

2016年12月26日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

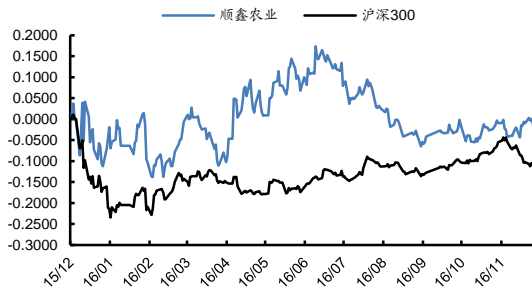
证券分析师：
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

白酒业务稳健增长，地产业务加快剥离

——顺鑫农业（000860）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
顺鑫农业	-1.8	1.2	-6.7
沪深300	-6.1	2.7	-13.8

市场数据

2016/12/26

当前价格（元）	20.64
52周价格区间（元）	17.20 - 25.53
总市值（百万）	11776.98
流通市值（百万）	11620.30
总股本（万股）	57059.00
流通股（万股）	56299.92
日均成交额（百万）	223.00
近一月换手（%）	39.56

相关报告

《顺鑫农业（000860）2016年中报点评：营收增长符合预期，副业剥离有望提升效率》——2016-08-22

《顺鑫农业（000860）2015年中报点评*白酒业务平稳增长，其他业务下滑较大（增持）*食品饮料行业*余春生》——2015-08-11

《顺鑫农业（000860）跟踪简报：继续做强白酒主业，延伸做大牛羊肉业务（增持）*食品饮料*余春生》——2015-06-10

《顺鑫农业（000860）研究报告：白酒生猪两大产业发力，13年高增长可期（增持）*食品饮料*刘金沪》——2013-02-27

投资要点：

1、主营白酒和肉制品业务，其他业务有望继续逐渐剥离

公司将继续按照“主业突出、业务清晰、同业整合、价值实现”的发展思路，继续聚焦白酒和生猪养殖、肉食品加工产业，实行产业经营和资本经营双轮驱动，做大做强主导产品——白酒和肉制品。

从去年到今年上半年，很多非核心业务已陆续剥离出去，但目前最主要的地产业务尚没有剥离，主要原因一是体量较大，接收方比较难找，二是负债比较多，单独转让给集团公司短期内有较大运营压力。未来地产业务的剥离公司将考虑从三方面来同时进行，如开发库存、找第三方接管、放到集团去等。

2、白酒业务品牌优势凸显，中高端增速可观

“牛栏山”在“正宗二锅头，地道北京味”的品牌定位下，京城特产的消费者认知已得到广泛认可，公司白酒业务品牌优势十分凸显。

公司白酒产销量将近30万吨，从产销量来看，在行业内已是排名前列。分产品结构来看，低端（终端价15元以下），占比约50%-60%。以牛三为代表的高端（终端价100元以上）年销售额约10几个亿，占比约20%。其他中高端销售占比约20%。今年前三季度，由于整体产品结构在好转，前三季度毛利率也有较好的提升。

在市场布局方面，公司继续推行“2+6+2”的市场策略，即“北京、天津”+“山西、河北、河南、内蒙、山东、辽宁”+“长江三角洲和珠江三角洲”。整体上看，长江三角洲要好于珠江三角洲，长江三角洲中目前江苏市场（约4-5个亿收入规模）和安徽市场（约2个多亿销售规模）享受氛围已经不错。在产能布局方面，公司已经在河北、四川开始新设生产基地。

3、肉制品业务规模要大于生猪养殖业务，猪价下跌整体上更利好公司盈利

公司肉制品业务有完整的产业链（种猪-生猪养殖-屠宰-肉制品）。肉制品业务和生猪养殖业务盈利上均受猪价影响，猪价高则肉制品盈利弱，

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

但生猪养殖受益高猪价，所以两者业务的盈利在猪价涨跌上有一定的互补。但参考公司肉制品和生猪养殖的业务规模来看，肉制品业务规模要大于生猪养殖。因此，猪价下跌整体上更利好公司盈利。

4、地产业务导致公司负债高，剥离上市公司三步走的思路

公司三季度单季度下滑主要是由于房地产没有在售楼盘，四季度没有预售，2017年预计有预售。目前商业楼销售不好，房地产，按全部测算，基本上盈亏平衡。地产业务占用较大部分上市公司现金，上市公司大部分贷款都在地产上。未来，如果地产业务予以剥离，则对上市公司盈利有较大改善。

未来地产业务剥离，上市公司考虑三个方面进行，包括开发库存、找第三方接管，放到集团去。整体来看，地产业务剥离是公司既定战略，是必然趋势，但由于规模较大，操作层面在时间上存在不确定性。

5、外延并购围绕白酒和肉制品主业开展

公司在战略上会考虑产业经营和资本经营双轮驱动。因此，后继会考虑外延并购进行资本运作，运作方向主要是围绕白酒业务和肉制品相关业务（如牛羊肉业务等）开展。

6、盈利预测和投资评级：维持“增持”评级

我们预测公司 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.65/0.80/1.02 元，对于当前股价 PE 分别为 31.93/25.90/20.24 倍，维持公司“增持”评级。

7、风险提示

1) 白酒业务开拓不达预期；2) 地产业务剥离不达预期；3) 外延并购不达预期；

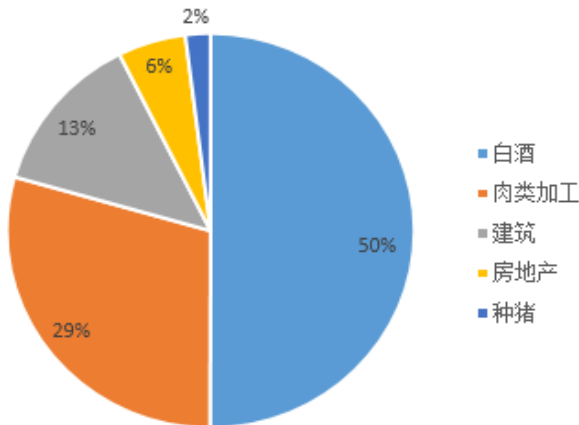
预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	9637	10331	11499	12856
增长率(%)	2%	7%	11%	12%
净利润（百万元）	376.3	369	455	582
增长率(%)	5%	-2%	23%	28%
摊薄每股收益（元）	0.66	0.65	0.80	1.02
ROE(%)	6.84%	6.48%	7.67%	9.34%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

1、 主营白酒和肉制品业务，其他业务有望继续剥离

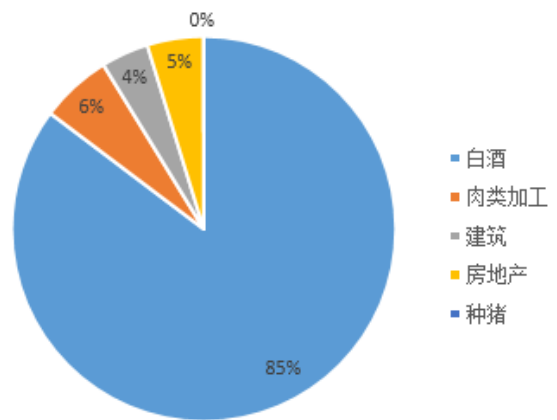
目前大股东顺鑫集团的业务是“8+1”板块，即包括酒、肉制品、农产品批发加工、环保、建筑施工、种业、房地产、金融，以及综合部门业务（如度假村等）。未来，上市公司将继续按照“主业突出、业务清晰、同业整合、价值实现”的发展思路，继续聚焦白酒和生猪养殖、肉食品加工产业，实行产业经营和资本经营双轮驱动，做大做强主导产品——白酒和肉制品。

图 1：2015 年公司收入构成



资料来源：WIND,国海证券研究所

图 2：2015 年公司毛利构成



资料来源：WIND,国海证券研究所

按照这个思路推进，虽然石门农产品批发市场每年约有 5000 多万净利润，但由于一方面该业务不在主业聚焦的战略上，另一方面该业务没有上升空间，因此，公司在今年上半年也给予剥离。公司历史经营多元化，但从去年到今年上半年，很多非核心业务已陆续剥离出去，而目前最主要的地产业务尚没有剥离，主要原因一是体量较大，接收方比较难找，二是负债比较多，单独转让给集团公司短期内有较大运营压力。从公司战略上来看，未来地产业务的剥离是一个必然的趋势，公司未来有望从三方面进行，如开发库存、找第三方接管、放到集团去等。

2、 白酒业务品牌优势凸显，中高端增速可观

公司白酒以“牛栏山”和“宁诚”两大品牌为主，其中“牛栏山”现已形成清香型“二锅头”和浓香型“百年”两大系列。“牛栏山”在“正宗二锅头，地道北京味”的品牌定位下，京城特产的消费者认知已得到广泛认可，公司白酒业务品牌优势十分凸显。

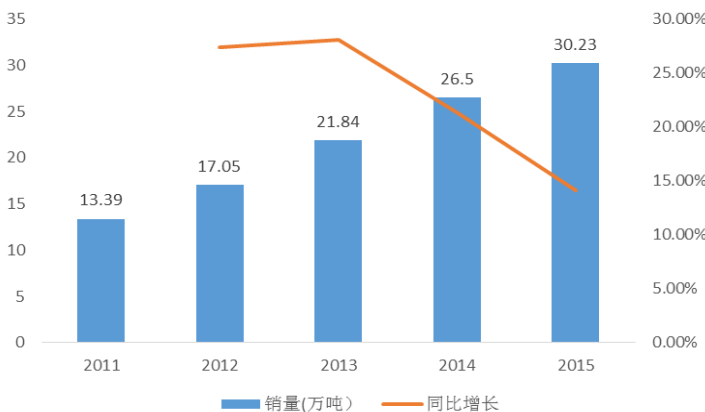
公司白酒产销量将近 30 万吨，从产销量来看，在行业内已是排名前列。分产品结构来看，低端（终端价 15 元以下，主要是 100ML 小瓶二锅头、牛小二、陈酿、精制陈酿），占比约 50%-60%。以牛三为代表的高端（终端价 100 元以上）年销售额约 10 几个亿，占比约 20%。其他中高端如 8 年、10 年二锅头，百年牛栏山红福酒、百年牛栏山珍品陈酿销售占比约 20%。

今年前三季度毛利率有较好的提升，主要在于整体产品结构的好转。前三季度，除了陈酿、牛二等低端产品保持畅销外，“三牛”（百年牛栏山）、黄龙“经典二锅头”、“红10”（百年红10年）等中高端产品的销量也实现了恢复性增长。

在市场布局方面，公司继续推行“2+6+2”的市场策略，即“北京、天津”+“山西、河北、河南、内蒙、山东、辽宁”+“长江三角洲和珠江三角洲”。整体上看，目前主要市场份额还集中在大北方，其中北京20多个亿（含税），已经超越最高峰时的销售额。河北，10多个亿（含税），其中光保定就有1-2个亿。河南、山东，内蒙、辽宁约1多个亿。长江三角洲要好于珠江三角洲，长江三角洲中目前江苏市场（约4-5个亿收入规模）和安徽市场（约2多个亿销售规模），销售氛围已经不错。

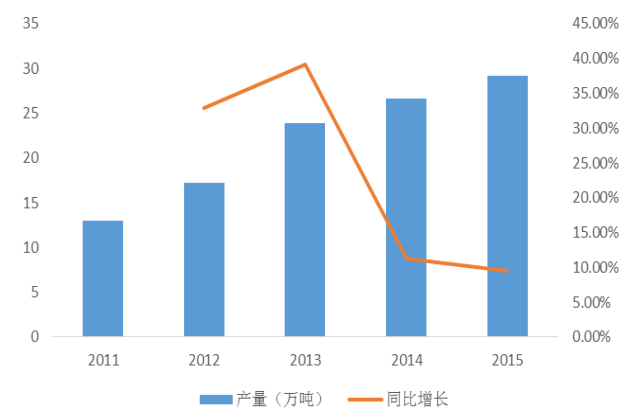
未来公司白酒业务的整体战略是稳健增长的基础上全面实现全国化，由北方向南方逐渐推进，产能布局上已经在河北、四川开始新设生产基地。

图3：公司历年来白酒销量情况



资料来源：WIND,国海证券研究所

图4：公司历年来白酒产量情况



资料来源：WIND,国海证券研究所

在产品价格方面，由于牛栏山二锅头和百年牛栏山系列酒单瓶销量非常大，公司不会轻易提价，以避免价格的巨幅波动而影响整体市场销售。当然，公司会根据成本和市场消费升级的状况在价格和结构上做适度调整。上半年，陈酿做了适度提价，主要是针对终端价格的调整，目的是实现终端价格的统一，改善渠道利润，从而有利于公司白酒业务中长期健康发展。

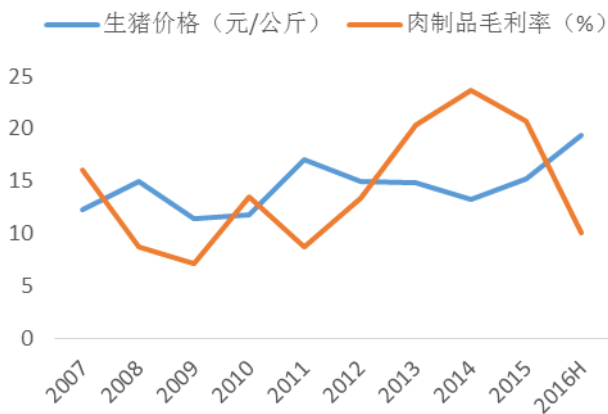
3、肉制品业务规模要大于生猪养殖业务，猪价下跌整体上更利好公司盈利

公司肉制品业务有完整的产业链（种猪-生猪养殖-屠宰-肉制品）。公司生猪目前头均毛利约有300-400元，生猪养殖年存栏量目前约30-40万头，历史上好的年景生猪养殖约有1亿元利润。公司屠宰产能约有450万头，但屠宰产能的实际利用率约40%-50%。

肉制品业务目前北京市占率 40%多，后继重点考虑外部拓展，目前山西、四川都有屠宰基地，陕西汉中也有屠宰基地。当前该板块业务主要以北京及周边地区为主，未来公司将进一步走出去，把“鹏程”在北京的成功模式，在陕西、四川等外阜复制，进行规模扩张。同时，为迎合消费者的消费升级需求，公司在产品结构方面，将加大精细化、高附加值产品的开发力度，培育以“鹏宇”牌黑猪为核心的高端生态猪肉。

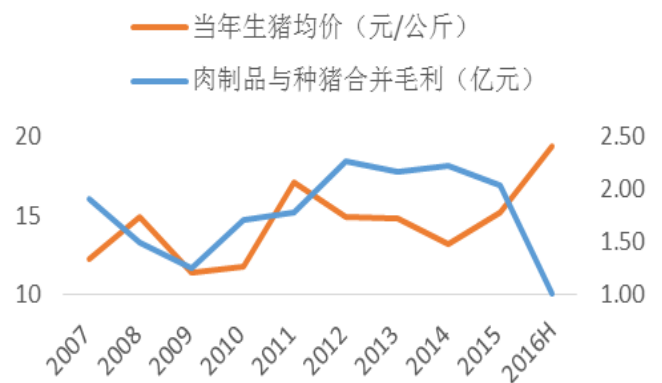
肉制品业务和生猪养殖业务盈利上均受猪价影响，猪价高则肉制品成本高，盈利弱，但生猪养殖则受益高猪价。反之，猪价低则肉制品成本低，盈利好，但不利于生猪销售。因此，肉制品业务和生猪养殖业务盈利在猪价的涨跌上有一定的互补。但参考公司肉制品和生猪养殖的业务规模来看，肉制品业务规模要大于生猪养殖。因此，猪价下跌整体上更利好公司盈利。

图 5: 猪价涨跌与肉质品毛利率波动关系



资料来源: WIND,国海证券研究所

图 6: 猪价涨跌与公司肉制品和种猪合并利润关系



资料来源: WIND,国海证券研究所

4、地产业务导致公司负债高，剥离上市公司三步走的思路

公司三季度单季度下滑主要是由于房地产没有在售楼盘，四季度没有预售，2017年预计有预售。蓝光（最大的住宅项目）接近 300 亩，2017 年预计能预售。海南、内蒙的房产项目主要是县城房子，现在在销售中。目前商业楼销售不好，房地产，按全部测算，基本上盈亏平衡。地产业务占用较大部分上市公司现金，上市公司大部分贷款都用在在地产上。未来，如果地产业务予以剥离，则对上市公司盈利有较大改善。

未来地产业务剥离，上市公司考虑三个方面进行，包括开发库存、找第三方接管，放到集团去。整体来看，地产业务剥离是公司既定战略，是必然趋势，但由于规模较大，操作层面在时间上存在不确定性。

5、外延并购围绕白酒和肉制品主业开展

公司在战略上会考虑产业经营和资本经营双轮驱动。因此，后继会考虑外延并购进行资本运作，运作方向主要是围绕白酒业务和肉制品相关业务（如牛羊肉业务等）开展。牛羊肉业务之前与清河源公司洽谈过（已有公告），由于各种原因没有成功。后继有合适标的，公司会进一步考虑和推进。

6、盈利预测和投资评级

维持“增持”评级 我们预测公司 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.65/0.80/1.02 元，对于当前股价 PE 分别为 31.93/25.90/20.24 倍，维持公司“增持”评级。

7、风险提示

- 1) 白酒业务开拓不达预期;
- 2) 地产业务剥离不达预期;
- 3) 外延并购不达预期;

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	9637	10331	11499	12856
增长率(%)	2%	7%	11%	12%
净利润（百万元）	376.3	369	455	582
增长率(%)	5%	-2%	23%	28%
摊薄每股收益（元）	0.66	0.65	0.80	1.02
ROE(%)	6.84%	6.48%	7.67%	9.34%

资料来源：公司数据，国海证券研究所

表 1: 顺鑫农业盈利预测表

证券代码:	000860.SZ				股价:	20.64	投资评级:	增持		日期:	2016/12/26
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值		2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标						
ROE	7%	6%	8%	9%	EPS		0.66	0.65	0.80	1.02	
毛利率	37.28%	35.30%	35.71%	36.35%	BVPS		9.46	9.78	10.18	10.69	
期间费率	31%	30%	30%	30%	估值						
销售净利率	4%	4%	4%	5%	P/E		31.30	31.93	25.90	20.24	
成长能力					P/B		2.18	2.11	2.03	1.93	
收入增长率	2%	7%	11%	12%	P/S		1.22	1.14	1.02	0.92	
利润增长率	5%	-2%	23%	28%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	0.61	0.63	0.68	0.73	营业收入	9637	10331	11499	12856		
应收账款周转率	18.99	18.99	18.99	18.99	营业成本	6044	6684	7393	8183		
存货周转率	0.80	0.80	0.80	0.80	营业税金及附加	1079	1157	1288	1440		
偿债能力					销售费用	1139	1241	1381	1544		
资产负债率	65%	65%	65%	64%	管理费用	645	712	792	886		
流动比	1.66	1.67	1.70	1.74	财务费用	171	(9)	(29)	(60)		
速动比	0.52	0.26	0.21	0.15	其他费用/(-收入)	(1)	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	557	546	674	863		
现金及现金等价物	2497	746	303	(189)	营业外净收支	3	3	3	3		
应收款项	507	544	605	677	利润总额	560	549	677	866		
存货净额	7553	9799	10848	12025	所得税费用	177	173	214	273		
其他流动资产	491	526	586	655	净利润	383	376	463	593		
流动资产合计	11049	11615	12342	13168	少数股东损益	7	7	8	11		
固定资产	2575	2418	2306	2195	归属于母公司净利润	376	369	455	582		
在建工程	889	969	959	959	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	811	811	730	649	经营活动现金流	350	(1894)	(664)	(743)		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	383	376	463	593		
资产总计	15897	16386	16911	17545	少数股东权益	7	7	8	11		
短期借款	2831	2831	2831	2831	折旧摊销	195	339	323	304		
应付款项	587	762	844	935	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	1711	1834	2042	2283	营运资金变动	(235)	(2616)	(1458)	(1650)		
其他流动负债	1538	1538	1538	1538	投资活动现金流	0	78	122	111		
流动负债合计	6668	6966	7254	7587	资本支出	(82)	78	122	111		
长期借款及应付债券	3068	3068	3068	3068	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	658	658	658	658	其他	82	0	0	0		
长期负债合计	3726	3726	3726	3726	筹资活动现金流	(2102)	(185)	(228)	(291)		
负债合计	10393	10691	10980	11313	债务融资	(423)	0	0	0		
股本	571	571	571	571	权益融资	9	0	0	0		
股东权益	5504	5695	5931	6232	其它	(1688)	(185)	(228)	(291)		
负债和股东权益总计	15897	16386	16911	17545	现金净增加额	(1751)	(2001)	(769)	(924)		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。