

顺鑫农业 (000860)

持续看好白酒全国化扩张带来的量价齐升，且国改可加速业绩释放与估值提升

行业名称	食品饮料
投资建议	买入
当前价格:	21.8元
目标价格:	34元

投资要点:

业绩下滑6.8%，EPS 0.40元，基本符合预期

2016H1，公司收入62.7亿元（+9.1%）；归母净利润2.31亿元（-6.8%）；扣非后归母净利润2.33亿元（-6.9%）；EPS 0.40元。期间，公司整体毛利率为38%，同比提升0.45pct，得益于白酒产品结构优化。但是，公司净利润率下降0.5pct至3.8%，主要是因为管理费用率和财务费用率分别提升0.6pct、0.9pct，销售费用率则下滑0.7pct。Q2单季，公司收入26.3亿元（+4.9%），归母净利润0.6亿元（-0.02%）；收入增速略有放缓。

白酒暂时性调整不改长期良好发展趋势，且净利润率可翻倍

2016H1，白酒收入32.5亿元，同比增长3.9%，略低于市场预期，可能与公司在北京等地经销商渠道调整有关。但是，牛栏山的全国化扩张在过去一直都被得到验证，外埠市场收入增速几乎每年都在20%以上。未来几年，预计公司白酒实际收入增速在10%-15%。而且高端白酒销量增加推动白酒毛利率提升至62.5%，但净利润率不足10%，存一倍提升空间。

核心驱动因素—国企改革：带来业绩释放与估值提升

我们认为，公司核心产品牛栏山二锅头是大众酒市场的翘首，可享受全国化扩张带来较快增长。但是，房地产等待剥离业务对公司业绩增速和估值都形成压制。而国企改革推进恰好可以带来效率改善与资产结构优化，也就是解决内部激励机制问题实现业绩释放，以及资产剥离降低公司负担，提升估值。随着相关国企改革文件的颁发，顺鑫国改有望提速。

投资分析：自有业务快速扩张与国改带来业绩与估值的双升

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。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，56%空间。

风险提示：食品安全问题；销售不达预期

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）	12,273
每股净资产（元）	9.77
资产负债率（%）	65.44
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

刘健 联系人
 电话:
 邮箱: liujian@sh.tfzq.com

相关报告

- 《顺鑫农业 (000860) \食品饮料行业》
2016.08.15
- 《顺鑫农业 (000860) \食品饮料行业》
2016.08.04
- 《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）	35.83	34.23	25.45	19.43	15.29
市净率（P/B）	2.54	2.39	2.21	2.02	1.82
EV/EBITDA	15.79	16.39	12.75	11.03	7.63

数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

白酒暂时调整不改长期良好发展趋势，且净利润率可翻倍

2016H1，公司白酒收入 32.5 亿元，同比增长 3.9%，略低于预期，可能与公司在北京等地经销商渠道调整，实现扁平化管理有关。但是，牛栏山二锅头的全国化扩张在过去一直都被得到验证，省外市场收入增速几乎每年都在 20% 以上。中长期来看，牛栏山通过其优势产品发力以及合理的市场投入，未来在大众酒市场将能继续获得快发展，预计未来几年省外市场收入增速在 15% 以上。同时，伴随北京地区渠道调整到位，收入增速也将能有所提升。整体来看，预计未来几年公司白酒实际收入增速在 10%-15% 之间。

此外，上半年公司白酒毛利率同比提升 3.6pct 至 62.5%（主要是因为高端白酒销量增加），但是净利润率不到 10%。相比较于同行，61% 的毛利率，平均净利润率可以达到 23%。而且，对于牛栏山而言，北京市场净利润率已经接近 20%。我们认为，公司白酒净利润率还有一倍提升空间。如果国企改革推进，内部激励机制得到解决，业绩释放速度将能加快。

图表 1: 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	白酒	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

核心驱动因素—国企改革：带来业绩释放与估值提升，且有望提速

我们认为，公司核心产品牛栏山二锅头是大众酒市场的翘首，可享受全国化扩张带来较快增长。但是，由于经营效率不高，房地产等待剥离业务对公司业绩增速和估值都形成压制。对于公司而言，国企改革推进恰好可以带来效率改善与资产结构优化，也就是解决内部激励机制问题实现业绩释放，以及资产剥离降低负担，并可提估值。

同时，8 月 10 日北京市国资委发布的《北京市国资委国有经济“十三五”发展规划》所倡导的体质增效、深化改革等要求，可助推顺鑫减负、强化行业地位。我们认为，公司未来可能会将自己除了酒和肉以外的业务调整或者剥离处理后，进行分拆上市，这也符合方案所要求的“每家竞争类企业至少控股 1 家上市公司”的目标。不管是地产等非主营业务的剥离或者后续可能的分拆上市，都将极大改善顺鑫农业这一上市公司的业绩增速和估值水平，而且这一过程可能会加快。

此次发展规划主要集中于四点要求：1) 注重提质增效，新增“资产负债率”等指标，强调效益提升和去杠杆、防风险；2) 注重布局优化，到 2020 年底，80% 以上的国有资本集中到提供公共服务、加强基础设施建设、发展前瞻性战略性新兴产业、

保护生态环境、保障民生等领域；城市公共服务类和特殊功能类企业中的国有资本占国有资本总量的60%；3) 注重深化改革，新增了“打造10至15家国内行业领先、实力强、规模大、品牌好的上市公司，每家竞争类企业至少控股1家上市公司”的目标，突出深化改革，推进企业改制上市；4) 注重社会责任，新增“国有资本收益上交公共财政比例提高到30%”的指标，更多用于保障和改善民生。对于顺鑫农业而言，我们认为主要有两方面的影响：

一是，有利于推动公司降低债务负担，提高经营效率，实现业绩释放。公司房地产等业务负担重，使得公司整体资产负债率高达68%，而且公司也已提出要对这一业务进行剥离，未来这一进展有望加快；同时，国企改革能优化效率，实现白酒业绩释放。

二是，强化白酒行业地位，优化资产结构，打造优质上市公司平台。北京共有272家上市公司，食品饮料企业共3家，另两家分别是燕京啤酒、三元股份。相比之下，顺鑫的核心产品牛栏山二锅头是一种北京文化代表，销量位居白酒行业第一名，在白酒行业的地位也优于另两家公司在自己细分领域的地位。我们判断，顺鑫农业作为北京为数不多的优质食品饮料上市企业，未来有望成为北京市重点发展对象，成为行业领先、实力强、规模大、品牌好的上市公司代表之一。

投资分析：自有业务快速扩张与国改带来业绩与估值的双升，目标价34元，56%空间

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1.6倍（剔除地产和肉业务），现在是绝佳布局时机。

不考虑外延，预计公司16-18年EPS分别为0.89/1.16/1.48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，56%空间。

图表2：顺鑫农业牛栏山市值的分析与讨论



来源：公司公告，天风证券研究所

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。曾向多家消费品产业基金提供专业性建议，并获得高度认可。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。

刘健：天风证券食品饮料行业分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014年5月进入国信证券研究所医药生物团队，一年后又进入食品饮料团队，并于2016年8月正式加入天风证券研究所。主要研究领域包括大健康（药食同源、保健食品等领域）、肉制品、白酒以及部分其他食品公司等。

周东景：天风证券食品饮料行业分析师，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。

丁一：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责食品类研究。2014年11月进入东吴证券研究所，大消费组-食品饮料行业；2016年8月，正式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。

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)