

顺鑫农业 (000860)

——国改有望加速，牛二优势明显，且外延可期，目标价 34 元，53%空间

行业名称	食品饮料
投资建议	买入
当前价格:	22.21 元
目标价格:	34 元

证券研究报告

研究简报

事项: 近期我们走访了部分牛栏山经销商，针对5月初提价后的牛栏山销售情况进行了草根调研。总体来看，牛栏山销售情况不错，全国化扩张之路也得到持续验证，现将有关观点总结如下：

投资要点:

我们认为公司属于滞涨（年初至今仅涨10%）的高弹性品种，一方面，白酒全国化扩张在千万吨大众酒市场谋求更大市场份额，以及消费升级带来量价齐升；另一方面，资产剥离已箭在弦上。且公司PS行业最低，仅1.7倍，成长性极佳，且多年未涨，是GARP策略的最佳选择，当前是布局良机。采用分拆估值来看，不考虑地产，给予白酒3倍PS，对应162亿市值；肉业务，1倍PS。合计市值为192亿元，对应目标价为34元。

➤ 白酒：净利润率存一倍以上提升空间

事实上牛栏山已经有5年没有系统提价了，今年的提价是新一轮消费升级的开始。顺鑫农业的白酒业务毛利率已经超过60%，而净利率不到10%，未来3年至少可以提升10pct。光这部分业绩也能翻倍。和提价结合（核心单品价格非常低，提升空间大），顺鑫的白酒业务利润有翻两倍可能。

➤ 肉类业务：布局牛羊肉是行业发展方向，存较强外延预期

公司之前收购清河源虽未成功，但是整合牛羊肉领域是行业发展趋势，且同行纷纷开始布局。目前，公司仍在这一领域寻找合适项目，未来有望落地。

➤ 非主营业务剥离在望，可提估值和增速

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，每年要承担较高财务费用，造成公司业绩和估值受到压制。2014年开始，公司已提出要聚焦酒肉业务。未来，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。**如若顺利，今年可能会有部分资产剥离事项能够落地。**

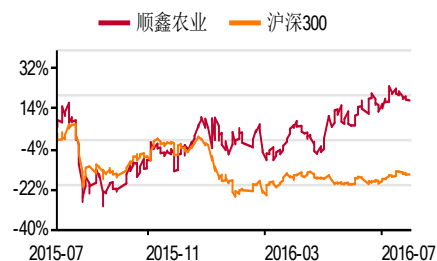
➤ 风险提示

食品安全问题；资产剥离不达预期

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	571/563
流通 A 股市值（百万元）	12,504
每股净资产（元）	9.77
资产负债率（%）	68.00
一年内最高/最低（元）	25.53/14.08

一年内股价相对走势



刘鹏 分析师
 执业证书编号: s1110516070001
 电话:
 邮箱: liupeng@sh.tfzq.com

相关报告

1、《顺鑫农业 (000860) \ 食品饮料行业》
 2016.07.18

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	9,480.66	9,637.42	10,369.88	11,114.83	11,861.95
增长率（%）	4.50%	1.65%	7.60%	7.18%	6.72%
EBITDA（百万元）	885.86	923.96	1,104.19	1,353.76	1,623.39
净利润（百万元）	359.43	376.27	506.03	662.79	842.53
增长率（%）	81.85%	4.68%	34.48%	30.98%	27.12%
EPS（元/股）	0.63	0.66	0.89	1.16	1.48
市盈率（P/E）	35.35	33.77	25.11	19.17	15.08
市净率（P/B）	2.50	2.35	2.19	1.99	1.80
EV/EBITDA	15.79	16.39	12.60	10.90	7.53

数据来源：公司公告，天风证券研究所



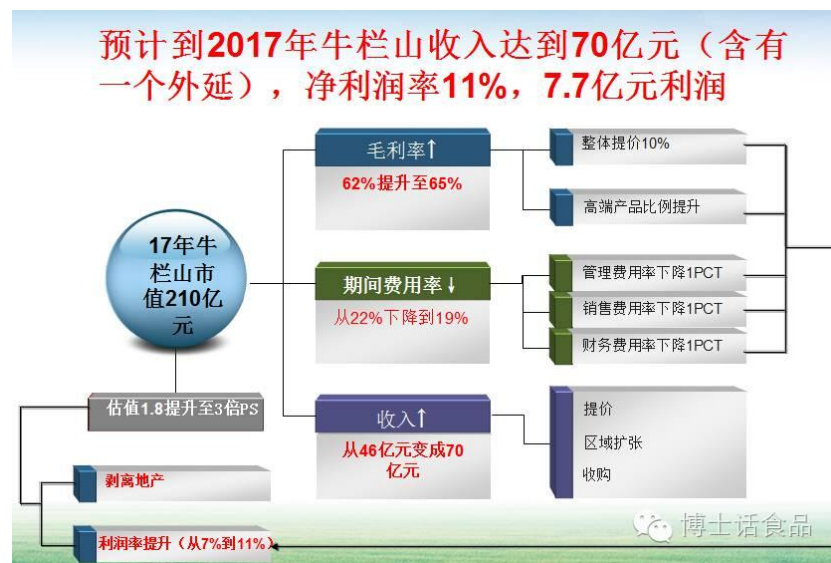
报告信息

牛栏山：公司核心投资价值所在，正迎来量价齐升

从公司的业务结构来看，白酒贡献绝大部分业绩，我们认为这是公司的核心投资价值所在；肉类业务业绩贡献有限，主要看点在于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，因此本文主要对牛栏山系列产品进行分析。

我们认为顺鑫的牛栏山在吨价提升、利润率释放以及区域扩张三个方面，潜力巨大，这种优势的转化将伴随国改和自身的业务推进加速验证并提升公司估值。当前公司 PS 为行业最低，仅 1.7 倍（剔除地产和肉业务），现在是绝佳布局时机。

图表 1：顺鑫农业牛栏山市值的分析与讨论



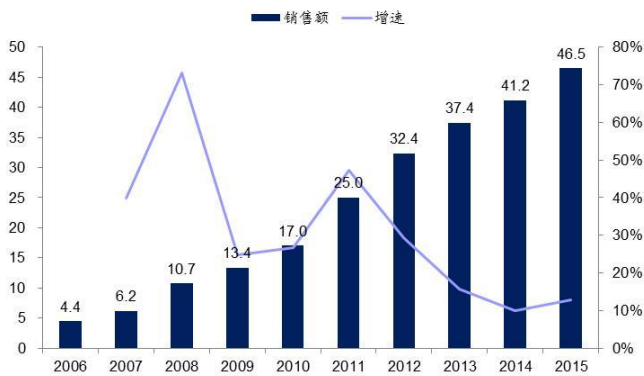
来源：天风证券研究所

牛栏山基本情况介绍

总体来看，未来公司白酒的增长主要来源于全国化扩张带来量的增长，以及价格提升、利润率提升释放更多业绩，正迎来量价齐升，未来三年白酒利润有翻 2 倍可能。2015 年，公司白酒收入 46.5 亿元，同比增长 12.8%。其中，北京市场占总收入的 43%左右，外阜市场占 57%；分产品来看，预计陈酿系列收入约 20 亿元，销量占总销量的 80%（包括少部分非陈酿低端酒）。

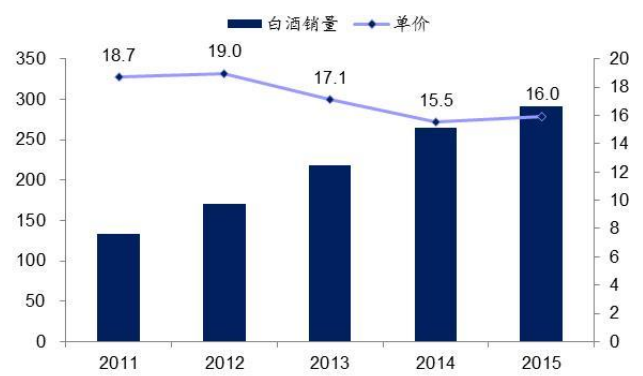
同时，根据草根调研来看，公司陈酿 42 度，出厂价在 10 元/瓶以下，终端零售价格在 13-15 元/瓶；5 月初提价，主要是提高终端零售价格，让经销商获得更大利润空间，提高市场推广积极性。

图表 2: 顺鑫农业白酒业务销售情况 (亿元)



来源: 公司公告、天风证券研究所

图表 3: 顺鑫白酒销量及单价 (百万升、元/升)



来源: 公司公告、天风证券研究所

牛栏山成功的原因分析

我们认为牛栏山成功的原因主要有以下几方面:

- **传统酒文化传播到位:** 从 2004 年开始, 公司就推出了酒工业旅游, 已经接待了上百万人参观体验;
- **核心单品的成功打造:** 公司通过推出三星百年, 成功带动餐饮渠道放量;
- **新老产品线布局合理:** 新品培育往往需要 3-5 年时间, 公司往往采取的策略是“销售一代产品, 储备一代产品, 研发一代产品”, 并建立了博士后工作站, 科研实力突出, 创造了单品数量达 600 个, 拳头产品共 10 个左右。2010/2011 年, 公司推出了红系列, 收入规模已经达数亿元。
- **首都北京的辐射带动效应强:** 从“1+4+5”到“2+2+6”营销战略的实施, 从大北京市场, 逐步向外围扩张, 做成全国化品牌。对于外阜市场, 公司先从低端产品做起, 逐步培育消费认可度, 然后再推出中高端产品。

红星份额相对下滑的原因: 1) 牛栏山推出百年系列, 清香改浓香, 口感上柔顺, 更易让消费者接受; 2) 公司市场化程度更高, 体制和机制相对灵活一些。

图表 4: 2009-2015 年牛栏山二锅头与红星二锅头市占率对比



来源: Euromonitor, 天风证券研究所

顺鑫白酒利润率水平: 存一倍提升空间

目前, 公司白酒整体净利润率不到 10%。并且根据市场调研结果反馈来看, 北京市场净利润率可能已经达到接近 20% 的水平, 而外阜市场在 10% 以下。这主要是因为北京市场比较成熟, 消费者对牛栏山认可度高, 高端酒占比较大。而外阜市场还处于开拓初期, 以低端酒销售为主, 净利润率偏低。随着外埠市场日趋成熟, 费用降低, 且产品结构升级与提价, 可带来利润率提升。此外, 参考同行业部分酒企, 平均 60.6% 的毛利率水平, 净利润率达到 22.8%。相比之下, 公司白酒毛利率已经达到 62%, 而净利润率却远低于同类公司, 未来改善空间非常大。

图表 5: 国内主要白酒企业经营数据对比

公司	所处地区	业务结构	省外收入占比			整体毛利率			利润率		
			2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
洋河股份	江苏省	白酒+红酒	36.0%	34.6%	38.6%	60.4%	60.6%	61.9%	33.3%	30.7%	33.4%
泸州老窖	四川省	酒	62.8%	59.8%	49.5%	57.0%	47.6%	49.4%	33.9%	18.2%	22.5%
口子窖	安徽省	酒	36.1%	27.7%	22.3%	62.9%	67.6%	69.8%	16.3%	18.7%	23.4%
迎驾贡酒	安徽省	酒	42.4%	45.2%	45.2%	53.6%	54.6%	58.3%	12.4%	16.4%	18.1%
青青稞酒	青海省	酒	24.9%	27.5%	29.8%	66.9%	69.2%	63.4%	26.0%	23.4%	16.6%
平均			40.4%	39.0%	37.0%	60.2%	59.9%	60.6%	24.4%	21.5%	22.8%

资料来源: wind, 天风证券研究所

资产剥离情况: 稳步推进, 可释放较大弹性

公司资产剥离正在稳步推进, 不仅可以改善公司整体业绩水平, 提升公司增长速度, 而且还可以提升公司估值水平。如果顺利的情况, 公司可能会在今年先剥离环保

水利业务，目前各方面事宜已经准备妥当，只能国资委批复。未来，公司会逐步剥离农产品业务、房地产业务。从剥离流程上来看，国资委批准后，公司会召开股东大会，然后进行实施。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，大概相当于去年净利润的 31%。

图表 6: 顺鑫农业借款额以及资产负债率 (亿元)



来源: wind、天风证券研究所

图表 7: 顺鑫农业财务费用情况 (百万元)



来源: wind、天风证券研究所

以恒顺醋业为例,我们可以看看国企进行资产剥离以及配套改革历程。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。虽然,公司在 2012 年提出剥离方案,但是直到 2014 年 11 月 21 日,公司才真正开始剥离(转让江苏百盛商城)。

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。我们认为公司,也有可能是在实行资产剥离的同时,推进国企改革。

图表 8: 2009-2016 年恒顺醋业与食品指数涨跌幅比较



来源: wind, 公司公告、天风证券研究所 (数据更新截止于 2016 年 4 月 11 日)

肉业务：存较强外延预期

我们判断，牛羊肉领域是一块尚待开发的新市场。2015 年，上海梅林、得利斯等企业已经在这个领域开始布局。目前公司也正在寻找一些合适的项目，如若落地，将能提供较大弹性。

图表 9：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，天风证券研究所

附录：负责人及团队介绍

刘鹏：天风证券食品饮料首席分析师，食品工程硕博连读。中国食品科学技术学会高级会员。多家消费品产业基金外部顾问。擅长消费品产业+投资研究。重点覆盖调味品、健康食品（药食同源）、饮料、白酒，以及农业信息化、食品检测等供给侧改革品种。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。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。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，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。2012-2016年，在华泰证券研究所，中信证券研究部和国信证券经济研究所分别担任分析师，高级分析师和首席分析师。从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润，江中，煌上煌，涪陵榨菜等股票。2016年7月加入天风证券研究所。

赵淑慧：现为食品饮料行业助理分析师，毕业于英国考文垂大学银行与金融专业，取得硕士学位，于2016年5月进入天风证券研究所。

图表 10: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,606.38	2,496.75	9,332.89	5,001.67	11,387.47	营业收入	9,480.6	9,637.4	10,369.8	11,114.83	11,861.9
应收账款	149.97	350.08	75.84	-77.04	-82.22	营业成本	6,288.0	6,044.2	6,223.35	6,421.84	6,632.30
预付账款	544.69	491.04	558.50	513.96	606.91	营业税金及附加	1,018.1	1,079.2	1,244.39	1,333.78	1,423.43
存货	7,383.52	7,553.43	6,333.58	8,574.28	6,344.66	营业费用	911.62	1,139.1	1,242.31	1,389.35	1,520.70
其他	0.50	157.30	58.36	67.75	86.36	管理费用	558.91	645.29	725.89	799.16	854.06
流动资产合计	10,685.0	11,048.60	16,359.17	14,080.63	18,343.19	财务费用	163.21	171.16	169.17	177.57	168.47
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	5.54	5.20	5.11	5.28	5.19
固定资产	2,641.39	2,606.77	2,835.24	2,930.93	2,933.93	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	777.79	888.80	569.28	389.57	263.74	投资净收益	2.88	4.29	4.58	4.58	4.58
无形资产	845.77	811.02	791.28	771.55	751.81	其他	-5.76	-8.59	-9.15	-9.15	-9.15
其他	593.09	542.16	491.68	457.07	457.44	营业利润	538.06	557.40	764.24	992.43	1,262.36
非流动资产合计	4,858.03	4,848.74	4,687.49	4,549.11	4,406.93	营业外收入	0.21	11.56	4.18	5.31	7.02
资产总计	15,543.1	15,897.34	21,046.66	18,629.74	22,750.12	营业外支出	3.05	8.87	8.87	6.93	8.22
短期借款	4,708.87	2,831.33	6,842.12	5,288.43	8,426.97	利润总额	535.22	560.09	759.55	990.81	1,261.15
应付账款	395.64	387.41	460.54	394.25	487.65	所得税	170.47	176.81	241.92	315.57	401.68
其他	3,008.53	3,449.01	3,138.24	3,764.51	3,220.73	净利润	359.43	376.27	506.03	662.79	842.53
流动负债合计	8,113.04	6,667.74	10,440.90	9,447.19	12,135.35	少数股东损益	5.32	7.01	11.60	12.44	16.94
长期借款	1,612.84	1,033.63	1,981.94	0.00	705.01	归属于母公司净	364.75	383.28	517.63	675.24	859.47
应付债券	0.00	2,033.93	2,033.93	2,033.93	2,033.93	每股收益(元)	0.63	0.66	0.89	1.16	1.48
其他	631.90	658.08	658.08	649.36	655.17						
非流动负债合计	2,244.74	3,725.65	4,673.96	2,683.29	3,394.12						
负债合计	10,357.7	10,393.39	15,114.86	12,130.47	15,529.46						
少数股东权益	106.06	105.49	117.10	129.54	146.48						
股本	570.59	570.59	570.59	570.59	570.59						
资本公积	2,798.50	2,798.50	2,798.50	2,798.50	2,798.50						
留存收益	4,508.66	4,827.87	5,244.12	5,799.14	6,503.58						
其他	-2,798.50	-2,798.50	-2,798.50	-2,798.50	-2,798.50						
股东权益合计	5,185.31	5,503.95	5,931.80	6,499.26	7,220.65						
负债和股东权益总	15,543.1	15,897.34	21,046.66	18,629.74	22,750.12						

现金流量表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	364.75	383.28	506.03	662.79	842.53
折旧摊销	217.14	261.97	170.78	183.77	192.56
财务费用	182.17	189.41	169.17	177.57	168.47
投资损失	-2.88	-4.29	-4.58	-4.58	-4.58
营运资金变动	85.53	-269.81	1,297.01	-1,464.01	1,690.23
其它	-552.80	-210.19	11.60	12.44	16.94
经营活动现金流	293.91	350.37	2,150.02	-432.02	2,906.15
资本支出	43.28	210.86	60.00	88.73	44.18
长期投资	-54.99	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-425.61	-210.53	-115.42	-164.15	-89.61
投资活动现金流	-437.32	0.32	-55.42	-75.42	-45.42
债权融资	6,391.71	5,898.90	10,881.33	7,353.48	11,184.06
股权融资	1,555.02	-159.55	-139.50	-158.48	-148.35
其他	-7,052.97	-6,199.67	-6,000.29	-11,018.78	-7,510.65
筹资活动现金流	893.76	-460.32	4,741.55	-3,823.78	3,525.07
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	750.35	-109.6	6,836.1	-4,331.2	6,385.8

主要财务比率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	4.50%	1.65%	7.60%	7.18%	6.72%
营业利润	77.44%	3.60%	37.11%	29.86%	27.20%
归属于母公司净	81.85%	4.68%	34.48%	30.98%	27.12%
获利能力					
毛利率	33.67%	37.28%	39.99%	42.22%	44.09%
净利率	3.79%	3.90%	4.88%	5.96%	7.10%
ROE	7.08%	6.97%	8.70%	10.41%	11.91%
ROIC	5.83%	5.93%	7.58%	11.36%	11.58%
偿债能力					
资产负债率	66.64%	65.38%	71.82%	65.11%	68.26%
净负债率	30.16%	24.70%	33.68%	-78.46%	-3.11%
流动比率	1.32	1.66	1.57	1.49	1.51
速动比率	0.41	0.52	0.96	0.58	0.99
营运能力					
应收账款周转率	62.26	38.55	48.69	-18,591.2	-148.97
存货周转率	1.33	1.29	1.49	1.49	1.59
总资产周转率	0.65	0.61	0.56	0.56	0.57
每股指标(元)					
每股收益	0.63	0.66	0.89	1.16	1.48
每股经营现金流	0.52	0.61	3.77	-0.76	5.09
每股净资产	8.90	9.46	10.19	11.16	12.40
估值比率					
市盈率	35.35	33.77	25.11	19.17	15.08
市净率	2.50	2.35	2.19	1.99	1.80
EV/EBITDA	15.79	16.39	12.60	10.90	7.53
EV/EBIT	19.94	20.79	14.90	12.61	8.54

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)