

# 顺鑫农业 (000860)

证券研究报告

2017年01月16日

## 安全边际高，成长性确定，17年已入战略买入区间

### 事件:

北京国资委出台《关于市属国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施办法》，要求优先支持符合首都城市战略定位的企业参与试点，市属一级企业、四级及以下企业原则上暂不开展试点，城市公共服务类和特殊功能类企业中从事资源性、垄断性和政策性业务的企业，不实施员工持股。

### 国改已箭在弦上，可实现公司业绩与估值双重提升

我们认为，公司国企改革不仅能实现业绩释放的同时，还能带来估值的有效提升。一方面，公司资质优异，内部人员自身希望推进国改的概率较大；另一方面，从北京市国改进度来看，此次颁发的员工持股试点办法是北京市国改的破冰之旅。而且云南白药混改方案力度之大，也给市场提供了想象空间。我们判断，政策春风离公司越来越近，有望今年落地。

### 白酒：季节性调整不影响长期成长，预计全年有可能超预期

2016H1，公司白酒收入增速不到3.9%，但是前三季度收入增速已接近10%。我们判断，这主要是因为季节性收入确认所造成的。根据草根调研来看，我们判断2016年全年公司收入增速将在两位数，且有超预期可能。同时，从利润率角度来看，预计现阶段公司白酒利润率在8%-9%之间，而毛利率已经达到62.5%。而且公司核心产品42度陈酿价格仅在15元左右，还可以提价。相比较于同行，预计公司白酒净利润率还存在一倍左右提升空间。此外，公司将继续做大白酒业务，未来也存在外延并购预期。

### 地产预售大幅降低费用，且剥离预期不变，肉业务则存并购预期

对于房地产业务，预计2017年开始预售，第一期大概有30亿资金回笼，可大幅降低财务费用。同时，公司做大做强肉业务的思想不变，未来整体剥离地产业务仍会持续推进。此外，公司肉业务预计今年贡献7000万左右利润，相比去年正增长，而且还存在较强的外延并购预期。

### 投资分析：安全边际高，收入增速或国改有超预期可能，目标价32元，55%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。剔除非酒业务，公司白酒16年PS仅1.6倍（行业最低），PE仅18倍，安全边际非常高，而且催化剂多（收入增速或超预期，资产剥离，国改推进等），值得重点布局。考虑公司石门市场剥离带来一次性收益等，预计公司16-18年EPS分别为0.81/0.97/1.21元（原预测为0.61/0.85/1.16元）。采用分拆估值来看，不考虑地产，12个月内给予白酒17年2.6倍PS，对应151亿市值；肉业务，0.8倍PS。合计市值为185亿元，对应股价为32元，55%空间。

### 风险提示：食品安全问题，销售不达预期。

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	11,653.96	12,456.49	13,323.65
增长率(%)	4.50	1.65	20.92	6.89	6.96
EBITDA(百万元)	885.86	923.96	915.44	1,110.38	1,329.05
净利润(百万元)	359.43	376.27	464.13	550.98	691.24
增长率(%)	81.85	4.68	23.35	18.71	25.46
EPS(元/股)	0.63	0.66	0.81	0.97	1.21
市盈率(P/E)	32.69	31.22	25.31	21.32	17.00
市净率(P/B)	2.31	2.18	2.03	1.88	1.72
市销率(P/S)	1.24	1.22	1.01	0.94	0.88
EV/EBITDA	15.79	16.39	17.42	12.98	10.94

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.59元
目标价格	32元
上次目标价	32元

### 基本数据

总股本(百万股)	570.59
流通股本(百万股)	563.00
总市值(百万元)	11,748.45
流通A股市值(百万元)	11,592.15
每股净资产(元)	11.55
资产负债率(%)	62.29
一年内最高/最低(元)	25.53/17.28

### 作者

刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
刘健	联系人
liujian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《顺鑫农业-季报点评:安全边际非常高，且国改加速业绩释放与估值提升弹性大》 2016-10-31
- 《顺鑫农业-半年报点评: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》 2016-08-23
- 《顺鑫农业-公司点评：“十三五”助推顺鑫优化资产结构，强化白酒行业地位》 2016-08-15



## 1. 国改已箭在弦上，可实现公司业绩与估值双重提升

我们认为，公司国企改革不仅能实现业绩释放的同时，还能带来估值的有效提升。一方面，公司资质优异，内部人员自身希望推进国改的概率较大；另一方面，从北京市国改进度来看，此次颁发的员工持股试点办法是北京市国改的破冰之旅。而且云南白药混改方案力度之大，也给市场提供了想象空间。我们判断，政策春风离公司越来越近，有望今年落地。

此次政策主要针对市属国有企业，而且市属一级企业、四级及以下企业原则上暂不开展试点，城市公共服务类和特殊功能类企业中从事资源性、垄断性和政策性业务的企业，不实施员工持股。我们判断，这可能是政府期望国企改革能够稳定推进，循序渐进。虽然顺鑫农业隶属于顺义区国资委，但是我们认为试点办法如能顺利推进，顺鑫农业国改也有望迅速提上议事日程，建议积极关注。

表 1：2016 年北京市国改改革有望政策一览

时间	事件
11 月 4 日	11 月 4 日，京津冀地方国资国企在京津冀产业示范区曹妃甸联合召开“改革、合作、共赢”主题研讨会，深入交流三地国资国企改革经验举措，并以此为契机深化国资国企改革，促进三地国资国企交流合作，推动京津冀协同发展。北京市国资委发布《北京市国资委国有经济“十三五”发展规划》，倡导提质增效、深化改革等要求，提出要打造 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。
8 月 10 日	
12 月 23 日	北京市颁发《关于市属国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施办法》

资料来源：北京市国资委，天风证券研究所

## 2. 白酒：季节性调整不影响长期成长，预计全年有可能超预期

虽然上半年公司白酒收入增速不达预期，但是三季度恢复迹象明显，预计全年收入增速有望超预期。其中，2016H1，公司白酒收入增速不到 3.9%；前三季度收入增速已接近 10%。我们判断，这主要是因为季节性收入确认所造成的。根据草根调研来看，我们判断 2016 年全年公司收入增速将在两位数。

同时，从利润率角度来看，预计现阶段公司白酒利润率在 8%-9%之间，而毛利率已经达到 62.5%。而且公司核心产品 42 度陈酿价格仅在 15 元左右，还可以提价。相比较于同行，预计公司白酒净利润率还存在一倍左右提升空间。此外，公司将继续做大白酒业务，未来也存在外延并购预期。

表 2：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%
<b>平均</b>			<b>40.4%</b>	<b>39.0%</b>	<b>37.0%</b>	<b>60.2%</b>	<b>59.9%</b>	<b>60.6%</b>	<b>24.4%</b>	<b>21.5%</b>	<b>22.8%</b>

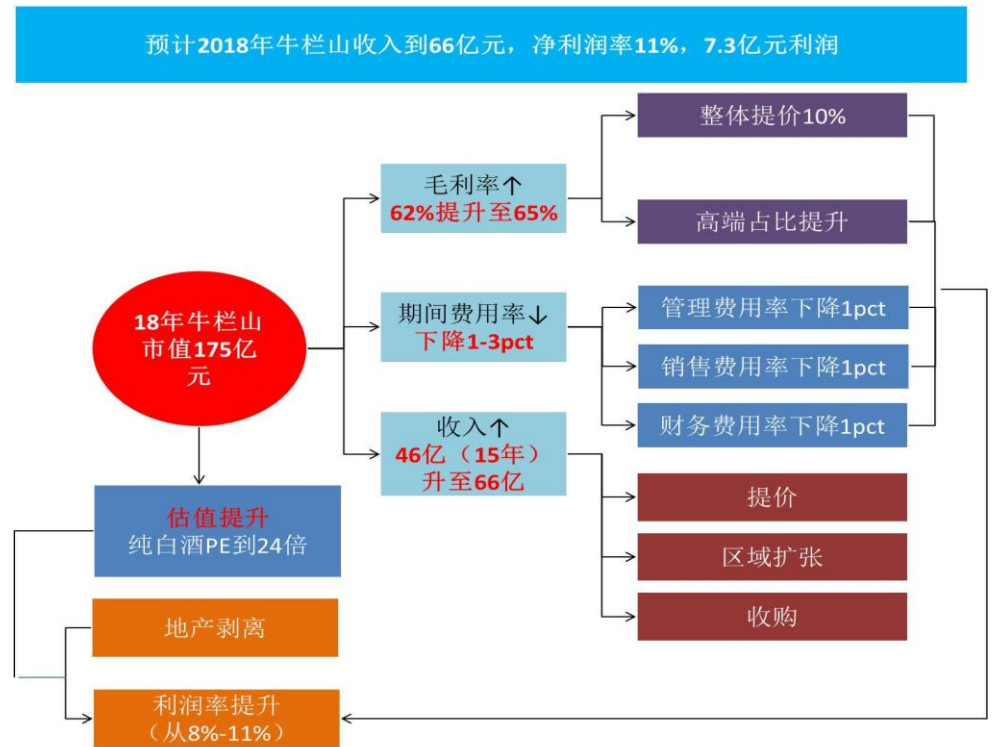
资料来源：wind，天风证券研究所

## 3. 投资分析：安全边际高，收入增速或国改有超预期可能，目标价 32 元，55%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。剔除非酒业务，公司白酒 16 年 PS 仅 1.6 倍（行业最低），PE 仅 18 倍，安全边际非常高，而且催化剂多（收入增速或超预期，资产剥离，国改推进等），值得重点布局。

投资建议：采用分拆估值来看，不考虑地产，12 个月内给予白酒 17 年 2.6 倍 PS，对应 151 亿市值；肉业务，0.8 倍 PS。合计市值为 185 亿元，对应股价为 32 元，55%空间。

图 1：顺鑫农业牛栏山市值的分析与讨论



资料来源：天风证券研究所

#### 4. 附录：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。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。

刘畅：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责大食品和大白酒的研究。先后在东方基金，泰达宏利基金担任食品饮料分析师。毕业于英国杜伦大学金融学取得硕士学位。2016年9月，正式加入天风证券研究所。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,606.38	2,496.75	932.32	996.52	1,065.89
应收账款	149.97	350.08	128.58	(86.34)	(92.35)
预付账款	544.69	491.04	779.91	529.53	862.85
存货	7,383.52	7,553.43	9,263.20	8,938.98	9,593.85
其他	0.50	157.30	65.59	75.75	97.35
<b>流动资产合计</b>	<b>10,685.06</b>	<b>11,048.60</b>	<b>11,169.59</b>	<b>10,454.45</b>	<b>11,527.60</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,641.39	2,606.77	2,835.24	2,930.93	2,933.93
在建工程	777.79	888.80	569.28	389.57	263.74
无形资产	845.77	811.02	791.28	771.55	751.81
其他	593.09	542.16	467.23	448.92	446.58
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,858.03</b>	<b>4,848.74</b>	<b>4,663.04</b>	<b>4,540.96</b>	<b>4,396.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>15,543.10</b>	<b>15,897.34</b>	<b>15,832.63</b>	<b>14,995.41</b>	<b>15,923.66</b>
短期借款	4,708.87	2,831.33	4,523.82	3,015.81	2,917.03
应付账款	395.64	387.41	639.42	404.25	691.27
其他	3,008.53	3,449.01	3,331.95	3,696.61	3,551.86
<b>流动负债合计</b>	<b>8,113.04</b>	<b>6,667.74</b>	<b>8,495.19</b>	<b>7,116.66</b>	<b>7,160.16</b>
长期借款	1,612.84	1,033.63	233.09	0.00	0.00
应付债券	0.00	2,033.93	677.98	903.97	1,205.29
其他	631.90	658.08	530.00	606.66	598.25
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,244.74</b>	<b>3,725.65</b>	<b>1,441.06</b>	<b>1,510.63</b>	<b>1,803.54</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,357.79</b>	<b>10,393.39</b>	<b>9,936.25</b>	<b>8,627.29</b>	<b>8,963.70</b>
少数股东权益	106.06	105.49	116.13	126.48	140.38
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	5,209.65	5,671.04	6,248.99
其他	(2,798.50)	(2,798.50)	(2,798.50)	(2,798.50)	(2,798.50)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,185.31</b>	<b>5,503.95</b>	<b>5,896.38</b>	<b>6,368.11</b>	<b>6,959.96</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>15,543.10</b>	<b>15,897.34</b>	<b>15,832.63</b>	<b>14,995.41</b>	<b>15,923.66</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	364.75	383.28	464.13	550.98	691.24
折旧摊销	217.14	261.97	170.78	183.77	192.56
财务费用	182.17	189.41	295.58	110.61	105.44
投资损失	(2.88)	(4.29)	(4.58)	(4.58)	(4.58)
营运资金变动	85.53	(269.81)	(1,645.02)	1,006.61	(855.65)
其它	(552.80)	(210.19)	10.64	10.34	13.90
<b>经营活动现金流</b>	<b>293.91</b>	<b>350.37</b>	<b>(708.46)</b>	<b>1,857.74</b>	<b>142.91</b>
资本支出	43.28	210.86	188.09	3.33	58.41
长期投资	(54.99)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(425.61)	(210.53)	(243.51)	(78.76)	(103.84)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(437.32)</b>	<b>0.32</b>	<b>(55.42)</b>	<b>(75.42)</b>	<b>(45.42)</b>
债权融资	6,391.71	5,898.90	5,458.22	3,950.89	4,140.47
股权融资	1,555.02	(159.55)	(265.91)	(91.52)	(85.31)
其他	(7,052.97)	(6,199.67)	(5,992.86)	(5,577.48)	(4,083.26)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>893.76</b>	<b>(460.32)</b>	<b>(800.55)</b>	<b>(1,718.12)</b>	<b>(28.11)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>750.35</b>	<b>(109.63)</b>	<b>(1,564.43)</b>	<b>64.20</b>	<b>69.37</b>

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>9,480.66</b>	<b>9,637.42</b>	<b>11,653.96</b>	<b>12,456.49</b>	<b>13,323.65</b>
营业成本	6,288.08	6,044.27	7,536.23	7,840.92	8,238.88
营业税金及附加	1,018.13	1,079.29	1,305.13	1,395.00	1,492.11
营业费用	911.62	1,139.11	1,274.94	1,432.50	1,534.88
管理费用	558.91	645.29	792.47	860.74	920.66
财务费用	163.21	171.16	295.58	110.61	105.44
资产减值损失	5.54	5.20	5.11	5.28	5.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.88	4.29	4.58	4.58	4.58
其他	(5.76)	(8.59)	(9.15)	(9.15)	(9.15)
<b>营业利润</b>	<b>538.06</b>	<b>557.40</b>	<b>449.08</b>	<b>816.01</b>	<b>1,031.05</b>
营业外收入	0.21	11.56	250.00	10.00	6.00
营业外支出	3.05	8.87	5.29	5.74	6.63
<b>利润总额</b>	<b>535.22</b>	<b>560.09</b>	<b>693.79</b>	<b>820.27</b>	<b>1,030.42</b>
所得税	170.47	176.81	219.02	258.94	325.28
<b>净利润</b>	<b>364.75</b>	<b>383.28</b>	<b>474.78</b>	<b>561.33</b>	<b>705.14</b>
少数股东损益	5.32	7.01	10.64	10.34	13.90
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>359.43</b>	<b>376.27</b>	<b>464.13</b>	<b>550.98</b>	<b>691.24</b>
每股收益(元)	0.63	0.66	0.81	0.97	1.21

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.50%	1.65%	20.92%	6.89%	6.96%
营业利润	77.44%	3.60%	-19.43%	81.71%	26.35%
归属于母公司净利润	81.85%	4.68%	23.35%	18.71%	25.46%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.67%	37.28%	35.33%	37.05%	38.16%
净利率	3.79%	3.90%	3.98%	4.42%	5.19%
ROE	7.08%	6.97%	8.03%	8.83%	10.14%
ROIC	5.83%	5.93%	6.07%	6.35%	8.74%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.64%	65.38%	62.76%	57.53%	56.29%
净负债率	30.16%	24.70%	33.88%	55.68%	52.87%
流动比率	1.32	1.66	1.31	1.47	1.61
速动比率	0.41	0.52	0.22	0.21	0.27
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	62.26	38.55	48.69	589.71	-149.13
存货周转率	1.33	1.29	1.39	1.37	1.44
总资产周转率	0.65	0.61	0.73	0.81	0.86
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.63	0.66	0.81	0.97	1.21
每股经营现金流	0.52	0.61	-1.24	3.26	0.25
每股净资产	8.90	9.46	10.13	10.94	11.95
<b>估值比率</b>					
市盈率	32.69	31.22	25.31	21.32	17.00
市净率	2.31	2.18	2.03	1.88	1.72
EV/EBITDA	15.79	16.39	17.42	12.98	10.94
EV/EBIT	19.94	20.79	21.42	15.55	12.80

资料来源：公司公告，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。

### 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门、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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com