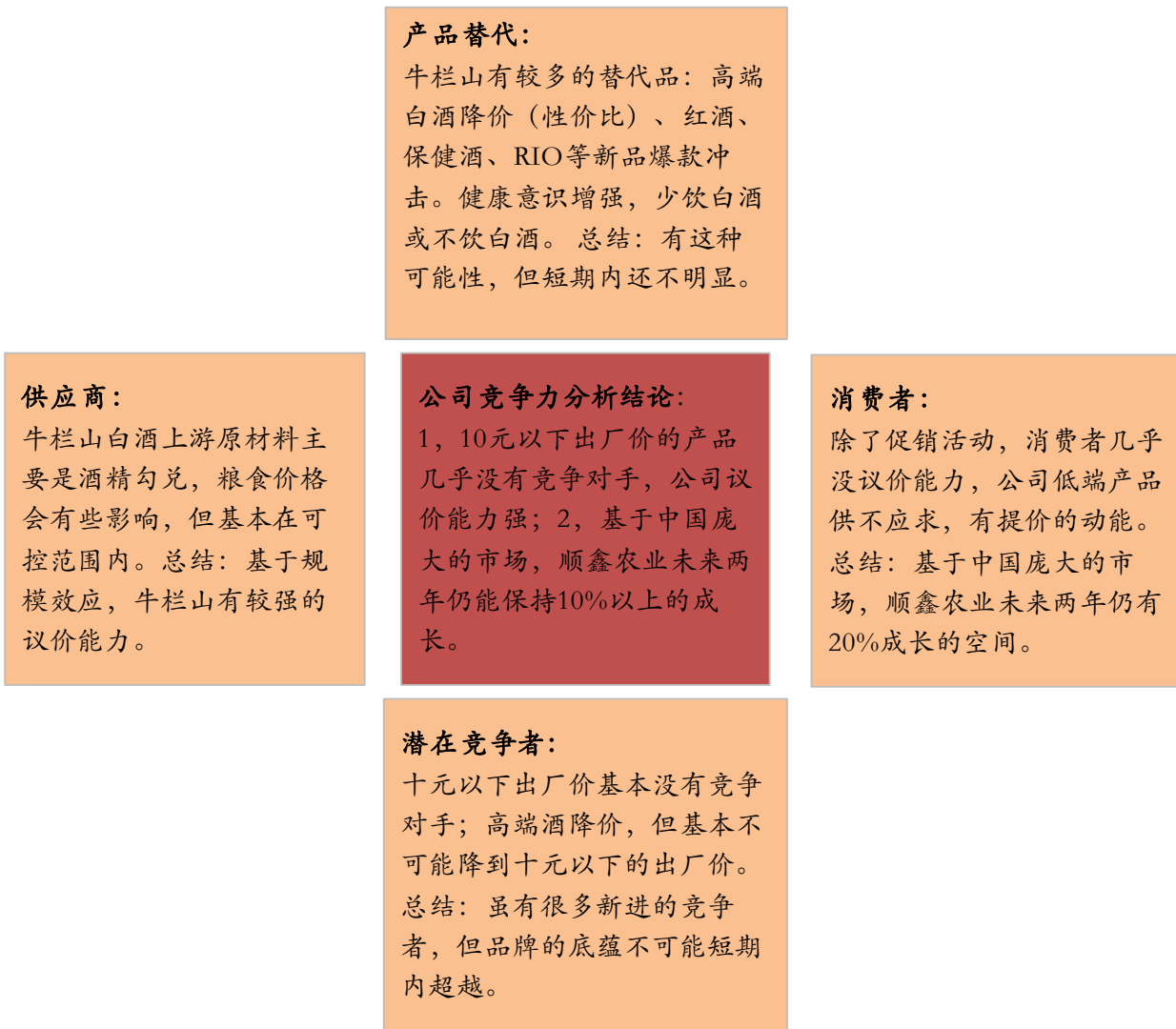
来源：渠道调研、中泰证券研究所

图表 3：42 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：渠道调研、中泰证券研究所

图表 4：牛栏山波特五力分析



来源：中泰证券研究所

- 随着规模效应的突出以及产品结构的改善，未来 2-3 年公司产品净利润率有望做到 15%以上。公司产品高速增长，规模效应凸显，产品边际费用率持续下滑。另外，公司近 1-2 年推出的 100 元左右的产品在北京区域销售较好，公司产品 2015 年前三季度产品销售毛利率均高于 2014 年（主要是白酒贡献），结构在优化。我们认为，公司白酒毛利率稳中有升，随着产品结构的不断优化以及规模效应带来效率的提升，未来 2-3 年公司产品净利润率有望做到 15%以上。
- 公司十三五规划中提出白酒 2020 年实现 100 亿的规划，并购可加速目标的实现。集团提出十三五规划，到 2020 年集团市值做到 400 亿，分拆成 4-5 家上市公司（主板加新三板），白酒收入力争做到 100 亿，按照 2014 年报表 41 亿收入的口径，公司在 2020 年前年增速保持 15%以上，可实现十三五的 100 亿的销售目标。如有真实收入大于报表或者并购落地等情况，公司实现百亿的目标将加速。另外，从并购的支付方式来看，我们认为集团层面最近花钱的地方太多，有可能采取股权置换的方式来实现。
- 公司有望在 2016 年执行更为市场化的考核方式，更大层面的调动员工的积极性。我们最新的调研了解到，公司在 2016 年开始实行更为市场化的考核方式，进一步规范绩效机制，新制度的推出有望更大层面的调动员工的积极性，提高公司的软实力。

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 15%左右。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。按照 PS=2 来估值, 给予 2016 年 120 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。此版块按照 25 亿的销售收入, 保守估计给予 20 亿估值。
- **其他业务:** 在 2016-2017 年实现全部剥离, 出于谨慎考虑在此不计估值。

■ **综上, 我们预计公司今年业绩看点较多。我们认为 2016 年公司白酒业务可实现量价齐升, 而资产的剥离、项目的并购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 97.70、94.14、90.68 亿元, YOY 分别为 3.06%、-3.64%、-3.68%; 净利润 3.74、4.90、5.85 亿元, YOY 分别为 3.55%、36.12%、24.43%; EPS 分别为 0.65、0.89 和 1.10 元, 总体给予公司 2016 年估值 140 亿元, 对应 2016 年目标价 24.56,重申“买入”。**

■ **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 5: 顺鑫农业的销售预测 (百万元)

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
白酒						
销售收入	3238.00	3744.00	4120.00	4820.40	5688.07	6541.28
增长率 (YOY)	—	15.63%	10.04%	17.00%	18.00%	15.00%
毛利率	0.51	0.60	0.57	0.57	0.58	0.58
销售成本	1,570.75	1,484.50	1,759.24	2,070.00	2,390.00	2,750.00
增长率 (YOY)	—	-5.49%	18.51%	17.66%	15.46%	15.06%
毛利	1,667.25	2,259.50	2,360.76	2,750.40	3,298.07	3,791.28
增长率 (YOY)	—	35.52%	4.48%	16.50%	19.91%	14.95%
占总销售额比重	38.82%	41.27%	43.46%	49.34%	60.42%	72.14%
占主营业务利润比重	74.49%	79.89%	73.95%	81.85%	87.38%	94.84%
肉类						
销售收入	3200.00	2976.00	2611.00	2349.90	2326.40	2326.40
增长率 (YOY)	—	-7.00%	-12.26%	-10.00%	-1.00%	0.00%
毛利率	0.05	0.07	0.09	0.03	0.08	0.08
销售成本	3,046.40	2,758.45	2,388.28	2,270.00	2,150.00	2,150.00
增长率 (YOY)	—	-9.45%	-13.42%	-4.95%	-5.29%	0.00%
毛利	153.60	217.55	222.72	79.90	176.40	176.40
增长率 (YOY)	—	41.63%	2.38%	-64.13%	120.78%	0.00%
占总销售额比重	38.36%	32.80%	27.54%	24.05%	24.71%	25.66%
占主营业务利润比重	6.86%	7.69%	6.98%	2.38%	4.67%	4.41%
房地产						
销售收入	415.00	440.00	1129.00	1000.00	600.00	0.00
增长率 (YOY)	—	6.02%	156.59%	-11.43%	-40.00%	-100.00%
毛利率	0.16	0.11	0.29	0.25	0.27	0.00
销售成本	350.68	389.80	804.19	750.00	440.00	0.00
增长率 (YOY)	—	11.16%	106.31%	-6.74%	-41.33%	-100.00%
毛利	64.33	50.20	324.81	250.00	160.00	0.00
增长率 (YOY)	—	-21.95%	546.99%	-23.03%	-36.00%	-100.00%
占总销售额比重	4.97%	4.85%	11.91%	10.24%	6.37%	0.00%
占主营业务利润比重	2.87%	1.78%	10.17%	7.44%	4.24%	0.00%
其它						
销售收入	1489.00	1912.00	1621.00	1600.00	800.00	200.00
增长率 (YOY)	—	28.41%	-15.22%	-1.30%	-50.00%	-75.00%
毛利率	0.24	0.16	0.18	0.18	0.18	0.15
销售成本	1,136.00	1,611.00	1,337.00	1,320.00	660.00	170.00
增长率 (YOY)	—	41.81%	-17.01%	-1.27%	-50.00%	-74.24%
毛利	353.00	301.00	284.00	280.00	140.00	30.00
增长率 (YOY)	—	-14.73%	-5.65%	-1.41%	-50.00%	-78.57%
占总销售额比重	17.85%	21.08%	17.10%	16.38%	8.50%	2.21%
占主营业务利润比重	15.77%	10.64%	8.90%	8.33%	3.71%	0.75%
销售收入小计	8342.00	9072.00	9481.00	9770.30	9414.47	9067.68
销售成本小计	6103.83	6243.75	6288.71	6410.00	5640.00	5070.00
毛利	2238.17	2828.25	3192.29	3360.30	3774.47	3997.68
平均毛利率	26.83%	31.18%	33.67%	34.39%	40.09%	44.09%

来源: 中泰证券研究所

图表 6: 顺鑫农业三张报表 (百万元)

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	8,342	9,072	9,481	9,770	9,414	9,068
增长率	10.05%	8.8%	4.5%	3.1%	-3.6%	-3.7%
营业成本	-6,104	-6,242	-6,288	-6,410	-5,640	-5,070
% 销售收入	73.2%	68.8%	66.3%	65.6%	59.9%	55.9%
毛利	2,238	2,831	3,193	3,360	3,774	3,998
% 销售收入	26.8%	31.2%	33.7%	34.4%	40.1%	44.1%
营业税金及附加	-545	-858	-1,018	-1,036	-1,011	-970
% 销售收入	6.5%	9.5%	10.7%	10.6%	10.7%	10.7%
营业费用	-753	-960	-912	-948	-1,026	-1,061
% 销售收入	9.0%	10.6%	9.6%	9.7%	10.9%	11.7%
管理费用	-515	-559	-559	-586	-753	-816
% 销售收入	6.2%	6.2%	5.9%	6.0%	8.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	424	454	704	791	984	1,150
% 销售收入	5.1%	5.0%	7.4%	8.1%	10.5%	12.7%
财务费用	-220	-152	-163	-217	-204	-192
% 销售收入	2.6%	1.7%	1.7%	2.2%	2.2%	2.1%
资产减值损失	-4	-5	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-2	-5	5
投资收益	5	7	3	4	6	6
% 税前利润	2.4%	2.2%	0.5%	0.7%	0.8%	0.6%
营业利润	205	303	538	576	781	969
营业利润率	2.5%	3.3%	5.7%	5.9%	8.3%	10.7%
营业外收支	0	-3	-3	-3	-3	-3
税前利润	205	300	535	573	778	967
利润率	2.5%	3.3%	5.6%	5.9%	8.3%	10.7%
所得税	-74	-95	-170	-183	-249	-309
所得税率	36.3%	31.8%	31.9%	32.0%	32.0%	32.0%
净利润	131	205	365	389	529	657
少数股东损益	5	7	5	17	23	27
归属于母公司的净利润	126	198	359	372	507	630
净利率	1.5%	2.2%	3.8%	3.8%	5.4%	7.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	2,307	1,856	2,606	1,818	1,680	1,586
应收款项	241	215	150	214	198	184
存货	5,405	6,838	7,384	7,306	7,572	7,918
其他流动资产	616	468	545	583	502	431
流动资产	8,568	9,376	10,685	9,921	9,951	10,118
% 总资产	68.7%	68.0%	68.7%	66.8%	66.5%	66.5%
长期投资	259	268	319	317	320	325
固定资产	2,768	3,153	3,419	3,502	3,561	3,620
% 总资产	22.2%	22.9%	22.0%	23.6%	23.8%	23.8%
无形资产	848	924	1,012	1,002	1,027	1,047
非流动资产	3,911	4,413	4,858	4,929	5,016	5,099
% 总资产	31.3%	32.0%	31.3%	33.2%	33.5%	33.5%
资产总计	12,480	13,789	15,543	14,850	14,967	15,218
短期借款	5,280	6,094	4,779	4,694	4,534	4,176
应付款项	1,070	2,135	2,074	1,949	1,947	1,867
其他流动负债	1,240	985	1,260	1,294	1,312	1,330
流动负债	7,590	9,214	8,113	7,937	7,793	7,372
长期贷款	896	1,099	1,613	763	563	663
其他长期负债	1,008	300	632	632	632	632
负债	9,494	10,613	10,358	9,332	8,988	8,667
普通股股东权益	2,886	3,061	5,079	5,394	5,833	6,377
少数股东权益	100	115	106	123	146	173
负债股东权益合计	12,480	13,789	15,543	14,850	14,967	15,218

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.287	0.451	0.630	0.652	0.888	1.105
每股净资产 (元)	6.580	6.981	8.902	9.454	10.222	11.177
每股经营现金净流 (元)	-0.644	1.697	0.515	1.191	1.389	1.274
每股股利 (元)	0.030	0.100	0.100	0.100	0.120	0.150
回报率						
净资产收益率	4.36%	6.46%	7.08%	6.90%	8.69%	9.89%
总资产收益率	1.01%	1.43%	2.31%	2.51%	3.39%	4.14%
投入资本收益率	4.10%	3.75%	5.55%	6.08%	7.37%	8.25%
增长率						
营业总收入增长率	10.05%	8.76%	4.50%	3.06%	-3.64%	-3.68%
EBIT 增长率	22.53%	6.94%	55.16%	12.33%	24.45%	16.91%
净利润增长率	-58.99%	57.09%	81.85%	3.55%	36.12%	24.43%
总资产增长率	20.78%	10.50%	12.72%	-4.46%	0.79%	1.68%
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	416.0	490.0	570.0
应付账款周转天数	21.7	21.8	20.2	16.0	17.0	19.0
固定资产周转天数	103.6	99.9	98.9	97.8	99.4	100.7
偿债能力						
净负债/股东权益	129.57%	168.02%	73.00%	65.96%	57.16%	49.65%
EBIT 利息保障倍数	1.9	3.0	4.3	3.6	4.8	6.0
资产负债率	76.07%	76.96%	66.64%	62.84%	60.05%	56.96%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	131	205	365	389	529	657
少数股东损益	0	0	0	17	23	27
非现金支出	149	174	223	185	194	202
非经营收益	204	128	203	262	232	208
营运资金变动	-766	238	-497	-157	-163	-341
经营活动现金净流	-283	744	294	697	815	754
资本开支	544	656	451	260	281	283
投资	-39	-7	13	2	-3	-5
其他	-7	7	0	2	1	11
投资活动现金净流	-590	-656	-437	-256	-283	-277
股权募资	0	0	1,709	0	0	0
债权募资	2,190	17	-201	-934	-360	-259
其他	-575	-556	-614	-277	-287	-285
筹资活动现金净流	1,616	-539	894	-1,212	-647	-543
现金净流量	743	-451	750	-771	-115	-67

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。