

顺鑫农业 (000860)

白酒高增长+资产剥离+猪价反弹，16年业绩弹性高

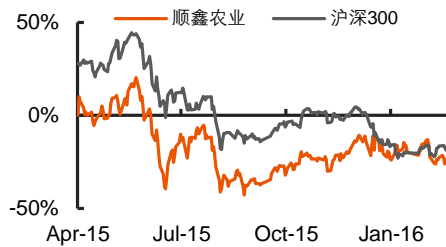
强烈推荐 (维持)

现价: 19.30 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) | 110.12 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 108.66 |
| 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*白酒快速增长, 主业越显突出》 2015-11-26
- 《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

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:

- **白酒春节旺销, 16 年延续高增长。** 价位、能力、区域定位合理, 白酒业务确定性的高增长, 是我们推荐顺鑫农业最核心的逻辑, 可参考 15 年 11 月深度报告《白酒快速增长, 主业越显突出》。15 年顺鑫是白酒业务增速最快上市公司之一, 估计接近 20%, 16 年春节旺销再次印证了我们的判断, 预计 1Q16 营收可保持 20% 的增速。行业弱复苏, 同时陈酿打下了较好的市场基础, 三牛为代表的中档酒是 15-16 年的亮点, 估计 2015 年可恢复 20% 以上的增速, 16 年春节更快, 估计春节销售增幅可能高达 50%。
- **非核心资产正有序剥离, 地产剥离是大概率事件, 将是重磅利好。** 15 年非核心资产有序剥离, 12 月速度加快, 业务庞杂的局面已得到改善。地产业务 15 年拖累总体业绩, 2015 年地产收入大幅下滑, 预计 2016 年将继续收缩, 估计 15 年地产财务费用 0.5-0.6 亿, 16 年难以下降, 地产业务可能持续亏损。若能顺利剥离, 预计减亏对应 2016 年 EPS 0.05-0.1 元。
- **16 年猪价大涨, 养殖业绩弹性较高。** 估计 2H15 开始养殖业务盈利明显好转, 2016 年向上弹性很高, 有望从大幅亏损到实现盈利。猪价上涨可能影响肉类加工盈利能力, 但波动小于养殖业务, 我们判断 2016 年肉类加工毛利率不会跌回 2011 年的低位, 可维持盈利状态。
- 我们维持 15 年净利预测, 考虑到猪价上涨养殖业务弹性较高, 我们上调 2016 年净利预测 11%, 预计 2015-16 年净利同比+5%、+36%, 实现每股收益 0.66、0.90 元。若地产业务能顺利剥离, 16 年 EPS 将达到 0.95-1.0 元。按照白酒业务 2016 年 24-27 倍 PE, 合理价值 120-130 亿, 再加总其它各项业务的投资价值, 12 个月目标市值 170-180 亿, 目标价 30-32 元, 维持“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示。** 名酒加大 100 元以下价格带的市场拓展力度。地产业务剥离进度低于预期。

| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 9,072 | 9,481 | 9,962 | 10,047 | 10,998 |
| YoY(%) | 8.8 | 4.5 | 5.1 | 0.8 | 9.5 |
| 净利润(百万元) | 198 | 359 | 376 | 511 | 602 |
| YoY(%) | 57.1 | 81.8 | 4.7 | 35.8 | 17.8 |
| 毛利率(%) | 31.2 | 33.7 | 34.7 | 38.1 | 40.1 |
| 净利率(%) | 2.3 | 3.8 | 3.8 | 5.2 | 5.6 |
| ROE(%) | 6.6 | 8.8 | 7.2 | 9.2 | 10.0 |
| EPS(摊薄/元) | 0.35 | 0.63 | 0.66 | 0.90 | 1.05 |
| P/E(倍) | 55.7 | 30.6 | 29.3 | 21.6 | 18.3 |
| P/B(倍) | 2.8 | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.8 |

正文目录

| | |
|---|----|
| 一、白酒春节旺销，16 年延续高增长..... | 4 |
| 1.1 价位、能力、区域定位合理，白酒业务高增长 | 4 |
| 1.2 春节旺销再次印证了我们的判断，三牛是亮点 | 5 |
| 1.3 预计 16 年白酒 EPS 0.86 元，合理价值 120-130 亿 | 6 |
| 二、非核心资产有序剥离，地产剥离将是重磅利好 | 7 |
| 2.1 非核心资产渐次剥离，主业越发突出 | 7 |
| 2.2 地产业务 15 年拖累总体业绩，剥离将是重磅利好 | 8 |
| 三、养殖业务 16 年业绩弹性较高 | 9 |
| 3.1 16 年猪价大涨，养殖业绩弹性较高 | 9 |
| 3.2 猪价上涨可能影响肉类加工盈利能力，但波动小于养殖业务 | 11 |
| 四、盈利预测、估值分析与投资评级 | 14 |
| 五、风险提示 | 15 |

图表目录

| | | |
|-------|---|----|
| 图表 1 | 顺鑫农业白酒业务收入增速较快，估计 2015 年增长接近 20% 单位：百万元 | 4 |
| 图表 2 | 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 | 5 |
| 图表 3 | 估计陈酿系列收入占比 50%左右，三牛为主的百年系列占比 20-25%（2014 年） | 5 |
| 图表 4 | 母公司预收款较多，估计主要来自于白酒业务 单位：百万元 | 6 |
| 图表 5 | 2014 年顺鑫农业收入构成情况 | 7 |
| 图表 6 | 1H15 顺鑫农业收入构成情况 | 7 |
| 图表 7 | 15 年 12 月开始资产剥离速度加快 单位：万元 | 7 |
| 图表 8 | 房地产业务收入 单位：百万元 | 8 |
| 图表 9 | 顺鑫佳宇房地产净利润（未扣母公司分摊费用） 单位：百万元 | 8 |
| 图表 10 | 顺鑫佳宇房地产开发成本明细（2015 年 1-6 月） 单位：百万元 | 8 |
| 图表 11 | 顺鑫佳宇房地产开发产品明细（2015 年 1-6 月） 单位：百万元 | 8 |
| 图表 12 | 1H15 养殖业务收入同比增长 37% 单位：百万元 | 10 |
| 图表 13 | 1H15 年养殖业务毛利率仅为-20% | 10 |
| 图表 14 | 2Q15 至今猪价同比持续回升 单位：元/公斤 | 10 |
| 图表 15 | 2014 年、1H15 顺鑫的生猪出栏量约为 24、12 万头 | 10 |
| 图表 16 | 养殖业务 2015 年收入增速较快，盈利能力同比回升 单位：百万元 | 11 |
| 图表 17 | A 股生猪养殖上市公司估值对比 单位：百万元 | 11 |
| 图表 18 | 肉类加工业务收入 单位：百万元 | 12 |
| 图表 19 | 1H15 年肉类加工业务毛利率小幅下降 | 12 |
| 图表 20 | 屠宰业务产能利用率还有提升空间 单位：万头 | 12 |
| 图表 21 | 肉类加工业务产能利用率还有提升空间 | 12 |
| 图表 22 | 肉类加工业务 16 年可维持盈利状态 单位：百万元 | 13 |
| 图表 23 | 牛羊肉消费占肉类消费比重较低（2014 年），提升空间大 单位：百万元 | 13 |
| 图表 24 | A 股肉类加工上市公司估值对比 单位：百万元 | 13 |
| 图表 25 | 盈利预测关键假设 单位：百万元 | 14 |
| 图表 26 | 顺鑫农业分项业务 EPS 估算（扣除母公司费用后） 单位：元 | 14 |
| 图表 27 | 重点公司年度盈利预测 | 15 |

顺鑫农业是平安团队 2015 年 11 月开始重点推荐的品种，核心推荐逻辑包括：1.白酒业务推动业绩确定、快速增长；2.资产剥离预期推动估值提升。15 年 11 月 26 日的深度报告《白酒快速增长，主业越显突出》中我们已对白酒快速成长的逻辑进行了详细梳理，并在随后的三地路演中与投资者进行了深入沟通。站在当前时点来看，我们认为 16 年顺鑫农业催化剂较多，现阶段仍有较大的上涨空间，继续“强烈推荐”。本篇报告中，我们对市场较为关注其它问题进行了详细分析，包括白酒近况跟踪，资产剥离情况，白酒、地产、养殖、肉类加工业务的真实盈利水平等。

一、白酒春节旺销，16 年延续高增长

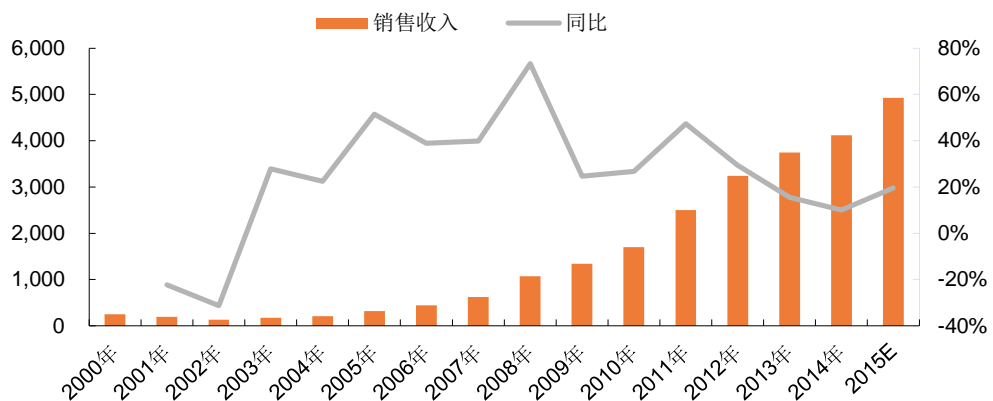
1.1 价位、能力、区域定位合理，白酒业务高增长

价位、能力、区域定位合理，白酒业务确定性的高增长，是我们推荐顺鑫农业最核心的逻辑，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，包括 100 元以下低端酒和 100-150 元的中档酒，主要由民间大众消费推动，需求增速较快。
- **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。

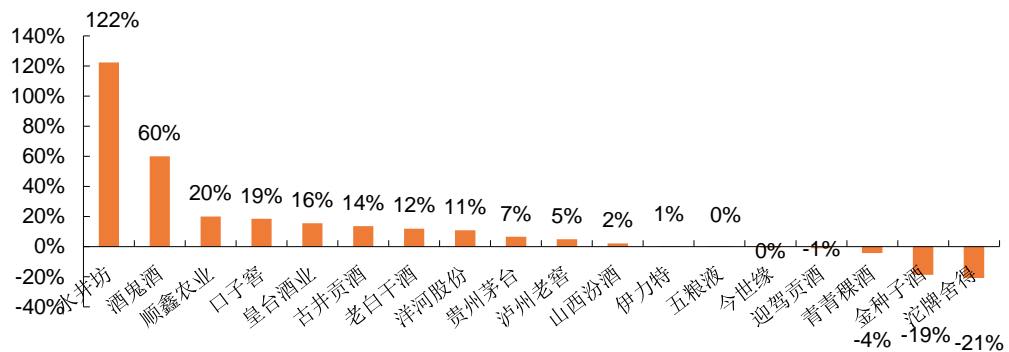
详细逻辑可参考我们 15 年 11 月 26 号的深度报告《白酒快速增长，主业越显突出》。

图表 1 顺鑫农业白酒业务收入增速较快，估计2015年增长接近20% 单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所

图表2 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



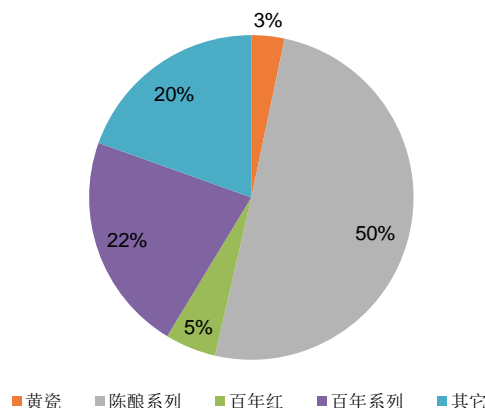
资料来源: wind, 平安证券研究所 注: 顺鑫白酒收入增速来自于草根调研估算

1.2 春节旺销再次印证了我们的判断，三牛是亮点

15年顺鑫是白酒业务增速最快上市公司之一，估计接近20%，16年春节旺销再次印证了我们的判断，预计1Q16营收可保持20%的增速。根据草根调研，估计春节期间白酒业务继续快速增长，特别是价格定位100元左右的三牛，估计春节期间增幅可能高达50%，公司总体销售回款增速超过20%。预计1Q16白酒营收维持20%左右增速。

三牛为代表的中档酒是15-16年的亮点，行业弱复苏+陈酿的市场基础，估计2015年以三牛为代表的中档酒可恢复20%以上的增长，16年春节增速更快。百年系列产品培育已超过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元左右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。估计三牛2015年收入可恢复20%以上的增长，百年系列报表口径实现销售收入超过10亿，收入占比20-25%，草根调研调研来看，三牛春节期间销售增幅可能高达50%。

图表3 估计陈酿系列收入占比50%左右，三牛为主的百年系列占比20-25%（2014年）



资料来源: 平安证券研究所

行业弱复苏，中档酒消费升级，支撑了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，消费升级重现，如 80-120 元、250-350 元价格带，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。

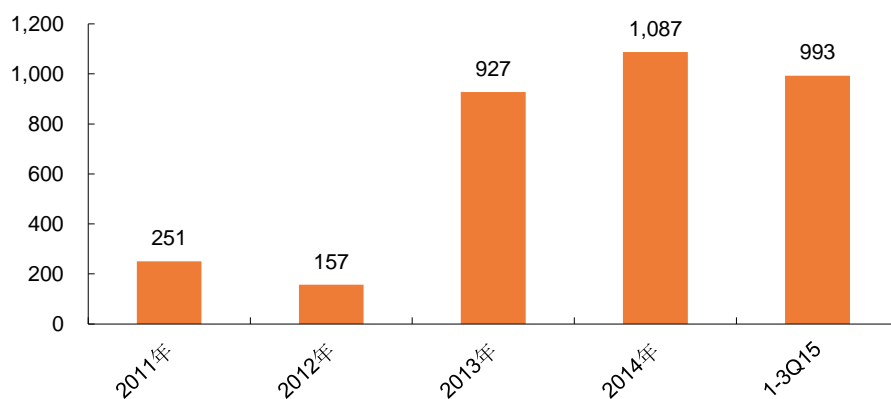
陈酿在环北京市场培育了较好的消费者基础，有助于三牛导入这些区域。15 年公司加大了三牛在环北京市场的导入力度，包括河北、内蒙、东北、天津、山东、河南等地。由于陈酿在这些区域旺销，培育了较好的消费者基础，产品升级较容易，估计 15 年和 16 年春节环北京市场三牛增速较快。

基于陈酿系列的成功，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。由于公司重视中低端市场，陈酿系列耕耘多年，成为牛栏山酒中最突出的单品。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，类似于洋河 100-300 价格带的海天系列。

1.3 预计 16 年白酒 EPS 0.86 元，合理价值 120-130 亿

按照 16 年 25 倍 PE 估算，顺鑫农业白酒业务合理价值 120-130 亿。白酒现金流很好，根据母公司预收款推算，白酒业务预收款可能高达 8-9 亿，因此白酒业务需要分摊的母公司费用较少。对比同行，从净利率水平判断，未来存在较大的提升空间，期待国企改革能够发挥作用。按照 2015 年收入 49 亿、8.3%净利率估算，白酒可为上市公司贡献净利 4 亿左右，预计 2016-17 年公司年均净利符合增速 15-20%，2016 年有望实现净利接近 5 亿，每股收益 0.86 元。顺鑫农业白酒有业绩，有故事，高增长的确定性较高，且存在国企改革和并购预期，同时公司中低档酒占比高受益于供给侧改革，参考现阶段二三线白酒估值水平，我们按照 2016 年 24-27 倍 PE 测算，白酒合理价值 120-130 亿，对应每股合理价值应为 21-23 元。

图表 4 母公司预收款较多，估计主要来自于白酒业务 单位：百万元



资料来源：公司资料，平安证券研究所

二、非核心资产有序剥离，地产剥离将是重磅利好

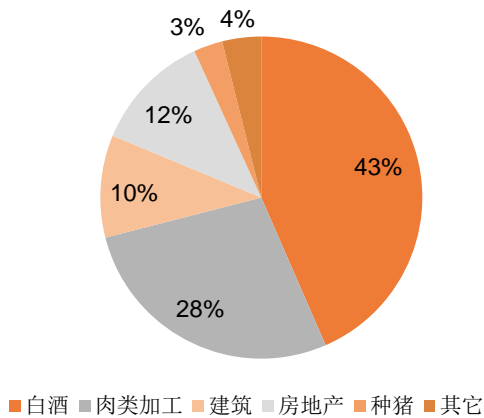
2.1 非核心资产渐次剥离，主业越发突出

15 年非核心资产持续有序剥离，12 月开始速度加快，业务庞杂的局面已得到改善。顺鑫农业主营业务覆盖面较广，2015 年初业务包括白酒、肉类加工和养殖、建筑工程和房地产、农批市场及相关业务、食品加工和物流、种业、电子商务等。2015 年至今陆续剥离了种业、顺科农业、电子商务、物流、建筑工程业务，15 年 12 月开始资产剥离速度明显加快。

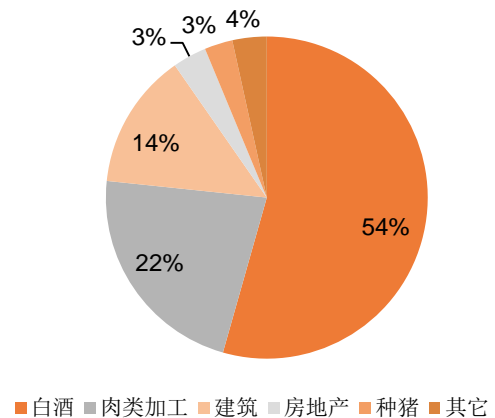
白酒是收入、利润的主要来源，地产、养殖业务利润波动大，拖累业绩表现。根据公司战略，白酒和肉类加工是核心产业，预计未来其它业务将继续剥离。1H15 白酒和肉类加工收入占比分别为 54%、22%。1-3Q15 公司营收、净利同比小幅增长，估计 2015 年全年也保持小幅增长，增速不快主要由于地产和养殖业务拖累所致。过去几年白酒业务收入、净利占比快速提升，估计 15 年白酒业务占比 50%左右，白酒业务也是公司利润的主要来源，我们估计 2015 年白酒实现净利 4 亿左右，远高于其它主营业务。不过，由于房地产和养殖业务利润波动大，拖累了业绩表现。估计 15 年房地产业务小幅亏损，远低于 14 年净利水平。估计 15 年养殖业务亏损幅度减小，主要由于 2H15 猪价同比回升，而 14 年养殖亏 0.6 亿左右。

白酒主业越显突出，16 年估值将持续提升。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。若 16 年地产业务能够顺利剥离，则白酒营收占比将达到 60%，主业越显突出，有助于估值水平持续提升。

图表 5 2014年顺鑫农业收入构成情况



图表 6 1H15顺鑫农业收入构成情况



资料来源：平安证券研究所、Wind

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 7 15年12月开始资产剥离速度加快 单位：万元

| 时间 | 交易内容 | 转让价格 |
|------------------|--|------|
| 2015 年 1 月 7 日 | 顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫农业持有国际种业 100%的股权。公司将其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转让给顺鑫控股。 | 1000 |
| 2015 年 1 月 7 日 | 公司将其下属分公司顺科农业技术开发分公司的全部资产和负债转让给顺鑫控股。 | 14 |
| 2015 年 8 月 31 日 | 顺鑫佳宇将其杨镇供热中心房屋建（构）筑物和机器设备类资产转让给顺鑫物业。 | 655 |
| 2015 年 12 月 24 日 | 顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫农业持有电子商务公司 100%的股权。 | 8986 |
| 2015 年 12 月 24 日 | | 375 |

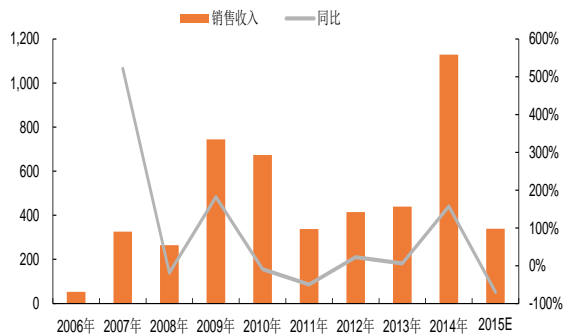
| 时间 | 交易内容 | 转让价格 |
|------------|-----------------------------------|-------|
| 2016年1月11日 | 顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫农业持有创新物流公司100%的股权。 | 1006 |
| 2016年1月11日 | 顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫佳宇持有顺鑫天宇1.01%股权。 | 203 |
| 2016年1月22日 | 顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫农业持有鑫大禹公司85.43%股权。 | 17838 |

资料来源：平安证券研究所，公司公告

2.2 地产业务 15 年拖累总体业绩，剥离将是重磅利好

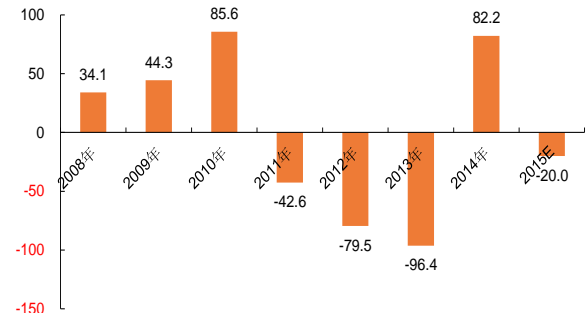
地产业务持续收缩，1H15 地产存货规模 50 亿左右，净资产 1.2 亿，资产负债率高。公司房地产业务主要由顺鑫佳宇开展，现有项目包括 GBD、牛栏山下坡屯、顺鑫望潮苑等。根据发展战略，公司正持续逐步收缩房地产业务，自 2010 年 4 月以来，公司没有新购置土地，2012 年 3 月后，公司没有新开工的房地产项目。顺鑫佳宇资产负债率高，2014 年末总资产 62 亿，净资产 0.9 亿，1H15 总资产 61 亿，净资产 1.2 亿，地产业务负债占公司负债的比重超过 50%。

图表 8 房地产业务收入 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 9 顺鑫佳宇房地产净利润(未扣母公司分摊费用) 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 10 顺鑫佳宇房地产开发成本明细 (2015年1-6月) 单位：百万元

| 项目名称 | 开工时间 | 预计下批竣工时间 | 预计投资总额 | 期初余额 | 期末余额 |
|----------|--------|----------|--------|------|------|
| 小店项目 | | 待定 | | 146 | 146 |
| 商务中心项目 | 2012.3 | 2015.1 | 2025 | 892 | 811 |
| 牛栏山下坡屯项目 | 2012.2 | 待定 | 5500 | 2264 | 2408 |
| 海南项目 | 2012.1 | 待定 | 765 | 130 | 180 |
| 包头顺鑫望潮苑 | 2009.8 | 2015.1 | 1100 | 200 | 185 |
| 鑫泽园 | | 待定 | | 154 | 155 |
| 合计 | | | 9391 | 3640 | 3739 |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 11 顺鑫佳宇房地产开发产品明细 (2015年1-6月) 单位：百万元

| 项目名称 | 最近一期竣工时间 | 期初余额 | 本期借方 | 本期贷方 | 期末余额 |
|------|----------|------|------|------|------|
| 海南项目 | 2014.1 | 250 | 1 | 12 | 239 |

| 项目名称 | 最近一期竣工时间 | 期初余额 | 本期借方 | 本期贷方 | 期末余额 |
|----------|----------|------|------|------|------|
| 包头顺鑫望潮苑 | 2014.12 | 583 | 32 | | 615 |
| 商务中心项目 | 2014.3 | 267 | 162 | 126 | 303 |
| 牛栏山下坡屯项目 | 2012.1 | 60 | | 6 | 53 |
| 合计 | | 1160 | 195 | 145 | 1210 |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2015 年地产收入大幅下滑，预计 2016 年将继续收缩。2014 年由于结算了盈利能力较强的顺鑫商务中心二期住宅部分，顺鑫佳宇实现营收 11.3 亿，净利 0.82 亿，营收和净利均达到历史高峰。2015 年，由于顺鑫国际商务中心住宅部分仅剩一些尾盘出售，写字楼销售不畅，可能转为招租，同时海南楼盘销售情况也不理想，因此 1H15 仅实现收入 2 亿元，估计 2H15 环比 1H15 可能继续下降。根据公司战略方向和现有项目进度判断，预计 2016 年将继续收缩。

估计 15 年地产的财务费用 0.5-0.6 亿，16 年难以下降，2015-2016 年顺鑫地产业务可能持续亏损。1H15 顺鑫佳宇净利润 843 万，由于收入确认较少，估计 2H15 可能出现亏损。2014、1-3Q15 母公司财务费用分别为 1.4 亿、0.9 亿，合并报表分别为 1.6 亿、1.2 亿，公司的有息负债主要在母公司层面体现，因此我们估计地产业务的利息费用大部分由母公司统一支付。根据财报中的开发产品和公司利率水平估算，估计 14 年地产业务财务费用 0.3-0.4 亿，15 年财务费用 0.5-0.6 亿。结合 15 年地产业务销售和毛利率水平判断，出现亏损的可能性较大，同比大幅下降。16 年财务费用难以下降，2015-2016 年顺鑫地产业务可能持续亏损，预计 15-16 年亏损对应 EPS 0.05-0.1 元。

地产业务资产若能顺利剥离，将是重磅利好，可减少对 2016 年业绩的拖累，减亏对应 EPS 0.05-0.1 元，又可享受土地增值的收益，同时主业更加清晰突出。根据公司战略和资产剥离情况，我们判断地产业务若能找到合适的接盘方，可能随时剥离。考虑土地增值估计房地产业务价值高于净资产，规模体量较大，同时各个地产项目不容易单独拆分单独出售，因此找到合适的接盘方需要时间，预计 2016 年有望实现剥离。考虑到近期北京市场回暖，地产剥离带来的土地增值收益可能明显上升。

由于顺鑫农业的财务费用主要在母公司层面在统一体现，对地产业务财务费用的估算，也有助于我们判断其它业务的真实盈利情况。

三、养殖业务 16 年业绩弹性较高

3.1 16 年猪价大涨，养殖业绩弹性较高

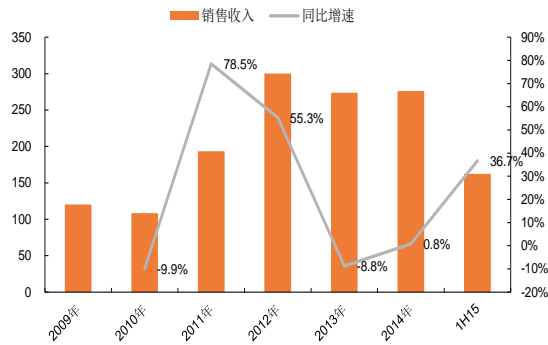
公司养殖业务主要通过小店畜禽良种场及滦平、肃宁、阳高等子公司开展，生产种猪、商品猪和仔猪，估计种猪销量占比 10%左右，部分商品猪销售给鹏程食品。

估计 2015 年养殖业务收入增速较快，出栏量和猪价都有提升。考虑产能已饱和，预计 16-17 年出栏量变化不大，收入增长来自于猪价提升。2011-2012 年养殖业务收入增速较快，分别同比增长 78.5%、55.3%，主要来自于外埠种猪业务的增长，2013-1H15 年养殖业务收入增-8.8%、0.8%、36.7%，考虑猪价提升幅度较大，估计 2H15 养殖业务可维持较快的增速。估计现阶段生猪养殖已满产运作，预计 16-17 年出栏量变化不大，收入增长主要来自于猪价提升。

2H15 开始养殖业务盈利明显好转，2016 年养殖业务向上弹性很高。由于 2012 年-1H15 猪价持续下行，养殖业务毛利率持续下滑，从 35%下滑至-20%。2011 年种猪业务净利率高达 23%，净利超过 0.2 亿。由于猪价低迷，估计 2014 年净利亏损超过 0.6 亿，若扣除分摊的期间费用，则对应亏损更大。1H15 毛利率降至-20%，估计亏损达到 0.6 亿，平均每头生猪亏损 500 元。根据猪价判断，估计 15 年 6 月开始盈利情况逐步好转，2015 年亏损幅度有望明显降低。由于能繁母猪和生猪存量继续下降，预计 2016 年猪价将继续上升。若 16 年猪价同比上涨 15%，则 2016 年头均利润达到

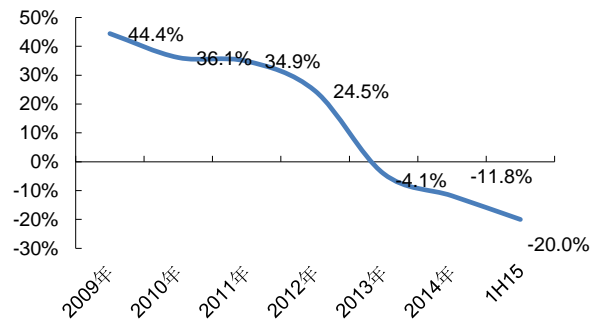
200-300 元，实现净利 4000-5000 万，扣除分摊的期间费用之后，预计可实现净利 1000-2000 万，对应每股收益 0.02 元。

图表 12 1H15 养殖业务收入同比增长 37% 单位：百万元



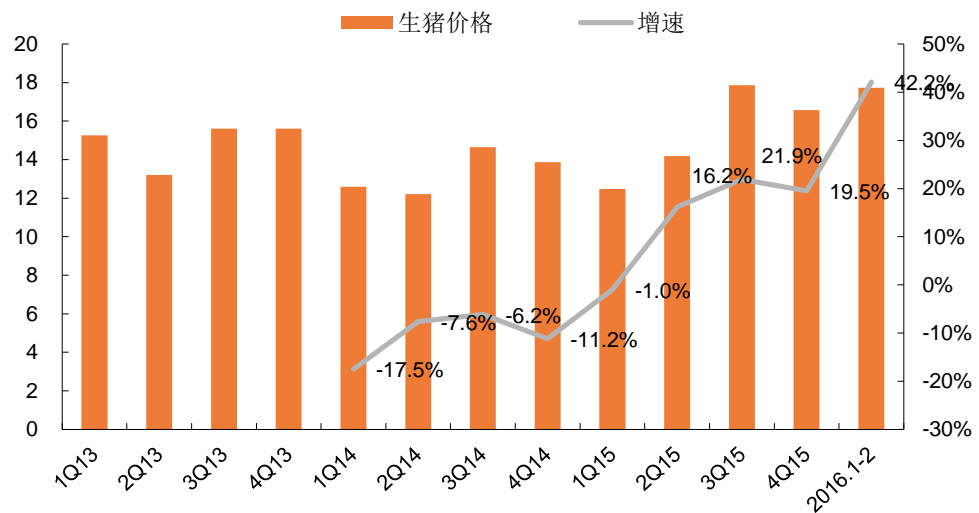
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 13 1H15 年养殖业务毛利率仅为 -20%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 14 2Q15 至今猪价同比持续回升 单位：元/公斤



资料来源：公司公告、wind、平安证券研究所

图表 15 2014 年、1H15 顺鑫的生猪出栏量约为 24、12 万头

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 1H15 |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 本期出栏量 | 172,975 | 195,760 | 236,757 | 117,965 |
| 期末存栏量 | 124,586 | 136,414 | 147,773 | 139,434 |

资料来源：平安证券研究所

图表 16 养殖业务2015年收入增速较快，盈利能力同比回升 单位：百万元

| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|
| 销售收入 | 274 | 276 | 359 | 413 |
| 同比增速 | -8.8% | 0.8% | 30.0% | 15.0% |
| 毛利率 | -4.1% | -11.8% | -2.0% | 15.0% |
| 净利（未扣母公司费用） | 2.7 | -66.3 | -17.9 | 49.5 |
| 净利率 | 1.0% | -24.0% | -5.0% | 12.0% |

资料来源：公司资料，平安证券研究所估算

我们按照 2015 年 3 倍 PS 估算，对应合理价值 10 亿。对比 5 家 A 股生猪养殖相关上市公司，由于养殖业务盈利波动较大，我们参考同行的 PS 估值水平。2015 年 PS 平均为 5 倍，考虑到顺鑫多主业的因素，我们按照 15 年 3 倍 PS 测算，养殖业务合理价值为 10 亿。

图表 17 A股生猪养殖上市公司估值对比 单位：百万元

| 证券简称 | 市值 | 营收 | | 净利 | | PS | | PE | |
|------|---------|--------|--------|-------|-------|------|------|-------|------|
| | | 14 年 | 15 年 | 14 年 | 15 年 | 14PS | 15PS | 14PE | 15PE |
| 罗牛山 | 5,835 | 1,006 | 785 | 51 | 70 | 5.8 | 7.4 | 114.4 | 83.4 |
| 雏鹰农牧 | 15,791 | 1,762 | 3,618 | -189 | 216 | 9.0 | 4.4 | -83.3 | 72.9 |
| 牧原股份 | 28,516 | 2,605 | 3,003 | 80 | 596 | 10.9 | 9.5 | 355.6 | 47.9 |
| 温氏股份 | 180,429 | 38,040 | 48,234 | 2,664 | 6,276 | 4.7 | 3.7 | 67.7 | 28.7 |
| 新五丰 | 3,750 | 1,302 | 1,665 | -49 | 43 | 2.9 | 2.3 | -76.6 | 86.9 |
| 平均 | 46,864 | | | | | 6.7 | 5.5 | 75.6 | 64.0 |

资料来源：wind，平安证券研究所 注：罗牛山、新五丰尚未披露15年报，来自于wind一致预测

3.2 猪价上涨可能影响肉类加工盈利能力，但波动小于养殖业务

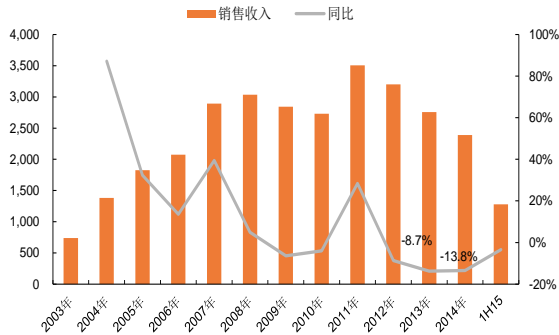
肉类加工业务以鹏程食品为主，主要为冷鲜肉和熟肉。鹏程是北京地区最大的猪肉生产基地，屠宰产能达到 300 万头，单厂屠宰量位居全国首位，生鲜产品在北京市场占有率有 40% 以上的市场份额，历史上最高屠宰量达到 330 万。

相对于市场份额，现阶段公司更注重经济效益，屠宰量持续小幅下降，未来高毛利率的熟肉业务占比可能提高。过去几年，公司减少了盈利能力较弱的白条肉销售，加大了盈利能力较强的精细分割业务，更注重经济效益。2012-2014 年屠宰量持续小幅下降，2014 年鹏程食品和汉中鹏程屠宰量为 180 万头。1H15 收入下滑 3.4%，估计 2H15 肉类加工收入随猪价同比大幅反弹而实现较快增长。1H15 屠宰量为 90 万头，由于行业生猪存栏量下滑，结合收入和猪价判断，屠宰量可能继续下滑。现阶段，熟肉业务收入占比 10% 左右，随着新产能逐步投产，预计未来高毛利率的熟肉业务占比可能提高。

猪价上涨可能影响肉类加工盈利能力，我们判断 2015-16 年肉类加工毛利率将持续下降，但波动幅度小于养殖业务，且不会跌回 2011 年的低位。由于产能利用率偏低，顺鑫的肉类业务盈利能力弱于双汇等龙头企业。2012-2014 年受益于低猪价和产品结构调整，肉类加工业务虽然收入出现下滑，但利润仍出现较快增长，2012-2014 年毛利率同比上升 1.7、2.5、1.2pct，2014 年达到 8.5%。分析历史数据，顺鑫农业肉类加工毛利率与猪价有一定负相关性，不过波动幅度小于养殖业务。由于公司持续提高了高毛利产品占比，预计 16-17 年毛利率不会跌回 2011 年 3.2% 的低位。1H15 生猪价格同比涨 8%，毛利率同比降 1.5pct，2H15 生猪价格同比涨 20%，估计毛利率同比降 3pct，估计

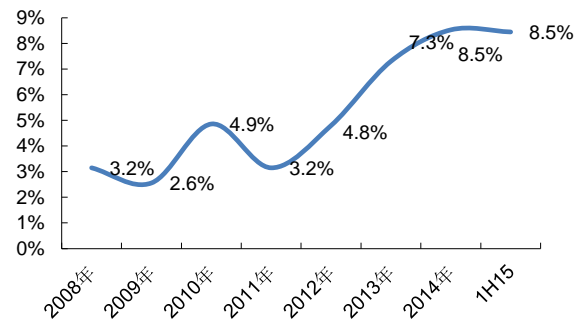
2015年总体毛利率6-7%。若16年猪价上涨15%，预计肉类加工毛利率降至5%左右，可维持盈利状态。

图表 18 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 19 1H15年肉类加工业务毛利率小幅下降



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 20 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：公司公告，平安证券研究所

图表 21 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：公司公告，平安证券研究所

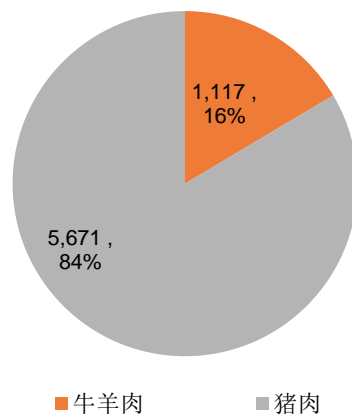
图表 22 肉类加工业务16年可维持盈利状态 单位：百万元

| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|
| 销售收入 | 2758 | 2388 | 2627 | 3021 |
| 同比增速 | -13.8% | -13.4% | 10.0% | 15.0% |
| 毛利率 | 7.3% | 8.5% | 6.5% | 5.00% |
| 净利（未扣母公司费用） | 83 | 124 | 92 | 60 |
| 净利率 | 3.0% | 5.2% | 3.5% | 2.0% |

资料来源：wind、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。牛羊肉消费占肉类消费比重较低，相对健康，提升空间大，但国内牛羊肉上市公司相关标的少，并购行为有望成为股价表现的催化剂。

图表 23 牛羊肉消费占肉类消费比重较低（2014年），提升空间大 单位：百万元



资料来源：wind、平安证券研究所

按照 2015 年 1 倍 PS 估算，肉类加工业务合理市值 26 亿。1H15 肉类加工毛利率为 8.5%，远低于双汇发展 22%，一方面高毛利的熟食业务占比不高，估计仅为 10%左右，另一方面成本管控能力还需提高。估计肉类加工业务净利贡献远低于白酒，扣除母公司费用后，估计 2015 年贡献每股收益 0.08 元，16 年可能出现下降，由于盈利有波动，我们按照 PS 来进行估算。虽然顺鑫农业的肉类加工业务盈利能力偏弱，由于公司存在对外收购牛羊肉资产的预期，类似于得利斯，因此估值无需过于保守，按照 2015 年 1 倍 PS 估算，肉类加工业务价值 26 亿。

图表 24 A股肉类加工上市公司估值对比 单位：百万元

| 证券简称 | 市值 | 营收 | | 净利 | | PS | | PE | |
|------|--------|--------|--------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| | | 14 年 | 15 年 | 14 年 | 15 年 | 14PS | 15PS | 14PE | 15PE |
| 双汇发展 | 66,942 | 45,696 | 46,628 | 4,040 | 4,061 | 1.5 | 1.4 | 16.6 | 16.5 |
| 得利斯 | 5,482 | 1,622 | 1,551 | 35 | 20 | 3.4 | 3.5 | 155.8 | 267.7 |

| | 市值 | 营收 | 净利 | PS | PE |
|------|--------|-------|-------|------|-------|
| 龙大肉食 | 4,810 | 3,547 | 4,270 | 102 | 116 |
| 平均 | 25,744 | | | 1.4 | 1.1 |
| | | | | 2.1 | 2.0 |
| | | | | 47.0 | 41.5 |
| | | | | 73.1 | 108.6 |

资料来源: wind, 平安证券研究所

四、盈利预测、估值分析与投资评级

图表 25 盈利预测关键假设 单位: 百万元

| | 2013A | 2014 A | 2015E | 2016E |
|------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | | | | |
| 白酒 | 3,744 | 4,120 | 4,901 | 5,662 |
| 肉类加工 | 2,976 | 2,611 | 2,872 | 3,302 |
| 房地产 | 440 | 1129 | 339 | 305 |
| 种猪 | 274 | 276 | 359 | 413 |
| 增速 | | | | |
| 白酒 | 15.6% | 10.1% | 18.9% | 15.9% |
| 肉类加工 | -7.0% | -12.3% | 10.0% | 15.0% |
| 房地产 | 6.0% | 156.7% | -70.0% | -10.0% |
| 种猪 | -8.8% | 0.8% | 30.0% | 15.0% |
| 毛利率 | | | | |
| 白酒 | 60.4% | 57.3% | 58.3% | 59.3% |
| 肉类加工 | 7.3% | 8.5% | 6.5% | 5.0% |
| 房地产 | 11.4% | 28.8% | 25.0% | 25.0% |
| 种猪 | -4.1% | -11.8% | -2.0% | 15.0% |

资料来源: wind、平安证券研究所

白酒业务保持快速增长,猪价大涨养殖业务将扭亏,地产存在剥离的可能性,16年业绩弹性较高,净利增速有望达到30-50%。15年非核心资产持续有序剥离,12月开始速度加快,业务庞杂的局面已得到改善。地产业务15年拖累总体业绩,若能剥离将是重磅利好,从当前进度判断,16年地产剥离将是大概率事件。白酒业务净利有望实现20%以上的增长。16年猪价大涨,养殖业绩弹性较高,虽然可能影响肉类加工盈利能力,但波动小于养殖业务。

我们维持15年净利预测,考虑到猪价上涨养殖业务弹性较高,我们上调2016年净利预测11%,预计2015-16年净利同比+5%、+36%,实现每股收益0.66、0.90元。若地产业务能顺利剥离,16年EPS将达到0.95-1.0元。按照白酒业务2016年24-27倍PE,合理价值120-130亿,再加总其它各项业务的投资价值,12个月目标价30-32元,目标市值170-180亿,维持“强烈推荐”的投资评级。

图表 26 顺鑫农业分项业务EPS估算(扣除母公司费用后) 单位: 元

| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|----|-------|-------|-------|-------|
| 白酒 | 0.48 | 0.57 | 0.72 | 0.86 |
| 养殖 | -0.05 | -0.18 | -0.12 | 0.02 |
| 建筑 | 0.03 | 0.00 | 0.00 | - |
| 农批 | 0.03 | 0.03 | 0.04 | 0.05 |
| 肉类 | 0.06 | 0.13 | 0.08 | 0.03 |
| 地产 | -0.22 | 0.07 | -0.07 | -0.07 |

| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|----|-------|-------|-------|-------|
| 合计 | 0.33 | 0.63 | 0.66 | 0.90 |

资料来源: wind、平安证券研究所估算

图表27 重点公司年度盈利预测

| 股票名称 | 股价(元) 3月14日 | EPS(元/股) | | | P/E | | | 评级 |
|------|----------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | 2014A | 2015E | 2016E | 2014A | 2015E | 2016E | |
| 贵州茅台 | 224.57 | 12.22 | 12.61 | 13.86 | 18.4 | 17.8 | 16.2 | 强烈推荐 |
| 五粮液 | 25.45 | 1.54 | 1.57 | 1.82 | 16.6 | 16.2 | 14.0 | 强烈推荐 |
| 洋河股份 | 64.27 | 2.99 | 3.57 | 3.71 | 21.5 | 18.0 | 17.3 | 推荐 |
| 泸州老窖 | 22.54 | 0.63 | 1.01 | 1.27 | 35.9 | 22.3 | 17.7 | 中性 |
| 青青稞酒 | 17.53 | 0.71 | 0.51 | 0.58 | 24.9 | 34.4 | 30.2 | 中性 |
| 山西汾酒 | 16.25 | 0.41 | 0.50 | 0.57 | 39.5 | 32.8 | 28.5 | 推荐 |
| 顺鑫农业 | 19.30 | 0.63 | 0.66 | 0.90 | 30.6 | 29.3 | 21.6 | 强烈推荐 |
| 古井贡酒 | 32.58 | 1.19 | 1.29 | 1.49 | 27.5 | 25.3 | 21.8 | 推荐 |
| 老白干酒 | 48.17 | 0.34 | 0.62 | 1.17 | 142.7 | 77.4 | 41.1 | 强烈推荐 |
| 伊利股份 | 13.60 | 0.68 | 0.73 | 0.81 | 19.9 | 18.7 | 16.7 | 强烈推荐 |
| 光明乳业 | 11.05 | 0.46 | 0.29 | 0.47 | 23.9 | 38.7 | 23.3 | 中性 |
| 海天味业 | 28.69 | 0.77 | 0.93 | 1.11 | 37.1 | 30.9 | 25.8 | 强烈推荐 |
| 中炬高新 | 12.55 | 0.36 | 0.31 | 0.34 | 34.9 | 41.0 | 36.4 | 推荐 |
| 安琪酵母 | 35.43 | 0.45 | 0.86 | 1.40 | 79.3 | 41.4 | 25.3 | 强烈推荐 |
| 双汇发展 | 20.28 | 1.22 | 1.28 | 1.37 | 16.6 | 15.9 | 14.8 | 推荐 |
| 三全食品 | 8.31 | 0.10 | 0.04 | 0.19 | 82.7 | 189.4 | 44.5 | 强烈推荐 |
| 张裕A | 33.91 | 1.45 | 1.57 | 1.70 | 23.5 | 21.6 | 20.0 | 推荐 |
| 青岛啤酒 | 27.63 | 1.47 | 1.26 | 1.08 | 18.8 | 21.9 | 25.7 | 中性 |
| 大北农 | 10.74 | 0.29 | 0.26 | 0.38 | 37.0 | 41.3 | 28.2 | 强烈推荐 |
| 均值 | | | | | 32.3 | 30.2 | 24.0 | |

备注: P/E均值不含贝因美、三全食品
资料来源: 平安证券研究所、Wind

股价表现的催化剂: 2016年白酒主业继续快速增长; 房地产业务顺利剥离; 牛羊肉资产并购有新进展; 国企改革预期。

五、风险提示

- 名酒加大 100 元以下价格带的市场拓展力度。
- 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 | 10720 | 10779 | 11324 |
| 现金 | 2606 | 2359 | 2779 | 2848 |
| 应收账款 | 102 | 107 | 108 | 119 |
| 其他应收款 | 48 | 51 | 51 | 56 |
| 预付账款 | 545 | 564 | 539 | 570 |
| 存货 | 7384 | 7639 | 7302 | 7730 |
| 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 | 16009 | 16392 | 17174 |
| 流动负债 | 8113 | 8314 | 8259 | 8526 |
| 短期借款 | 4709 | 4709 | 4709 | 4709 |
| 应付账款 | 323 | 335 | 320 | 339 |
| 其他流动负债 | 3081 | 3270 | 3231 | 3479 |
| 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 | 10558 | 10504 | 10771 |
| 少数股东权益 | 106 | 112 | 119 | 128 |
| 股本 | 571 | 571 | 571 | 571 |
| 资本公积 | 2798 | 2798 | 2798 | 2798 |
| 留存收益 | 1710 | 1970 | 2400 | 2906 |
| 归属母公司股东权益 | 5079 | 5339 | 5769 | 6275 |
| 负债和股东权益 | 15543 | 16009 | 16392 | 17174 |

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 | 610 | 1207 | 797 |
| 净利润 | 359 | 376 | 511 | 602 |
| 折旧摊销 | 5 | 6 | 8 | 9 |
| 财务费用 | 163 | 148 | 149 | 149 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 363 | 165 | -280 | 270 |
| 其他经营现金流 | -597 | -85 | 819 | -233 |
| 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 | -206 | -209 | -230 |
| 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 | -206 | -209 | -230 |
| 现金净增加额 | 750 | -247 | 420 | 69 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 9481 | 9962 | 10047 | 10998 |
| 营业成本 | 6288 | 6506 | 6219 | 6584 |
| 营业税金及附加 | 1018 | 1070 | 1105 | 1254 |
| 营业费用 | 912 | 1076 | 1206 | 1452 |
| 管理费用 | 559 | 598 | 603 | 660 |
| 财务费用 | 163 | 148 | 149 | 149 |
| 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 | 765 | 901 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 535 | 562 | 762 | 898 |
| 所得税 | 170 | 180 | 244 | 287 |
| 净利润 | 365 | 382 | 519 | 611 |
| 少数股东损益 | 5 | 6 | 8 | 9 |
| 归属母公司净利润 | 359 | 376 | 511 | 602 |
| EBITDA | 916 | 944 | 1163 | 1312 |
| EPS (元) | 0.63 | 0.66 | 0.90 | 1.05 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | - | - | - | - |
| 营业收入(%) | 4.5 | 5.1 | 0.8 | 9.5 |
| 营业利润(%) | 77.4 | 4.9 | 35.5 | 17.7 |
| 归属于母公司净利润(%) | 81.8 | 4.7 | 35.8 | 17.8 |
| 获利能力 | - | - | - | - |
| 毛利率(%) | 33.7 | 34.7 | 38.1 | 40.1 |
| 净利率(%) | 3.8 | 3.8 | 5.2 | 5.6 |
| ROE(%) | 8.8 | 7.2 | 9.2 | 10.0 |
| ROIC(%) | 4.9 | 4.7 | 5.8 | 6.5 |
| 偿债能力 | - | - | - | - |
| 资产负债率(%) | 66.6 | 66.0 | 64.1 | 62.7 |
| 净负债比率(%) | 85.2 | 85.6 | 72.1 | 65.2 |
| 流动比率 | 1.32 | 1.29 | 1.31 | 1.33 |
| 速动比率 | 0.41 | 0.37 | 0.42 | 0.42 |
| 营运能力 | - | - | - | - |
| 总资产周转率 | 0.65 | 0.63 | 0.62 | 0.66 |
| 应收账款周转率 | 88.2 | 95.6 | 93.7 | 97.5 |
| 应付账款周转率 | 18.0 | 19.8 | 19.0 | 20.0 |
| 每股指标(元) | - | - | - | - |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.63 | 0.66 | 0.90 | 1.05 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.67 | 1.39 | 2.75 | 1.82 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 9.09 | 9.55 | 10.32 | 11.22 |
| 估值比率 | - | - | - | - |
| P/E | 30.6 | 29.3 | 21.6 | 18.3 |
| P/B | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 18.9 | 18.3 | 14.9 | 13.2 |

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：

此报告旨在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 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

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

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

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