

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

坚定剥离副业，白酒销售良好

——顺鑫农业(000860)调研点评

证券研究报告-调研简报

买入(维持)

发布日期: 2016年4月29日

报告关键要素:

大众白酒目前景气度较高，公司白酒“牛栏山”全国知名；按照公司的目标：未来三至五年白酒销售规模突破100亿元。公司正在考虑外埠白酒营销采用大经销商制度，随着物流和营销费用降低，外埠市场的盈利能力有望提升。陆续剥离房地产业务是公司明确的战略。公司大力发展肉制品的熟食化和精细化，肉制品毛利率有望提升。

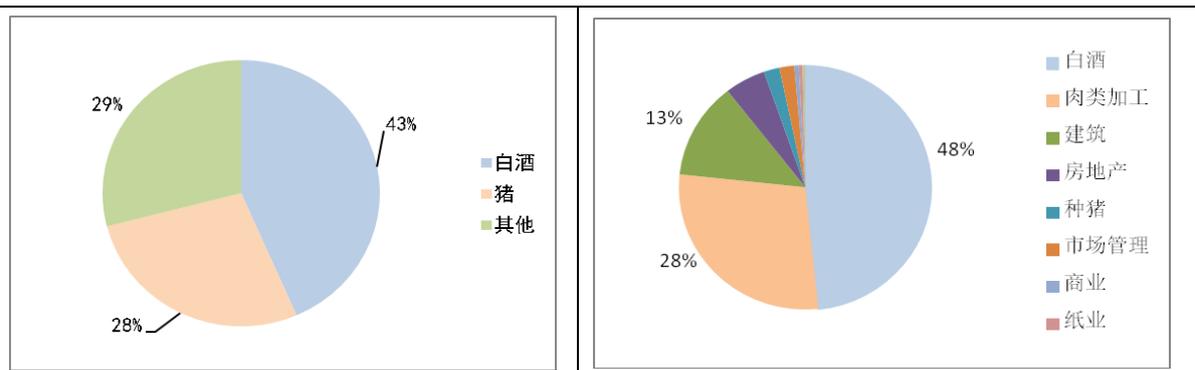
事件:

- 2016年4月20日，我们调研了上市公司顺鑫农业(000860)。

点评:

- 公司白酒收入占比显著增加，肉制品保持不变。2014年，公司白酒收入在总营收中占比43%，2015年提升至48%；同期，肉制品收入占比维持不变。在公司“聚焦主业”战略下，主业收入占比有所提升。

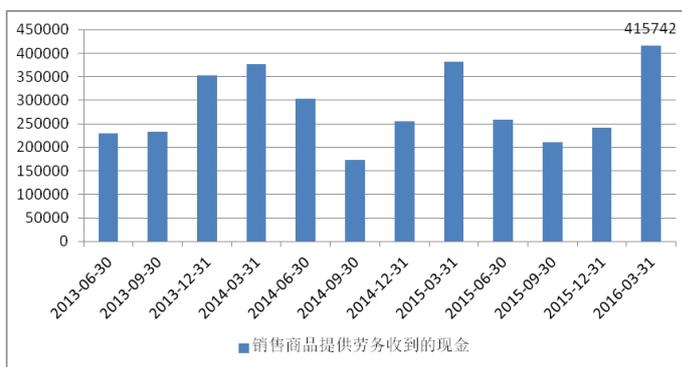
图表 1: 2014 年(左图)、2015 年(右图)公司收入结构



资料来源: 中原证券 WIND

- 大众白酒目前景气度较高，公司白酒“牛栏山”全国知名。按照公司的目标，未来三至五年白酒的销售规模突破100亿元。这一目标下，我们预计，未来五年公司白酒收入年均增速将超过10%。
- 低端白酒销售增长高于高端白酒，陈酿系列收入占白酒收入的一半。2016年一季度，公司总营收36.34亿元，同比增长12%，其中主要来自低端白酒的增长，低端白酒收入增长快于高端白酒，目前“陈酿”系列收入已经占到白酒收入的一半。截至2016年一季度末，公司白酒的预收账款创三年来单季度最高，达到42亿元，同比增长11%。目前，由于“陈酿”系列供不应求，公司正在加班加点地出货。2016年，公司白酒收入有望实现两位数增长，但是市场拓展也会带来较高的销售费用，从而影响净利润增幅。

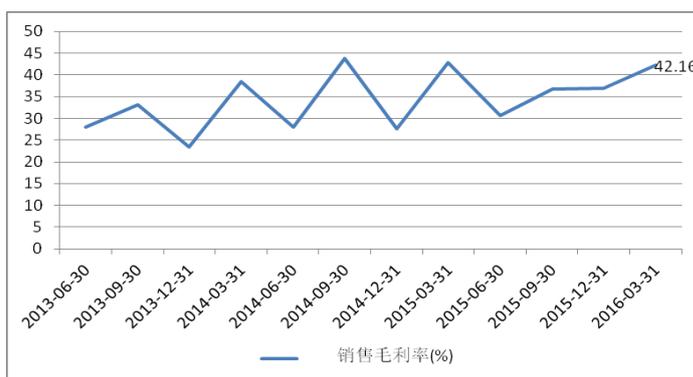
图2: 20161Q公司收入销售商品提供劳务现金42亿元(单位: 千万元)



资料来源: 中原证券 WIND

- 由于采购基酒的成本下降, 低端白酒的毛利率提升。公司高端白酒所使用的基酒自行生产, 而低端白酒的基酒通过采购, 近期基酒价格下降, 致使公司低端白酒的毛利率显著提升, 从而拉升公司一季度的综合毛利率。

图3: 20161Q公司销售毛利率提升(单位: %)



资料来源: 中原证券 WIND

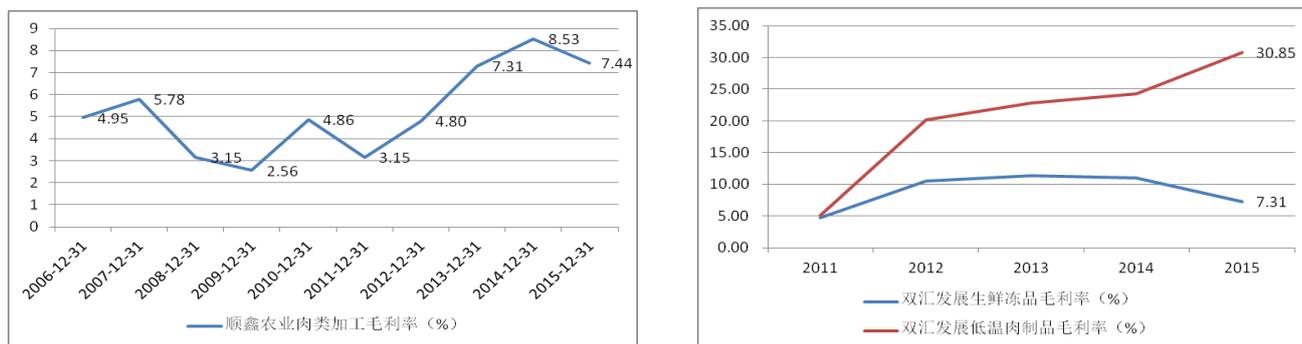
- 公司正在考虑外埠白酒营销采用大经销商制度, 随着物流和营销费用降低, 外埠市场的盈利能力有望提升。公司的“陈酿”系列在长江以南市场销售比较好, 但是, 随着销售半径扩大, 公司须承担较高的物流成本, 导致外埠销售的费用较高。因此, 公司考虑效仿北京市场, 在外埠市场也采用大经销商制, 每个市场招纳一个或几个优质的大经销商, 由大经销商代理当地市场的销售, 将物流和其它营销费用转嫁至经销渠道, 以此提升外埠市场的销售净利率。
- 为了达成2020年白酒销售规模达到100亿元的目标, 我们认为公司有可能扩大产能。公司目前考虑两种扩产方式: 一种是在外埠建设生产基地, 另一种是并购地方名酒。我们认为, 在当前行业背景下, 公司效仿古井贡酒, 并购地方名酒的可能性较大。
- 陆续剥离房地产业务是明确的战略。公司目前在销和待销的房产销售情况: 包头房产(别墅)已经出售1/3, 剩余2/3; 海南房产(小户型)已经出售1/2, 剩余1/2; 北京下坡屯二期开始开发, 开发期约三年, 办理预售证后即可预售, 回收现金。我们认为, 房地产剥离任务能够在两至三年内完成,

房产售罄后可减轻资产剥离的难度。目前，公司正在与顺鑫集团和第三方接洽，不排除集团公司或第三方接盘房地产业务的两种方案。但是，北京下坡屯二期地块的开发将会导致未来两年公司融资需求加大和财务费用高企。

- **公司肉制品从生鲜肉到熟食化和精细化，毛利率有望提升。**公司肉制品以生鲜为主，品牌“鹏程”，“鹏程”肉除了承担“放心肉”的政治任务以外，还受到北京市民的普遍认可，占有北京一半以上的市场。但是，生鲜肉的毛利率较低，且盈利周期波动很大：当生猪价格上涨时，即使终端市场化涨价，肉制品的毛利率仍会一定程度降低；当生猪价格下降时，肉制品的毛利率会上升。

整体来看，目前公司肉制品业务能够保证1亿元上下的净利润。公司此次从募集资金中调度1亿元到肉制品业务，主要为提升肉制品业务的附加值，推进肉制品高端化、熟食化和切割精细化。熟食和精分肉的毛利率高于生鲜肉，以双汇为例，双汇的低温肉制品毛利率较生鲜冻品高出23.54个百分点。公司肉制品的毛利率目前与双汇的生鲜冻品相当，与双汇的低温肉相差超过23.41个百分点，公司的肉制品毛利率有较大的提升空间，可以通过提升盈利实现内生式增长。此外，公司在陕西成立种猪选育公司，拟借助现有汉中鹏程的先发优势，推动公司在汉中的全产业链条发展，以实现外延式增长。

图表 4：公司肉制品毛利率与双汇生鲜冻品毛利率相当



资料来源：中原证券 WIND

- **牛羊肉产业并购方面，公司今年或会有所举动。**公司目前正在南美和澳洲考察牛羊肉产业方面的项目，不乏相关储备项目，2016年或会有并购动作。
- **新任领导很重视薪酬管理，相关事宜已经启动。**公司的管理层和员工薪酬低于同类上市公司，新任领导上任后非常重视员工薪酬问题，除了完善考核制度，使之与业绩和薪酬挂钩之外，管理层和员工的薪酬也会每年得到一定幅度的提升。
- **顺鑫集团的市值目标是800亿元，旗下有四至五家上市公司。**顺鑫集团的规划是将公司酒肉以外的资产置入集团，由集团将相关资产做强做大后独立上市。未来，集团旗下将有四至五家上市公司，集团目标市值达到800亿元。集团对公司的要求是“十三五”内白酒和肉制品销售规模分别达到100亿元，公司合计销售规模达到200亿元。公司2015年收入规模总计96亿元，为达到此目标，公司收入规模须翻番。
- **公司的混合所有制改革仍在观望当中。**公司目前当务之急是资产剥离和聚焦主业，需要两至三年的时间来执行和完成。公司将资产包和业务捋顺之后，所有制改革破题可能会更为现实。

- **维持“买入”评级。**公司资产剥离和聚焦主业的战略明确不动摇。公司通过并购完善肉制品品类，将新品类导入现有市场，形成新的收入增长点；此外，公司白酒全国化进程比较顺利，“陈酿系列”销售良好，外埠市场增长较快，白酒销售规模未来五年有望翻番。预计公司2016、2017、2018年的EPS分别为0.83元、0.90元、1.26元，按照4月27日收盘价19.12元计算，对应市盈率分别为23.04倍、21.24倍、15.17倍，维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示：**需求端受经济下滑影响，导致公司白酒销售不及预期；生猪价格上涨幅度过大，公司肉制品业务盈利能力大幅下滑，影响业绩；房产销售缓慢，公司资产剥离受阻；食品安全隐患。

图表5：盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9637.42	11377.73	12296.70	13420.24
增长比率(%)	1.65%	18.06%	8.08%	9.14%
净利润(百万元)	383.27	482.02	523.19	727.01
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)	28.97	23.04	21.24	15.17

注：收盘价为2016/4/27日收盘价19.12元

顺鑫农业(000860)盈利预测

	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

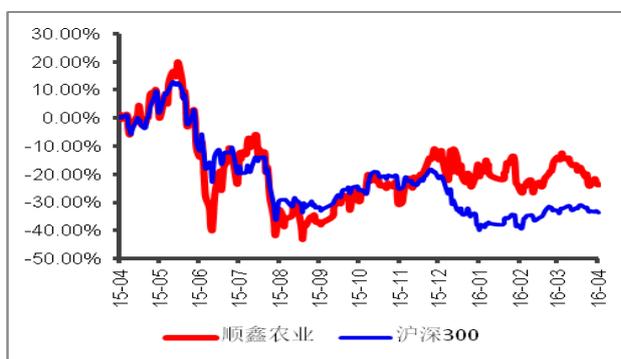
市场数据 (2016/4/27)

收盘价(元)	19.12
一年内最高/最低(元)	23.28/16.63
沪深300指数	3165.92
市净率(倍)	1.96
流通市值(亿元)	109.10

基础数据 (2016/3/31)

每股净资产(元)	9.77
每股经营现金流(元)	0.58
毛利率(%)	42.16
净资产收益率(%)	3.15
资产负债率(%)	68.00
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。

免责声明

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、个人不得转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。