

# 顺鑫农业 (000860)

证券研究报告

2017年03月10日

## 主业向上确定性高，且地产预售或可加快

### 事项:

3月7日，顺鑫佳宇与北京和骏签署《<顺鑫蓝光牛栏山项目委托开发管理合同及其相关补充协议>解除合同协议书》，自解除之日起，原合同中约定的双方权利义务终止。

### 解除预售或可加快推进地产预售，今年可大幅减轻财务费用

公司与北京和骏合作解除，我们认为这不会对公司经营产生负面影响。相反，这正是公司为了加快地产预售所采取的有效行动，有利于负担减轻，表明公司聚焦主业发展的决心。这主要是因为双方开发的项目位于北京市顺义区牛栏山下坡屯，地理位置较好，附近学校以及生活设施齐全，未来会比较容易销售。预计第一期预售规模在20-30亿元，但是推进进度低于公司原定计划，合作解除后，将于今年4-5月推进，后续进度可能会加快，并可大幅降低财务费用（大约可减少5000万费用）。

### 白酒向上趋势明显，增速或有超预期可能

我们判断，公司2016年白酒收入规模超50亿元，同比增速在10%左右。而且，根据市场调研情况来看，我们判断公司白酒销售情况非常好，有超预期可能，建议关注年报或季报行情。利润方面，预计2016年公司白酒净利润超过5亿元，净利润率接近10%，存一倍左右提升空间。相比较之下，北京市场白酒净利润率接近20%，而外埠市场白酒净利润率仅为个位数。我们认为，这主要是因为北京市场比较成熟，高毛利白酒占比较大，且运营成本相对较低。而外埠市场还处于开拓初期，以低毛利的陈酿为主。随着外埠市场逐渐成熟，公司产品升级与价格提升，利润率也会逐渐向北京市场靠拢。

### 投资建议：高安全边际，且催化剂多，目标价32元

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1.8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。不考虑外延，预计公司16-18年EPS分别为0.81/0.97/1.21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，47%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)	34.56	33.01	26.76	22.54	17.97
市净率(P/B)	2.45	2.30	2.15	1.99	1.82
市销率(P/S)	1.31	1.29	1.07	1.00	0.93
EV/EBITDA	15.79	16.39	18.16	13.58	11.45

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	21.77元
目标价格	32元
上次目标价	32元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	570.59
流通A股股本(百万股)	563.00
A股总市值(百万元)	12,421.74
流通A股市值(百万元)	12,256.49
每股净资产(元)	11.55
资产负债率(%)	62.29
一年内最高/最低(元)	25.53/18.38

### 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-研究简报:安全边际高，成长性确定，17年已入战略买入区间》 2017-01-16
- 《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

## 1. 解除合同不仅不会放慢地产预售进度，反而会加快这一进程，还可大幅降低财务费用

我们认为公司与北京和骏解除合作，对公司实际经营不仅不会产生负面影响，反而会加快地产预售，利于公司负担减轻，主业更加聚焦。2016年3月29日，公司全资子公司顺鑫佳宇与北京和骏投资签署《顺鑫蓝关牛栏山项目委托开发管理合同》，前者向后者支付管理费、销售佣金以及营销费用。其中，总的销售额大概是50亿元，三项费用大概占销售总额的8.5%。

公司与北京和骏合作解除，我们判断这主要是因为双方合作进度低于公司预期。按照进度，我们判断公司去年底就可以开始预售，但实际情况并非如此。此次合作解除，反而可以加快后续进度，预计公司预售从今年4-5月开始，第一期预售规模大概是20-30亿元，按照4%的利率计算，大概能够减轻5000万左右的财务费用。由于双方所开发的项目位于北京市顺义区，地理位置较好，附近学校，以及其他生活设施齐全，未来公司自己进行销售也比较容易。因此，在这种背景下，解除合作对公司而言更加有利。

## 2. 白酒向上趋势明显，或有超预期可能，建议关注年报或季报行情

2016年，预计公司牛栏山销售额超过50亿元，同比增速在10%左右。根据市场调研来看，牛栏山实际销售情况非常好，我们认为公司白酒增速有超预期可能，建议关注年报或季报行情。总体来看：

- **北京市场：**预计收入规模超20亿元，相比2015年保持正增长（增速在小个位数），占总收入的比例低于35%。
- **外埠市场：**预计收入规模超30亿元，占总收入比例已经超过65%。如果考虑含税影响，湖南、江西、湖北、黑龙江、陕西等五个市场收入规模超过亿元，牛栏山全国营销收入在亿元以上的省级市场达到17个（包括北京）。

根据公司区域划分，牛栏山营销市场主要分为以下几个大区：北京、华北（除北京以外）、华东、华南、西北等市场（华中并未单独列出来）。其中，华东市场规模3-5亿元；华南市场，3亿元左右；西北市场，规模较小，剩下的主要是北京以外的华北市场。

利润方面，预计2016年公司白酒净利润超过5亿元，净利润率接近10%，未来还存在一倍左右提升空间。相比较之下，北京市场白酒净利润率接近20%，而外埠市场白酒净利润率仅为个位数。我们认为，这主要是因为北京市场比较成熟，高毛利白酒占比较大，且运营成本相对较低。而外埠市场还处于开拓初期，以低毛利的陈酿为主。随着外埠市场逐渐成熟，公司产品升级与价格提升，利润率也会逐渐向北京市场靠拢。

## 3. 国改静待政策支持，可实现业绩释放与估值提升

国企改革方面：公司已经做好充分准备，正等待顺义区国资委给予政策支持。而顺义区国资委可能会根据北京市国资委的动向采取行动。目前，已经有几家北京市属国有企业纳入员工持股试点名单。我们判断，随着北京市国改持续推进，顺鑫农业将受益明显。

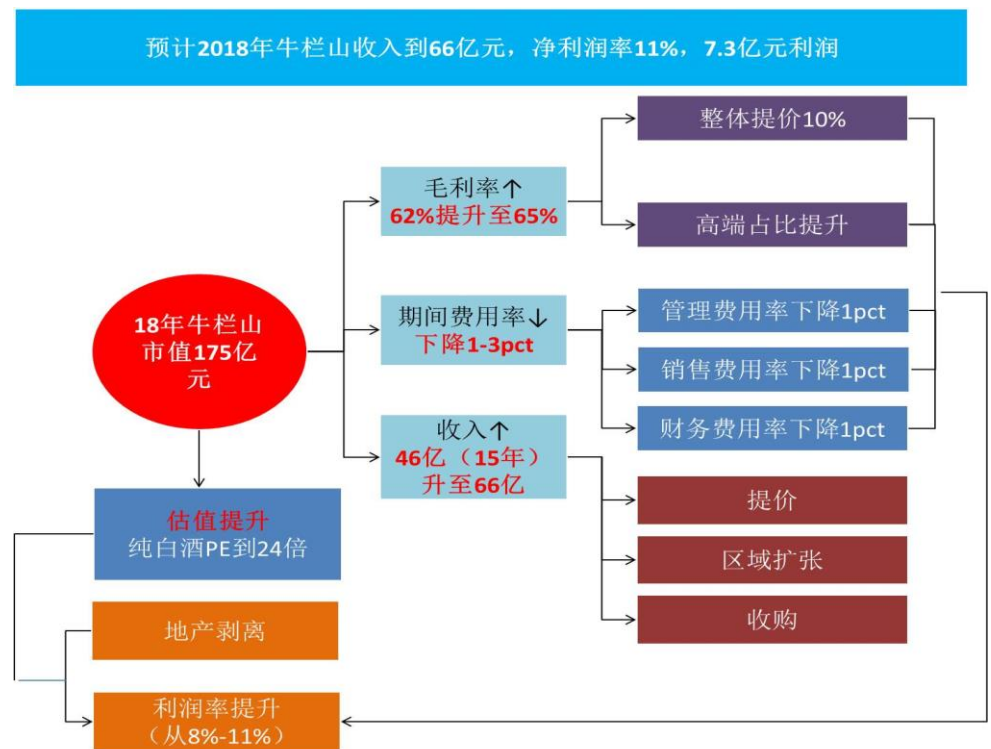
此外，公司做大做强酒肉业务的决心不会改变。到2020年，公司计划将白酒与肉类业务规模均做到百亿级别。其中，肉类业务，公司正在研究考察国内外业务，希望在外延并购上有所突破。白酒业务，公司会继续强化牛栏山优势，将清香型白酒发扬光大。非酒肉业

务方面，公司主要还剩下房地产、鑫大禹公司等尚未剥离。其中，地产开始预售，鑫大禹有望在今年被剥离出去。

#### 4. 投资分析：高安全边际，且催化剂多，目标价 32 元，47%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 1.8 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。不考虑外延，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.81/0.97/1.21 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，47%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

## 5. 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)						利润表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,606.38	2,496.75	932.32	996.52	1,065.89	营业收入	9,480.66	9,637.42	11,653.96	12,456.49	13,323.65
应收账款	149.97	350.08	128.58	(86.34)	(92.35)	营业成本	6,288.08	6,044.27	7,536.23	7,840.92	8,238.88
预付账款	544.69	491.04	779.91	529.53	862.85	营业税金及附加	1,018.13	1,079.29	1,305.13	1,395.00	1,492.11
存货	7,383.52	7,553.43	9,263.20	8,938.98	9,593.85	营业费用	911.62	1,139.11	1,274.94	1,432.50	1,534.88
其他	0.50	157.30	65.59	75.75	97.35	管理费用	558.91	645.29	792.47	860.74	920.66
<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>	财务费用	163.21	171.16	295.58	110.61	105.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	5.54	5.20	5.11	5.28	5.19
固定资产	2,641.39	2,606.77	2,835.24	2,930.93	2,933.93	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	777.79	888.80	569.28	389.57	263.74	投资净收益	2.88	4.29	4.58	4.58	4.58
无形资产	845.77	811.02	791.28	771.55	751.81	其他	(5.76)	(8.59)	(9.15)	(9.15)	(9.15)
其他	593.09	542.16	467.23	448.92	446.58	<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>
<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>	营业外收入	0.21	11.56	250.00	10.00	6.00
<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>	营业外支出	3.05	8.87	5.29	5.74	6.63
短期借款	4,708.87	2,831.33	4,523.82	3,015.81	2,917.03	<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>
应付账款	395.64	387.41	639.42	404.25	691.27	所得税	170.47	176.81	219.02	258.94	325.28
其他	3,008.53	3,449.01	3,331.95	3,696.61	3,551.86	<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>
<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>	少数股东损益	5.32	7.01	10.64	10.34	13.90
长期借款	1,612.84	1,033.63	233.09	0.00	0.00	<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>
应付债券	0.00	2,033.93	677.98	903.97	1,205.29	每股收益(元)	0.63	0.66	0.81	0.97	1.21
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	<b>主要财务比率</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
股本	570.59	570.59	570.59	570.59	570.59	<b>成长能力</b>					
资本公积	2,798.50	2,798.50	2,798.50	2,798.50	2,798.50	营业收入	4.50%	1.65%	20.92%	6.89%	6.96%
留存收益	4,508.66	4,827.87	5,209.65	5,671.04	6,248.99	营业利润	77.44%	3.60%	-19.43%	81.71%	26.35%
其他	(2,798.50)	(2,798.50)	(2,798.50)	(2,798.50)	(2,798.50)	归属于母公司净利润	81.85%	4.68%	23.35%	18.71%	25.46%
<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>获利能力</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>	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	34.56	33.01	26.76	22.54	17.97
						市净率	2.45	2.30	2.15	1.99	1.82
						EV/EBITDA	15.79	16.39	18.16	13.58	11.45
						EV/EBIT	19.94	20.79	22.32	16.28	13.39

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