

**证券研究报告—动态报告**

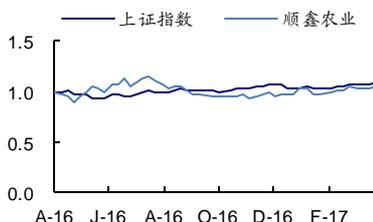
食品饮料

饮料

**顺鑫农业(000860)**
**买入**
**2016 年年报点评**

(维持评级)

2017 年 03 月 27 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	571/563
总市值/流通(百万元)	12,912/12,741
上证综指/深圳成指	3,269/10,647
12 个月最高/最低(元)	25.53/18.49

**相关研究报告:**

《顺鑫农业-000860-GARP 策略的最佳选择, 5 年蓄势准备造就巨大预期差, 44%空间》——2016-06-08

《顺鑫农业-000860-深度报告: 牛栏山一骑绝尘大众酒, 有望复制 2012 年恒顺路径, 已入最佳投资区间, 60%以上空间》——2016-05-04

《顺鑫农业调研简报: 白酒业务超预期发展 4 季度业绩可期待》——2008-11-22

**证券分析师: 朱元**

电话: 021-60933162

E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513070005

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**聚焦酒肉核心主业, 安全边际高, 国改值得后续期待**
**● 2016 年收入增长 16.18%, 净利润增长 9.65%**

公司 16 年实现营业收入 111.97 亿元, 同比增长 16.18%; 归母净利润 4.13 亿元, 同比增长 9.65%, 折合 EPS0.72 元; 扣非净利润 2.29 亿元, 同比下降 38.66%。扣非差异主要是石门农产品批发市场的剥离形成投资收益 1.86 亿元。16 年经营活动现金流量 10.08 亿元, 同比增长 187.76%。虽然公司酒肉业务经营活动现金流非常健康, 手持现金超过 41.39 亿元, 但由于房地产业借款利息费用化金额的增加, 16 年财务费用同比增加 49.83%至 2.56 亿元, 拖累了整体业绩。

**● 白酒品牌力深厚, 泛全国化稳步推进, 16 年收入同比增长 11.97%**

16 年白酒收入 52.04 亿元, 同比增长 11.97%, 其中下半年白酒收入同比增长 28.5%, 较上半年 3.93% 的增速明显回暖; 白酒销量 33.34 万千升; 公司继续推行“2+6+2”的市场策略(北京、天津+山西、河北、河南、内蒙、山东、辽宁+长江三角洲、珠江三角洲), 16 年长江三角洲收入增长近一番, 并新增了湖南、江西、湖北、黑龙江、陕西五个亿元省级市场, 外埠市场销售收入占比逐年提升, 泛全国化战略稳步推进。公司目标到 2020 年形成以牛栏山为主导的全国化市场营销格局, 实现主营业务收入 100 亿元, 力争成为中国第一个进入白酒“百亿俱乐部”的“民酒”成员企业。

**● 猪肉业务屠宰和养殖周期对冲, 市场占有率不断提升**

16 年公司猪肉产业(屠宰+种猪)实现收入 37.58 亿元, 同比增长 26.82%, 其中屠宰业务收入 34.74 亿元同比增长 25%, 销量 20.12 万吨; 种猪业务收入 2.84 亿元, 增长 53.5%。公司在猪肉业务上加快推动从种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工到物流配送的产业链整合提升, 16 年公司重心着力放在扩大市场占有率上。

**● 风险提示: 白酒业务开拓不达预期; 国改进度低于预期; 费用投入增加较快;**
**● 聚焦酒肉核心主业, 安全边际高, 国改值得后续期待, 维持买入评级**

牛栏山品牌力深厚, 泛全国化战略稳步推进, 四五目标 100 亿, 白酒净利率预计在 10% 左右, 且存在进一步提升的可能性; 猪肉业务屠宰和养殖周期对冲, 净利润稳定在 1 亿左右。公司酒肉业务业绩稳健增长, 安全边际高, 地产剥离和国改进度值得后续期待; 预计 17-19 年归母净利润 5.01/6.57/7.92 亿元, 折合 EPS0.88, 1.15, 1.39 元; 分布估值不计地产业务, 白酒按照 17 年 25 倍 PE, 猪肉按照 17 年 20 倍 PE (或者 0.7 倍 PS 计算) 计算, 合理市值在 170 亿左右, 维持买入评级。

**盈利预测和财务指标**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,637	11,197	12,287	13,542	14,709
(+/-%)	1.7%	16.2%	9.7%	10.2%	8.6%
净利润(百万元)	376	413	501	657	792
(+/-%)	4.7%	9.6%	21.3%	31.3%	20.4%
摊薄每股收益(元)	0.66	0.72	0.88	1.15	1.39
EBIT Margin	7.6%	7.2%	6.7%	7.7%	8.2%
净资产收益率(ROE)	7.0%	6.1%	7.5%	9.9%	12.1%
市盈率(PE)	34.3	31.3	25.8	19.6	16.3
EV/EBITDA	23.5	23.2	18.9	16.5	14.9
市净率(PB)	2.4	1.9	1.93	1.95	1.97

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	4139	2300	2300	2300	营业收入	11197	12287	13542	14709
应收款项	391	404	445	484	营业成本	7330	7948	8615	9294
存货净额	7799	8377	9369	9833	营业税金及附加	1279	1388	1530	1662
其他流动资产	771	737	813	853	销售费用	1223	1327	1463	1574
<b>流动资产合计</b>	<b>13100</b>	<b>11818</b>	<b>12927</b>	<b>13470</b>	管理费用	756	799	894	971
固定资产	3521	3478	3604	3504	财务费用	256	173	188	182
无形资产及其他	792	760	729	697	投资收益	186	9	9	10
投资性房地产	421	421	421	421	资产减值及公允价值变动	9	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	(0)	0
<b>资产总计</b>	<b>17835</b>	<b>16478</b>	<b>17681</b>	<b>18092</b>	营业利润	548	660	863	1036
短期借款及交易性金融负债	3211	1967	2838	2938	营业外净收支	(4)	(2)	(2)	(2)
应付款项	1449	1109	1205	1301	<b>利润总额</b>	<b>545</b>	<b>659</b>	<b>861</b>	<b>1034</b>
其他流动负债	3049	3326	3629	3921	所得税费用	120	148	194	233
<b>流动负债合计</b>	<b>7709</b>	<b>6402</b>	<b>7671</b>	<b>8161</b>	少数股东损益	12	10	10	10
长期借款及应付债券	2855	2855	2855	2855	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>413</b>	<b>501</b>	<b>657</b>	<b>792</b>
其他长期负债	449	450	451	452					
<b>长期负债合计</b>	<b>3304</b>	<b>3305</b>	<b>3306</b>	<b>3307</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>11013</b>	<b>9708</b>	<b>10977</b>	<b>11468</b>	净利润	413	501	657	792
少数股东权益	76	75	74	73	资产减值准备	(14)	(0)	(0)	0
股东权益	6745	6695	6629	6550	折旧摊销	193	375	406	432
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17835</b>	<b>16478</b>	<b>17681</b>	<b>18092</b>	公允价值变动损失	(9)	0	0	0
					财务费用	256	173	188	182
关键财务与估值指标					营运资本变动	181	(620)	(709)	(153)
每股收益	0.72	0.88	1.15	1.39	其它	13	(1)	(1)	(1)
每股红利	0.78	0.97	1.27	1.53	<b>经营活动现金流</b>	<b>777</b>	<b>255</b>	<b>353</b>	<b>1070</b>
每股净资产	11.82	11.73	11.62	11.48	资本开支	(225)	(300)	(500)	(300)
ROIC	4%	5%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	7%	10%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(225)</b>	<b>(300)</b>	<b>(500)</b>	<b>(300)</b>
毛利率	35%	35%	36%	37%	权益性融资	1000	0	0	0
EBIT Margin	5%	7%	8%	8%	负债净变化	(212)	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(447)	(551)	(723)	(871)
收入增长	16%	10%	10%	9%	其它融资现金流	1408	(1244)	870	101
净利润增长率	10%	21%	31%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1091</b>	<b>(1794)</b>	<b>147</b>	<b>(770)</b>
资产负债率	62%	59%	63%	64%	<b>现金净变动</b>	<b>1642</b>	<b>(1839)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	3.5%	4.3%	5.6%	6.7%	货币资金的期初余额	2497	4139	2300	2300
P/E	31.3	25.8	19.6	16.3	货币资金的期末余额	4139	2300	2300	2300
P/B	1.9	1.9	1.9	2.0	企业自由现金流	624	95	3	915
EV/EBITDA	29.8	18.9	16.5	14.9	权益自由现金流	1820	(1283)	728	875

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王玮 13726685252	吴国 15800476582	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	梁佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	夏雪 18682071096
边祎维 13726685252	倪婧 18616741177	黄明燕 18507558226	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	刘紫微 13828854899	
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		