

证券研究报告—深度报告

食品饮料

饮料

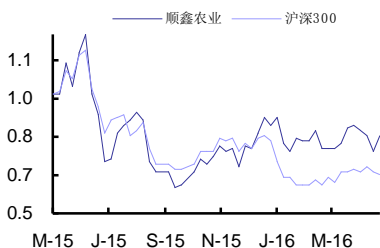
顺鑫农业(000860)

买入

合理估值: 元 昨收盘: 20.32 元 (维持评级)

2016年05月04日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	571/563
总市值/流通(百万元)	11,594/11,440
上证综指/深圳成指	2,938/10,142
12个月最高/最低(元)	30.75/13.77

相关研究报告:

《顺鑫农业调研简报:白酒业务超预期发展 4季度业绩可期待》——2008-11-22

证券分析师: 刘鹏

电话: 021-60933167

E-MAIL: liupeng7@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514050003

联系人: 刘健

E-MAIL: liujian1@guosen.com.cn

深度报告

牛栏山一骑绝尘大众酒,有望复制2012年恒顺路径,已入最佳投资区间,60%以上空间

●公司简介:聚焦酒肉业务,资产剥离可提估值和增速

公司白酒贡献80%以上毛利,是核心投资价值所在。肉类业务利润贡献较低,未来若能推动整合则能带来较大弹性。之前公司已打算通过收购布局牛羊肉,尚未成功,未来可能持续推进,这是行业发展新方向。此外,公司还有房地产等副业,对业绩拖累大,若剥离,可提估值和增速。

●白酒行业:长期呈“L”型发展态势,集中度正提升,且分化明显

目前,白酒行业调整已经结束,未来长期可能呈现“L”型发展态势。同时,新兴消费群体对白酒的消费和认知正发生变化,更青睐于现存知名品牌。强者恒强马太效应明显,行业集中度正持续提升。白酒行业CR3、CR10已分别从2009年的3.3%、9.9%提升至2014年的8.5%、16.3%。此外,行业分层现象明显:高端市场,更加聚焦龙头茅台;大众市场,保健酒中劲酒独树一帜,口感好、性价比高的二锅头市占率也从2009年的4%提升至2014年的6.1%。

●白酒业务:量价齐升在望,利润率有接近一倍以上提升空间

公司白酒产品以低端光瓶陈酿(10元/瓶左右价格)为主,销量占比超90%,收入占比超60%。其核心竞争力在于,公司通过大众化定位占据蓝海发展先机,形成对全国覆盖之势,且差异化浓香能保障品类优势。随着公司区域的可复制性持续得到验证,我们认为未来牛栏山将进一步抢夺红星等低端大众酒的市场份额,实现稳增长,预计16年增速在15%左右。同时,以陈酿为主的产品价格体系极低,消费者价格敏感度低,5月1日开始涨价,将迎来量价齐升局面。此外,随着已开拓市场的稳定,费用率下降,公司也将能释放更多业绩,预计2-3年内净利率在现在10%左右的基础上翻倍。

●风险提示:资产剥离进度较慢;白酒销售不达预期

●投资建议:三年没涨,12个月合理估值34元,67%空间。

我们认为公司处于爆发前夜,业务和投资路径和12年的恒顺类似(恒顺12年初到13年涨幅超过2倍)。公司目前价格在11年水平。3年没涨(09-11年的恒顺也没涨)。但公司近三年稳健增长,且白酒利润率提升空间巨大(有一倍以上提升空间),来自国改和对红星的优势(恒顺是来自国改和剥离);同时,扣除地产和肉业务,公司PS为行业最低,仅为1.6倍,是攻守兼备的最佳品种。预计16-18年EPS分别为0.89元,1.16元和1.48元。这个盈利预测不含任何收购。不考虑地产,12个月内给予白酒16年3倍PS,对应162亿市值;肉1倍PS。合计市值为192亿元,对应股价为34元,67%空间。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,481	9,637	10,370	11,115	11,862
+/- (%)	4.5%	1.7%	7.6%	7.2%	6.7%
净利润(百万元)	359	376	506	663	843
+/- (%)	81.8%	4.7%	34.4%	31.2%	27.1%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.66	0.89	1.16	1.48
EBIT Margin	7.4%	7.6%	9.1%	10.6%	12.2%
净资产收益率(ROE)	7.1%	7.0%	9.6%	12.9%	17.1%
市盈率(PE)	32.3	30.8	22.9	17.5	13.8
EV/EBITDA	25.1	23.8	17.6	14.7	12.5
市率(PB)	2.3	2.1	2.2	2.3	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司未来将聚焦酒肉业务，资产剥离可提估值和增速，其发展路径与12年的恒顺醋业十分类似。2012年初至2013年底，恒顺醋业涨幅超2倍，而顺鑫正处于爆发的前夜。公司目前价格在2011年水平。3年没涨。但公司近三年稳健增长，且还有很大潜力，一方面，公司白酒利润率还有一倍以上的提升空间，主要来自国企改革和对红星等竞品的优势。另一方面，扣除地产和肉业务，公司PS仅1.6倍，行业最低，是攻守兼备的最佳品种。此外，公司之前还打算通过收购布局牛羊肉业务，虽未成功，但是未来有可能持续推进，这是行业发展的新方向。

预计16-18年EPS分别为0.89元，1.16元和1.48元。这个盈利预测不含任何收购。采用分拆估值来看，不考虑地产，12个月内给予白酒16年3倍PS，对应162亿市值；肉业务，1倍PS。合计市值为192亿元，对应股价为34元，67%空间。

核心假设或逻辑

- **白酒业务：** 稳定增长，16年增速在15%左右；
- **肉类业务：** 受益于猪周期，且存整合预期；
- **毛利率：** 稳步提升；
- **销售费用率：** 呈缓慢下降趋势；
- **管理费用率：** 略有下降；
- **财务费用率：** 利息支出逐步减少

与市场预期的差异之处

与市场观点不同的是，我们在本篇报告中重点阐述了公司的投资逻辑和投资时点问题。一方面，我们详细阐述公司的投资价值核心——白酒利润率正提升，且资产剥离提估值和增速；另一方面，更重要的是，我们通过对恒顺，重点阐述了如何去把握公司投资时点，并确认当前是最佳买入区间。

以恒顺醋业为例，股价变化要先于资产剥离进度，特别是当恒顺于2012年出台剥离方案时，恒顺股价开始大幅跑赢食品指数，而公司直到2014年后才真正开始剥离。2011年，地产业务受国家宏观调整，公司出现下滑，并在2012年首次出现亏损，于是公司从2011年底就开始筹划非主营业务剥离事宜（向外传递此信号时已是2012年）。为此，公司大致进行了以下几步：1）更换高管；2）对待剥离资产进行整合，出台方案；3）集中精力发展主业，并降低业绩拖累；4）对管理层及核心人员进行激励；5）正式开始剥离。但是，从股价表现来看，在公司更换管理层后，实施第二步，也就是整理待剥离资产的时候，公司股价涨幅相比较于食品指数出现明显提高。相比之下，2014年11月21日，公司才真正开始剥离（转让江苏百盛商城）。在2012年6月28日至2014年11月21日，公司股价涨了142%，而同期食品指数仅涨39%（如若从2012年初到2013年底计算，恒顺涨幅已超2倍，而食品指数仅涨27%）。

另外还有一个关键点是，2012年的恒顺和2016年的顺鑫都是过去三年没有涨（09-11年恒顺没涨，12-14年顺鑫没涨，15年有牛市影响，但涨幅也不大）

但迎来重大转折（恒顺是剥离地产，顺鑫也是），且市场环境也类似，12-13年部分价值股表现不错，恒顺是价值股中的高弹性，因此非常受益，16年也是这种环境。市场偏爱价值，顺鑫获得难得的投资良机。

对于顺鑫农业而言，公司于2013年已更换董事长，聚焦酒肉业务战略已十分明晰，且主业白酒业务在行业调整结束后也于2015年开始提速。参考恒顺，我们认为公司资产剥离虽然缓慢，但是入场布局时点已经到来。

图：2009-2016年恒顺醋业与食品指数涨跌幅比较



资料来源：wind，公司公告、国信证券经济研究所整理（数据更新至2016年4月11日）

股价变化的催化因素

- 第一，资产剥离方案出台；
- 第二，股权激励等；
- 第三，红星等竞品市场份额进一步下降

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，资产剥离较慢；
- 第二，白酒销售不达预期。

内容目录

公司概况：聚焦酒肉业务，无关资产将逐步剥离	6
公司简介	6
白酒行业：长期呈“L”型发展态势，集中度正提升，且分化明显	7
行业概况：浪潮退去，高端酒中茅台显本色，牛栏山等大众化产品迅速崛起	7
竞争格局：不同层次内品牌有聚集态势，且行业分化明显	9
白酒业务：受益消费升级，量价齐升在望，将能释放更多业绩	10
概况：以低端光瓶陈酿为主，销量占比超 90%，结构升级空间大	10
核心竞争力：大众化定位占据蓝海发展先机，差异化浓香保障品类优势	11
未来增长看点：全国化持续推进，抢夺红星市场份额，且价格提升弹性大	12
肉类业务：业绩贡献有限，若能推进整合，将能带来较大弹性	13
房地产及其他业务：有待剥离，提估值和增速	14
投资建议：合理估值 34 元，已进入最佳买入区间	16
附录：团队介绍	18
附表：财务预测与估值	19
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1: 顺鑫农业股权结构示意图	6
图 2: 2006-2015 年顺鑫农业收入与净利润 (亿元)	7
图 3: 2006-2015 年顺鑫农业综合毛利率与净利率变化	7
图 4: 2006-2015 年顺鑫农业各项产品收入占比	7
图 5: 2006-2015 年顺鑫农业各项业务毛利占比	7
图 6: 2004-2015 年白酒行业以及茅台等上市公司白酒收入增速对比	8
图 7: 2004-2015 年白酒行业以及顺鑫农业等上市公司白酒收入增速对比	9
图 8: 2009-2014 年国内白酒行业集中度 (以销量统计)	10
图 9: 2009-2014 年白酒行业前两大品牌市占率 (以销量统计)	10
图 10: 2006-2015 年顺鑫农业白酒业务销售情况 (亿元)	11
图 11: 2011-2015 年顺鑫白酒销量及单价 (百万升、元/升)	11
图 12: 牛栏山二锅头主要产品一览 (价格取自京东商城)	11
图 13: 2010-2015 年顺鑫农业北京市场与外埠市场销售额比较 (亿元)	12
图 14: 2009-2014 年牛栏山二锅头与红星二锅头市占率对比	13
图 15: 2006-2015 年顺鑫农业肉类加工业务收入及其增速 (亿元)	14
图 16: 2006-2015 年顺鑫农业借款额以及资产负债率 (亿元)	15
图 17: 2011-2015 年顺鑫农业财务费用情况 (百万元)	15
图 18: 2009-2016 年恒顺醋业与食品指数涨跌幅比较	16
表 1: 在 2012 年白酒行业开始的结构大调整之前我国白酒市场结构划分	8
表 2: 最近一年内国内肉制品领域所发生的整合事件	14
表 3: 顺鑫农业与白酒行业主要上市公司估值对比	17

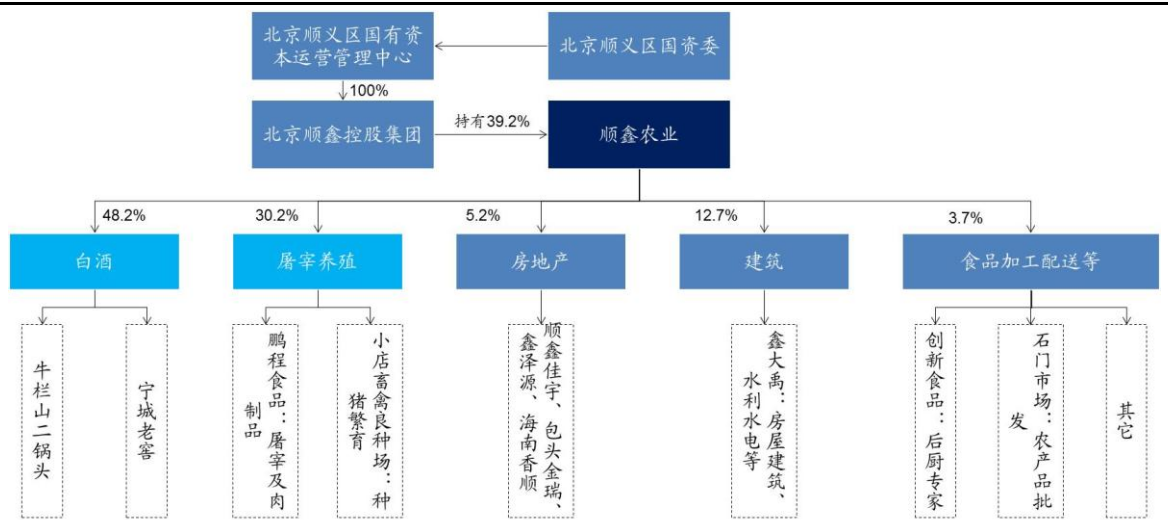
公司概况：聚焦酒肉业务，无关资产将逐步剥离

小结：从公司的业务结构来看，我们认为白酒是公司的核心投资价值所在。肉类业务业绩贡献有限，主要看未来是否有外延增量部分。同时，房地产和建筑等无关资产剥离可提升估值和增速。此外，公司白酒包括牛栏山二锅头和宁城老窖，后者体量十分小，因为本报告对公司白酒业务分析主要集中于牛栏山二锅头。

公司简介

公司成立于 1998 年 9 月 21 日，并于同年 11 月 4 日登陆深交所，是北京市第一家农业类上市公司。公司是一家国有企业，主营业务包括生物酿造、营养肉食、安全农品、健康地产、环保水利、生态建筑等板块。白酒和肉类业务是公司核心业务，且白酒贡献 80% 以上的毛利，主要由母公司及其分公司运营。此外，公司还经营房地产、建筑等业务，对业绩拖累较大。未来，公司将聚焦酒肉业务，逐步剥离房地产、建筑等无关资产。

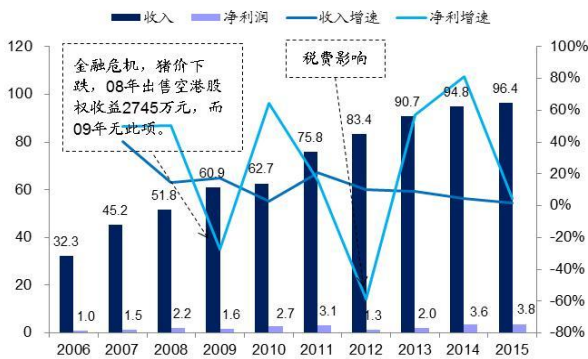
图 1：顺鑫农业股权结构示意图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（各项业务数字比例代表 2015 年该项业务收入占比）

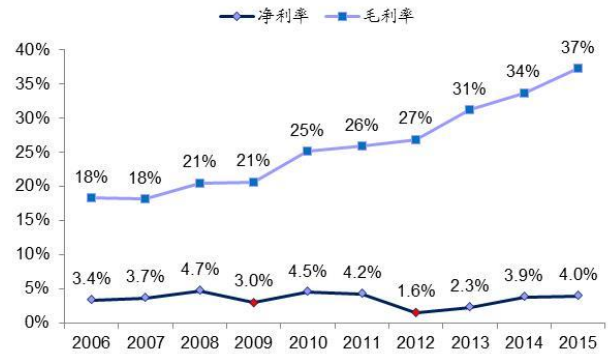
近几年来，公司收入都保持相对稳定增长，利润增速也在收入增速之上（除去 2012 年因税费影响，致利润率下滑）。2015 年，公司收入 96.4 亿元，同比增 1.6%。其中，白酒和肉类加工业务占收入的 48%、28%，而且白酒毛利贡献率高达 80.4%，不仅是公司最大收入来源，也是公司最核心利润来源。同时，受益于高毛利白酒业务的持续扩大，公司毛利率也稳步提升，已从 2006 年的 18% 提升至 2015 年的 37%。也正是因为白酒业务的影响，近年来公司净利润增长快于收入。

图 2: 2006-2015 年顺鑫农业收入与净利润 (亿元)



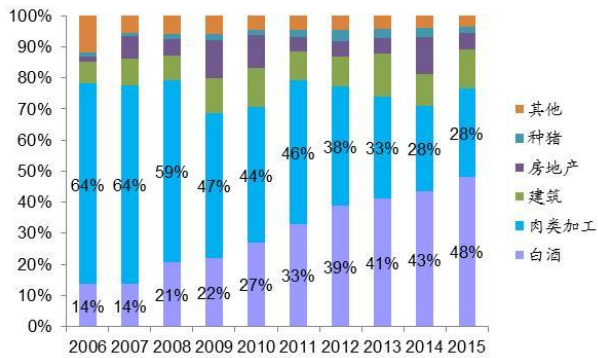
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 2006-2015 年顺鑫农业综合毛利率与净利率变化



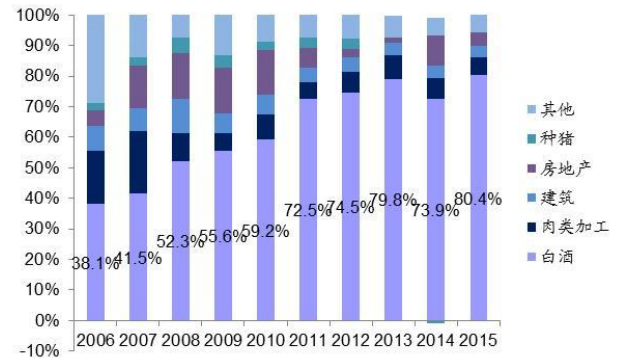
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 2006-2015 年顺鑫农业各项产品收入占比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 2006-2015 年顺鑫农业各项业务毛利占比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

白酒行业: 长期呈“L”型发展态势, 集中度正提升, 且分化明显

目前来看, 白酒行业自 2012 年开始的调整已经结束, 未来长期可能呈现“L”型发展态势, 也就是以一个较低的、稳定的速度增长。同时, 伴随着新兴消费群体成长, 绝大部分消费群体对白酒的消费和认知也将发生变化, 更倾向于选择现存知名品牌, 弱者已鲜有人知晓, 强者恒强, 将进一步推动行业集中度提升。例如, 白酒行业 CR3、CR10 已分别从 2009 年的 3.3%、9.9% 提升至 2014 年的 8.5%、16.3%, 未来仍将持续提高。此外, 行业分层现象明显。具体而言, 高端白酒市场, 更加聚焦龙头茅台; 大众白酒市场, 保健酒中劲酒独树一帜, 口感好、性价比高的二锅头市占率也从 2009 年的 4% 提升至 2014 年的 6.1%。与此同时, 不同层级之间跨越还存在一定的难度, 为本层次内部整合提供了机会。

行业概况: 浪潮退去, 高端酒中茅台显本色, 牛栏山等大众化产品迅速崛起

自反腐以来，白酒行业收入增速出现由过去的向上攀升转而向下，并触底，未来几年可能会呈“L”型态势。而在这一波调整之中，高端酒率先反应，产品价格下调，经历去库存过程，并向二三线品牌白酒传导；其中，茅台仍能实现正增长，而其他高端白酒均出现大幅下调，负增长，茅台品牌价值凸显。而在中低端白酒市场，反观其他品种下滑现象，牛栏山二锅头主打大众化消费市场，实现超越行业景气度发展速度，被证明是成功的。

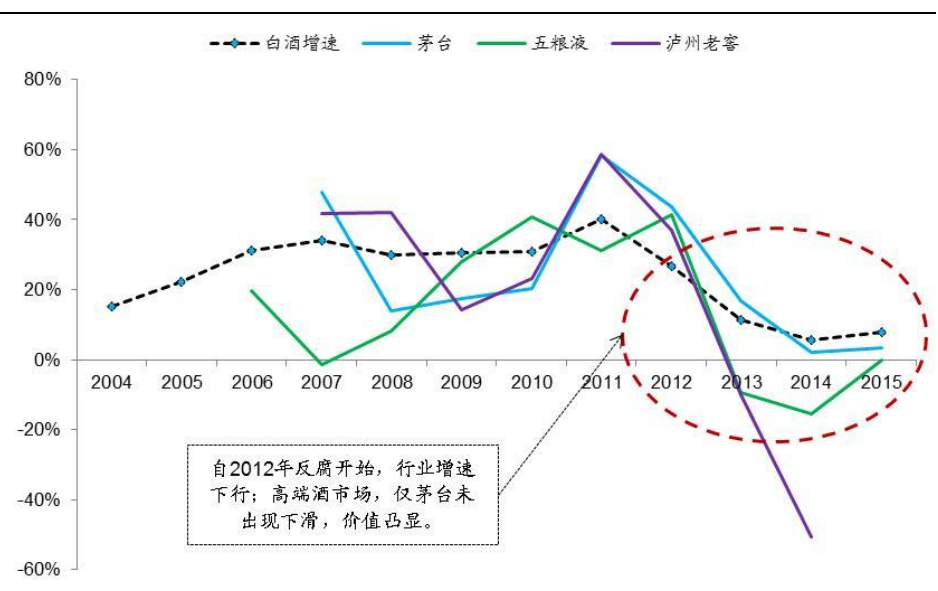
表 1: 在 2012 年白酒行业开始的结构大调整之前我国白酒市场结构划分

细分市场	价位(元)	代表品牌
超高端	600 以上	茅台、五粮液、国窖 1573、洋河梦之蓝
次高端	200-600	天之蓝、汾酒青花瓷、古井年份原浆 8 年
中高端	50-200	海之蓝、古井年份原浆 5 年、伊力老窖、老白干柔和等
中低端	20-50	牛栏山二锅头、沱牌曲酒

资料来源：糖酒快讯，国信证券经济研究所整理

黄金十年大幕落下后，茅台成为当之无愧的高端白酒之王。在 2012 年之前的过去十年，白酒行业的发展可谓是顺风顺水，增速节节攀升。2001-2011 年，行业增速从 0.4% 逐渐提升至 40.3%，年复合增速高达 22.3%。高端酒市场，茅台、五粮液、洋河梦之蓝等众多白酒价格均在千元级别。然而，反腐开始后，白酒市场接近一半的党政军消费被革去，且这一群体对价格敏感度相对较低，恰恰是反腐前许多高端白酒得以维系的基础。此后，高端白酒纷纷降价，五粮液、洋河等企业从 2012 年开始发展速度开始下滑，近几年甚至呈现负增长，也只有茅台尚未维持相对稳定正增长，被公认为高端白酒之王。

图 6: 2004-2015 年白酒行业以及茅台等上市公司白酒收入增速对比

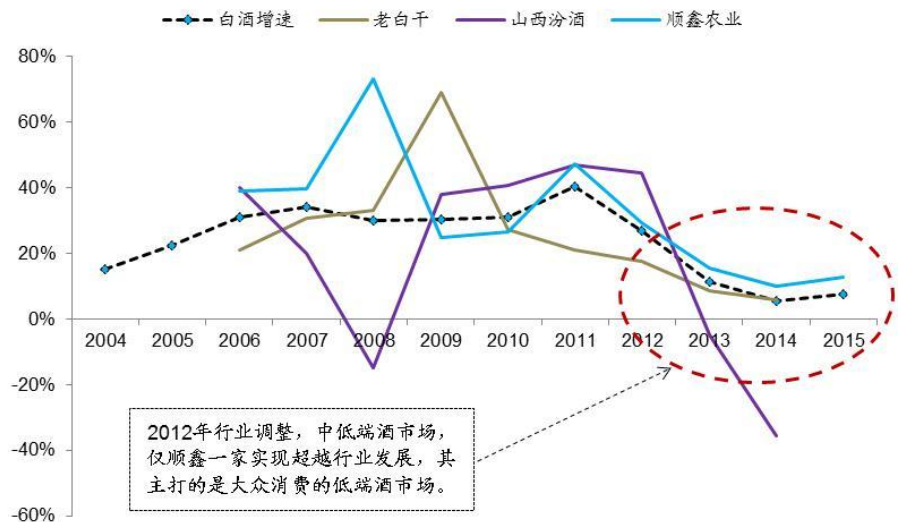


资料来源：wind、国信证券经济研究所

差异化竞争，定位于大众消费的品种迅速崛起，主要包括牛栏山二锅头等。在过去黄金发展十年，稍具实力的酒厂都在努力提高品牌溢价能力，向中高端白酒市场进军。在中央以及地方党政军消费扶持下，这些品牌尚能有不错的发展。然而，三公消费被限制，大多发力中高端白酒的品牌出现断崖式发展。相比之

下，大众消费的低端白酒市场鲜有人问津，属于竞争空白区。因为低端酒主要是由地区性小厂商在运作，无意向外扩张，且营销方式单一，于是老村长、牛栏山二锅头等低端品牌抓住此定位的空档在行业调整之际成为异军突起之秀。从 2012 年以来的发展速度来看，牛栏山增速明显高于行业，以及老白干等其他品种。

图 7：2004-2015 年白酒行业以及顺鑫农业等上市公司白酒收入增速对比



资料来源：wind、国信证券经济研究所

竞争格局：不同层次内品牌有聚集态势，且行业分化明显

虽然白酒行业整体集中度较低，但是分层迹象明显，且不同价格段中优势品种聚集资源能力日益强盛，推动集中度提升：高端酒中茅台独占鳌头；中间价位，区域性名酒聚集之地；大众酒市场，牛栏山等抢占发展先机，全国化布局夺取市场份额，且是消费升级的最大受益者。

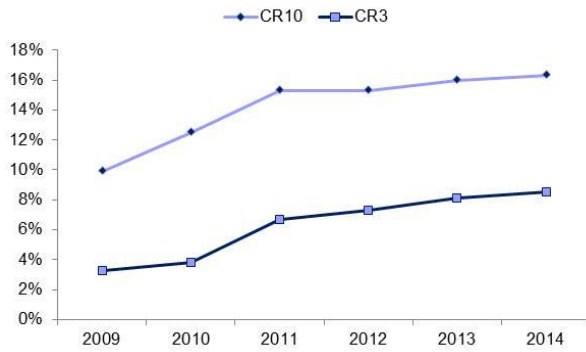
我们判断，这种格局的变化，主要是消费者对于白酒的消费和认识正在发生改变。伴随 90 后以及 00 后成长起来的消费主体，大多缺乏长期通过白酒消费而建立起来的白酒认知，更多倾向于品牌选择，简单且可靠。例如，高端酒市场，消费者对茅台的认可度日益提升，而对八大名酒知晓度正逐步降低。大众酒市场，保健品酒中的劲酒，或者性价比高、口感好的二锅头。

此外，不同层次之间还有一定的间隔，为同一层次内部整合提供良机。例如，茅台向中低端化发展会拉低自身品牌价值，而是推定制酒，更显尊贵；中低端品牌向高端延伸，难度较大；虽然，中间价格带产品向下拓展较容易一些。但是，在低端白酒市场，二锅头、劲酒等已经占据先发优势，且更多品牌介入会压缩利润空间，费用投入较大，造成后来者进入动力不足。这样的结果就是，许多地方性名酒更多聚焦于腰部价格带。

从 Euromonitor 统计数据来看，白酒行业整体集中度呈缓慢提升态势，CR3、CR10 已分别从 2009 年的 3.3%、9.9% 提升至 2014 年的 8.5%、16.3%，这背后正是品牌资源的聚集。而且，根据我们的市场调研，茅台在 500 元以上的市场份额已提升至 86% 以上。同时，二锅头、劲酒不仅是低端酒市场最大品种，也是整个白酒行业内销量最大的两种酒，其市占率也从 2009 年的 4%、1.3%

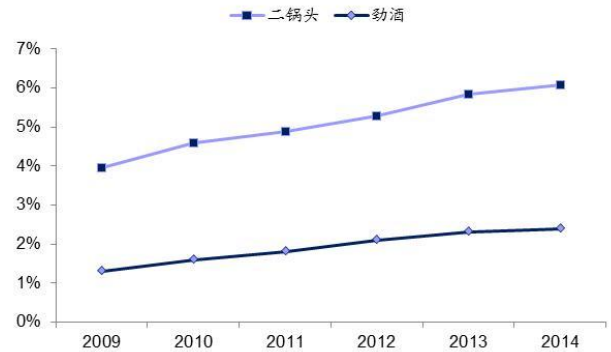
分别提升至 2014 年的 6.1%、2.5%。

图 8: 2009-2014 年国内白酒行业集中度 (以销量统计)



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 9: 2009-2014 年白酒行业前两大品牌市占率 (以销量统计)



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

白酒业务: 受益消费升级, 量价齐升在望, 将能释放更多业绩

公司白酒产品以低端光瓶陈酿 (10 元/瓶左右价格) 为主, 销量占比超 90%, 收入占比超 60%, 是消费升级的最大受益者。其核心竞争力在于, 公司通过大众化定位占据蓝海发展先机, 形成对全国覆盖之势, 且差异化浓香能保障品类优势。伴随主要竞争对手红星市场份额的降低, 且公司区域的可复制性持续得到验证, 我们认为未来牛栏山二锅头将进一步抢夺红星等低端大众酒的市场份额, 实现稳增长, 预计 16 年收入增速在 15% 左右。同时, 以陈酿为主的产品价格体系极低, 消费者价格敏感度低, 未来存数倍提升空间, 且 5 月 1 日开始提价, 将迎来量价齐升局面。此外, 随着已开拓市场的稳定, 费用率下降, 公司也将能释放更多业绩, 预计 1-2 年内净利润在现在 10% 左右的基础上翻倍。

概况: 以低端光瓶陈酿为主, 销量占比超 90%, 结构升级空间大

牛栏山二锅头虽品种繁多, 但以低端光瓶陈酿 (售价仅 10 元/瓶左右) 为主, 销量占比超 90%, 收入占比超 60% 左右。未来, 公司将在稳增长的情况下, 通过产品结构升级或者提价来实现量价齐升。

2012 年, 由于行业调整, 公司白酒收入增速放缓, 但是仍高于同期行业增速, 并在 2014 年增速达到 10% 的低点后, 开始向上, 2015 年增速为 12.8%, 这主要得益于外埠市场的开发。从量上来看, 2012 年-2014 年, 销量增速明显快于销售额增速, 这主要是公司大力开拓鲜有人问津的低端大众酒市场。另一方面, 公司在稳定销量增长的同时, 也开展产品结构升级。以单价来看, 2015 年公司白酒在 16 元/升, 相比 2014 明显提高。

图 10: 2006-2015 年顺鑫农业白酒业务销售情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 2011-2015 年顺鑫白酒销量及单价 (百万升、元/升)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

产品线方面, 牛栏山二锅头分为高、中、低端, 高端酒以至尊经典、珍品三十年、珍藏二十年等, 价格一般在百元以上, 最高甚至超过 600 元; 中档酒, 则以百年红 6 年、8 年、10 年为主, 主要是婚庆用酒; 低端酒, 主要是陈酿系列。其中, 光瓶陈酿 42 度是公司的最大单品, 价格在 10 元/瓶左右, 定价十分低, 向上弹性巨大。

图 12: 牛栏山二锅头主要产品一览 (价格取自京东商城)



资料来源: 公司官网、京东、国信证券经济研究所整理

核心竞争力: 大众化定位占据蓝海发展先机, 差异化浓香保障品类优势

我们认为, 牛栏山二锅头的核心竞争力在于其大众化定位占据蓝海市场发展先机所建立起来的先发优势, 以及产品品质所建立起来的品牌优势。而这种优势,

一旦建立，在较长一段时间内是能为公司树立起一道竞争壁垒。具体而言：

- **大众化定位占据蓝海发展先机，立足北京，主动出击外埠市场。** 在行业调整之前，大多数名酒都主攻高端市场，低端大众消费市场成为竞争空档。相反，牛栏山二锅头深耕大众酒市场，抢占发展良机。最近几年，公司由过去被动开发外埠市场——有经销商愿意做，就给他做——改为主动出击。通过北京带动周边城市，并打入河南等具有代表性的城市，形成以点带面，多点带面的格局。而这种区域的可复制性正逐步得到验证，2014 年外埠市场销售额超过北京，发展速度一直高于北京市场。

图 13: 2010-2015 年顺鑫农业北京市场与外埠市场销售额比较 (亿元)



资料来源：调研、国信证券经济研究所整理

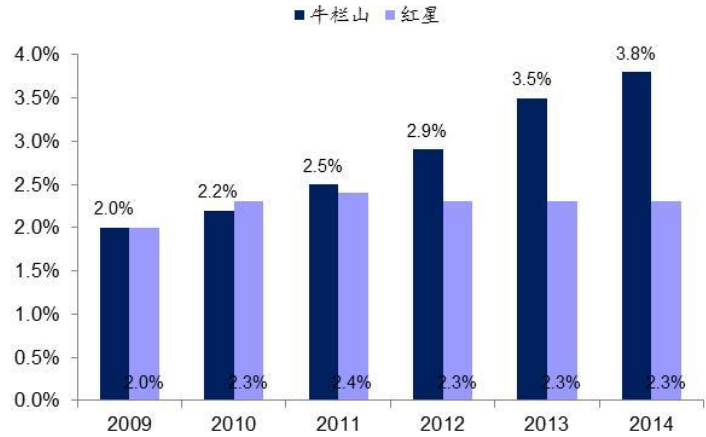
- **牛栏山二锅头作为品牌背书，差异化浓香保障品类优势。** 除了精准营销以外，公司产品无论是品牌还是产品品质、价格都深受消费者青睐。二锅头是北京的传统名酒，是北京韵味的一种体现，而以牛栏山二锅头为首，具有深厚的品牌基础。另一方面，公司主打产品陈酿系列采取低价格、差异化浓香型颠覆了 50 元以下的低端盒装酒市场。以饮酒大省河南市场为例，46-54 度的浓香型白酒销量最大，公司光瓶陈酿在该市场推广易于接受，通过从上到下渗透方式使河南地区从 2012 年的 1.7 亿元增至 2013 年的 3 亿元。

未来增长看点：全国化持续推进，抢夺红星市场份额，且价格提升弹性大

我们判断，未来几年牛栏山二锅头将通过全国化布局持续推进，抢夺红星市场份额，带来量的提升；并通过产品结构升级，以及提价实现量价齐升局面。同时，已开拓市场逐渐稳定，费用率下降，对利润率提升也将有较大贡献。

- **量方面，直接竞争对手红星二锅头市占率相比下降释放积极信号。** 低端大众酒市场，主要有老村长、劲酒、二锅头等，二锅头市场份额最大。根据 Euromonitor 的数据，牛栏山的最直接竞争对手红星市占率从 2009 年的 2% 升至 2014 年的 2.3%，仅提升 0.3Pct；相比之下，同期牛栏山二锅头市占率已提升 1.8pct，远超红星。未来，公司将进一步抢夺红星市场份额。

图 14: 2009-2014 年牛栏山二锅头与红星二锅头市占率对比



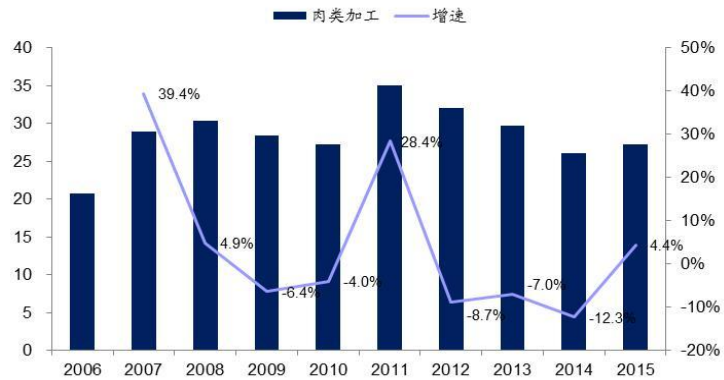
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

- **价方面，产品结构升级和提价已见端倪，市场反应效果较好。**公司主打产品光瓶陈酿售价仅 10 元/瓶左右，十分低廉，且消费者对此品种向上提价敏感度较低。在北京市场上，此单品已经出现了控货现象，预计上半年开始就会迎来一次涨价。
- **已开拓市场日益稳定，费用降低，利润率提升在望。**根据我们判断，公司白酒利润率在 10%左右，相比较于同行还有很大提升空间，预计未来 1-2 年内可以提升 5pct 以上。一方面，公司规模和价格提升带来毛利率提升。另一方面，已开拓市场稳定，费用率也会下降，对利润率提升有重大作用。目前，公司白酒毛利率已提升 62.1%。

肉类业务：业绩贡献有限，若能推进整合，将能带来较大弹性

猪肉产业是公司的第二大业务，但是业绩贡献十分有限，未来增长看点在于行业整合。从种猪到养殖，以及肉类加工，公司均有覆盖。其中，肉类加工业务最大，2015 年收入 27.3 亿元，2012-2014 年呈下滑态势，2015 年开始正增长，毛利率在 7.4%。种猪业务方面，收入非常小，2015 年仅 1.9 亿元，毛利率仅 0.7%。

图 15: 2006-2015 年顺鑫农业肉类加工业务收入及其增速 (亿元)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

收购清河源，布局牛羊肉虽未成功，未来有望持续推进，整合牛羊肉产业是行业发展新方向。2015年4月21日晚，公司发布公告，拟通过非公开发行股份及支付现金方式收购清河源70%股权，以进入牛羊肉领域。不过由于收购条款存在分歧，最终未能成功。从行业角度来看，国内牛肉人均消费量远低于全球平均水平，随着消费升级，未来仍有较大提升空间，是发展新方向。同时，国内牛肉市场长期面临供不应求状态，而行业公司规模相对较小。由于澳洲、美洲等海外养殖有优势，近一年来，国内已有不少企业开启海外并购事宜，有望诞生牛肉行业的“双汇”。我们判断，公司未来可能会继续推进在牛羊肉领域的布局。

表 2: 最近一年内国内肉制品领域所发生的整合事件

时间	收购企业	事件	影响
2016年2月	唐人神	通过发行股份及支付现金购买龙华农牧90%股权，比利美英伟90%股权。(尚未完成)	在上市公司“饲料、种猪、肉品”三大主业的基础上，加强饲料研发能力及高附加值饲料产品生产能力，并补充下游生猪养殖业务，完善生猪养殖产业链布局。
2015年9月	上海梅林	全资子公司香港梅林作为收购主体，收购SFF牛肉50%股权。	实现控制国外优质牛羊肉上游资源的战略布局，并与公司深加工业务相配合。
2015年11月	得利斯	收购Yolamo Pty Ltd 45%股权	通过收购，可以较合理成本布局海外牛肉产业，与自身业务产生协同效应。
2015年8月	福成五丰	拟出资2亿元在澳大利亚投资设立全资子公司	子公司未来主要从事澳洲牧场的投资收购业务，拓展公司肉牛收购市场来源，提高公司肉牛养殖及屠宰加工业务的生产能力，增加市场供给。
2015年8月	西部牧业	收购浙江一恒牧业有限公司40%股权	以该公司为载体开展“年进口10万头澳大利亚肉牛隔离屠宰项目”，有利于开拓开发新产品、新市场，形成新的利润增长点。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

房地产及其他业务: 有待剥离, 提估值和增速

由于公司房地产、建筑等非主营业务造成公司负债负担较重, 公司每年要承担

较高财务费用，造成公司业绩和估值受到压制。如若房地产和建筑等业务剥离成功，公司长短期借款将大幅减少，资产负债率也将降低，估值和增速也将得到提高。

2015年，公司已先后剥离了耘丰种业分公司、北京顺鑫国际种业有限公司、顺科农业技术开发分公司、北京顺鑫国际电子商务有限公司及杨镇供热中心资产或股权，进一步明晰了公司主业。由于房地产和建设业务等尚未完全剥离，对公司业绩拖累仍然非常大。从2014年开始，公司长短期借款已明显降低，2015年仅有38亿元，同比降39%，资产负债率也开始下降。

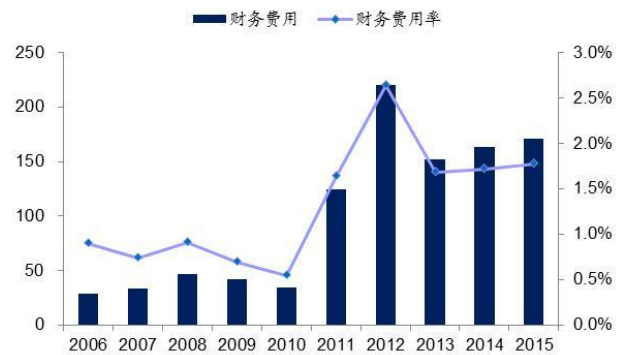
此外，从费用角度来看，财务费用率达1.8%，2015年利息支出高达1.7亿元，扣除税收影响后，相当于去年净利润的31%。

图 16: 2006-2015 年顺鑫农业借款额以及资产负债率 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 2011-2015 年顺鑫农业财务费用情况 (百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

以恒顺醋业为例，股价变化要先于资产剥离进度，股价上涨幅度也明显快于剥离速度。2011年，地产业务受国家宏观调整，公司出现下滑，并在2012年首次出现亏损，于是公司从2011年底就开始筹划非主营业务剥离事宜（向外传递此信号时已是2012年）。为此，公司大致进行了以下几步：1）更换高管；2）对待剥离资产进行整合；3）集中精力发展主业，并降低业绩拖累；4）对管理层及核心人员进行激励；5）正式开始剥离。但是，从股价表现来看，在公司更换管理层后，实施第二步，也就是整理待剥离资产的时候，公司股价涨幅相较于食品指数出现明显提高。相比之下，2014年11月21日，公司才真正开始剥离（转让江苏百盛商城）。在2012年6月28日至2014年11月21日，公司股价涨了142.3%，而同期食品指数仅涨39.4%（如若从2012年初到2013年底计算，恒顺涨幅已超2倍，而食品指数仅涨27%）。

对于顺鑫农业而言，公司于2013年已更换董事长，聚焦酒肉业务战略已十分明晰，且主业白酒业务在行业调整结束后也于2015年开始提速。参考恒顺，我们认为公司资产剥离虽然缓慢，但是入场布局时点已经到来。

图 18: 2009-2016 年恒顺醋业与食品指数涨跌幅比较



资料来源: wind, 公司公告、国信证券经济研究所整理 (数据更新截止于 2016 年 4 月 11 日)

投资建议：三年没涨，合理估值 34 元（1 年），67% 空间

我们认为公司和 2012 年的恒顺醋业类似(恒顺 12 年初到 13 年涨幅超过 2 倍)，处于爆发的前夜。公司目前价格在 2011 年水平。3 年没涨。但公司近三年稳健增长，且白酒利润率提升空间巨大（有一倍以上提升空间），来自国改和对红星的优势；同时，扣除地产和肉业务，公司 PS 为行业最低，仅为 1.6 倍，是攻守兼备的最佳品种。预计 16-18 年 EPS 分别为 0.89 元，1.16 元和 1.48 元。这个盈利预测不含任何收购。采用分拆估值来看，不考虑地产，12 个月内给予白酒 16 年 3 倍 PS，对应 162 亿市值；肉业务，1 倍 PS。合计市值为 192 亿元，对应股价为 34 元，67% 空间。

盈利预测核心假设

- 白酒业务：稳定增长，16-18 年增速中枢在 15% 左右；
- 肉类业务：受益于猪周期，且存整合预期；
- 毛利率：稳步提升；
- 销售费用率：随着规模呈缓慢下降趋势；
- 管理费用率：略有下降；
- 财务费用率：利息支出逐步减少

表 3: 顺鑫农业与白酒行业主要上市公司估值对比

代码	简称	股价 (元/股)	市值 (亿元)	PS			PE		
				2015	2016	2017	2015	2016	2017
600519.SH	贵州茅台	251.20	3156	9.3	8.7	7.9	19.2	18.3	16.5
002304.SZ	洋河股份	67.61	1019	6.3	5.7	5.1	19.9	17.4	15.4
000858.SZ	五粮液	28.40	1078	4.9	4.4	4.0	17.8	15.5	13.8
000568.SZ	泸州老窖	23.50	330	5.2	4.2	3.6	22.3	18.1	14.8
600809.SH	山西汾酒	18.20	158	3.7	3.4	3.1	30.3	25.1	21.0
603369.SH	今世缘	35.81	180	7.3	6.8	6.1	26.9	24.3	21.9
000596.SZ	古井贡酒	39.40	177	3.4	2.9	2.6	26.6	21.6	18.6
600559.SH	老白干酒	48.70	85	3.2	3.1	2.6	81.3	60.4	35.5
002646.SZ	青青稞酒	17.35	78	6.0	5.4	4.8	27.9	26.3	22.3
600197.SH	伊力特	13.32	59	3.8	3.5	3.3	21.4	18.4	16.9
平均			632	5.3	4.8	4.3	29.3	24.5	19.7
000860.SZ	顺鑫农业	20.32	116	1.2	1.1	1.1	29.7	24.1	18.9

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 (估值根据 wind 一致预测计算, 数据更新至 2016 年 4 月 29 日)

附录：团队介绍

刘鹏：食品工程硕博连读，化学工程学士。2014年5月加入国信证券，食品饮料兼农业首席分析师。2015年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年金牛最佳分析师食品饮料行业第五名，2014年新财富最佳分析师食品饮料行业入围。

擅长非酒食品深入研究。重点覆盖调味品，健康食品，饮料等品类，以及农业信息化，食品检测等食品新品类。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2012-2014年，在华泰研究所和中信研究部分别担任分析师和高级分析师。从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润等股票。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品无损检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表论文20多篇（12篇被SCI或EI收录），国家发明专利3项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。

刘健：现为国信食品农业行业助理分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014年5月进入国信证券，医药组实习近一年后进入食品组，主要研究领域包括大健康、保健食品、肉制品、动物疫苗、种子等。

周东景：现为食品饮料行业助理分析师，主要负责调味品，乳制品及其细分子行业的研究。本科毕业于西南财经大学，取得经济学学士学位。研究生毕业于美国 Pepperdine University，取得金融学硕士学位。2015年12月进入国信证券经济研究所。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	2497	2451	2326	2179	营业收入	9637	10370	11115	11862
应收款项	507	546	585	624	营业成本	6044	6367	6724	7058
存货净额	7553	7875	8322	8770	营业税金及附加	1079	1161	1245	1328
其他流动资产	491	553	599	625	销售费用	1139	1213	1256	1305
流动资产合计	11049	11425	11832	12199	管理费用	645	686	710	720
固定资产	3464	3174	2855	2531	财务费用	171	192	194	197
无形资产及其他	811	779	746	714	投资收益	4	4	4	4
投资性房地产	574	574	574	574	资产减值及公允价值变动	(5)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	15897	15951	16007	16018	营业利润	557	750	985	1252
短期借款及交易性金融负债	2831	2831	2831	2831	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	587	612	647	682	利润总额	560	753	987	1255
其他流动负债	3249	3398	3576	3751	所得税费用	177	238	312	396
流动负债合计	6668	6841	7054	7265	少数股东损益	7	9	12	16
长期借款及应付债券	3068	3068	3068	3068	归属于母公司净利润	376	506	663	843
其他长期负债	658	658	658	658					
长期负债合计	3726	3726	3726	3726	现金流量表 (百万元)				
负债合计	10393	10567	10780	10990	净利润	376	506	663	843
少数股东权益	105	103	100	97	资产减值准备	0	1	0	(1)
股东权益	5398	5281	5127	4931	折旧摊销	195	316	346	352
负债和股东权益总计	15897	15951	16007	16018	公允价值变动损失	5	5	5	5
					财务费用	171	192	194	197
关键财务与估值指标					营运资本变动	112	(248)	(319)	(303)
每股收益	0.66	0.89	1.16	1.48	其它	(1)	(3)	(2)	(3)
每股红利	0.81	1.09	1.43	1.82	经营活动现金流	687	577	693	893
每股净资产	9.46	9.26	8.98	8.64	资本开支	(252)	0	0	0
ROIC	4%	7%	9%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	7%	10%	13%	17%	投资活动现金流	(252)	0	0	0
毛利率	37%	39%	40%	41%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	11%	12%	负债净变化	(579)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	12%	14%	15%	支付股利、利息	(464)	(623)	(817)	(1039)
收入增长	2%	8%	7%	7%	其它融资现金流	1532	0	0	0
净利润增长率	5%	34%	31%	27%	融资活动现金流	(545)	(623)	(817)	(1039)
资产负债率	66%	67%	68%	69%	现金净变动	(110)	(46)	(125)	(146)
息率	4%	5%	7%	9%	货币资金的期初余额	2606	2497	2451	2326
P/E	30.8	22.9	17.5	13.8	货币资金的期末余额	2497	2451	2326	2179
P/B	2.1	2.2	2.3	2.4	企业自由现金流	554	713	834	1041
EV/EBITDA	23.8	17.6	14.7	12.5	权益自由现金流	1507	582	701	906

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				liuyan3@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252	郑灿	0755-82133043 13421837630		
				zhengcan@guosen.com.cn			
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252	廖雯婷	13726685252		
zhaohy@guosen.com.cn							
		周鑫	13726685252				