

# 顺鑫农业(000860.SZ)

2016年6月30日

## 业务向好，价值低估，等待改革 买入（上调）

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)

研究助理 汤玮亮

[tangwl@dwzq.com.cn](mailto:tangwl@dwzq.com.cn)

### 投资要点

■ **预计白酒 16 年将延续快速增长势头。**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。2012-2015 年顺鑫农业是白酒业务增速最快上市公司之一，年均复合增长率 12.8%，增速在 19 家白酒上市公司排名第 1 位。估计 1Q16 白酒业务收入增 12-13%，延续了 2015 年的稳健增长态势。参考现阶段白酒行业估值水平，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。

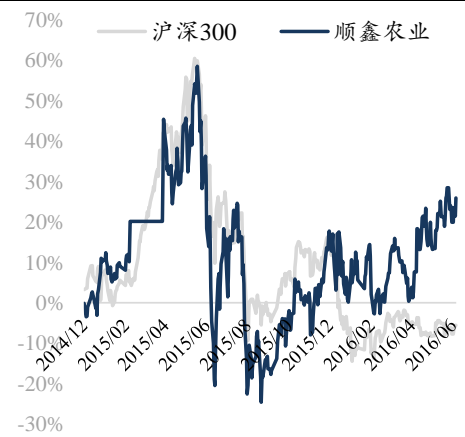
■ **16 年养殖+肉类加工总体盈利好于 15 年，猪价大涨，养殖业弹性较高，肉类加工业绩波动小于养殖。**2H15 开始养殖业务盈利明显好转，由于 1Q16 猪价同比上升，估计养殖业务实现扭亏。猪价上涨可能影响肉类加工盈利能力，但波动小于养殖业务，我们判断 2016 年肉类加工毛利率不会跌回 2011 年的低位，可维持盈利状态。

■ **非核心资产有序剥离，地产剥离将是重磅利好。**15 年非核心资产有序剥离，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，开发产品增加，估计 15 年地产的财务费用 0.7-0.8 亿。16 年财务费用继续上升，地产业务亏损幅度可能加大。未来若能顺利剥离，预计减亏对应 2016 年 EPS 超过 0.1 元。1H16 顺义房价同比涨幅超过 15%，土地增值收益可能明显上升。

■ **投资评级。**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，预计 2016-17 年净利同比+21%、+20%，实现每股收益 0.80、0.96 元。若地产业务能顺利剥离，则 16 年 EPS 将达到 0.95-1.0 元，12 个月目标价 30-32 元，目标市值 170-180 亿，上调至“买入”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。

### 行业走势



### 市场数据

收盘价(元)	23.78
一年最低价/最高价	13.77 / 24.67
市净率	2.46
流通 A 股市值(百万 元)	13388.1

### 基础数据

每股净资产(元)	9.67
资产负债率(%)	65.38
总股本(百万股)	570.59
流通 A 股(百万股)	563.00

## 目录

<b>1. 突出酒肉主业，期待国企改革</b>	<b>5</b>
<b>2. 预计白酒收入 16 年将延续 15% 的高增长</b>	<b>6</b>
2.1. 价位、能力、区域定位合理，白酒业务高增长	6
2.1.1. 二锅头工艺代表，北京及周边品牌影响力大	7
2.1.2. 白酒持续快速增长，是顺鑫主业最大的亮点	8
2.2. 行业-低档酒持续消费升级、集中度提升空间大	11
2.3. 产品-低档酒稳定增长，中档酒放量增长	11
2.3.1. 产品结构低端为主，中国民酒第一品牌	11
2.3.2. 重视低端市场，陈酿系列耕耘多年、一鸣惊人	15
2.4. 区域-外埠正处于高速增长期	17
2.4.1. 品牌、聚焦、大商制、渠道选择能力助牛栏山酒成为北京第一	17
2.4.2. 从 1+4+5 到 2+2+6，循序渐进，全国化进入第二阶段	18
2.5. 预计 16 年白酒 EPS 0.86 元，合理价值 120-130 亿	20
<b>3. 养殖业务 16 年业绩弹性较高</b>	<b>20</b>
3.1. 16 年猪价大涨，养殖业绩弹性较高	20
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	22
<b>4. 非核心资产有序剥离，地产若剥离将是重磅利好</b>	<b>25</b>
4.1. 非核心资产渐次剥离，主业越发突出	25
4.2. 地产业务 15 年拖累总体业绩，若能剥离将是重磅利好	26
<b>5. 盈利预测与投资评级</b>	<b>28</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图表 1: 顺鑫农业收入及增速.....	5
图表 2: 顺鑫农业净利及增速.....	5
图表 3: 2014 年顺鑫农业收入构成情况.....	5
图表 4: 2015 年顺鑫农业收入构成情况.....	5
图表 5: 顺鑫农业股权结构 (2015 年) .....	6
图表 6: 牛栏山主力产品: 黄瓷、三牛、百年红、陈酿.....	7
图表 7: 牛栏山酒主力产品价格.....	7
图表 8: 牛栏山在北京及周边地区品牌影响力较大.....	8
图表 9: 顺鑫农业白酒业务收入增速较快.....	8
图表 10: 2012-2015 年顺鑫农业白酒业务在上市公司中年均复合增速最快 .....	9
图表 11: 2015 年顺鑫农业白酒业务增 13%.....	9
图表 12: 估计上市公司在全价位收入占比超过 50% 单位: 百万元.....	11
图表 13: 估计上市公司在 100 元以下价格带收入占比仅为 20% 单位: 百万元.....	11
图表 15: 2014-2015 年公司白酒业务情况 .....	13
图表 15: 顺鑫农业白酒销量在上市公司中排名最高, 估计也是全国第一 (2015 年) .....	13
图表 16: 顺鑫农业白酒吨酒均价在上市公司中排名最低 (2015 年) .....	13
图表 17: 估计 2012 年陈酿系列占牛栏山酒收入比重 30-40% .....	14
图表 18: 估计 2015 年陈酿系列占牛栏山酒收入比重 40-50% .....	14
图表 19: 2014 年低档酒占牛栏山酒销量比重 92%.....	14
图表 20: 2015 年低档酒占牛栏山酒销量比重 93%.....	14
图表 21: 顺鑫农业高档酒销量.....	14
图表 22: 顺鑫农业中档酒销量.....	14
图表 23: 顺鑫农业低档酒销量.....	15
图表 24: 顺鑫农业白酒总销量.....	15
图表 25: 2015 年结构升级和产能利用率提高推动毛利率回升.....	15
图表 26: 估计白酒净利率 2015 年继续上升.....	15
图表 27: 顺鑫农业广告投入逐年增长 (2015 年) .....	16
图表 28: 牛栏山绿标陈酿北京价格体系 单位: 元/瓶.....	16
图表 29: 估算顺鑫农业 (白酒) 2015 年报表期间费用率超过 30%.....	18
图表 30: 2014 年、2015 年大本营和非大本营市场收入变化.....	20
图表 31: 2Q15 至今猪价同比持续回升.....	21
图表 32: 能繁母猪存栏同比持续下降.....	21
图表 33: 预计 2016 年猪肉价格将持续高位运行.....	21
图表 34: 2014 年、1H15 顺鑫的生猪出栏量约为 24、12 万头.....	22
图表 35: 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.....	22
图表 36: A 股生猪养殖上市公司估值对比 单位: 百万元.....	22
图表 37: 肉类加工业务收入.....	23
图表 38: 2015 年肉类加工业务毛利率小幅下降.....	23
图表 39: 屠宰业务产能利用率还有提升空间 单位: 万头.....	23

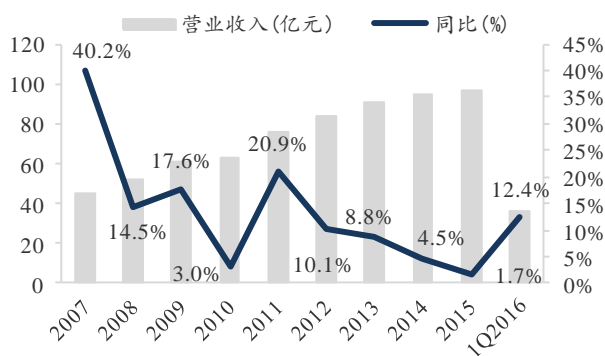
图表 40：肉类加工业务产能利用率还有提升空间.....	24
图表 41：肉类加工业务 16 年可维持盈利状态 单位：百万元.....	24
图表 42：生猪（种猪和育肥猪）出栏量持续增长.....	24
图表 43：牛羊肉消费占肉类消费比重较低（2015 年），提升空间大.....	25
图表 44：A 股肉类加工上市公司估值对比 单位：百万元.....	25
图表 45：15 年非核心资产持续剥离 单位：万元.....	26
图表 46：房地产业务收入.....	26
图表 47：顺鑫佳宇房地产净利润（未扣母公司分摊费用）.....	26
图表 48：顺鑫佳宇房地产开发成本明细（2015 年） 单位：百万元.....	27
图表 49：顺鑫佳宇房地产开发产品明细（2015 年） 单位：百万元.....	27
图表 50：截至 2015 年末公司在建房地产项目概况（单位：万平方米、亿元）.....	27
图表 51：北京顺义区房价走势.....	28
图表 52：重点白酒公司盈利预测与估值 单位：元（更新时间 2016-6-30）.....	28
图表 53：三年预测财务报表.....	30

## 1. 突出酒肉主业，期待国企改革

顺鑫农业主营业务覆盖面较广，包括白酒、肉类加工、房地产、农批市场等业务。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。

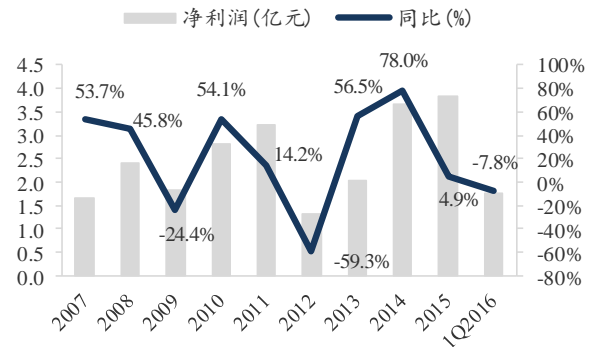
**突出酒肉主业，白酒占比持续提升，预计 16 年顺鑫农业的白酒营收占比 55%。**公司战略上，白酒和肉类加工将是核心产业，2015 年公司营收、净利同比小幅增长，增速不快主要由于白酒以外其它业务拖累所致。过去几年白酒业务收入、净利占比快速提升，15 年白酒业务占比 48%，预计 16 年白酒营收占比达到 55%，白酒业务是公司利润的主要来源，我们估计 2015 年白酒实现净利超过 4 亿，远高于其它主营业务。从营收、净利来看，2016 年白酒主业将越显突出。因此即使其它业务未能如期剥离，顺鑫农业已类似于单一主业公司，有助估值水平持续提升。

图表 1：顺鑫农业收入及增速



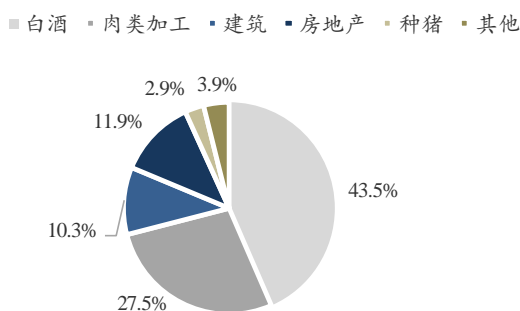
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：顺鑫农业净利及增速



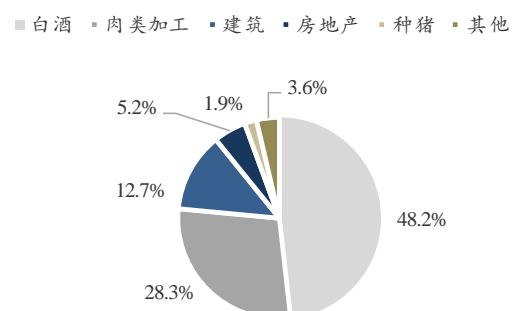
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3：2014 年顺鑫农业收入构成情况



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4：2015 年顺鑫农业收入构成情况



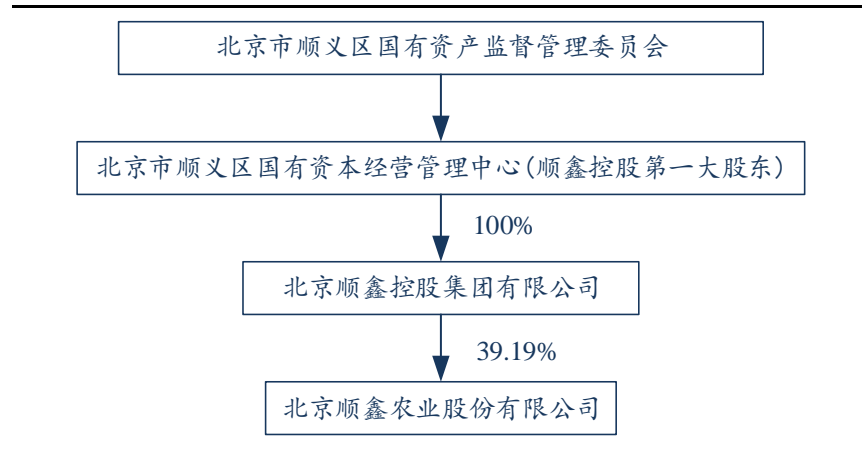
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

**战略规划上，酒和肉目标较高，酒肉之外业务将逐步剥离。**未来发展战略上，将突出上市公司主业，其它业务整合后放在集团层面。15 年一些小业务已陆续剥离，预计房地产业务找到合适的接盘方之后，也将剥离出去。预计未来 2-3 年，顺鑫农业将只剩下酒和肉两个业务。长远

来看，我们判断未来 5-10 年酒和肉也要分家。

顺鑫农业大股东是顺鑫控股，实际控制人是北京顺义区国资委。上市公司是顺鑫控股最重要的资产，2015 年顺鑫控股实现营收、净利 169.5、2.6 亿，其中顺鑫农业实现营收、净利 96.4、3.8 亿。

图表 5：顺鑫农业股权结构（2015 年）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

国企改革指导意见出台后，预计顺鑫农业的改革有望进一步推进，包括引入战略投资者和员工持股计划等。尽管中央版的国企改革意见与预期相比，并无太多惊喜，但是指导意见出来后，地方可以据此向前推进。北京市国资委 15 年 9 月份召开学习贯彻《关于深化国有企业改革的指导意见》会议，会议要求，进一步完善已有的工作计划，进一步研究提出推进改革的具体措施，有针对性地指导市属企业开展相关工作。

我们判断，包括顺鑫农业在内的北京国企，16-17 年在引入战略投资者、员工持股等方面可能会有进一步的动作，虽然国企性质无法改变，但可以借此完善治理结构和高管激励，同时期待政府下放部分权力，推进决策市场化。2016 年 2 月，北汽集团作为战略投资者通过无偿划转方式重组北京市工业设计院，持有其 40% 股权。市工业院与汽车工业相关的业务，可借助北汽集团广泛的产业布局拓展市场。同月，北控集团合并重组北京市政院，在环保、路桥等方面，双方可实现优势互补，产业链完善，优势产业拓展等战略目标。2016 年 6 月，北控集团试水混合所有制经济，与加多宝集团签署战略合作框架协议，计划展开多领域深度合作，实现多元化发展。预计 2016 年，北京市国资委将进一步敦促下属企业建立现代企业制度，并启动职业经理人、企业信息公开等试点，改善企业治理结构，释放改革活力。

## 2. 预计白酒收入 16 年将延续 15% 的高增长

### 2.1. 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 100-120 元的中档酒，主要由民间大众消费推动，需求稳定增长，部分价格带增速较快。

**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。

### 2.1.1. 二锅头工艺代表，北京及周边品牌影响力大

顺鑫农业白酒业务以牛栏山酒为主，还包括宁城老窖。牛栏山酒产品主要包括二锅头系列（清香）和百年系列（浓香），现阶段浓香型酒占比已大于清香型。

**牛栏山二锅头在北京及周边有较强的品牌影响力。**牛栏山产品宣传理念立足北京，定位在“正宗北京味”，容易得到当地消费者的认同。牛栏山酒历史可追溯到清朝年间享誉京城的“东路烧酒”。自 1952 年在富顺成、魁盛号、义信和公利四家烧锅的基础上成立至今。现阶段，牛栏山是北京地区销量和收入规模最大的白酒企业，与红星同为北京地产白酒最好的两个品牌，在北京地区及周边品牌影响力较大。

图表 6：牛栏山主力产品：黄瓷、三牛、百年红、陈酿



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 7：牛栏山酒主力产品价格

产品系列	主力单品	价格（元/瓶）
经典（黄瓷）	牛栏山经典二锅头 52 度 500ml	373
	牛栏山经典二锅头 45 度 500ml	338
百年	牛栏山百年陈酿 52 度 400ml	118
	牛栏山百年陈酿 36 度 400ml	108
百年红	牛栏山百年红 10 年白酒 38 度 500ml	84
	牛栏山百年红 8 年白酒 38 度 500ml	56.5
陈酿系列	牛栏山精制陈酿 43 度 330ml（牛白瓶升级版）	19.8
	牛栏山二锅头陈酿 A 标 AY42 度 500ml	14

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 8：牛栏山在北京及周边地区品牌影响力较大

重要事件

1952 年 10 月，在富顺成、公利、魁胜号、义信共 4 家烧锅的基础上正式组建牛栏山酒厂。

1994 年，“华灯牌”北京醇荣获第 32 届布鲁赛尔国际精品博览会金奖。

1999 年 12 月，被授予“中华老字号”荣誉称号。

2002 年 11 月，北京市首家获得“地理标志认证”保护的出口企业。

2006 年 1 月，“牛栏山”商标被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”。

2006 年 10 月，经中国酿酒工业协会专家评定，牛栏山二锅头被认定为中国白酒清香型（二锅头工艺）代表。

2006 年 12 月，牛栏山酒厂（注册商标“牛栏山”）成为首批被国家商务部认定的“中华老字号”。

2007 年 6 月，牛栏山二锅头传统酿造技艺入选北京市非物质文化遗产名录。

2007 年 12 月，中国合格评定国家认可委员会颁发“实验室认可证书”。

2008 年 2 月，国家标准化管理委员会公布“地理标志产品 牛栏山二锅头酒”国家标准批准发布。

2012 年 7 月，“牛栏山一号”酒曲搭载神舟九号飞船太空归来。

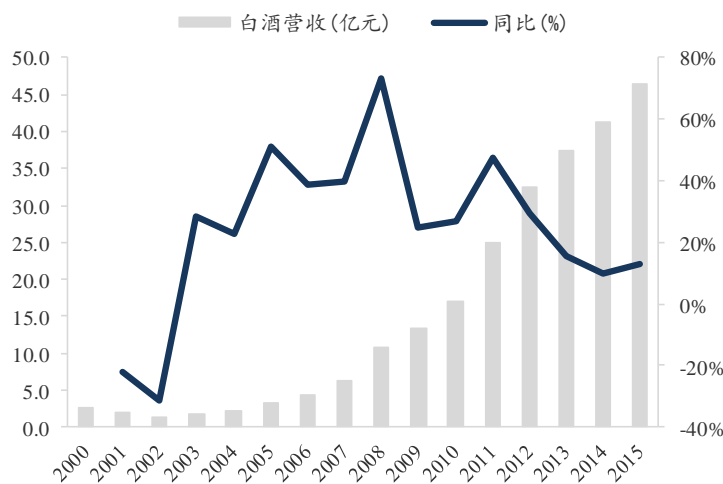
2014 年 05 月，牛栏山酒厂出品的“36 度百年三牛”、“52 度经典二锅头”等产品获评首批“原汁原味北京老字号最具代表性产品”。

资料来源：东吴证券研究所

2.1.2. 白酒持续快速增长，是顺鑫主业最大的亮点

白酒业务是顺鑫农业最大的亮点，2012-15 年均复合增长率 12.8%，增速在 19 家白酒上市公司排名第 1 位。估计 1Q16 白酒业务收入增 12-13%，延续 2015 年的稳健增长态势，营业税金及附加同比增 31%，远高于收入，同时结合草根调研判断，白酒留有余力，终端实际销售好于报表水平。

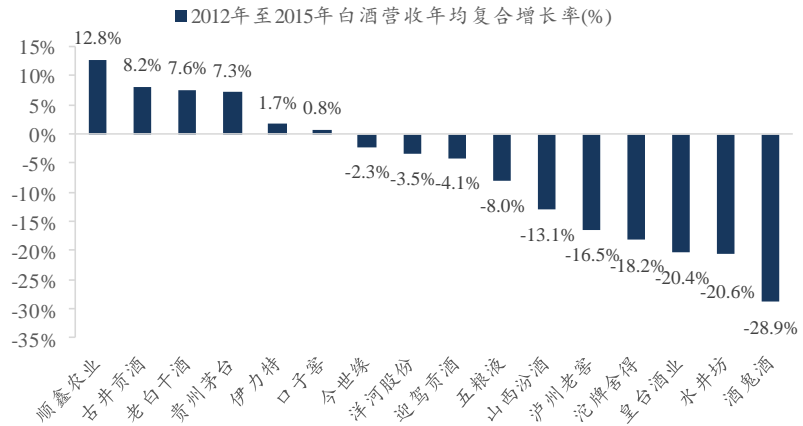
图表 9：顺鑫农业白酒业务收入增速较快



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

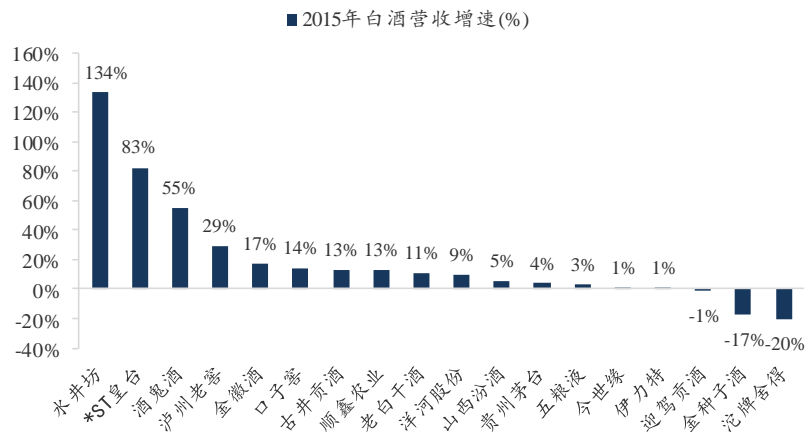


**图表 10： 2012-2015 年顺鑫农业白酒业务在上市公司中年均复合增速最快**



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

**图表 11： 2015 年顺鑫农业白酒业务增 13%**



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

牛栏山酒过去和未来成长的逻辑可归纳为行业和公司两方面：

**1. 行业因素：100 元以下低端酒市场空间大，集中度低，民间消费推动需求持续升级。**

低端酒空间足够大，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超过 50%。该价格带市场集中度明显低于 100 元以上，缺乏强势竞品，较少上市公司介入，而上市公司群体代表了中国最优秀的白酒。综合考虑品牌忠诚度、价格定位、消费者群体等特点，我们认为 100 元以内，特别是 0-50 元价格带白酒特点类似于 20 年前的啤酒，未来市场集中度有望持续提升。优秀企业在低档白酒市场占有率提升空间大于其它价格带，大有可为。

**消费持续升级，100 元以下低端酒主要由民间大众消费推动，13-15**

年需求增速好于其它价格带，未来需求可持续稳定增长。根据 13-15 年春节销售数据、统计局的行业数据和商超数据推算，可以推算民间需求增长很快。该价格带需求以民间需求为主，商务需求占比低于 100 元以上，因此我们估计整风运动期间，13-15 年 100 元以下低档酒实际需求保持了年均 10% 以上的稳定增长，过去 3 年行业收入的增长也主要来自这个价格带，预计未来需求可持续稳定增长。根据草根调研来看，消费者对光瓶酒的接受度持续提高，估计 13-15 年收入增速快于低档盒装酒，随着消费升级，未来有望保持 15% 以上的增长。

## 2. 公司因素：先天的品牌优势明显，产品、能力、区域定位合理。

**先天的品牌优势明显，北京旺销强化品牌地位。**一方面，北京二锅头先天的全国品牌影响力较强，是二锅头品类的代表产品，另一方面，考虑到北京作为首都，地理位置特殊，北京旺销相当于在全国范围做了免费的广告，京味儿文化能够带给外埠市场消费者不同的酒文化感受。北京二锅头具全国知名度，牛栏山市场的稳定性好于老村长、龙江家园。

### 具体操作层面，产品、能力、区域定位合理。

#### (1) 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。**整风运动前，公司产品结构向上延伸和向下延伸并举，而多数二三线白酒放弃了低档酒，产品结构单方向向上升级，因此牛栏山由于对低端产品重视程度高于其它上市公司，也符合了二锅头产品亲民的形象。营销持续投入，主打产品思路清晰，低端品聚焦资源于陈酿。品类实现创新，包括香型和颜色。公司的成本控制能力强，低端的陈酿毛利率可超过 50%，更好地支撑了公司低端酒定位。基于陈酿系列的成功经验，未来牛栏山酒有望出现 100 元以内的明星产品群，类似于于洋河的 100-300 元价格带的海天系列。

#### (2) 能力定位合理

**对自身能力定位清晰，依托大商，合理管控。**国企体制下大客户制回避销售短板，公司的经销商选取思路主要是扶持大商，小商作为补充，销售人员配合大商去做渠道。不过，公司对大商并非放任自流，公司对市场秩序维护较好，如产品区隔防止窜货，适时挺价延长产品生命周期，不压货维护渠道合理利润等。

#### (3) 区域定位合理

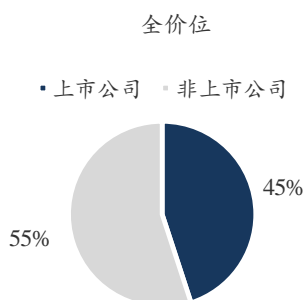
**阶段性的重点区域思路清晰，从北京起步，重点市场集中投入，层层推进。**2007 年到 2011 年，公司通过资源聚焦，北京市场快速增长，超越了红星，成为北京市场的绝对龙头，同时北京旺销强化了品牌地位。环京市场从 2011 年开始培养，在环京市场形成一定规模后，2015 年公司的全国化已经进入第二阶段，一方面推动三牛等中档酒布局环京市场渗透率，另一方面通过低端陈酿，投入资源运作消费能力较强的南方市场。

## 2.2. 行业-低档酒持续消费升级、集中度提升空间大

**低档白酒市场空间大，集中度高，大有可为。**100 元以下是被资本市场忽略的价格带。由于该价格带产品盈利能力较弱，因此对于以中高价位产品为主的上市公司而言，该价格带产品即使保持快速增长，短期也难以弥补中高价位产品下滑导致的利润下滑，因此这也是资本市场忽视的一个价格带。综合考虑品牌忠诚度、价格定位、消费者群体等特点，我们认为 100 元以下，特别是 0-50 元价格带白酒特点类似于 20 年前的啤酒，未来市场集中度有望持续提升。优秀企业在低档白酒市占率提升空间大于其它价格带，大有可为，重点关注顺鑫农业。

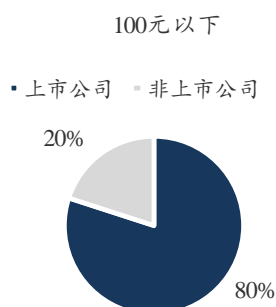
**100 元以下价格带主要由民间大众消费推动，需求稳定增长，部分价格带增速较快。**根据春节销售数据、统计局的行业数据和商超数据推算，可以推算民间需求增长很快。该价格带需求以民间需求为主，商务需求占比低于 100 元以上，因此我们估计整风运动后，13-15 年 100 元以下低档酒实际需求保持了年均 10% 以上的稳定增长，行业收入的增长也主要来自这个价格带。预计 16-17 年收入有望保持 10% 的增长，0-50 元光瓶酒更快。

图表 12: 估计上市公司在全价位收入占比超过 50%  
单位: 百万元



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 13: 估计上市公司在 100 元以下价格带收入占比仅为 20% 单位: 百万元



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

**100 元以下价格带市场集中度低，特别是 0-50 元。**根据我们测算，估计上市公司在这个价格带的占比仅为 20% 左右，而上市公司在白酒行业的收入占比超过 50%。我们认为 0-50 元价格带空间很大，产品正处于升级期，集中度在快速提升。根据我们测算的 100 元以下产品均价，并结合渠道模式判断，估计 0-50 元市场收入容量大于 50-100 元，同时该价位产品正处于升级期，如光瓶酒正在持续替代散酒的市场份额。我们估计 0-50 元市场的上市公司的集中度远低于 20%，优势企业集中度提升空间大于其它价格带。

## 2.3. 产品-低档酒稳定增长，中档酒放量增长

### 2.3.1. 产品结构低端为主，中国民酒第一品牌

牛栏山酒低端产品占比较高。根据我们估算，估计出厂价 50 元以上产品收入占比 20% 左右，10 元以下占比 66%，10-50 元占比 13%。整风运动前，公司产品结构向上延伸和向下延伸并举，同时推高端的黄瓷和低端的陈酿，而多数二三线白酒放弃了低档酒，产品结构单方向向上升级，如汾酒、古井、沱牌、金种子等。由于对低端产品重视程度高于其它上市公司，且低端酒占比高、产品均价低，二锅头产品形象亲民，因此，整风运动开始后，受影响相对较小。2014 年、2015 年牛栏山酒销量分别为 26、29 万吨，其中低档酒销量占比超过 90%。

分品种看：

- **三牛、红系列为代表的中档酒是 15-16 年的亮点，行业弱复苏+陈酿的市场基础，估计 2015 年、1Q16 以三牛为代表的中档酒可实现 20% 左右的增长。**百年系列已经培育超过 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 100-150 元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。受益于 80-120 元价格带的消费升级，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，估计三牛、红系列 2015 年、1Q16 收入实现 20% 左右的增长，估计 2015 年百年系列和红系列报表口径销售收入 10 亿左右。
- **估计 2015 年、1Q16 定位低端的陈酿系列产品收入 10-15% 的增速，与整体增速基本同步。**陈酿系列是牛栏山抢占北京 10 元低端酒市场的战略产品。2009 年以后，牛栏山推出了定价在 10 元价格区间，以牛栏山 46°陈酿、牛栏山 42°陈酿为代表的低端价格带产品，经过几年的培育，2013-2015 年低端的陈酿系列快速增长。虽然陈酿系列产品定价低，但由于公司成本管控好，盈利能力较强，估计毛利率水平可接近公司平均水平，超过 50%。估计 2015 年收入增 10-15%，20 亿左右，同价位全国单品销量第一，20 元以下产品的绝对王者。
- **估计 2015 年定位 300-400 元的黄瓷恢复增长。**黄瓷经典二锅头是高档酒中的主力品种，受整风运动的影响较大，2013-2014 年销售承压，收入持续大幅下滑。整风运动前，黄瓷零售价格 400-500 元，现阶段黄瓷降至 300-400 元。由于高端酒需求整体恢复增长，五粮液挺价对 300-500 元价位酒挤压程度减轻，同时黄瓷价格降至 300-400 元后享受该价格带的消费升级，估计 2015 年黄瓷可以恢复增长。
- **宁城老窖销售不理想，内蒙市场比较差。**前几年主打目标高档酒，因此转向低档酒需要程，在还处于转型期，2014 年、2015 年仅实现销售收入 0.75 亿、0.70 亿，处于亏损状态。

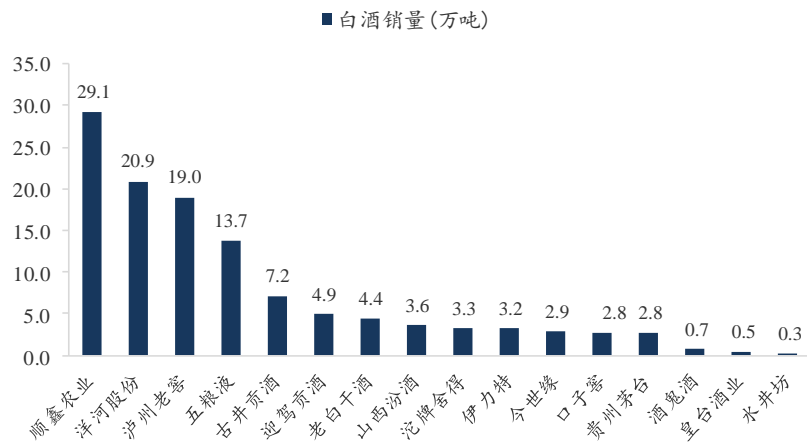
图表 14：2014-2015 年公司白酒业务情况

品牌	2014 年			2015 年		
	销量(吨)	收入(万元)	毛利率(%)	销量(吨)	收入(万元)	毛利率(%)
牛栏山	262,971	404,522	57%	289,743	457,801	62%
宁城老窖	2,061	7,492	56%	1,578	6,990	59%
合计	265,032	412,014	57%	291,321	464,790	62%

资料来源：公司数据，Wind 资讯，东吴证券研究所

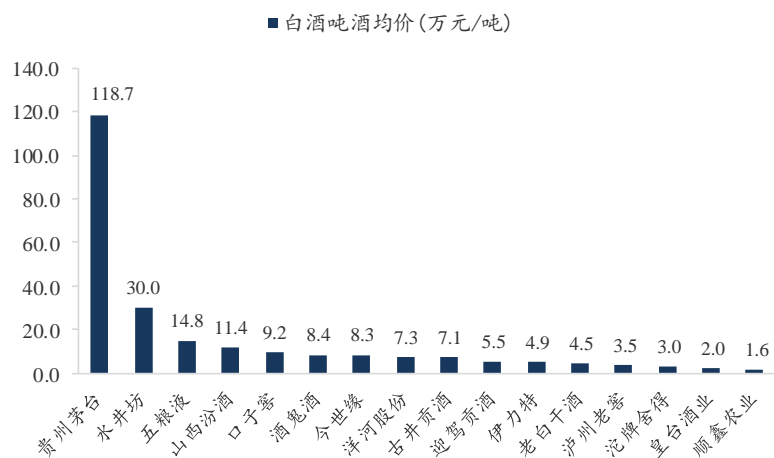
规模效应体现，预计未来毛利率还有提升空间。由于陈酿系列等产品收入占比大幅提升，2014 年毛利率同比下降。但随着规模效应显现和三牛恢复增长，2015 年白酒毛利率同比上升 5pct 至 62%，预计未来毛利率还有提升空间。

图表 15：顺鑫农业白酒销量在上市公司中排名最高，估计也是全国第一（2015 年）



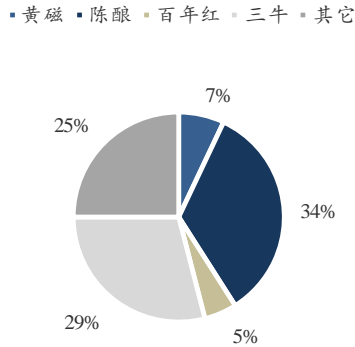
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 16：顺鑫农业白酒吨酒均价在上市公司中排名最低（2015 年）



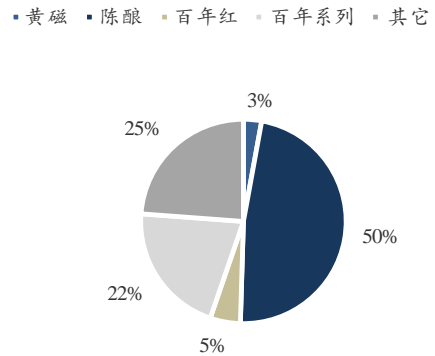
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 17: 估计 2012 年陈酿系列占牛栏山酒收入比重 30-40%



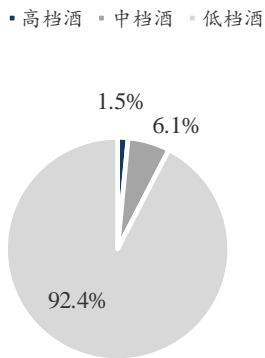
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 18: 估计 2015 年陈酿系列占牛栏山酒收入比重 40-50%



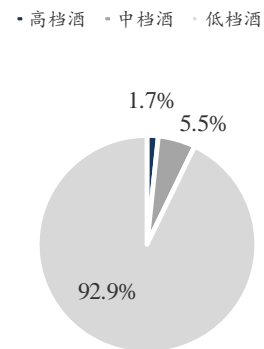
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 19: 2014 年低档酒占牛栏山酒销量比重 92%



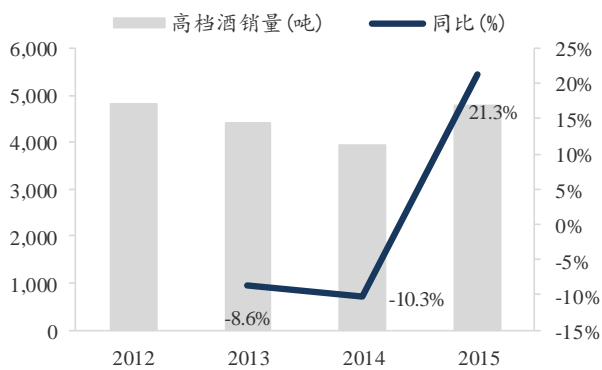
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 20: 2015 年低档酒占牛栏山酒销量比重 93%



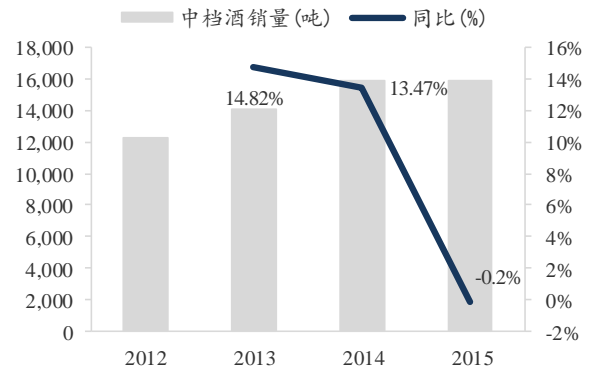
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 21: 顺鑫农业高档酒销量



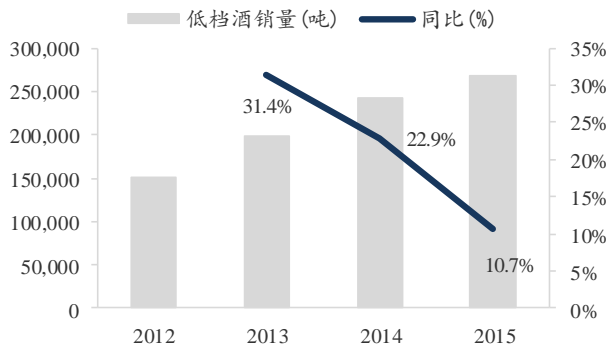
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 22: 顺鑫农业中档酒销量



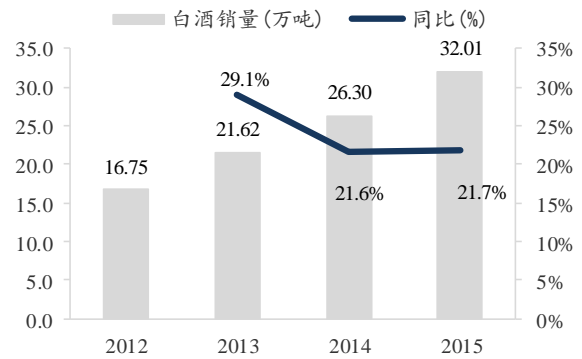
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 23: 顺鑫农业低档酒销量



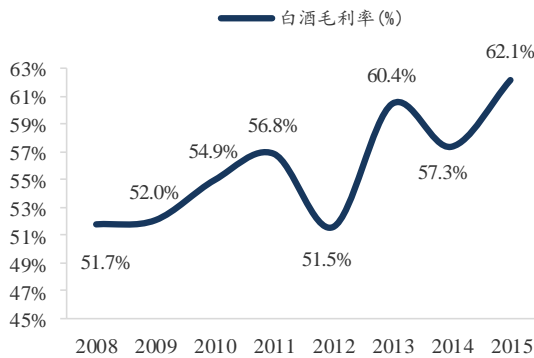
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 24: 顺鑫农业白酒总销量



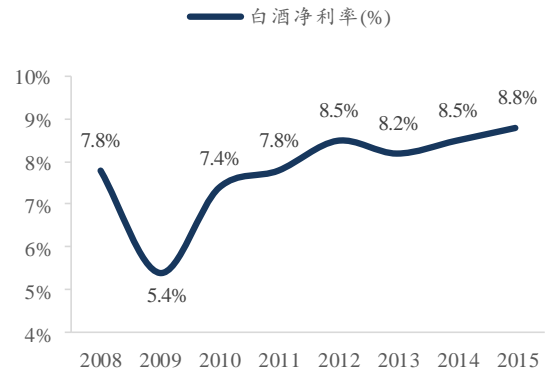
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 25: 2015 年结构升级和产能利用率提高推动毛利率回升



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 26: 估计白酒净利率 2015 年继续上升



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 2.3.2. 重视低端市场, 陈酿系列耕耘多年、一鸣惊人

陈酿是牛栏山酒中最突出的单品, 也可以说陈酿成就了牛栏山酒今天的定位。我们认为, 陈酿的爆发除了价格定位合适之外, 还有几个原因:

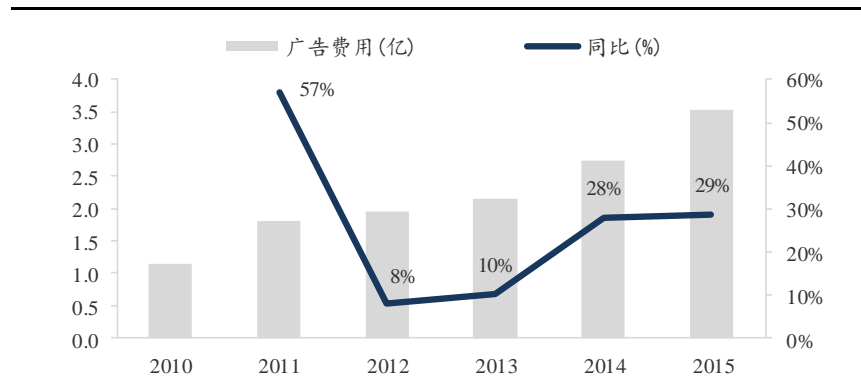
1. 公司将陈酿做成一个生命周期较长的单品, 市场策略不投机。陈酿推出至今已经超过 10 年, 耕耘多年, 一鸣惊人。公司能够耐住寂寞, 稳打稳扎, 适时控量挺价, 以实现终端价格的稳定, 有助于陈酿产品延长生命周期。公司对陈酿也做了升级, 升级陈酿的价格比老产品高 3 元, 目前主要在外埠销售, 未来可自然地承接向上消费升级, 同时新品陈酿可以推动外埠市场经销商升级转型。

2. 营销持续投入, 牛栏山的整体品牌知名度提升, 定位低端的陈酿系列最受益。2007 年公司聘请王刚成为牛栏山的形象代言人, “正宗二锅头、地道北京味” 的宣传理念, 助力牛栏山在北京地区及周边地区实现快速成长。过去几年公司的广告费投入逐年增加, 2010-2015 年年均复合增速 25.2%, 估计主要用于白酒投放, 品牌影响力持续提升。公司对

中高端和低端均很重视，由于二锅头产品先天形象亲民，因此持续的营销投入效果在陈酿系列上体现最明显。不过随着白酒规模的扩大，广告费占收入比重有望下降，从而带来白酒销售费用率下降。

**3. 主打产品思路清晰，低端品聚焦资源于陈酿。**牛栏山酒产品虽多，但单品突出，公司在 50 元以下价格段主推陈酿，与老白干等竞品的思路不同，因此顺利抢占 10-20 元的价格段位。公司对低档酒的主力价格带判断准确，公司在 50 元以下价格带有多个产品，在北京市场的快速发展阶段，主推 10-20 元的陈酿确保成功，享受 10 元以下消费升级。在北京市场形成大单品后，再依托北京首都的影响力，快速向省外推广。

图表 27：顺鑫农业广告投入逐年增长（2015 年）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

**4. 渠道体系维护情况较好，产品区隔防止窜货，适时挺价延长产品生命周期，不压货渠道利润合理。**（1）适时挺价可延长产品生命周期。15 年 9 月中下旬，牛栏山对经销商发出通知，要求牛栏山陈酿 42°（500ml\*12）一批价不得低于 120 元/箱，适时挺价可延长产品生命周期，2016 年 5 月 1 日，每件涨价 12 元，出厂价 9.5 元/瓶。（2）做好区域间隔，如公司在瓶标上对区域进行区隔以一定程度防止窜货，陈酿北京市区和郊区分 A 标和 B 标，大本营和外埠的产品也有区隔。（3）公司对各地供货平衡能力很强，价格秩序管控好，类似于茅台。不压货，对渠道促销支持少，要求经销商通过价差来获得利润。公司没有具体的硬性销售任务，根据终端需求对终端投放量做好控制。另外，牛栏山常对陈酿产品使用饥饿营销，也对产品的提价及价格秩序管控起到积极作用。

图表 28：牛栏山绿标陈酿北京价格体系 单位：元/瓶

产品	出厂价	一批价	零售价
42 度陈酿	9.5	11-12	14-15

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

**5. 品类创新，包括香型和颜色。**根据市场需求开发低度浓香产品，实现差异化竞争。由于北京外来人口较多，浓香型白酒的适应范围大于清香型，因此低度浓香的陈酿 42 度和三牛 36 度，能更好地满足北京市场。另外，酒体开发设计好，10 多元的光瓶酒，消费者普遍反映饮后舒适度很高。绿标，颜色上形成较好的品牌区隔。绿标陈酿出现前，绿色



较少应用于白酒，能够在颜色上形成较好的品牌间隔，类似于洋河的蓝色经典等。

**6. 成本控制能力强。**公司的成本控制能力强，尽管出厂价不高，但毛利率可超过 50%，远高于五粮液尖庄、老窖二曲等名酒旗下的低档酒。而且随着销售规模的扩大，规模效应越来越明显，类似于大众品的成本变化路径。

在做好上述基础工作后，陈酿单品实现持续放量。基于陈酿系列的成功经验，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。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，类似于于洋河 100-300 价格带的海天系列。

## 2.4. 区域-外埠正处于高速增长期

### 2.4.1. 品牌、聚焦、大商制、渠道选择能力助牛栏山酒成为北京第一

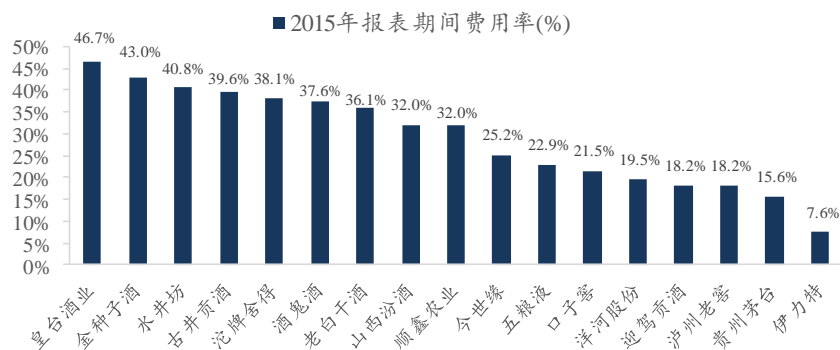
牛栏山酒北京市场已在中低档酒领域实现较高的市场占有率，预计未来将保持平稳增长。牛栏山酒在北京中低端酒市场优势明显，产品主要竞争对手是红星，牛栏山销售收入超过红星 10 亿以上。估计北京市场 2015 年贡献收入 20 亿左右，占公司白酒收入比重 40-45%。根据人口数量和人均收入推算，北京市场的市场容量 80-100 亿，牛栏山市场份额占比 20-25%，其中低档酒占比可能达到 50-60%。随着公司已在中低档酒实现较高占有率，我们认为北京的市占率继续大幅提升的难度较大，未来将平稳增长。估计北京市场 2015 年增长 5-10%，预计未来几年主要来自于居民消费升级，收入增速维持在 5-10%。

北京市场过去几年的成功经验，对未来外埠市场的发展有很好的借鉴意义，我们这里总结了北京市场过去几年成功的原因：

- 牛栏山二锅头在北京及周边有较强的先天品牌影响力，我们在 2.1 部分已做了说明。
- 市场启动阶段，集中资源做北京市场。2011 年之前牛栏山主要精力放在北京，集中资源做北京表现得很明显，包括在多种媒体组合上有大手笔的广告投入，选择影星王刚做品牌代言人，每个节假日精心策划组织促销活动，组织“正宗二锅头，地道北京味”、“顺鑫欢乐一日游，寻二锅头之源头”等主题活动，这些行为强化了区域聚焦战略。而同城红星在北京和外埠市场同时铺开市场，反而导致资源不够聚焦，被牛栏山酒持续拉开差距。
- 对自身能力定位清晰，依托大商，合理管控。国企体制下大客户制回避销售短板，公司的经销商选取思路主要是扶持大商，实施“大客户制”，小商作为补充，销售人员配合大商去做渠道，

维护好市场秩序。公司在北京市场与创意堂、朝批、京糖、京柳、首森等大商均保持了良好的合作，这些经销商销售收入规模均过亿，如创意堂一家占北京市场收入比重超过 30%。扶持大商有助于公司快速填补空白区域市场。但这种模式下公司对经销商的依赖度高，因此需要给渠道更多的支持，一方面产品实际出货价较低，另一方面报表体现的费用率水平较高。我们估算牛栏山酒 2015 年报表体现的期间费用率合计超过 30%，若考虑经销商层面体现的销售费用，实际销售费用率水平更高，在白酒上市公司中位于较高位置。不过，公司对大商并非放任自流，我们在对北京市其它白酒竞品经销商的调研中可以看到，普遍对牛栏山的渠道管控能力和费用投放的有效性认同度高。

图表 29：估算顺鑫农业（白酒）2015 年报表期间费用率超过 30%



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

- **渠道选择因势而变，层层推进，深度掌控。**2008 年前，餐饮和商超是牛栏山两大主销渠道。2005 年牛栏山从餐饮渠道切入北京市场，建立起产品标杆，餐饮终端早期公司做直营，后来改变了直营餐饮店的工作思路，依托核心经销商开发餐饮终端。商超渠道早期以北京朝批为主，后来公司扩大了在大型批发市场的份额，从朝批一家发展到了四家来做，基本上覆盖了整个市区的商超。2008 年，随着市场形势的变化，牛栏山开始切入流通渠道，从“以餐饮打基础，通过商超实现增量”发展成了“以餐饮打基础，商超定价格，流通出增量”，正确的渠道选择推动了北京地区三牛、陈酿等品种持续快速放量增长。从重点渠道的选取上，我们认为公司销售团队把握市场形势变化的能力较强。

#### 2.4.2. 从 1+4+5 到 2+2+6，循序渐进，全国化进入第二阶段

**区域选择从 1+4+5 到 2+2+6。**2007 年到 2011 年，公司通过资源聚焦，北京市场快速增长，超越了红星，成为北京市场的绝对龙头。2011 年，公司进入环京战略的拓展阶段，2012 年提出了“1+4+5”亿元板块联动战略，以北京市场为核心，将天津、保定、呼和浩特、沧州打造成 4 个亿元市场，山东、山西、河南、内蒙、辽宁培育成为 5 个省级亿元市场，目前该目标已经基本实现。2015 年，公司提出“2+2+6”的新目标，

第一个 2 指的是北京和天津，第二个 2 指的是长三角和珠三角，6 是指的山东、辽宁、内蒙、山西、河北、河南。

**全国化进入第二阶段，低端陈酿全国化，中档酒环京市场扩张，预计 16 年白酒业务可增 15%。**陈酿正在向全国空白区域铺货推广，推进全国化。行业处于复苏期，同时陈酿打下了较好的市场基础，中档酒在环京市场扩张提速，估计百年红、三牛为代表的 50-100 元价格带产品可实现较快增长。

**估计 2015 年外埠市场增长 15-20%，预计 16-17 年继续保持较高增速。**估计 2015 年环京市场继续保持快速增长，形成了环京板块化市场，另外环京以外市场也初露峥嵘，外埠市场总体增速 15-20%。综合考虑区域品牌影响力、产品形象定位、北京市场的成功经验，全国化进入第二阶段，我们认为外埠市场 2016-2017 年可实现 20% 左右的增长。

牛栏山酒在外埠市场高增长的原因：

- **先天的品牌优势明显，北京旺销强化品牌地位。**牛栏山第一阶段的全国区域策略主要围绕北京白酒市场向外扩散，形成一种面的扩张。一方面，北京二锅头先天的全国品牌影响力较强，是二锅头品类的代表产品，另一方面，考虑到北京作为首都，地理位置特殊，北京旺销相当于在全国范围做了免费的广告，京味文化能够带给外埠市场消费者不同的感受，有助于外埠市场的拓展，特别是环京市场。而环京市场中，除了山西和河南之外，该区域中并无特别强势的白酒品牌。
- **外埠市场主要配合经销商做细市场，与大商合作关系稳定，类似于北京市场。**外埠市场拓展也主要以大商为主，与经销商合作的稳定性高，如在安徽与远景合作，远景作为省级平台商，在上海、浙江地区部分品种由北京的创意堂经销。虽然与一些优秀的竞品相比，公司渠道做得还不够细，但牛栏山由于给经销商产品结算价格较低，经销商的费用操作空间大，同时公司对市场化秩序维护较好，较少大型的消费者促销活动和终端压货，与老白干、汾酒、东北酒等不同，有助于渠道体系的稳定。因此，经销商利益可得到保障，能更好地调动经销商的资源，弥补公司销售团队人员的不足。
- **扩张思路稳健，区域操作模式稳扎稳打，阶段性的重点区域思路清晰。**坐稳一个市场之后，然后再逐步向周围拓展，提高成功的概率，而不是大量空白区域全面铺开，广撒费用。阶段性的重点区域思路清晰，环京市场从 2011 年就开始培养，在环京市场形成一定规模后，2015 年公司的全国化已经进入第二阶段，开始进入消费能力较强的长三角、珠三角市场。
- **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 80-120 元的三牛和红系列。**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，2015 年收入同比增 22.5%，远高于省内 2.3% 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，有助于中档酒导入这些区域。**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、1Q16 环北京市场三牛和红系列增速较快。

**图表 30：2014 年、2015 年大本营和非大本营市场收入变化**

	2014 年		2015 年		备注
	省内(大本营)	省外(非大本营)	省内(大本营)	省外(非大本营)	
泸州老窖	-44.5%	-51.1%	3.9%	23.0%	西南
酒鬼酒	-54.2%	-33.8%	92.2%	30.8%	华中
洋河股份	0.1%	-6.3%	2.3%	22.5%	江苏
老白干酒	16.4%	18.1%	9.0%	14.1%	华北
水井坊	-26.7%	-24.0%	44.0%	166.3%	四川
山西汾酒	-39.4%	-30.1%	5.8%	4.7%	山西
今世缘	-3.9%	-14.3%	0.5%	8.3%	江苏
青青稞酒	-9.4%	5.3%	-2.5%	9.1%	青海

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 2.5. 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 46 亿、8.8% 净利率估算，白酒可为上市公司贡献净利超过 4 亿，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。

## 3. 养殖业务 16 年业绩弹性较高

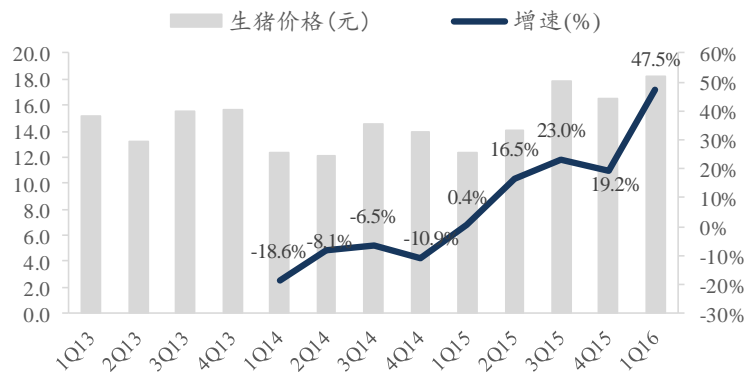
### 3.1. 16 年猪价大涨，养殖业绩弹性较高

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。

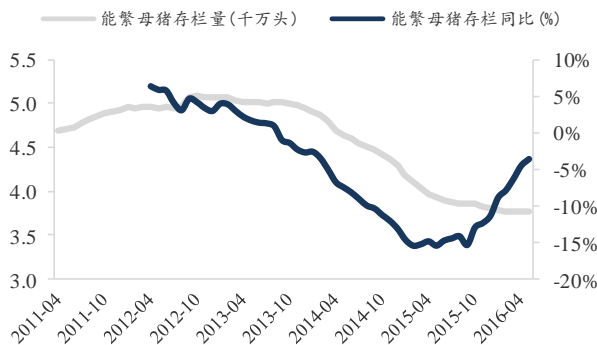
**生猪存栏数量、能繁母猪存栏数量同比减少，将支撑生猪价格 2016 年全年持续高位运行。** 2016 年 5 月，生猪存栏量同比-2.9%，预计短期 7 月至 9 月生猪供应短缺明显。2016 年 5 月，能繁母猪存栏数量，环比-0.3%，同比-3.6%，未来 10 个月，生猪供应仍有缺口，猪肉价格仍处于上涨周期，但受国家冷冻猪肉投放等调控措施的影响，猪肉价格上涨空间有限。预计 2016 年生猪价格将在 20 元/公斤的水平波动。

**图表 31: 2Q15 至今猪价同比持续回升**



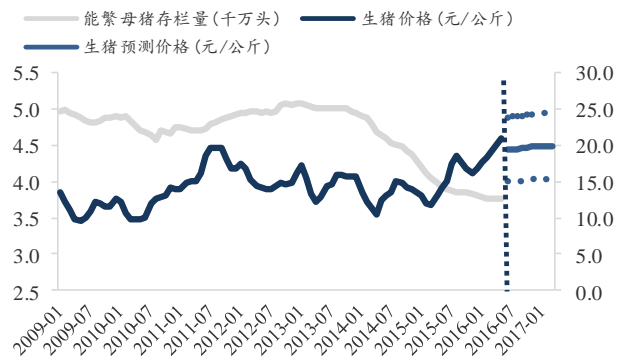
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

**图表 32: 能繁母猪存栏同比持续下降**



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

**图表 33: 预计 2016 年猪肉价格将持续高位运行**



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

**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，2013-2015 年养殖业务收入增-8.8%、0.8%、-33.0%，考虑猪价提升幅度较大，估计 2016 年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，由于 1Q16 猪价同比上升，估计**

**养殖业务实现扭亏。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 3000-4000 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 34：2014 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	144,138

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

**图表 35：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	2015A	2016E
销售收入	274	276	185	259
同比增速	-8.8%	0.8%	-33.0%	15.0%
毛利率	-4.1%	-11.8%	0.7%	15.0%
净利（未扣母公司费用）	2.7	-66.3	-17.9	37.5
净利率	1.0%	-24.0%	-5.0%	12.0%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

我们按照 2015 年 3.5-4 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 6.5 倍，考虑到顺鑫多主业的因素，我们按照 15 年 3.5-4 倍 PS 测算，养殖业务合理价值为 10 亿。

**图表 36：A 股生猪养殖上市公司估值对比 单位：百万元**

证券简称	总市值 (百万元)	营收		净利		PS		P/E	
		14 年	15 年	14 年	15 年	14PS	15PS	14E	15E
罗牛山	7,427	1,006	730	55	65	4.0	9.9	84.9	165.6
雏鹰农牧	18,717	1,762	3,619	-184	230	4.8	6.2	-	-
牧原股份	26,118	2,605	3,003	80	596	4.1	8.7	66.9	68.3
温氏股份	157,568	38,040	48,237	2,877	6,636	4.7	3.7	67.7	26.5
新五丰	5,972	1,302	1,326	-69	6	2.3	4.0	-	-6,840.1
平均	43,160					4.0	6.5	2.3	-1,694.4

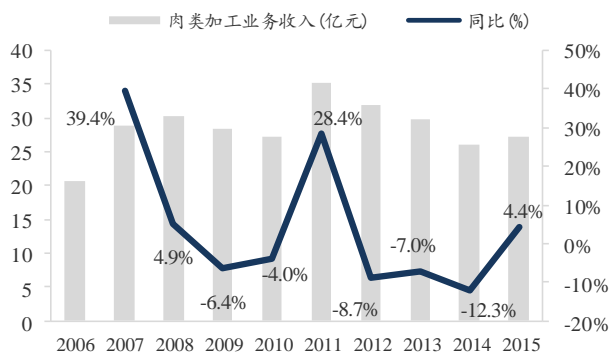
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 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 40% 以上的市场份额，历史上最高屠宰量达到 330 万。

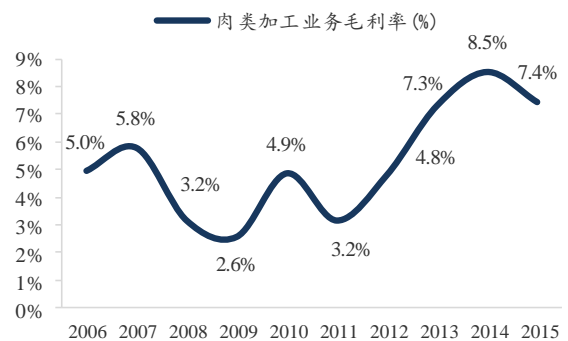
相对于市场份额，现阶段公司更注重经济效益，屠宰量持续小幅下降，未来高毛利率的熟肉业务占比可能提高。过去几年，公司减少了盈利能力较弱的白条肉销售，加大了盈利能力较强的精细分割业务，更注重经济效益。2012-2015 年屠宰量持续小幅下降，2015 年鹏程食品和汉中鹏程屠宰量为 162.3 万头。现阶段，熟肉业务收入占比 10% 左右，随着新产能逐步投产，预计未来高毛利率的熟肉业务占比可能提高。

图表 37：肉类加工业务收入



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 38：2015 年肉类加工业务毛利率小幅下降



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

猪价上涨可能影响肉类加工盈利能力，我们判断 16 年肉类加工毛利率将继续下降，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。2015 年生猪价格同比涨 15%，2015 年毛利率同比降 1pct 至 7.4%。16 年猪价继续上涨，预计肉类加工毛利率降至 5%，可维持略微盈利的状态。

图表 39：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：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 40：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%

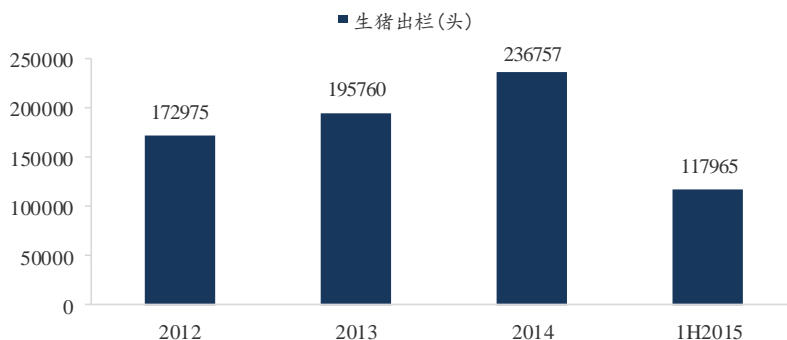
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 41：肉类加工业务 16 年可维持盈利状态 单位：百万元

	2013A	2014A	2015 A	2016E
销售收入	2976	2611	2725	3134
同比增速	-7.0%	-12.3%	4.4%	15.0%
毛利率	7.3%	8.5%	7.4%	5.00%
净利 (未扣母公司费用)	89	136	95	69
净利率	3.0%	5.2%	3.5%	2.2%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 42：生猪（种猪和育肥猪）出栏量持续增长



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

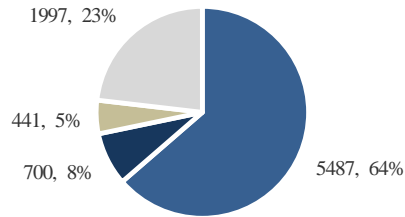
长远来看，并购牛羊肉可能是肉类加工业务未来重要成长点，并成为股价表现的催化剂。顺鑫农业 2015 年 4 月份曾发布公告，公司拟通过非公开发行股份及支付现金相结合的方式，购买马希明等 9 名股东持有的清河源食品 70% 股份，2015 年 6 月公告，交易对方与公司对本次发行股份及支付现金购买资产事宜交易条款存在分歧，经协商未果，公司决定终止实施本次重组事宜。我们判断，由于牛羊肉战略方向已定，虽然收购清河源失败，但未来公司可能会持续推进其它牛羊肉资产并购。若能成功收购牛羊肉项目，一方面可对顺鑫农业的肉类加工业务形成较好的互补，以猪肉为主，且主要集中在北京地区，收购牛羊肉资产可对顺鑫肉类业务的品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 43：牛羊肉消费占肉类消费比重较低（2015 年），提升空间大

猪肉产量(万吨) 牛肉产量(万吨) 羊肉产量(万吨) 其它(万吨)



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

按照 2015 年 1 倍 PS 估算，肉类加工业务合理市值 27 亿。2015 年肉类加工毛利率为 7.4%，远低于双汇发展 20.8%，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 0.06 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 27 亿。

图表 44：A 股肉类加工上市公司估值对比 单位：百万元

证券简称	总市值 (百万元)	营收		净利		PS		P/E	
		14 年	15 年	14 年	15 年	14PS	15PS	14E	15E
双汇发展	68,922	45,696	44,697	4,215	4,416	1.5	1.5	16.6	16.9
得利斯	5,391	1,622	1,551	36	22	1.9	4.9	78.4	319.4
龙大肉食	6,735	3,547	4,270	104	116	1.3	1.7	46.6	57.3
平均	27,016					1.6	2.6	47.2	131.2

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 4. 非核心资产有序剥离，地产若剥离将是重磅利好

### 4.1. 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，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。

图表 45：15 年非核心资产持续剥离 单位：万元

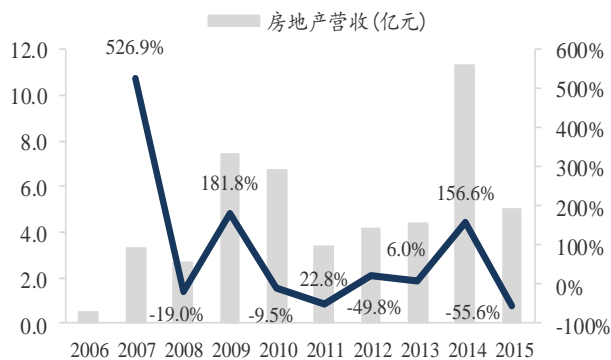
时间	交易内容	转让价格
2015 年 1 月 7 日	顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫农业持有国际种业 100% 的股权。	1000
2015 年 1 月 7 日	公司将其下属分公司北京顺鑫农业股份有限公司耘丰种业分公司的全部资产和负债转让给顺鑫控股。	14
2015 年 8 月 31 日	公司将其下属分公司顺科农业技术开发分公司的全部资产和负债转让给顺鑫控股。	655
2015 年 12 月 24 日	顺鑫佳宇将其杨镇供热中心房屋建（构）筑物和机器设备类资产转让给顺鑫物业。	8986
2015 年 12 月 24 日	顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫农业持有电子商务公司 100% 的股权。	375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

#### 4.2. 房地产业务 15 年拖累总体业绩，若能剥离将是重磅利好

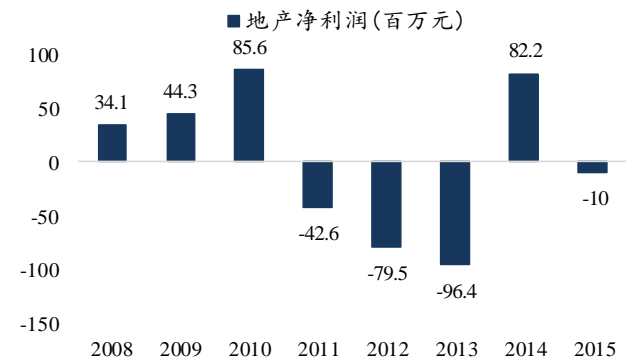
房地产业务资产负债率高，现有土地可能加快开发速度。公司房地产业务主要由顺鑫佳宇开展，现有项目包括 GBD、牛栏山下坡屯、顺鑫望潮苑等。根据发展战略，公司正持续逐步收缩房地产业务，自 2010 年 4 月以来，公司没有新购置土地，2012 年 3 月后，公司没有新开工的房地产项目。顺鑫佳宇资产负债率高，2014 年末总资产 62 亿，净资产 0.9 亿，1H15 总资产 61 亿，净资产 1.2 亿，房地产业务负债占公司负债的比重超过 50%。估计现有土地可能加快开发速度，顺鑫蓝光项目于 2016 年 3 月 29 日签订开发合同，约定 2016 年 12 月 31 日前需支付 50% 营销费用约 7500 万元整。同时，项目计划 2016 年 12 月前开工，17 年逐步销售。

图表 46：房地产业务收入



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 47：顺鑫佳宇房地产净利润（未扣母公司分摊费用）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 48：顺鑫佳宇房地产开发成本明细（2015 年） 单位：百万元

项目名称	开工时间	预计下批竣工		预计投资总额	期初余额	期末余额
		时间	时间			
小店项目		待定			146	146
商务中心项目	2012.3	待定		2025	892	97
牛栏山下坡屯项目	2012.2	待定		5500	2264	2443
海南项目	2012.1	待定		765	130	238
包头顺鑫望潮苑	2009.8	待定		1100	200	85
鑫泽园		待定			154	1556
合计				9391	3787	3165

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 49：顺鑫佳宇房地产开发产品明细（2015 年） 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		47	203
包头顺鑫望潮苑	2015.10	583	231		814
商务中心项目	2015.12	267	993	284	976
牛栏山下坡屯项目	2015.6	60	70	40	90
合计		1160	1294	370	2083

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 50：截至 2015 年末公司在建房地产项目概况（单位：万平方米、亿元）

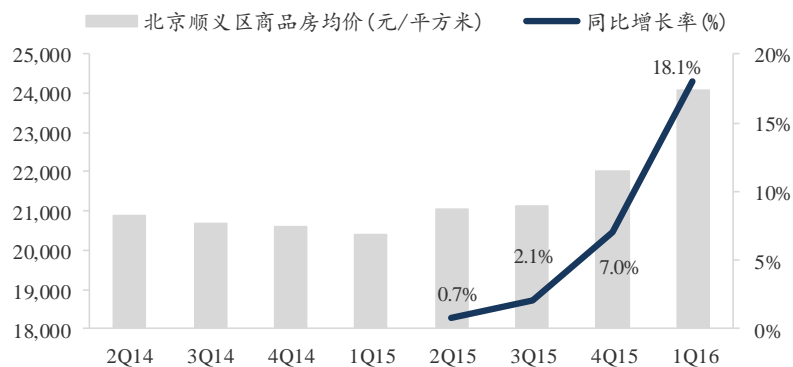
项目名称	项目性质	占地 面积	建筑 面积	总投资	已投资	可售	已售	已售
						面积	面积	金额
顺义下坡屯家园	住宅	14.21	22.01	23.74	21.47	17.64	17.01	8.05
顺义站前街商业 金融二期	住宅、 商业	4.18	16.07	20.25	18.02	8.75	5.04	12.43
包头望潮苑	住宅	19.07	17.34	11.00	10.20	14.95	3.81	3.16
海口富海家园	住宅	3.80	6.06	7.65	4.36	4.45	1.50	1.28
合计	-	41.26	61.48	62.64	54.05	45.79	27.36	24.92

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

估计 15 年地产的财务费用 0.7-0.8 亿，16 年继续上升，2016 年地产业务可能持续亏损。根据 2014、2015 年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、1.1 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 0.7-0.8 亿。结合 15 年地产业务销售和毛利率水平判断，估计 15 年亏损对应 EPS 接近 0.1 元。由于 15 年下半年公司加快了现有土地开发，15 年末地产开发产品 21 亿，16 年将继续提升。16 年财务费用将大幅提升，而地产销售还有较大不确定性，预计 16 年亏损可能超过 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超过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2016-17年有望实现剥离。考虑到近期北京市场回暖，1H16顺义房价同比涨幅超过15%，土地增值收益可能明显上升。

图表 51: 北京顺义区房价走势



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

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，预计16年净利增速可超过20%。15年非核心资产持续有序剥离，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，16-17年地产随时有剥离的可能性。白酒业务净利有望增20%。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。

预计2016-17年净利同比+21%、+20%，实现每股收益0.80、0.96元。若地产业务能顺利剥离，16年EPS将达到0.95-1.0元，12个月目标价30-32元，目标市值170-180亿，上调至“买入”评级。

图表 52: 重点白酒公司盈利预测与估值 单位: 元 (更新时间 2016-6-30)

A 股简称	股价	每股收益			市盈率		
	2016.06.30	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
水井坊	16.6	0.18	0.27	0.49	92.3	61.4	34.2
金种子酒	11.1	0.09	0.20	0.30	123.3	54.2	36.6
贵州茅台	291.9	12.34	13.86	15.11	23.7	21.1	19.3
五粮液	32.5	1.63	1.94	2.17	20.0	16.8	15.0
泸州老窖	29.7	1.05	1.27	1.40	28.3	23.3	21.2
古井贡酒	44.9	1.42	1.60	1.81	31.6	28.0	24.7
酒鬼酒	23.8	0.27	0.35	0.50	87.3	68.0	47.6
顺鑫农业	23.8	0.66	0.80	0.96	34.3	28.2	23.6

山西汾酒	22.2	0.60	0.73	0.84	36.9	30.2	26.3
洋河股份	71.9	3.56	3.71	4.04	20.2	19.4	17.8
老白干酒	24.0	0.43	0.75	1.13	55.9	31.9	21.3

资料来源：东吴证券研究所

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；国企改革预期。

## 6. 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。

图表 53: 三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>11048.6</b>	<b>10802.5</b>	<b>11581.2</b>	<b>12489.3</b>	<b>营业收入</b>	<b>9637.4</b>	<b>9787.1</b>	<b>10912.5</b>	<b>12003.7</b>
现金	2496.8	2500.0	2500.0	2500.0	营业成本	6044.3	5832.4	6362.1	6998.4
应收款项	507.4	515.3	574.5	632.0	营业税金及附加	1079.3	1096.1	1222.1	1296.4
存货	7553.4	7288.6	7950.7	8745.7	营业费用	1139.1	1262.5	1511.4	1662.5
其他	491.0	498.7	556.0	611.6	管理费用	645.3	655.3	730.7	803.7
<b>非流动资产</b>	<b>4848.7</b>	<b>5096.8</b>	<b>5157.8</b>	<b>5201.9</b>	财务费用	171.2	262.6	272.8	292.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	4.3	4.3	4.3	4.3
固定资产	3464.0	3752.6	3854.1	3938.8	其他	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
无形资产	811.0	770.5	729.9	689.4	<b>营业利润</b>	<b>557.4</b>	<b>677.4</b>	<b>812.4</b>	<b>949.8</b>
其他	573.8	573.8	573.8	573.8	营业外净收支	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>资产总计</b>	<b>15897.3</b>	<b>15899.3</b>	<b>16739.0</b>	<b>17691.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>560.1</b>	<b>680.1</b>	<b>815.1</b>	<b>952.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>6667.7</b>	<b>6751.8</b>	<b>7694.9</b>	<b>8772.5</b>	所得税费用	176.8	214.7	257.3	300.7
短期借款	4351.0	4472.9	5175.9	6001.6	少数股东损益	7.0	8.5	10.2	11.9
应付账款	587.4	566.8	618.3	680.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>376.3</b>	<b>456.9</b>	<b>547.6</b>	<b>639.9</b>
其他	1729.4	1712.1	1900.7	2090.8	EBIT	1808.8	2036.9	2308.3	2539.1
<b>非流动负债</b>	<b>3725.6</b>	<b>3751.8</b>	<b>3778.0</b>	<b>3804.2</b>	EBITDA	2004.2	2283.8	2609.0	2874.1
长期借款	1033.6	1033.6	1033.6	1033.6	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	2692.0	2718.2	2744.4	2770.6	每股收益(元)	0.66	0.80	0.96	1.12
<b>负债总计</b>	<b>10393.4</b>	<b>10503.6</b>	<b>11472.9</b>	<b>12576.7</b>	每股净资产(元)	9.46	9.28	9.05	8.79
少数股东权益	105.5	103.5	101.1	98.4	发行在外股份(百万股)	570.6	570.6	570.6	570.6
归属母公司股东权益	5398.5	5292.2	5164.9	5016.1	ROIC(%)	3.9%	5.0%	5.6%	6.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15897.3</b>	<b>15899.3</b>	<b>16739.0</b>	<b>17691.2</b>	ROE(%)	7.0%	8.6%	10.6%	12.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	37.3%	40.4%	41.7%	41.7%
经营活动现金流	350.4	973.4	341.9	348.8	EBIT Margin(%)	18.8%	20.8%	21.2%	21.2%
投资活动现金流	0.3	-529.0	-370.0	-385.8	销售净利率(%)	3.9%	4.7%	5.0%	5.3%
筹资活动现金流	-460.3	-441.1	28.1	37.0	资产负债率(%)	65.4%	66.1%	68.5%	71.1%
现金净增加额	-109.6	3.2	0.0	0.0	收入增长率(%)	1.7%	1.6%	11.5%	10.0%
折旧和摊销	195.4	246.9	300.7	335.0	净利润增长率(%)	4.7%	21.4%	19.9%	16.9%
资本开支	-251.8	-529.0	-370.0	-385.8	P/E	34.35	28.29	23.60	20.20
营运资本变动	-66.7	266.4	-509.2	-628.5	P/B	2.39	2.44	2.50	2.58
企业自由现金流	1483.0	1378.2	1001.1	1058.2	EV/EBITDA	11.63	10.26	9.35	8.87

资料来源: 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

