刘冉
执业证书编号：S0730516010001
021-50588666-8036
liuran@ccnew.com

白酒业务符合市场预期，房地产收入大幅下降

——顺鑫农业（000860）2015年年报点评

证券研究报告-公司点评 **买入（维持）**

发布日期：2016年4月12日

报告关键要素：

2015年，公司综合盈利能力显著提升。作为主业的白酒业绩较好，合市场预期；种猪业务扭亏，肉制品收入增长但盈利能力下降；房地产收入大幅下降拉低了公司收入增幅。维持公司的“买入”评级。

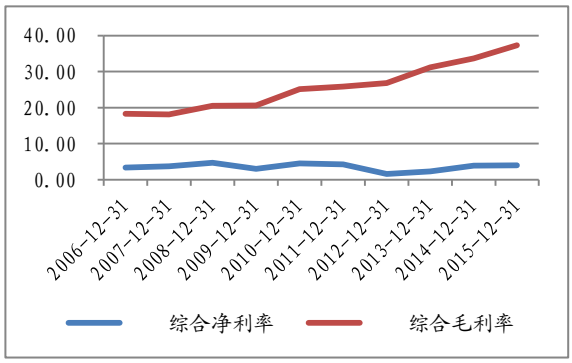
事件：

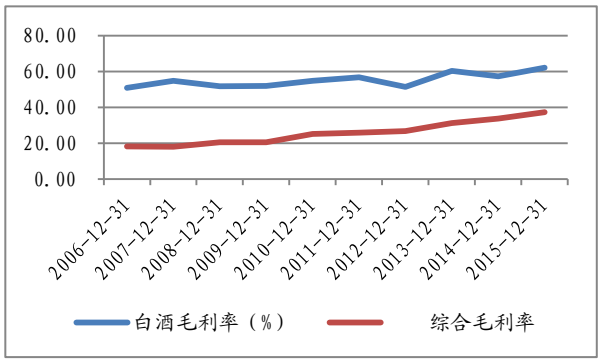
公司发布2015年年报：2015年，公司实现营收96.37亿元，同比增1.65%；实现净利润3.83亿元，同比增4.93%，EPS 0.66元，每10股派1。其中2015年四季度，公司实现营业收入21.06亿元，同比下降-9.96%；实现净利润0.88亿元，同比增长14.29%。

点评：

- **2015年，公司综合盈利能力显著提升。**2015年，公司实现营收96.37亿元，同比增1.65%；实现净利润3.83亿元，同比增4.93%。2015年，公司销售毛利率37.28%，净利率3.98%，盈利能力较往年大幅提升，主要原因：一，白酒收入在公司总收入中的占比提升；二，白酒的毛利率提升幅度较大。2015年，公司的销售费用率11.82%，较上年的9.62%提高了2.2个百分点；管理费用率6.7%，较上年的5.9%提高0.8个百分点；期间费用率20.29%，较上年的17.23%提高3个百分点。销售费用率增加，我们认为主要来自公司白酒全国化过程中必要生成的广告费、推广费等。

图表1：2015年，公司综合盈利能力提升

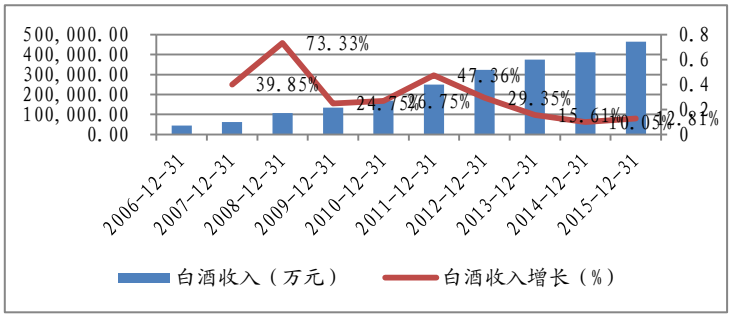




资料来源：中原证券 WIND

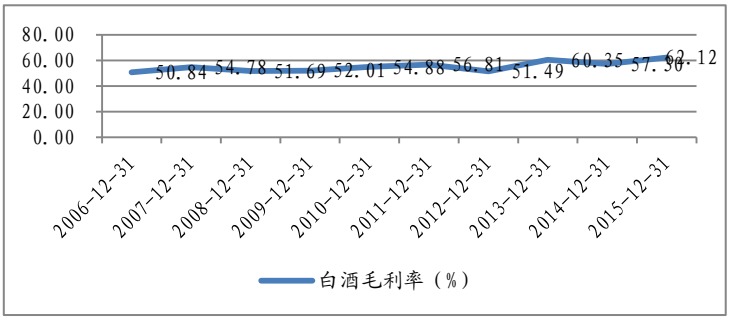
- **作为主业的白酒业绩较好，符合市场预期。**2015年，公司的白酒产量达到30.23万千升，白酒销量达到29.13万千升，销量同比增幅达到9.92%。2015年，公司的白酒业务实现收入46.48亿元，较上年增长12.82%，在公司总收入中占比48.23%，比重提升了近5个百分点。2015年，公司白酒业务的毛利润增长22.28%，净利润增速大致同步。此外，2015年，公司白酒在外埠市场增长较快，外埠市场的收入规模超过北京市场，“牛栏山”全国化战略初步看到成效。由于成本下降，2015年公司白酒毛利率达到62.12%，较上年的57.30%提升了近5个百分点，白酒毛利率为十年来最高。2015年，公司的白酒收入规模名列行业前十，产量居行业前三。公司白酒主打低价位的陈酿系列，在8元至30元的价位上有品牌有质量有口碑的白酒较少，公司充分利用市场空白，实现了规模性增长，并且正在走向全国市场。2015年期末，公司预收账款17.11亿元，较上年期末的15.09亿元增加2.02亿元，白酒销售预打款十年来最高。我们预计，2016年公司白酒收入维持10%以上增长，净利润维持20%以上增长。

图表 2：公司白酒收入增长开始回升



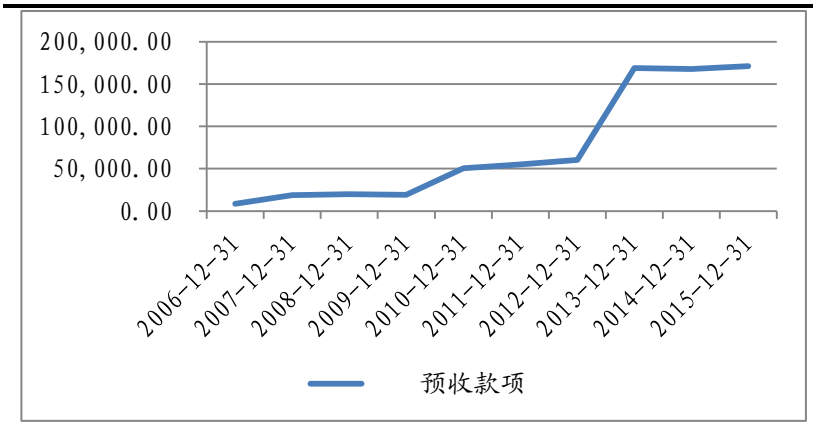
资料来源：中原证券，公司年报

图表 3：公司白酒毛利率开始回升



资料来源：中原证券，公司年报

图表4：2013年以后公司预收款项大幅增长

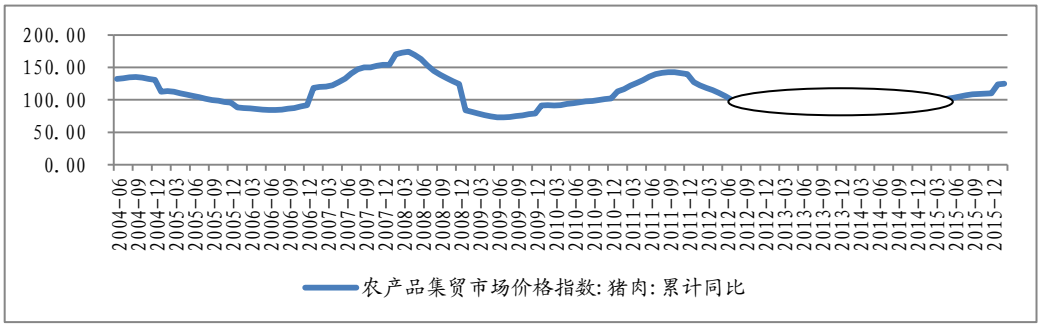


资料来源：中原证券，公司年报

- **种猪业务扭亏，肉制品收入增长但盈利能力下降。**2012、2013、2014年，生猪养殖业进入向下调整周期，猪价低迷，直接减少上游养殖企业的盈利，但是有利于中游肉制品企业降低生猪成本。2015年，生猪价格开始回升，我们判断行业步入上行周期。随着生猪价格回升，公司的种猪养殖业务回升：2015年，公司的种猪收入1.85亿元、毛利129万元，结束了两年的亏损，扭亏为盈，预计2016年种猪业务的盈利可回升至往年较高水平。

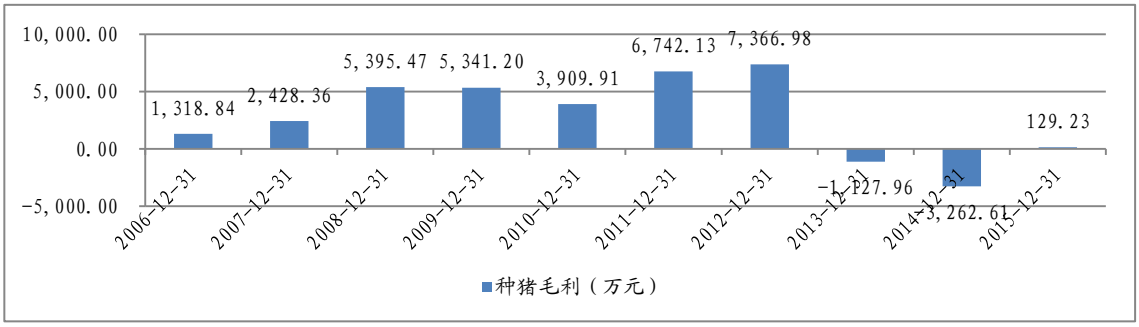
  2015年，公司肉制品销量17.95万吨，同比增长6.61%；肉制品收入27.25亿元，同比增长4.37%，来自肉制品量价两方面的增长；肉制品实现毛利2.03亿元，毛利率7.44%，由于2015年生猪价格回升，公司肉制品的毛利率较上年下滑1.11个百分点，预计2016年肉制品盈利能力仍会继续下滑。2015年，公司肉制品业务在总收入中占比达到28.27%，较上年的27.54%略有提升。

图表5：2012、2013、2014年猪肉价格处于低迷周期



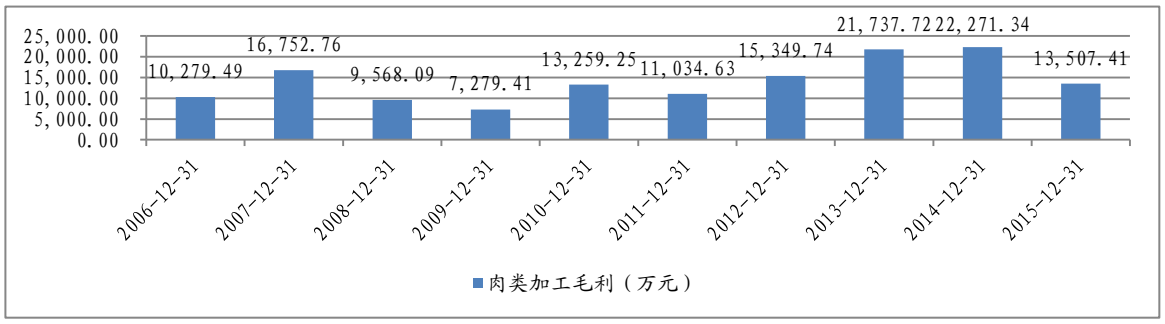
资料来源：中原证券 WIND

图表6：随着生猪养殖步入上行周期，公司种猪养殖扭亏为盈



资料来源：中原证券 WIND

图表7：生猪价格回升，公司肉类加工业务毛利下滑



资料来源：中原证券 WIND

- **房地产收入大幅下降拉低了公司收入增幅。**2015年，公司建筑板块实现收入12.27亿元，同比增长25.85%，毛利率11%；石门农产品批发市场服务费1.93 亿元，同比增长16.27%，毛利率75.36%，以上两块业务均实现了较高增长。2015年，由于顺鑫佳宇没有新开盘项目，公司房地产板块收入5.01亿元，同比大幅下降125.35%，房地产收入大幅下降拉低了公司整体的收入增长；但是，2015年公司房地产业务的毛利率达到31.94%，盈利能力较前两年大幅回升。
- **2015年，公司不断推进业务聚焦，出售资产和股权有：耘丰种业分公司、顺科农业技术开发分公司、杨镇供热中心房产及配套、顺鑫种业100%股权和顺鑫电子商务100%股权。**
- **维持公司的“买入”评级。**预计公司2016、2017、2018年的EPS分别为0.83、0.90、1.26元，按照2016年4月8日收盘价20.79元，对应的PE分别为24.97、23.03、16.50倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**消费环境欠佳，低档白酒需求不稳定；牛栏山全国化进程中可能会导致销售费用蹿高，且市场扩张不及预期；2016年，原材料价格或会大幅增长，导致公司毛利率下降；食品安全隐患。

盈利预测（百万元）

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9637.42	11377.73	12296.70	13420.24
增长比率(%)	1.65	18.06	8.08	9.14
净利润	376	475	515	719
增长比率(%)	5.08%	25.77%	8.54%	38.96%
基本每股收益(元)	0.66	0.83	0.90	1.26
市盈率(倍)	31.53	24.97	23.03	16.50

2016年4月8日收盘价：20.79元/股

来源：中原证券

盈利预测（百万元）

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9637.42	11377.73	12296.70	13420.24
营业成本	6044.27	7178.76	7616.30	8165.66
营业税金及附加	1079	1308	1476	1678
销售费用	1139	1394	1599	1610
管理费用	645	762	836	926
财务费用	171	89	69	67
资产减值损失	5.20	5.69	6.15	6.71
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	4.29	2.68	2.54	2.54
营业利润	557.39	642.69	697.58	969.35
营业外收入	11.56	0	0	0
营业外支出	8.87	0	0	0
利润总额	560	643	698	969
所得税	176.81	160.67	174.40	242.34
净利润	383.27	482.02	523.19	727.01
少数股东损益	7.01	7	8	8
归属母公司净利润	376	475	515	719
EPS	0.66	0.83	0.90	1.26

来源：中原证券

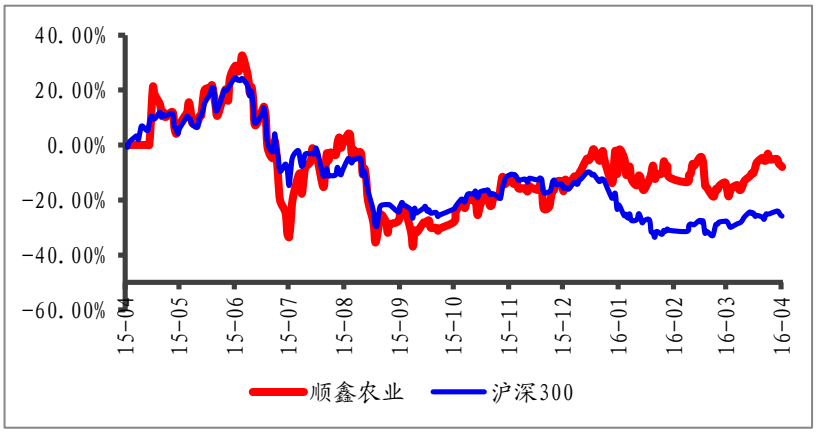
市场数据（2016年4月8日）

收盘价（元）	20.79
一年内最高/最低（元）	23.28/15.22
沪深300指数	3185.73
市净率（倍）	2.20
流通市值（亿元）	117

基础数据（2015年12月31日）

每股净资产（元）	9.46
每股经营现金流（元）	0.61
毛利率（%）	37.28
净资产收益率（%）	6.97
资产负债率（%）	65.38
总股本/流通股（万股）	57059/56300
B股/H股（万股）	0

个股相对沪深300走势



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。