

顺鑫农业 (000860)

农批市场剥离，主业越发清晰， 静候国企改革

2016年11月14日

投资评级：买入（维持）

事件：顺鑫农业公告，董事会2016年11月11日审议通过了《关于公司向北京顺鑫控股集团有限公司转让北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司股权暨关联交易》等议案。

点评：

- **农批市场剥离，主业越发清晰，估计可贡献税前利润 1.85 (4.2-2.7*87%) 亿，收益可能体现在 16 年。**顺鑫控股以现金方式出资 4.2 亿收购顺鑫农业持有的石门市场 87% 股权，石门市场账面净资产价值 2.7 亿元，根据公司财务部门的初步测算，交易完成后将产生税前利润约为 1.85 (4.2-2.7*87%) 亿。由于 11 月 29 日就召开股东大会审议相关议案，我们判断剥离速度较快，收益可能体现在 16 年。15 年至今非核心资产有序剥离，业务庞杂的局面已得到改善，酒肉主业越发清晰。
- **估计 2016 年白酒收入增长增 10% 左右，中档酒增速快些。**1H16 白酒收入仅增 4%，我们判断主要受控货提价、总分销渠道改革、盈余管理等因素影响。根据财报数据推断，3Q16 可能恢复较快增长，估计 1-3Q16 白酒收入增速接近 10%。由于产品结构升级，估计 50-100 元三牛、红系列为主的中档酒可增 10-20%。由于价位、能力、区域定位合理，中档酒环京市场扩张，低端陈酿全国化，我们认为顺鑫白酒业务 16-17 年实现 10% 的复合增长。
- **地产拖累业绩表现，期待能够尽早剥离。**2016 年房地产收入确认进度较慢，1H16 仅实现收入 1.5 亿，估计 3Q16 也不多。由于房地产开发产品快速增长，导致财务费用大增，1-3Q16 同比增 0.9 亿，1H16 顺鑫佳宇亏损高达 0.8 亿。未来地产若能剥离，将是重磅利好。
- **盈利预测与投资建议：**不考虑农批市场转让收益，预计 2016-17 年净利同比-8%、+25%，实现 EPS 0.61、0.76 元。若考虑农批转让收益，预计 2016 年实现 EPS 0.85 元。顺鑫农业若能完成国企改革，业绩改善空间较大，可比肩 14 年的老白干酒，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国企改革进度低于预期。

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

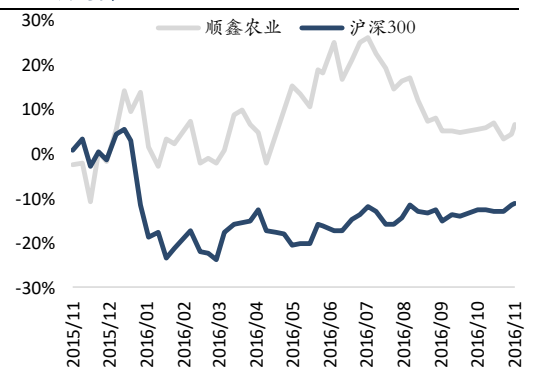
联系方式：021-60199762

证券分析师 汤玮亮

执业资格证书号码：S0600516070002

tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	20.24
一年最低价/最高价	16.55/25.53
市净率	1.8
流通市值 (亿)	117

基础数据

每股净资产	11.55
资产负债率	62.29
总股本 (百万股)	571
流通股 A 股 (百万股)	563

相关研究

1. 白酒低于预期，地产拖累业绩，等待国企改革-160822
2. 业务向好，价值低估，等待改革-160630
3. 聚焦白酒+猪肉，剥离其他产业，择机并购整合-160329

图表 1: 顺鑫农业三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	11048.6	11855.8	12684.3	13702.8	营业收入	9637.4	10560.2	11709.3	12880.2
现金	2496.8	2500.0	2500.0	2500.0	营业成本	6044.3	6611.1	7178.8	7896.7
应收款项	507.4	556.0	616.5	678.1	营业税金及附加	1079.3	1182.6	1311.3	1391.1
存货	7553.4	8261.8	8971.3	9868.4	营业费用	1139.1	1248.2	1416.8	1558.5
其他	491.0	538.1	596.6	656.3	管理费用	645.3	707.1	866.5	953.1
非流动资产	4848.7	5096.8	5157.8	5201.9	财务费用	171.2	272.6	293.1	313.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	4.3	186.0	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	营业利润	557.4	719.4	641.8	766.9
其他	573.8	573.8	573.8	573.8	营业外净收支	2.7	2.7	2.7	2.7
资产总计	15897.3	16952.6	17842.1	18904.6	利润总额	560.1	722.1	644.5	769.6
流动负债	6667.7	7811.8	8777.6	9936.4	所得税费用	176.8	227.9	203.5	242.9
短期借款	4351.0	5276.9	5989.7	6869.7	少数股东损益	7.0	9.0	8.1	9.6
应付账款	587.4	642.4	697.6	767.4	归属母公司净利润	376.3	485.1	433.0	517.0
其他	1729.4	1892.4	2090.2	2299.3	EBIT	1808.8	1993.8	2247.1	2471.9
非流动负债	3725.6	3751.8	3778.0	3804.2	EBITDA	2004.2	2240.8	2547.8	2806.9
长期借款	1033.6	1033.6	1033.6	1033.6	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	2692.0	2718.2	2744.4	2770.6	每股收益(元)	0.66	0.85	0.76	0.91
负债总计	10393.4	11563.6	12555.6	13740.5	每股净资产(元)	9.46	9.26	9.09	8.88
少数股东权益	105.5	103.4	101.5	99.3	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	5285.7	5185.0	5064.8	ROIC(%)	3.9%	4.2%	4.6%	5.0%
负债和股东权益总计	15897.3	16952.6	17842.1	18904.6	ROE(%)	7.0%	9.2%	8.4%	10.2%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	37.3%	37.4%	38.7%	38.7%
经营活动现金流	350.4	204.2	190.9	143.0	EBIT Margin(%)	18.8%	18.9%	19.2%	19.2%
投资活动现金流	0.3	-529.0	-370.0	-385.8	销售净利率(%)	3.9%	4.6%	3.7%	4.0%
筹资活动现金流	-460.3	328.1	179.1	242.8	资产负债率(%)	65.4%	68.2%	70.4%	72.7%
现金净增加额	-109.6	3.2	0.0	0.0	收入增长率(%)	1.7%	9.6%	10.9%	10.0%
折旧和摊销	195.4	246.9	300.7	335.0	净利润增长率(%)	4.7%	28.9%	-10.7%	19.4%
资本开支	-251.8	-529.0	-370.0	-385.8	P/E	30.69	23.81	26.67	22.34
营运资本变动	-66.7	-531.0	-546.1	-712.0	P/B	2.14	2.18	2.23	2.28
企业自由现金流	1483.0	551.4	922.3	928.8	EV/EBITDA	10.95	10.31	9.46	9.01

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>