

顺鑫农业 (000860. SZ)

业绩有望加速增长，重申“买入”

 评级：**买入**

 前次：**买入**

目标价 (元)：

29.81

分析师

联系人

谢刚

范劲松

S0740510120005

fanjs@r.qlzq.com.cn

021-20315178

龚小乐

xiegang@r.qlzq.com.cn

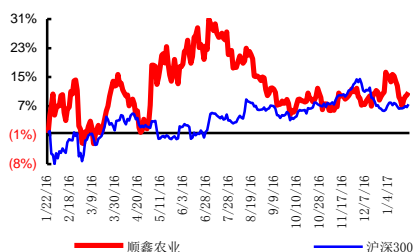
gongxl@r.qlzq.com.cn

2017年01月22日

基本状况

总股本(百万股)	571
流通股本(百万股)	563
市价(元)	20.97
市值(百万元)	11,965
流通市值(百万元)	11,806

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	9,480.6	9,637.4	10,653.	11,374.	12,170.
营业收入增速	4.50%	1.65%	10.54%	6.77%	6.99%
归属于母公司的净利润	359	376	383	474	585
净利润增长率	81.85%	4.68%	1.84%	23.65%	23.42%
摊薄每股收益 (元)	0.63	0.66	0.67	0.83	1.02
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
市盈率 (倍)	29.65	32.30	31.72	25.65	20.78
PEG	0.36	6.90	17.22	1.08	0.89
每股净资产 (元)	8.90	9.46	10.03	10.74	11.62
每股现金流量	0.52	0.61	1.11	-1.45	-1.66
净资产收益率	7.08%	6.97%	6.69%	7.73%	8.82%
市净率	2.10	2.25	2.12	1.98	1.83
总股本 (百万股)	570.59	570.59	570.59	570.59	570.59

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 核心观点：**我们认为，公司主业酒肉竞争优势依旧明显，未来 2-3 年白酒依旧可以实现双位数以上的增长。2016 年以后公司的财务费用有望持续下降，利润也有望逐步释放。按照现在公司落实主业聚焦策略，剥离资产、北京混改的逐步推行均有望成为公司 2017 年业绩加速成长的重要催化剂。目前公司市值不足 120 亿，具备较高的边际；未来资产剥离、混改、并购等有望为公司业绩铸造高弹性，北京混改破冰，公司看涨期权价值凸显，维持“买入”评级，上调 12 个月目标价至 29.81。
- 公司主业保持稳健增长，后续竞争优势依旧明显。**公司 2016 年前三季度实现收入 87.80 亿元、同增 16.57%，其中 Q3 收入 25.19 亿元，同增 40.57%。前三季度白酒收入增长回复到约 8%，屠宰增收约 4-5 亿元，生猪养殖增收约 1 亿元。我们认为，公司的白酒核心大单品 42 度的陈酿，集出厂价低（8.5 元的出厂价）、品牌力强（家喻户晓）、口感好、空间大（国内 30 元以下产品市场容量 800 万吨，公司占比不足 3%）等优点于一体，可进一步挤压散酒市场，未来 2-3 年将继续保持 20% 以上的增长，可带动公司白酒业务总体实现 10% 左右的增长。公司屠宰业务核心大本营市场（北京）需求稳定，未来可以继续小幅增长。
- 公司财务费用有望持续下降，利润有望逐步释放。**2016 年公司地产项目无销售，却由于房地产借款利息费用化金额的增加，每季度新增利息约 3000 万元，我们认为公司今年的财务费用处于相对高位。2017 年一季度，下坡屯项目有望开始预售，未来 3-4 年保守预计收入可达 50 亿元，每年约 15 亿的现金流入可抵扣财务费用。2016 年石门市场项目剥离，预计一次性增厚税前利润 1.84 亿元。此外，鑫大禹以及顺鑫佳宇房地产项目在后续均有望完成剥离，陆续增厚公司的税前利润。

■ 我们认为，公司在未来 1-3 年业绩的加速成长有更多的看点值得关注。

- (1) 资产剥离有望持续进行；自公司新董事长 2013 年上任至今已多次强调将定位酒肉主业，逐步剥离酒肉之外的业务，在这两年酒肉营收占比稳步提升至 72%。房地产、水利建设、石门批发市场、创新食品、园林绿化工程、影视文化等方面已经逐步开始剥离。作为非酒肉资产最大的业务房地产，不再新增供给，多个项目已经处于转让中，若地产项目成功剥离将减少公司 60 亿负债以及节省 1.82 亿的财务费用。公司在 2015 年 12 月至今，公司资产剥离节奏明显加快。如此下去，我们认为房地产这一块有望在近 1-2 年实现全部剥离。

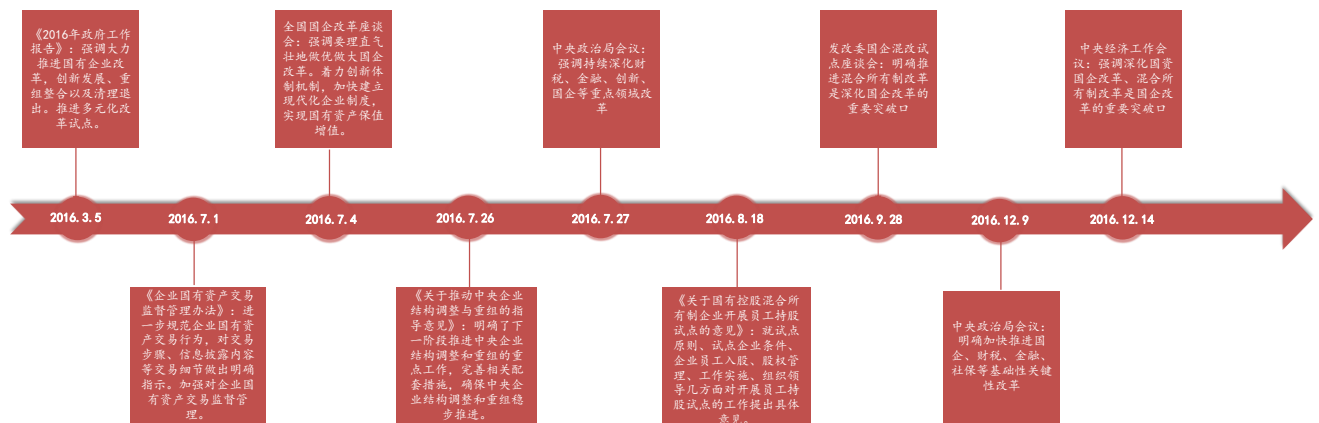
图表 2：资产剥离的进度

公司名称	项目	备注
北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司 (总资产 61 亿元, 净资产 1.1 亿元)	北京顺丽鑫	已剥离 (转让)
	办公大楼	每年承担 4200 万利息成本, 2015 年难以扭亏
	站前街项目	总建筑面积约 16 万平, 地上 10 万平, 其中商业办公 5 万平, 住宅 5 万平, 地下 6.5 万平。住宅已结清, 商业五万平方可产生 2 亿净利润, 结算结束之后再剥离
	牛栏山下坡屯家园项目	该项目仅剩一块地
	杨镇三期	基本卖完
-	影视文化	已剥离 (转让)
-	顺鑫农科	已剥离 (转让)
包头市金瑞房地产开发有限公司 (总资产 9 亿, 净资产 1.1 亿元)	顺鑫望潮苑项目	2013 年剥离, 1000 多万资产
曲阜顺鑫鑫泽园房地产开发有限公司 (总资产 1.55 亿, 净资产 1100 万元, 2015 年上半年亏损 66 万)	曲阜顺鑫孔子国际商品交易城有限公司	等机会转让
	曲阜顺鑫鑫泽园房地产开发有限公司	体量相对较大, 处理的进度相对慢; 一期已开发完毕, 二期不开工, 准备直接转让; 由于支付和税收问题, 目前未能完成
海南香顺房地产开发有限公司 (总资产 4.5 亿元, 净资产 6500 万, 上半年亏损 330 万元)	富海家园项目	春节期间卖得很好, 目前已卖一半 (300 套), 进展相对顺利
鑫大禹有限公司	水利建设	2016 年 12 月终止转让
	房屋建筑	2016 年 12 月终止转让
石门批发市场	农产品批发市场	2016 年 11 月份剥离
创新食品	后厨专家	计划剥离
北京顺鑫国际电子商务有限公司	电商物流	12 月 24 日签署出资 375 万元转让协议
北京顺鑫创新国际物流有限公司	物流	2016 年一月已转让剥离

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **(2) 北京混改先行迈出一大步，顺鑫有望充分受益；**2016年以来中央多次强调要做强国有企业，12月中旬中央经济会议首次明确提出明年“要深化国资国企改革、混合所有制是国企改革的重要突破口”，国资委也公开表示“明年将是国企改革见效年”，可见2017年将是改革实质推进的大年。2017年1月5日山东省属国企员工持股试点工作实施细则印发，1月16日北京市国资委副主任杨秀玲明确表示，2017年北京市属国企混合所有制改革将继续在竞争类一级国企中推行，重心会放在食品、农业、旅游、新能源汽车四大领域，目前已敲定新能源、生活性服务业、文化创意业等领域的6家市属国企作为试点。虽然顺鑫农业属于顺义区国资委，但我们认为试点办法如能顺利推进，顺鑫农业的混改也有望加速。
- **(3) 并购有望成为公司业绩加速成长的又一引擎。**并购方面，公司酒肉业务方向明确，公司拓展牛羊肉市场的战略方向已定，若能成功收购牛羊肉项目，一方面可与公司肉类加工业务形成较好的业务互补；另一方面可进一步拓展公司品牌，实现跨越式发展。我们认为并购也将成为公司股价的重要催化剂要素。

图表 2：混改进度



来源：中泰证券研究所

图表 3：牛栏山波特五力分析

产品替代:

牛栏山有较多的替代品: 高端白酒降价(性价比)、红酒、保健酒、RIO等新品爆款冲击。健康意识增强, 少饮白酒或不饮白酒。总结: 有这种可能性, 但短期内还不明显。

供应商:

牛栏山白酒上游原材料主要是酒精勾兑, 粮食价格会有些影响, 但基本在可控范围内。总结: 基于规模效应, 牛栏山有较强的议价能力。

公司竞争力分析结论:

1, 10元以下出厂价的产品几乎没有竞争对手, 公司议价能力强; 2, 基于中国庞大的市场, 顺鑫农业未来两年仍能保持10%以上的成长。

消费者:

除了促销活动, 消费者几乎没议价能力, 公司低端产品供不应求, 有提价的动能。总结: 基于中国庞大的市场, 顺鑫农业未来两年仍有20%成长的空间。

潜在竞争者:

十元以下出厂价基本没有竞争对手; 高端酒降价, 但基本不可能降到十元以下的出厂价。总结: 虽有很多新进的竞争者, 但品牌的底蕴不可能短期内超越。

来源: 中泰证券研究所

- **盈利预测与估值:** 我们采取分部估值法, 1, 白酒业务板块: 我们预计未来三年整体收入增速维持在 10%左右, 白酒业务毛利率平稳有升。按照 $PS=2.5$ 来估值, 给予 2017 年 140 亿的估值。肉制品加工业务: 随着猪肉价格企稳, 该业务将扭转下跌势头, 且利润水平缓慢回升, 估计收入保持平稳, 并且开始盈利。牛肉这块业务取决于公司收购进展和规模。此版块按照 30 亿的销售收入, 保守估计给予 30 亿估值。其他业务: 在 2016-2017 年实现全部剥离, 出于谨慎考虑在此不计估值。
- **投资建议:** 综上, 我们预计公司今年业绩看点较多。我们认为公司主业在未来 2-3 年可继续实现稳健增长, 而资产的剥离、并购以及混改为业绩的增长铸造弹性。经测算, 预计公司 2016-2018 年公司的营业收入, 106.5/113.7/121.7 亿元, YOY 分别为 10.54%、6.77%、6.99%; 净利润 3.83、4.74、5.85 亿元, YOY 分别为 1.84%、23.65%、23.42%; EPS 分别为 0.67、0.83 和 1.02 元, 上调公司 2017 年目标市值为 170 亿元, 12 个月目标价 29.81, 重申“买入”。
- **风险提示:** 房地产业务剥离进度低于预期、低端酒竞争加剧;

图表 5: 顺鑫农业的销售预测 (百万元)

白酒	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入 (百万元)	3238.24	3743.71	4120.14	4647.90	5,205.65	5,778.27	6,356.10
YOY (%)		15.61%	10.05%	12.81%	12.00%	11.00%	10.00%
成本 (百万元)	1570.88	1484.37	1759.26	1760.66	1,936.73	2,130.40	2,300.83
YOY (%)		-5.51%	18.52%	0.08%	10.00%	10.00%	8.00%
毛利 (百万元)	1667.36	2259.34	2360.88	2887.24	3,268.92	3,647.87	4,055.27
毛利率 (%)	51.49%	60.35%	57.30%	62.12%	62.80%	63.13%	63.80%
肉类加工	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入 (百万元)	3200.02	2975.52	2610.57	2724.89	3,406.11	3,576.42	3,755.24
YOY (%)		-7.02%	-12.27%	4.38%	25.00%	5.00%	5.00%
成本 (百万元)	3046.52	2758.14	2387.85	2522.06	3,278.68	3,439.33	3,607.86
YOY (%)		-9.47%	-13.43%	5.62%	30.00%	4.90%	4.90%
毛利 (百万元)	153.5	217.38	222.72	202.83	127.43	137.08	147.38
毛利率 (%)	4.80%	7.31%	8.53%	7.44%	3.74%	3.83%	3.92%
房地产	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入 (百万元)	414.6	439.63	1128.58	501.24	225.56	112.78	56.39
YOY (%)		6.04%	156.71%	-55.59%	-55.00%	-50.00%	-50.00%
成本 (百万元)	350.34	389.48	803.88	341.15	170.58	85.29	42.64
YOY (%)		11.17%	106.40%	-57.56%	-50.00%	-50.00%	-50.00%
毛利 (百万元)	64.26	50.15	324.7	160.09	54.98	27.49	13.75
毛利率 (%)	15.50%	11.41%	28.77%	31.94%	24.38%	24.38%	24.38%
其它	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入 (百万元)	1,489.09	1,913.50	1,621.37	1,763.39	1,816.29	1,907.11	2,002.46
YOY (%)		28.50%	-15.27%	8.76%	3.00%	5.00%	5.00%
成本 (百万元)	1,136.52	1,609.56	1,337.09	1,420.40	1,448.81	1,506.76	1,582.10
YOY (%)		41.62%	-16.93%	6.23%	2.00%	4.00%	5.00%
毛利 (百万元)	352.57	303.94	284.28	342.99	367.48	400.35	420.36
毛利率 (%)	23.68%	15.88%	17.53%	19.45%	20.23%	20.99%	20.99%
合计	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入 (百万元)	8,341.95	9,072.36	9,480.66	9,637.42	10,653.61	11,374.57	12,170.19
YOY (%)		8.76%	4.50%	1.65%	10.54%	6.77%	6.99%
成本 (百万元)	6,104.26	6,241.55	6,288.08	6,044.27	6,834.79	7,161.78	7,533.43
YOY (%)		2.25%	0.75%	-3.88%	13.08%	4.78%	5.19%
毛利 (百万元)	2237.69	2830.81	3192.58	3593.15	3,818.82	4,212.79	4,636.75
毛利率 (%)	26.82%	31.20%	33.67%	37.28%	35.85%	37.04%	38.10%

来源: 中泰证券研究所

图表 6: 顺鑫农业三张报表 (百万元)

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	9,072	9,481	9,637	10,654	11,375	12,170	货币资金	1,856	2,606	2,497	2,000	2,000	2,000
增长率	8.76%	4.5%	1.7%	10.5%	6.8%	7.0%	应收账款	215	150	507	326	362	398
营业成本	-6,242	-6,288	-6,044	-6,835	-7,162	-7,533	存货	6,838	7,384	7,553	7,790	9,614	11,765
%销售收入	68.8%	66.3%	62.7%	64.2%	63.0%	61.9%	其他流动资产	468	545	491	622	637	640
毛利	2,831	3,193	3,593	3,819	4,213	4,637	流动资产	9,376	10,685	11,049	10,738	12,613	14,803
%销售收入	31.2%	33.7%	37.3%	35.8%	37.0%	38.1%	%总资产	68.0%	68.7%	69.5%	69.0%	72.6%	75.9%
营业税金及附加	-858	-1,018	-1,079	-1,193	-1,251	-1,339	长期投资	268	319	320	318	321	326
%销售收入	9.5%	10.7%	11.2%	11.2%	11.0%	11.0%	固定投资	3,153	3,419	3,496	3,492	3,469	3,435
营业费用	-960	-912	-1,139	-1,199	-1,319	-1,387	%总资产	22.9%	22.0%	22.0%	22.4%	20.0%	17.6%
%销售收入	10.6%	9.6%	11.8%	11.3%	11.6%	11.4%	无形资产	924	1,012	924	897	860	817
管理费用	-559	-559	-645	-724	-773	-828	非流动资产	4,413	4,858	4,849	4,816	4,760	4,687
%销售收入	6.2%	5.9%	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%	%总资产	32.0%	31.3%	30.5%	31.0%	27.4%	24.1%
息税前利润 (EBIT)	454	704	729	703	869	1,083	资产总计	13,789	15,543	15,897	15,554	17,373	19,490
%销售收入	5.0%	7.4%	7.6%	6.6%	7.6%	8.9%	短期借款	6,094	4,779	2,831	2,229	3,616	4,863
财务费用	-152	-163	-171	-111	-133	-188	应付款项	2,135	2,074	2,399	2,471	2,672	2,907
%销售收入	1.7%	1.7%	1.8%	1.0%	1.2%	1.5%	其他流动负债	985	1,260	1,438	1,482	1,484	1,493
资产减值损失	-5	-6	-5	0	0	0	流动负债	9,214	8,113	6,668	6,181	7,772	9,263
公允价值变动收益	0	0	0	-2	-5	5	长期贷款	1,099	1,613	1,034	834	634	734
投资收益	7	3	4	2	2	2	其他长期负债	300	632	2,692	2,692	2,692	2,692
%税前利润	2.2%	0.5%	0.8%	0.4%	0.3%	0.3%	负债	10,613	10,358	10,393	9,707	11,098	12,688
营业利润	303	538	557	592	733	902	普通股股东权益	3,061	5,079	5,398	5,725	6,130	6,629
营业利润率	3.3%	5.7%	5.8%	5.6%	6.4%	7.4%	少数股东权益	115	106	105	123	145	172
营业外收支	-3	-3	3	-3	-3	-3	负债股东权益合计	13,789	15,543	15,897	15,554	17,373	19,490
税前利润	300	535	560	589	730	900	比率分析						
利润率	3.3%	5.6%	5.8%	5.5%	6.4%	7.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-95	-170	-177	-188	-234	-288	每股指标						
所得税率	31.8%	31.9%	31.6%	32.0%	32.0%	32.0%	每股收益 (元)	0.451	0.630	0.659	0.672	0.830	1.025
净利润	205	365	383	400	496	612	每股净资产 (元)	6.981	8.902	9.461	10.033	10.743	11.618
少数股东损益	7	5	7	17	23	27	每股经营现金净流 (元)	1.697	0.515	0.614	1.108	-1.449	-1.656
归属于母公司的净利润	198	359	376	383	474	585	每股股利 (元)	0.030	0.100	0.000	0.100	0.120	0.150
净利率	2.2%	3.8%	3.9%	3.6%	4.2%	4.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.46%	7.08%	6.97%	6.69%	7.73%	8.82%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.43%	2.31%	2.37%	2.46%	2.73%	3.00%
净利润	205	365	383	400	496	612	投入资本收益率	3.75%	5.55%	5.81%	5.54%	5.77%	6.08%
少数股东损益	0	0	0	17	23	27	增长率						
非现金支出	174	223	267	189	192	192	营业总收入增长率	8.76%	4.50%	1.65%	10.54%	6.77%	6.99%
非经营收益	128	203	176	159	169	213	EBIT增长率	6.94%	55.16%	3.63%	-3.68%	23.63%	24.68%
营运资金变动	238	-497	-476	-115	-1,684	-1,962	净利润增长率	57.09%	81.85%	4.68%	1.84%	23.65%	23.42%
经营活动现金净流	744	294	350	650	-804	-918	总资产增长率	10.50%	12.72%	2.28%	-2.16%	11.70%	12.18%
资本开支	656	451	16	161	135	118	资产管理能力						
投资	-7	13	12	2	-3	-5	应收账款周转天数	5.5	4.1	7.2	5.9	6.0	6.2
其他	7	0	4	0	-3	7	存货周转天数	358.0	412.7	451.0	416.0	490.0	570.0
投资活动现金净流	-656	-437	0	-159	-141	-115	应付账款周转天数	21.8	20.2	18.4	16.0	17.0	19.0
股权募资	0	1,709	9	0	0	0	固定资产周转天数	99.9	98.9	99.4	87.0	77.1	67.6
债权募资	17	-201	24	-803	1,188	1,347	偿债能力						
其他	-556	-614	-493	-167	-220	-286	净负债/股东权益	168.02%	73.00%	61.81%	52.95%	68.26%	82.78%
筹资活动现金净流	-539	894	-460	-970	968	1,060	EBIT利息保障倍数	3.0	4.3	4.3	6.3	6.5	5.8
现金净流量	-451	750	-110	-479	23	27	资产负债率	76.96%	66.64%	65.38%	62.41%	63.88%	65.10%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。