

刘冉

执业证书编号: S0730516010001

021-50588666-8036

liuran@ccnew.com

聚焦主业提升公司价值

———顺鑫农业(000860)价值分析报告

证券研究报告-公司分析

评级: 买入

发布日期: 2016年3月7日

市场数据(2016年3月4日)

收盘价(元)	19.25
一年内最高/最低(元)	23.28/14.08
沪深300指数	3093.89
市净率(倍)	2.12
流通市值(亿元)	109.84

基础数据(2015年9月30日)

每股净资产(元)	9.31
每股经营现金流(元)	0.55
毛利率(%)	37.36
净资产收益率(%)	5.42
资产负债率(%)	67.03

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- 目前,国内白酒行业的收入总规模达到5000亿元,预计其中低价白酒(市场价每瓶30元以下)的规模达到750亿元,年销量达到600万吨,市场规模可观。但是,国内低价白酒市场仍是蓝海市场,因为缺乏质量口味标准和品牌化。我们认为,随着品牌低价白酒在市场运作方面发力,将会不断的挤压散酒市场,扩大自身市占率,形成新的成长空间。
- 2014年,公司的营业收入中,白酒为41.20亿元,占比43%;种猪和猪肉26.11亿元,占比28%;其它业务总计27.50亿元,占比29%。从收入规模来看,白酒和猪肉是公司最大的业务板块。2014年,公司的毛利中,白酒占比73%,肉制品占比7%,房地产和市场管理分别占比10%和3%,其它业务的毛利甚微或亏损。为公司贡献利润的仍是白酒和猪肉业务板块。房地产和市场管理业务尽管盈利,但是为聚焦主业,目前也在剥离进程中。
- 白酒的生产和销售集中在北京的牛栏山酒厂,酒厂的核心人物是李怀民和宋克伟。李怀民是中国酿酒大师,曾经成立香海研究所,是牛栏山酒厂的厂长;宋克伟是牛栏山酒厂的副厂长,主管销售,将酒厂销售规模从1亿元带到目前40亿元规模。公司白酒品牌“牛栏山”是国内知名品牌,品牌在全国范围内有着美誉度。公司产品结构完整,分为低、中、高档,以低档酒为主打。公司白酒口味分为清香型和浓香型:中低档酒为清香型,高档酒为浓香型。按照收入贡献,大单品依次是:牛栏山二锅头的白瓶、蓝瓶、绿瓶和10年精制。
- 2013年,董事长王泽上任;2014年年初,王泽董事长公司提出战略:“主业突出、清晰业务、同业整合、价值实现”。2014年、2015年,公司通过收缩副业,加快了业务聚焦的战略实施。
- 我们预测公司2015、2016、2017年的EPS分别为0.78、0.98、1.37元,按照2016年3月29日的收盘价18.40/股,公司2015、2016、2017年的PE估值分别为23.59、18.78、13.43倍,我们认为,公司目前估值偏低,有提升空间。我们给予公司“买入”评级。
- 风险提示:牛栏山二锅头在全国化进程中或会带来销售费用的大幅飙升;公司副业,尤其是房地产业务的剥离速度达不到预期,导致财务费用两年之内难以回落。

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(亿元)	94.81	107.36	115.05	123.93
增长比率(%)	4.5	13.24	7.16	7.83
净利润(亿元)	3.65	4.48	5.66	7.89
增长比率(%)	2.48	22.74	26.34	39.40
每股收益(元)	0.63	0.78	0.98	1.37

目录

1. 低价白酒市场巨大	4
2. 公司基本情况	4
2.1 公司股权结构	4
2.2 公司业务结构	5
2.3 公司收入结构	6
2.4 公司盈利能力	7
3. 牛栏山二锅头	8
3.1 公司的白酒产品结构	8
3.2 市场	9
3.3 价格	12
4. 猪肉	13
4.1 种猪繁育和销售	13
4.2 屠宰及肉制品	14
5. 业务聚焦：白酒和猪肉	16
5.1 副业剥离	16
5.2 多元化损害股东利益	18
6. 公司混改预期	18
7. 盈利预测	22
8. 估值分析	23
9. 风险提示	24
行业投资评级	25
公司投资评级	25
重要声明	25
免责条款	25
转载条款	25

图表目录

图表 1 公司前十大股东	5
图表 2: 公司各项业务及其子公司	6
图表 3: 公司的收入结构 (左图) 和毛利结构 (右图)	6
图表 4: 公司的综合盈利 (左图) 和白酒盈利 (右图)	7
图表 5: 公司的财务和管理费用率较高.....	7
图表 6: 白酒上市公司净利润率	7
图表 7: 公司产品结构	9
图表 8: 公司的低档酒贡献大部分收入.....	9
图表 9: 低档白酒品牌的销售规模比较.....	9
图表 10: 低档白酒市场公司销售占比仅 7%	10
图表 11: 公司市场战略分三步走.....	11
图表 12: 公司白酒销售的市场结构.....	11
图表 13: 北京市场白酒增速持续下滑.....	12
图表 14: 外埠市场增长远高于北京市场.....	12
图表 15: 2013 年以后公司的广告费用和销售费用率大幅上升.....	12
图表 16: 公司白酒毛利率持续提升.....	13
图表 17: 公司养猪业务预测	14
图表 18: 公司商品猪收入和盈利波动较大.....	14
图表 19: 公司肉制品业务	15
图表 20: 公司年屠宰产量 (万吨)	15
图表 21: 肉制品收入和盈利能力相对稳定	15
图表 22: 公司业务剥离进程	16
图表 23: 待剥离业务的盈利情况	17
图表 24: 公司房地产项目情况	17
图表 25: 作为“现金奶牛”白酒企业的资产负债率较低.....	18
图表 26: 公司 2010 年涉入房地产后财务费用率大幅上升	18
图表 27: 公司的综合毛利率被副业大幅拉低.....	18
图表 28: 白酒上市企业的盈利能力.....	19
图表 29: 顺鑫农业高管薪资	20
图表 30: 古井贡酒高管薪资	20
图表 31: 老白干酒高管薪资	20
图表 32: 山西汾酒高管薪资	21
图表 33: 五粮液高管薪资	21
图表 34: 分业务预测.....	22
图表 35: 公司盈利预测.....	23
图表 36: 可比公司估值对比.....	23

1. 低价白酒市场巨大

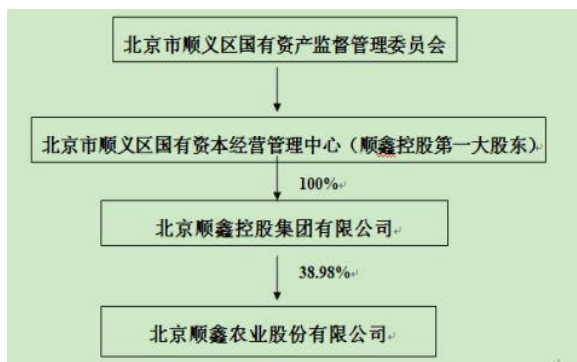
目前，国内白酒行业的收入总规模达到 5000 亿元，预计其中低价白酒（市场价每瓶 30 元以下）的规模达到 750 亿元，年销量达到 600 万吨，市场规模可观。

但是，国内低价白酒市场仍是蓝海市场，因为缺乏质量口味标准和品牌化。国内的低价白酒主要分为品牌瓶酒和作坊散酒。知名的低价白酒品牌如牛栏山二锅头、红星二锅头、老村长、龙江家园、歪嘴郎、泸州二曲等。虽然作坊散酒的市场相当大，但是其品质和口味都难以得到保障，所以我们认为，随着品牌低价白酒在市场运作方面发力，将会不断的挤压散酒市场，扩大自身市占率，形成新的成长空间。

2. 公司基本情况

2.1 公司股权结构

公司目前的实际控制人是北京市顺义区国资委。具体架构是：北京市顺义区国资委 100% 控股顺鑫集团，顺鑫集团持有公司 38.98% 的股份，故北京市顺义区国资委间接持有公司 38.98% 的股权，是公司的第一大股东和实际控制人。



公司前十大股东中，除了顺鑫集团为公司第一大股东外，其余的都是机构投资者，所占股权比例均不超过 3%，合计持有公司股份 19.8%。

图表 1: 公司前十大股东

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	223,639,861	39.19
中国证券金融股份有限公司	15,901,674	2.79
国联安基金-工商银行-五矿国际信托-五矿信托-海西晟乾 1 号证券投资集合资金信托计划	14,815,844	2.60
建投投资有限责任公司	14,300,000	2.51
鑫元基金-宁波银行-鑫元基金红梅花 1 号资产管理计划	13,963,636	2.45
北京郁金香股权投资中心(有限合伙)	13,909,090	2.44
山东高速投资控股有限公司	13,900,000	2.44
安信证券股份有限公司	10,994,568	1.93
中央汇金投资有限责任公司	7,764,400	1.36
泰康人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-019L-FH002 深	7,300,781	1.28
合计	336,489,854	58.99

资料来源：中原证券，WIND

2.2 公司业务结构

公司目前仍是多元化经营，范围包括各类民生。公司的主营业务分为两大块：一是，白酒的生产销售；二是，种猪的繁育销售、猪肉屠宰和肉制品加工。此外，公司的业务还有：房地产开发，水利建筑工程，市场服务，农副产品加工，物流，花卉果蔬培育等，公司正在对以上辅助业务进行逐一剥离，以便聚焦白酒和猪肉两大主营业务。

公司白酒资产位于两处：一处在北京牛栏山，即公司的北京牛栏山酒厂，是公司 100%控股的子公司，2014 年收入规模达到 41.20 亿元，白酒产量 26.61 万吨。一处在内蒙，即内蒙宁城老窖，“宁城老窖”被称作是“塞外茅台”，工厂 2014 年收入 4000 万元，处于亏损状态。

公司肉制品业务在鹏程食品，鹏程食品是公司 100%控股的子公司，肉制品品牌为“鹏程”，2014 年实现收入 26.11 亿元，肉制品产量 17.70 万吨。

公司的种猪繁育全国有名，品牌“小店”，即小店种猪场，是公司 100%控股的子公司，2014 年收入 2.76 亿元，年存栏 3 万头种猪、出栏 2 万头种猪。

此外，公司较大的子公司有：

鑫大禹水利，从事建筑工程，公司控股 85%，2014 年收入 9.75 亿元，毛利率 13.93%。

顺鑫佳宇，从事房地产开发，公司控股 96%，2014 年收入 11.29 亿元，毛利率 28.77%。

石门农产品批发市场，公司控股 87%，从事市场服务，2014 年收入 1.66 亿元，毛利率达到 63.89%。

图表 2: 公司各项业务及其子公司

业务	分/子公司	上市公司持股	品牌	收入 (2014 年)	产量 (2014 年)
白酒	北京牛栏山酒厂	100%	牛栏山二锅头	41.20	26.61
白酒	内蒙宁城老窖	100%	宁城老窖	亿元	万吨
屠宰及肉制品加工 (牛羊肉)	鹏程食品 创新食品	100%	鹏程 顺鑫	26.11 亿元	17.70 万吨
种猪繁育和销售	小店种猪场	100%	小店	2.76 亿元	2 万头出栏
建筑和水利工程	鑫大禹水利	85%	/	9.75 亿元	
房地产开发	顺鑫佳宇	96%	/	11.29 亿元	
市场服务	石门农产品批发市场	87%	/	1.66 亿元	

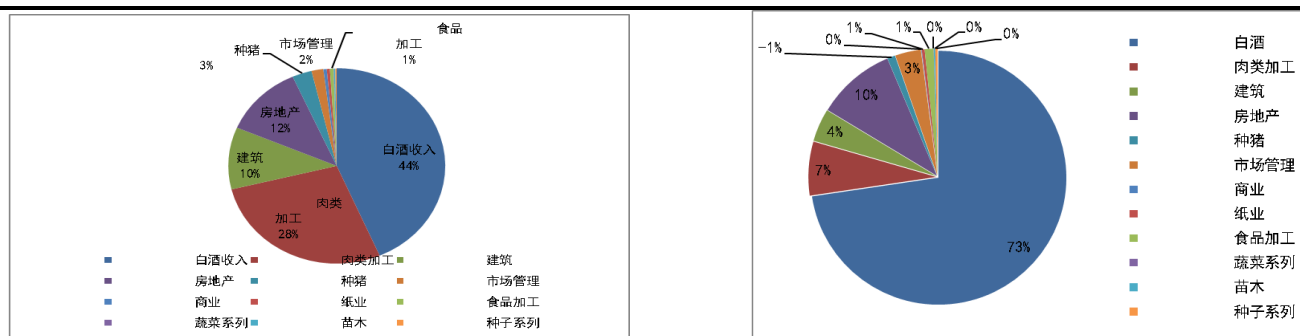
资料来源：中原证券，WIND

2.3 公司收入结构

2014 年，公司的营业收入中，白酒为 41.20 亿元，占比 43%；种猪和猪肉 26.11 亿元，占比 28%；其它业务总计 27.50 亿元，占比 29%。从收入规模来看，白酒和猪肉是公司最大的业务板块。

2014 年，公司的毛利中，白酒占比 73%，肉制品占比 7%，房地产和市场管理分别占比 10%和 3%，其它业务的毛利甚微或亏损。为公司贡献利润的仍是白酒和猪肉业务板块。房地产和市场管理业务尽管盈利，但是为聚焦主业，目前也在剥离进程中。

图表 3: 公司的收入结构（左图）和毛利结构（右图）

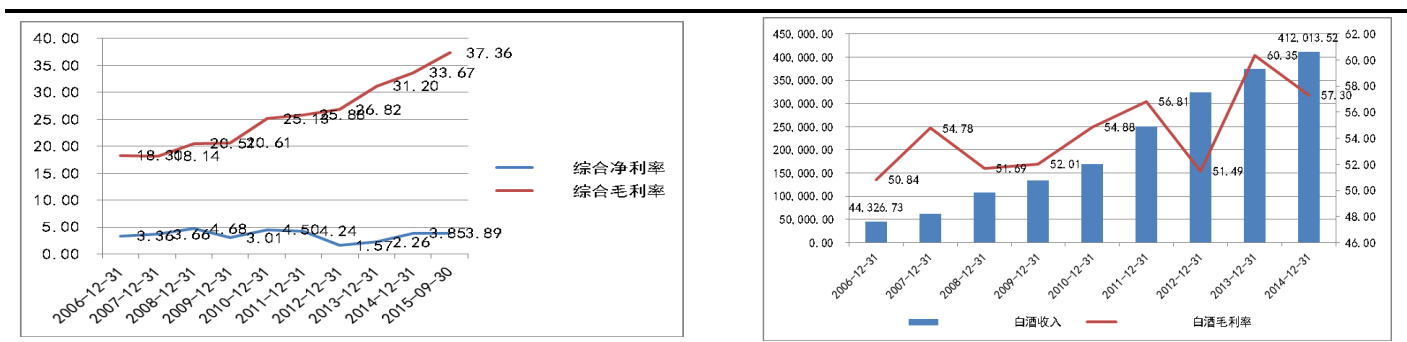


资料来源：中原证券，公司公告

2.4 公司盈利能力

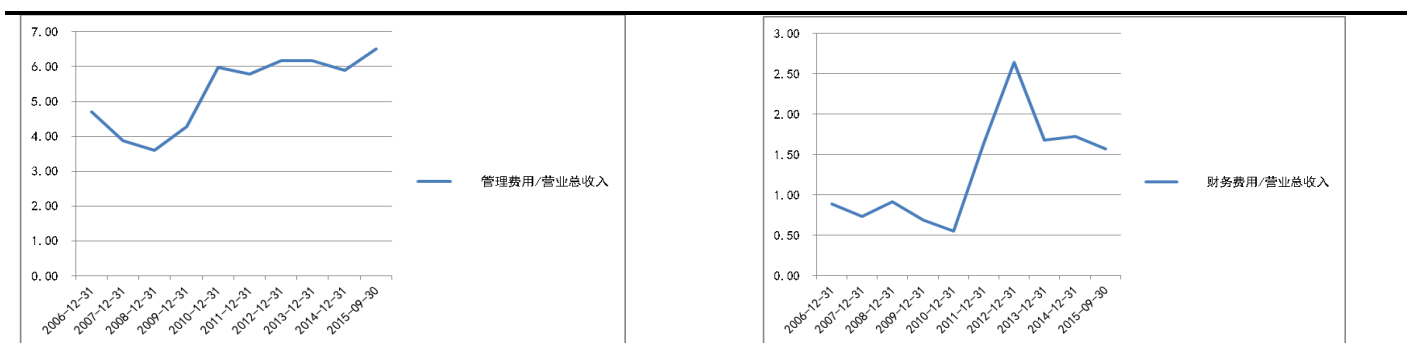
2014年，公司综合毛利率37.36%，主营业务白酒的毛利率为57.30%；公司综合净利润率仅3.89%。公司的白酒毛利率较高，在行业中位于正常水平，导致公司综合毛利率和净利率低下的原因主要有：业务过于多元化，部分业务微利甚至亏损却占用着公司资源；构成毛利主要部分的种猪和屠宰业务都属于低盈利业务；此外，公司的费用率，尤其是管理和财务费用率相对较高。公司如果能推进混改，未来管理费用率有下降空间；公司的房地产业务收缩完成后，高企的财务杠杆也将会下降，财务费用率有望回到白酒企业的正常水平。正常情况下，白酒类上市公司的净利率应在10%以上，随着公司聚焦主业，公司的盈利能力未来有着相当大的提升空间。

图表 4: 公司的综合盈利（左图）和白酒盈利（右图）



资料来源：中原证券，WIND

图表 5: 公司的财务和管理费用率较高



资料来源：中原证券，WIND

图表 6: 白酒上市公司净利润率

净利率 (2015 三季度; %)	
泸州老窖	27.63
古井贡酒	12.47
*ST 酒鬼	12.01
五粮液	31.57

顺鑫农业	3.89
*ST 皇台	-2.43
洋河股份	32.66
伊力特	19.78
金种子酒	3.05
贵州茅台	52.39
老白干酒	3.77
沱牌舍得	0.48
*ST 水井	11.44
山西汾酒	12.28
迎驾贡酒	18.20
今世缘	30.04
口子窖	25.49

资料来源：中原证券，WIND

3. 牛栏山二锅头

白酒的生产和销售集中在北京的牛栏山酒厂，酒厂的核心人物是李怀民和宋克伟。李怀民是中国酿酒大师，曾经成立香海研究所，是牛栏山酒厂的厂长；宋克伟是牛栏山酒厂的副厂长，主管销售，将酒厂销售规模从 1 亿元带到目前 40 亿元规模。

3.1 公司的白酒产品结构

公司白酒品牌“牛栏山”是国内知名品牌，品牌在全国范围内有着美誉度。公司产品结构完整，分为低、中、高档，以低档酒为主打。公司白酒口味分为清香型和浓香型：中低档酒为清香型，高档酒为浓香型。

低档酒的市场价格在单瓶 30 元以下，包括：牛栏山二锅头绿瓶、牛栏山二锅头白瓶、牛栏山二锅头蓝瓶，价格分别为 8 元、12 元、24 元；中档酒的市场价格在单瓶 30 元至 140 元区间，包括：牛栏山二锅头 10 年精制、牛栏山二锅头 20 年精制、牛栏山二锅头百年经典，价格分别为 30 元、70 元、140 元；高档酒有：牛栏山二锅头黄龙瓷瓶，市场价格超过 400 元。

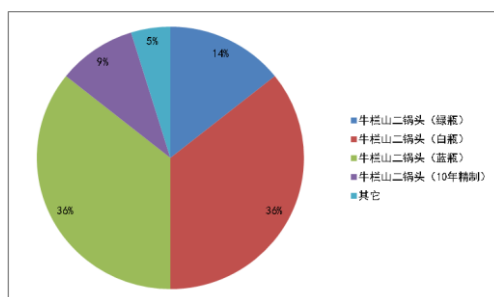
公司的低档酒（市场价 30 元以下）贡献了 95% 的收入。按照收入贡献，大单品依次是：牛栏山二锅头的白瓶、蓝瓶、绿瓶和 10 年精制。

图表 7: 公司产品结构

单品	终端价格 (元/瓶)
牛栏山二锅头 (绿瓶)	8
牛栏山二锅头 (白瓶)	12
牛栏山二锅头 (蓝瓶)	24
牛栏山二锅头 (10 年精制)	30
牛栏山二锅头 (20 年精制)	70
牛栏山二锅头 (百年经典; 老瓷坛)	140
牛栏山二锅头 (黄龙瓷瓶)	400

资料来源: 中原证券, 市场调研

图表 8: 公司的低档酒贡献大部分收入



资料来源: 中原证券, 市场调研

3.2 市场

低端白酒市场巨大: 销售规模达到 750 亿元, 产量规模达到 600 万吨。更为重要的是, 在高端白酒市场低增长, 中端白酒市场竞争异常激烈的行业背景下, 低档白酒市场呈现出一片“蓝海”景象: 即品牌少、市场大、竞争缓。

公司作为低档白酒中的知名品牌, 其年产量目前仅 26 万吨, 在 600 万吨的低档白酒市场中占比仅 4%; 其年收入目前 42 亿元, 在低档白酒的销售规模中占比仅不足 6%。由此看来, 公司的市场仍有可观的增长空间, 即通过产能提升和渠道建设, 拓展全国市场, 为公司带来未来若干年的超常规增长。

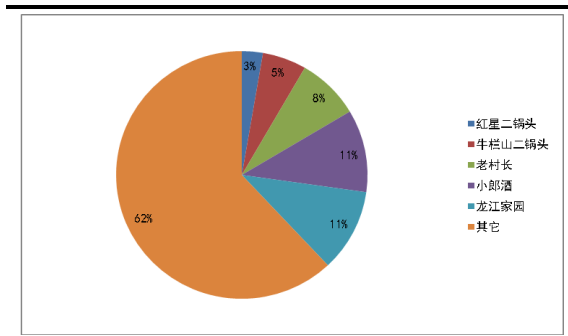
此外, 相比其它知名低档白酒品牌, 公司的销售规模仍然偏低。老村长、小郎酒、龙江家园的年销售额分别是 60 亿元、80 亿元、80 亿元, 而牛栏山二锅头目前的年销售额仅 42 亿元, 仍有较大的赶超空间。

图表 9: 低档白酒品牌的销售规模比较

知名低档白酒	红星二锅头	牛栏山二锅头	老村长	小郎酒	龙江家园	其它
销售规模 (亿元)	20	42	60	80	80	460

资料来源: 中原证券, 市场调研

图表 10: 低档白酒市场公司销售占比仅 7%



资料来源: 中原证券, 草根调研

公司目前处于市场“全国化”的第三阶段。副厂长宋克伟提出了“一城两洲三区”的市场战略，具体讲：

2010 年以前，公司聚焦北京本埠市场，即“一城”，实施市场渗透和升级战略，将北京市场做深做透，在销售低档酒同时推进中高档酒的市场。这一阶段，白酒行业环境良好，政商消费旺盛，公司在北京市场实现了销售规模从 1 亿元到 17 亿元的成倍增长。我们预计，北京市场目前的销售规模大约 25 亿元，随着外埠市场的增长，北京市场在公司总销售规模中的占比从之前的 100% 下降到 60%。

2010 至 2013 年期间，公司致力于开拓几大核心市场，包括华北（河北）、中原（河南、山东）、东北和内蒙，并形成板块连接。当期，白酒行业进入下行周期，政商消费萎缩严重，行业的产品结构迅速下沉，而公司发挥低档酒专长，在行业低迷期实现了 50% 的逆势增长，并顺利拓展上述外埠市场。目前，几大核心市场的销售规模在 1 至 3 亿元，总计约有 15 亿元规模，在公司总销售规模中占比约 30%，几大核心市场目前仍以 20% 的幅度快速增长。

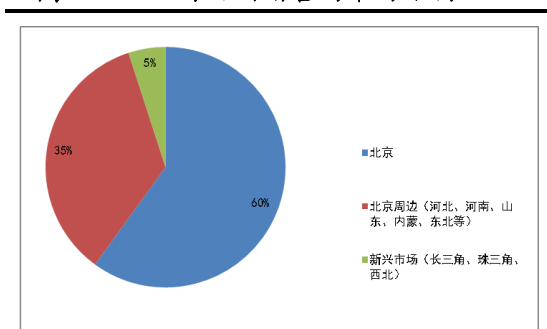
2013 年以后，公司开始发展长三角和珠三角两大市场，并提出了“实现低档酒全国化”的口号。2013 年以后，白酒行业呈现弱复苏趋势，这一阶段，高端白酒市场萎缩，中端白酒市场竞争激烈，而低档白酒市场几乎没有品牌白酒介入。公司瞄准低档白酒这一巨大的市场，实施错位竞争，以“牛栏山”品牌、口味和质量保证，适时实施全国化战略，为下一轮快速增长提供条件。目前，长三角和珠三角市场增长达到 100%，销售规模大约达到 2 亿元。公司用低档白酒持续渗透，并在市场稳固的基础上实施结构升级。

图表 11: 公司市场战略分三步走

时间	市场	行业背景	目前战略	目前市场增长	目前销售占比
2010 年前	聚焦北京市场，即“一城”。	量价齐升，政商消费鼎盛；以中高档酒销售为主。	渗透+升级	10%	60%
2010 至 2013	长江以北： 在华北、中原、东北、内蒙打造若干个亿元区域市场，连成板块联动，目前这些市场的规模均以接近 5 亿元，成为公司继北京之后的核心市场。	行业零增长，政商消费萎缩，产品结构迅速下沉。公司以销售低档酒为主，并取得了较好的成绩。	升级	20%	30%
2013 年以后	长江以南： 长三角、珠三角，实现低档白酒全国化。	行业弱复苏，高端白酒市场萎缩，中端白酒市场竞争激烈，公司以销售低档酒为主，致力于低档白酒的全国化。	持续渗透	100%	10%

资料来源：中原证券，公司年报，市场调研

图表 12: 公司白酒销售的市场结构

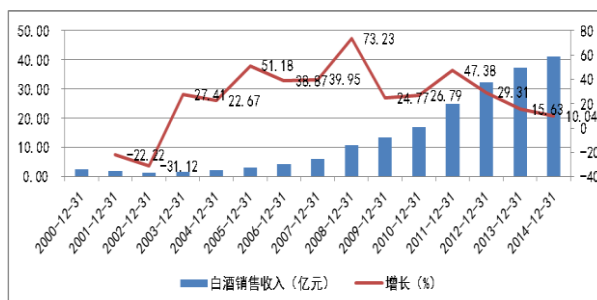


资料来源：中原证券，市场调研

公司目前已经拥有全国性的营销网络，包括近 40 个办事处，覆盖主要省份和地区，100 余个经销商，终端端口对接餐饮、商超和流通。公司采取大商制，大商制较为适合低档白酒营销，因为大经销商对低档白酒价格体系很难形成掌控，保证了公司产品价格体系的独立性。大经销商是公司开拓市场的主力：前三大经销商完成了北京市场一半以上的销售，同时也是公司开拓外埠市场的主力军。

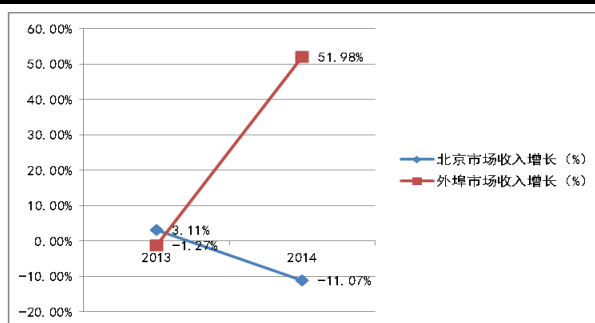
牛栏山二锅头在经历了深耕北京市场后，随着北京市场的饱和，其收入和毛利从高速增长逐步滑落至低速增长。2007 年，公司白酒收入和毛利增速分别达到 73.33%和 39.85%；到 2014 年，公司白酒收入和毛利的增幅分别降至 15.61%和 10.05%。可见，为了保证白酒业务的持续高增长，公司开拓北京之外的市场，推行市场全国化是非常必要的。2014 年开始，公司的外埠市场开始发力：2014 年，外埠市场收入增长 52%，而同期北京市场收入下跌 11%。但是，随着全国市场的拓展，公司的广告和销售费用均大幅上涨：2014 年，公司的广告费用达到 3.5 亿元

图表 13: 北京市场白酒增速持续下滑



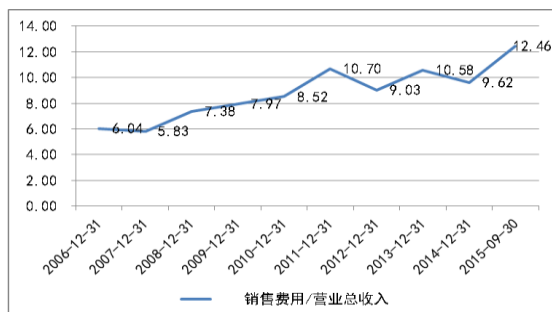
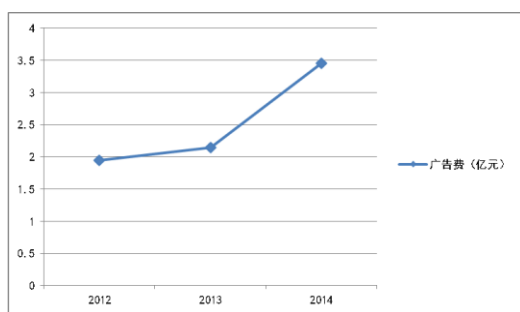
资料来源: 中原证券, WIND

图表 14: 外埠市场增长远高于北京市场



资料来源: 中原证券, WIND

图表 15: 2013 年以后公司的广告费用和销售费用率大幅上升



资料来源: 中原证券, WIND

3.3 价格

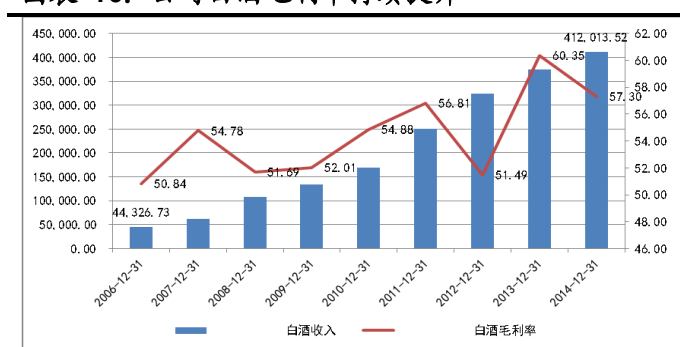
公司的牛栏山二锅头出厂均价是每吨 1.6 万元, 合计每瓶 (500ml) 8 元。在上市白酒企业中, 牛栏山二锅头的出厂价格位于最低水平, 因此, 公司仍有比较大的提价空间。

我们认为, 公司除了拓展全国市场增加销量之外, 还具备“产品升级”和“提价”的增长变量。在北京市场和外埠市场, 提升产品结构或直接提价都能够提高毛利率、形成新的增长点。

此外，我们核算了牛栏山二锅头的渠道毛利率：从厂家到一批商的渠道毛利率大概是 25%，从一批商到终端环节的渠道毛利率大概是 15%，渠道利润远高于一些高端和中端白酒。牛栏山二锅头的渠道利润丰厚，有利于经销体系稳定，及有效促进渠道动销。

随着产品结构升级，公司白酒业务毛利率将会持续提升。我们看到，从 2006 年到 2014 年，公司白酒的毛利率不断提升，自 50.84% 提升至 57.30%，上升近 7 个百分点。其中，最重要的原因是产品结构升级：公司推出 10 元至 30 元的产品，即二锅头的白瓶和蓝瓶，已经被市场广泛接受。我们认为，公司未来仍会遵循产品结构升级的路径，白酒毛利率仍会持续提升。

图表 16：公司白酒毛利率持续提升



资料来源：中原证券，WIND

4. 猪肉

4.1 种猪繁育和销售

公司是全国较大的种猪繁育基地，“小店”是全国知名种猪和商品猪品牌。公司种猪年存栏 3 万头，年出栏 2 万头。

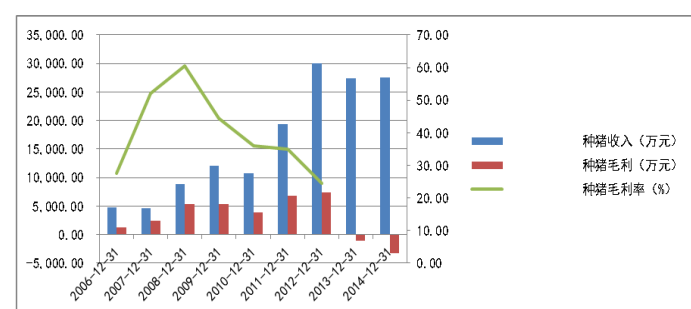
公司商品猪年存栏 15 至 16 万头，出栏目前达到 22 万头。2012 至 2014 年，公司年出栏商品猪自 15 万头增至 22 万头，增长了 47%，年均增幅 16%。

公司养猪业务的毛利率随着猪肉价格而波动，波幅较大：猪价高位时，公司业务毛利率高达 60%；猪价低位时，毛利率不足 30%。目前，公司养猪业务的毛利率位于周期底部。我们判断，2016 年猪肉价格步入回升通道，未来两至三年，公司养猪业务的毛利率也将回升，业务有望扭亏为盈。我们预计，公司养猪业务在 2015、2016 年实现收入 3.98 和 4.62 亿元；实现毛利 1.59 和 2.08 亿元。预计 2015、2016 年，公司的商品猪（包括 2 万头种猪）出栏分别为 26 万头和 28 万头。

图表 17: 公司养猪业务预测

商品猪&种猪	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
商品猪存栏 (万头)	13	14	15	16	17
商品猪出栏 (万头)	15	18	22	24	26
种猪存栏 (万头)	3	3	3	3	3
种猪出栏 (万头)	2	2	2	2	2
出栏合计 (万头)	17	20	24	26	28
出栏猪价格 (元/头)	1765	1370	1150	1530	1650
商品猪收入 (万元)	30000	27400	27600	39800	46200
商品猪毛利 (万元)	7366.98	-1127.96	-3262.61	15920	20790

资料来源: 中原证券, 公司年报

图表 18: 公司商品猪收入和盈利波动较大


资料来源: 中原证券, WIND

4.2 屠宰及肉制品

公司年屠宰产能年 300 万头, 年屠宰量约 200 万头, 制成冷鲜肉及其它肉制品 16 至 19 万吨。公司产出的肉制品主要是冷鲜肉, 供应北京及周边地区, 品牌“鹏程”, 是北京肉制品的知名品牌、家喻户晓。公司在北京市场拥有 4300 个营销网点, 在京的市占率高达 50%, 也是北京最大的冷鲜肉供应商。

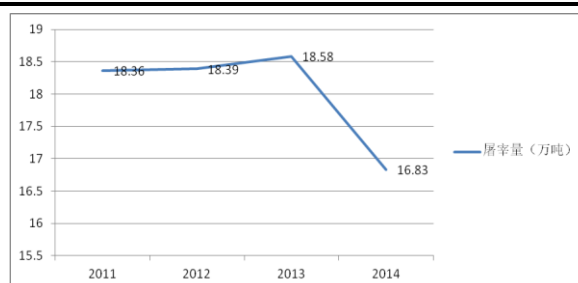
由于市场稳定, 公司的肉制品产销稳定, 收入规模主要受猪肉价格的影响。公司 2014 年的屠宰业务收入达到 26.11 亿元, 接近公司总收入的三成; 业务毛利率低于同业水平, 仅大概 8% 至 9%, 年利润 2 亿元以上。

图表 19: 公司肉制品业务

品牌	屠宰 产能	屠宰 产量	肉制品 产量	肉制品 产量	市场	销售 网点	市占率	收入 规模	收入 毛利	总收 占比	毛利 占比	毛利率
								(2014年)	(2014年)			
鹏程	300 万头	200 万头	冷鲜肉	16-19 万吨	北京及 周边	4300 个	50%	26 亿元	2.23 亿元	27%	7%	8%-9%

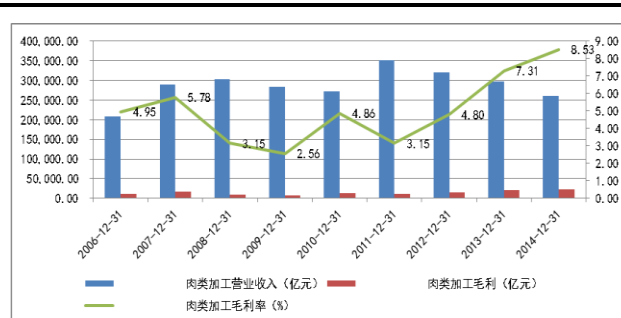
资料来源: 中原证券, 公司年报, 市场调研

图表 20: 公司年屠宰产量 (万吨)



资料来源: 中原证券, 公司年报

图表 21: 肉制品收入和盈利能力相对稳定



资料来源: 中原证券, 公司年报

5. 业务聚焦：白酒和猪肉

5.1 副业剥离

2013年，董事长王泽上任；2014年年初，王泽董事长公司提出战略：“主业突出、清晰业务、同业整合、价值实现”，力争2020年将顺鑫集团打造成为总资产规模300亿元、年收入400亿元、市值800亿元的控股型产业集团。

2014年、2015年，公司通过收缩副业，加快了业务聚焦的战略实施。从2014年3月开始，公司先后剥离了顺鑫明珠的参股股权，包头市已购入土地，顺鑫种业全部的资产和负债，农业技术开发公司全部的资产和负债，园林绿化工程51%的股权，杨镇供热资产，电子商务，顺鑫天宇房地产开发的1%股权，创新物流100%股权，等等。

图表 22：公司业务剥离进程

时间	剥离资产	受让方	付款方式	价格
2014年3月	6.4%（全部）的顺鑫明珠参股股权	北京顺鑫控股集团 （公司控股股东，下称顺鑫控股）	现金	350万元
2014年5月	包头市一宗土地	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	现金	2995万元
2015年1月	顺鑫耘丰种业全部的资产和负债	顺鑫控股	现金	14万元
2015年1月	顺鑫国际种业	顺鑫控股	现金	1000万元
2015年8月	顺科农业技术开发分公司全部资产负债	顺鑫控股	现金	655万元
2015年9月	顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司的51%股权	顺鑫控股	现金	1557万元
2015年12月	杨镇供热中心资产	顺鑫控股	现金	8986万元
2015年12月	顺鑫国际电子商务有限公司	顺鑫控股	现金	375万元
2016年1月	顺鑫佳宇持有的顺鑫天宇1.01%股权	顺鑫控股	现金	203万元
2016年1月	创新物流100%股权	顺鑫控股	现金	1006万元

资料来源：中原证券 公司公告

我们预计，公司接下来两年时间将会持续推进业务剥离进程，种业、苗木、造纸、建筑、房地产、市场管理各项业务都将会列入剥离资产表。其中，种业、苗木、造纸三部分业务的毛利规模小，2014年的毛利规模仅千万上下，易于剥离；建筑、房地产和市场管理三部分业务的毛利规模较大，2014年分别为1.36、3.25和1.06亿元，其中市场管理业务的毛利率高达64%，是公司目前盈利能力最高的一块业务，我们认为，为了达到战略目的，公司仍然会推进盈利项目的资产剥离，或由集团收购或引入第三方来收购。

图表 23: 待剥离业务的盈利情况

被参控公司	参控关系	直接持股比例	营业收入	净利润	主营业务
北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司	子公司	87.08	16,590.32	4,192.44	市场管理,服务,商业信息咨询
北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司	子公司	100.00	113,158.69	8,219.19	房地产开发,销售自行开发的商品房
曲阜顺鑫鑫泽园房地产开发有限公司	子公司				房地产开发,销售
北京鑫大禹水利建筑工程有限公司	子公司	85.43	176,013.06	2,937.12	水利,水电,房屋建筑工程施工总承包
曲阜顺鑫孔子国际商品交易城有限公司	子公司				房地产开发
北京顺鑫腾飞纸制品有限公司	子公司	92.20	13,507.58	354.73	纸制品加工,制作
北京顺鑫美厨餐饮管理有限公司	子公司				批发(非实物方式)预包装食品
北京鑫大禹华霖节水设备有限责任公司	子公司				组装,销售水利机械,农业机械等
海南香顺房地产开发有限公司	子公司		6,283.51	65.33	房地产开发
北京鑫大禹环保工程有限责任公司	子公司				专业承包

资料来源: 中原证券 WIND

公司现存的房地产项目有: 望潮苑、下坡屯家园、富海家园和 GDB 项目, 还有一处待开发项目: 下坡屯家园二期。公司自 2012 年以后就未曾再在市场中拿地, 为退出房地产业做铺垫。

图表 24: 公司房地产项目情况

开发主体	拿地时间	地块价值	战略收缩	现存项目	待开发项目	2013 年公司房地产审计
顺鑫佳宇	2010、2011 年	16 亿元	2010 年以来没有新入土地	望潮苑	下坡屯家园二期	总资产账面价值: 53.6 亿元
			2012 年以来没有新开发项目	下坡屯家园		总资产评估价值: 55 亿元
				富海家园		净资产账面价值: 0.58 亿元
				GDB 项目		净资产评估价值: 1.9 亿元
						债务: 53.02

资料来源: 中原证券, 市场调研

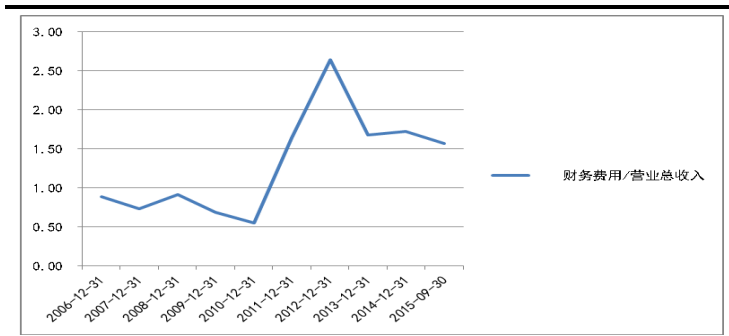
经审计, 公司房地产项目的总资产评估价值 55 亿元, 其中净资产评估价值 1.9 亿元, 债务 53 亿元。公司房地产业务的资产负债率高企, 拉高了公司整体的负债率: 截至 2015 年第三季度末, 公司的资产负债率高达 67%, 远远高于其它白酒上市企业。较高的资产负债率导致公司财务费用率高企: 自 2010 年公司涉入房地产行业开始, 公司的财务费用率就从 0.5% 大幅升至 2.5% 以上, 后来有所回落, 但是仍维持在 1.5% 至 2% 的高位区间。高企的财务费用率严重的损害了公司的盈利能力。

图表 25: 作为“现金奶牛”白酒企业的资产负债率较低

公司	资产负债率
顺鑫农业	67%
老白干酒	69.75%
古井贡酒	35.34%
迎驾贡酒	25.63%
泸州老窖	18.46%
今世缘	24.92%
口子窖	24.78%

资料来源: 中原证券 WIND

图表 26: 公司 2010 年涉入房地产后财务费用率大幅上升

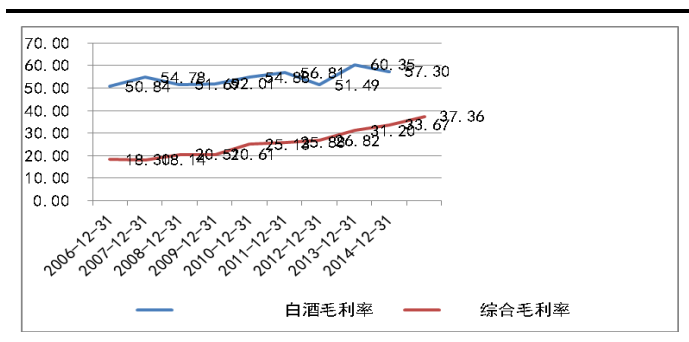


资料来源: 中原证券, 公司年报

5.2 多元化损害股东利益

公司白酒业务的毛利率属于行业中较高水平, 按照 2015 年前三季度的数据, 白酒毛利率达到 57.30%, 甚至高于泸州老窖和沱牌舍得。但是公司的综合毛利率被多元化业务大幅拉低: 按照 2015 年前三季度的数据, 公司综合毛利率仅 37.30%, 被大幅拉低 20 个百分点, 严重削弱了公司在白酒企业中的盈利能力和竞争力。

图表 27: 公司的综合毛利率被副业大幅拉低



资料来源: 中原证券, WIND

同时，公司的净利润率也大幅低于其它白酒上市公司：2015 年前三季度公司净利润率仅 3.89%，而单一白酒业务的上市公司的净利润率都在 10%至 30% 区间，甚至更高如洋河股份和今世缘。与公司情况相近的有老白干酒：老白干酒的业务结构也较多元，包括养猪、饲料和服务，导致老白干酒在白酒毛利率高达 65.32%的情况下，综合毛利率仅 58.50%，拉低超过 7 个百分点，同时净利润率仅 3.77%。造成盈利能力低下的原因除了上述的业务多元化拉低综合毛利率，国企体制下管理层激励不足所导致的各项费用率低下也是主要的原因。

图表 28：白酒上市企业的盈利能力

	销售净利率 (2015Q3; %)	销售毛利率 (2015Q3; %)
泸州老窖	27.63	53.73%
古井贡酒	12.47	70.41%
顺鑫农业	3.89	57.30%
洋河股份	32.66	60.98%
老白干酒	3.77	65.32%
沱牌舍得	0.48	52.35%
山西汾酒	12.28	67.25%
迎驾贡酒	18.20	58.38%
今世缘	30.04	68.93%
口子窖	25.49	70.15%

资料来源：中原证券 WIND

6. 公司混改预期

公司作为北京区国资委下属的上市公司，高管薪资被严格限制，高管年薪普遍不超过 20 万元；而其它同为国企体制的白酒上市公司，其高管年薪是公司的 10 倍甚至更高。在高管和员工激励方面，公司尚有较大的改革空间，未来任何局部的制度改革都将会释放红利，提升公司业绩。

公司的混合所有制改革目前尚未破题，但是参照三元股份，后者引入复星和平润投资作为战略投资者，共计占有公司股份 20.45%，初步完成了混改。公司与三元股份的体制相同，也同样处于充分竞争行业，有望参照三元股份展开混改，以混改为途径做大公司市值。

图表 29: 顺鑫农业高管薪资

姓名	职务	薪酬(元)
李宝玉	监事	178,000
张振	监事	120,000
王泽	董事长, 总经理	198,000
安元芝	副总经理, 董事会秘书	178,000
林金开	副总经理	178,000
吕海江	副总经理	178,000
宋克伟	董事, 副总经理	178,000
王金明	董事, 副总经理, 财务总监	178,000
张德宝	董事, 副总经理	178,000
潘永杰	监事	120,000

资料来源: 中原证券, WIND

图表 30: 古井贡酒高管薪资

姓名	职务	薪酬(元)
梁金辉	董事长	1,027,000
闫立军	董事, 总经理助理	956,500
周庆伍	董事, 总经理	940,200
叶长青	董事, 副总经理, 董事会秘书, 总会计师	862,600
翟良东	总经理助理	788,700
许鹏	监事长	788,700
张立宏	总经理助理	788,700
宋书玉	独立董事	75,000
王高	独立董事	75,000
王瑞华	独立董事	75,000

资料来源: 中原证券, WIND

图表 31 老白干酒高管薪资

姓名	职务	薪酬(元)
刘彦龙	董事长	180,000
王占刚	副董事长, 总经理	150,000
魏志民	副董事长	150,000
李玉雷	董事, 财务总监	100,000
刘勇	董事, 董事会秘书	100,000
商清艳	副总经理	100,000
张春生	副总经理	100,000
张煜行	副总经理	100,000

赵旭东	副总经理	100,000
刘兰春	董事, 原副总经理	99,900

资料来源: 中原证券, WIND

图表 32: 山西汾酒高管薪资

姓名	职务	薪酬(元)
韩建书	副董事长, 总经理	328,900
刘卫华	原董事会秘书	328,900
杜小威	总工程师	281,300
马世彪	总会计师	281,300
王召稳	副总经理	281,300
武世杰	副总经理	281,300
赵玲	副总经理	281,300
郝丽萍	职工监事	162,000
赵海根	职工监事	105,900

资料来源: 中原证券, WIND

图表 33: 五粮液高管薪资

姓名	职务	薪酬(元)
陈林	董事, 总经理, 党委副书记, 总工程师	1,384,200
叶伟泉	副总经理, 党委委员	1,097,600
刘友金	原副总经理	1,270,900
刘中国	董事长, 党委副书记	1,364,500
彭智辅	副总经理, 党委委员, 董事会秘书	1,110,700
范国琼	原职工监事	623,200
唐伯超	副总经理, 党委委员	1,105,100
余铭书	监事会主席, 党委委员, 纪委书记	1,153,800
朱忠玉	副总经理, 党委委员	1,095,000
唐圣云	副总经理, 党委委员	1,095,700
郑晚宾	原董事, 原副总经理, 原财务总监	1,226,800
杨韵霞	职工监事	554,900
唐桥	董事, 党委书记	0
刘敏	职工监事	239,800
罗伟	副总经理, 党委委员, 财务总监	91,200

资料来源: 中原证券, WIND

7. 盈利预测

图表 34: 分业务预测

单位: 百万元; %	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
白酒						
销售收入	3238.00	3744.00	4120.00	4902.80	5540.16	6315.79
增长率	28	15.63	10.04	19	13	14
毛利率	51.48	60.36	57.31	60	61	62
销售成本	1571.08	1484.12	1758.83	1961.12	2160.66	2400.00
毛利	1666.92	2259.88	2361.17	2941.68	3379.50	3915.79
肉类加工						
销售收入	3200	2976	2611	3655.40	4094.05	4585.33
增长率		-7	-12.26	40	12	12
毛利率	4.78	7.33	8.54	10.15	10.55	12
销售成本	3047.04	2757.86	2388.02	3284.38	3662.13	4035.09
毛利	152.96	218.14	222.98	371.02	431.92	550.24
房地产						
销售收入	415	440	1129	980	849	512
增长率		6.02	156.59	-13.1975199	-13.3673469	-39.6937574
毛利率	15.66	11.59	28.79	28.8	29.23	30
销售成本	350.01	389.00	803.96	697.76	600.84	358.40
毛利	64.99	51.00	325.04	282.24	248.16	153.60
其它						
销售收入	1489	1912	1621	1198	1022	980
增长率		28.41	-15.22	-26.0950031	-14.6911519	-4.10958904
毛利率	23.71	15.74	17.52			
销售成本	1135.96	1611.05	1337.00	1198.3	1022.2	980.1
毛利	353.04	300.95	284.00	-0.3	-0.2	-0.1
总计						
销售收入	8342	9072.00	9481.00	10736.20	11505.21	12393.12
增长率		8.75	4.51	13.24	7.16	7.72
平均毛利率	26.83	31.19	33.68	33.48	35.28	37.27
销售成本	6104.09	6242.04	6287.81	7141.56	7445.83	7773.59
毛利	2237.91	2829.96	3193.19	3594.64	4059.38	4619.53

资料来源: 中原证券

图表 35: 公司盈利预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	9072.00	9481.00	10736.20	11505.21	12393.12
营业成本	6242.04	6287.81	7141.56	7445.83	7773.59
营业税金及附加	858.19	1018.13	1186	1409	1611
销售费用	959.88	911.62	1020	1070	1140
管理费用	559.04	558.91	644	690	682
财务费用	152.44	163.21	161	150	149
资产减值损失	4.58	5.54	5.37	5.75	6.20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6.55	2.88	2.76	2.68	2.54
营业利润	131.91	426.55	580.53	737.06	1034.26
营业外收入	0.76	0.21	0	0	0
营业外支出	39.5	30.51	20	12	10
利润总额	300.04	535.22	561	725	1024
所得税	95.35	170.47	112.11	159.51	235.58
净利润	204.69	364.75	448.42	565.55	788.68
少数股东损益	7.04	5.32	6	7	8
归属母公司净利润	198	359	442	559	781
EPS	0.45	0.63	0.78	0.98	1.37

资料来源：中原证券

8. 估值分析

图表 36: 可比公司估值对比

白酒上市公司	总市值 (亿元)	市盈率 PE (倍)	市销率 PS (倍)
泸州老窖	292	29.82	5.04
古井贡酒	141	24.10	2.77
五粮液	897	15.05	4.11
顺鑫农业	107	18.78	1.06
洋河股份	937	18.46	5.57
伊力特	50.94	24.76	2.92
金种子酒	40.07	97.95	2.17
贵州茅台	2826	16.88	8.12
老白干酒	89.38	132.56	3.57
沱牌舍得	53.06	789.09	4.17

山西汾酒	136	41.22	3.32
迎驾贡酒	151	28.11	4.99
今世缘	141	21.80	5.87
口子窖	176	28.18	6.66

资料来源：中原证券，WIND 注：交易日期为2016年2月26日

公司的市盈率 18.78 倍，市销率仅 1 倍，是白酒上市公司中较低或最低的，市场对公司成长性和销售能力给予的溢价过低。公司未来两年至三年的增长点：一是低价二锅头全国化；二是牛羊肉资产的收购，总体来说，公司的成长性好于洋河股份，但是市盈率估值与之接近，构成洼地。

公司股价从 2014 年 6 月发动，至 2015 年 6 月一路走牛，涨至 30 元的历史高位，后又逐步下滑和调整。目前公司股价处于历史中较低的位置，随着后期牛羊肉项目收购的推进，以及二锅头外埠市场的拓展，公司估值有望提升。

投资评级：我们预测公司 2015、2016、2017 年的 EPS 分别为 0.78、0.98、1.37 元，按照 2016 年 2 月 29 日的收盘价 18.40/股，公司 2015、2016、2017 年的 PE 估值分别为 23.59、18.78、13.43 倍，我们认为，公司目前估值偏低，有提升空间。我们给予公司“买入”评级。

9. 风险提示

- 牛栏山二锅头在全国化进程中或会带来销售费用的大幅飙升；
- 公司副业，尤其是房地产业务的剥离速度达不到预期，导致财务费用两年之内难以回落。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。