

刘冉  
执业证书编号：S0730516010001  
021-50588666-8036  
liuran@ccnew.com

## 受累于多元化，公司主业业绩被掩盖

——顺鑫农业（000860）2016 年年报点评

证券研究报告-公司点评

观望（调降）

发布日期：2017 年 4 月 10 日

### 报告关键要素：

公司受到前期业务多元化的困扰，尤其受到房地产板块的拖累，导致近几年财务费用高企，对公司的真实业绩打了折扣。公司的白酒和肉制品加工两块主业均质地优良，为公司提供了充沛的现金流和主要利润，且两大业务都具有良好的品牌效应，参与了整合全国的低价白酒和肉制品加工市场的进程。由于受到战略调整的影响，公司在白酒领域的高增长被掩盖，我们预计公司的基本面拐点出现在2019年。

### 事件：

公司发布2016年年报：2016年，公司实现营收111.97亿元，同比增16.18%；实现归母净利润4.13亿元，同比增9.65%；经营活动产生的现金流量净额10.08亿元，同比增长1.88倍。

2016年第四季度，公司实现营业收入24.18亿元，同比下降14.80%；实现净利润1.66亿元，同比增长87.71%。2016年第四季度，扣除投资净收益，公司实现扣非净利润为-0.20亿元，导致2016年扣非净利润同比下滑38.66%。

### 点评：

- 2016年，公司处置了所持有的北京顺鑫石门农贸产品批发市场的股权，获取投资净收益1.86亿元。公司收缩多元化业务、聚焦白酒和肉制品两大主业的努力又有进展。

自2015年开始，公司先后将电子商务、物流、建设工程及供热设备作价转让给控股股东及其子公司。2016年，公司又将所持有的北京顺鑫石门农贸产品批发市场的87%股权转让，受让方为公司的控股股东顺鑫控股集团，公司获取投资净收益1.86亿元，属于非经常性损益。

石门批发市场属于高利润率的业务板块，2015年的业务毛利率达到75.36%。但是，石门市场业务对公司的毛利贡献较小：该业务在2016年的毛利为1.17亿元，对整体的毛利贡献是3%。尽管业务占比不大；但是，资产剥离将会切实减少公司的净利润，对公司2017年的业绩将会有实际的负面影响。

从以上资产剥离的路径可以看出，公司分步骤地将易于厘清和接收的资产先行剥离，将涉及资金较大的资产后续剥离。

目前，公司剩余的最大一块非主业是房地产业务，由公司的全资子公司顺鑫佳宇所持有，其中包括已建和在的建商品房和商务中心，分别分布在海南、包头和北京三个地区。从截至2016年年末的存货量来看，公司的房地产存货约53亿元，占整体存货（78亿元）的68%。在房地产存货中，海南的在建和已建商品房约4.7亿元，其中4亿元是建成的商品房；包头的在建和已建商品房约9.4亿元，

其中近9亿元是建成的商品房；北京的房地产存货主要是在建工程，即下坡屯项目二期，约26亿元；此外，下坡屯项目尚有0.65亿元的商品房存货。除此，公司的商务中心项目有存货10亿元左右。

公司的房地产存货量大，其中三成在海南和包头，七成在北京。海南和包头的房地产市场普遍供大于需，两年以来，两地的房地产市场去库存异常艰难；相比海南和包头，北京市场去库存相对容易。在这种条件下，不依靠行政手段而仅依靠市场化让渡，公司的房地产存货找到合适的受让方，以此剥离资产，还是相当有难度的。

与房地产业务伴生的是公司较高的财务费用：2016年，公司的财务费用支出2.56亿元，财务费用率高达2.29%，与2012年的最高水平接近。2016年公司先后三次发行债券，规模达到25亿元，目前公司的资产负债率接近61.75%，负债水平在白酒上市公司中是比较高的。虽然，公司的白酒和肉制品业务现金流充沛，但是房地产业务对公司利润和现金流的“蚕食”后果也较为严重。

● 2016年，公司的白酒和肉制品两块主业业绩表现良好。

2016年，公司白酒收入52.04亿元，同比增长11.97%；公司白酒销量33.34万千升，同比增长14.45%；公司白酒的毛利率提升0.47个百分点至62.59%。我们估计，上年公司白酒收入的实际增长应超过15%，较2015年10%的增幅提升不少。

“牛栏山”作为低价白酒的代表，近年在量价方面均保持了持续高增长。由此可以看出：品牌化的低价白酒未来市场广阔，这受益于“民酒”的广泛消费基础，也受益于低价白酒的消费市场向品牌逐步集中的行业趋势。此外，十年来，“牛栏山”的毛利率年年稳步提升，提升幅度超过10个百分点，说明公司的产品结构在不断的完善和拔高，如果没有扎实的市场基础和营销后盾，恐怕很难做到这一点。

2016年，“牛栏山”全国化的进程比较顺利：2016年新增五个亿元级市场，目前公司的亿元级市场已经有十余个。在新增市场中，长三角市场增长最为迅猛，该市场2016年的销售额接近翻番。在白酒销售增长的情况下，公司2016年的销售费用率10.92%，同比下降了近一个百分点。公司白酒全国化势必会增加销售费用——2016年公司的销售费用3.7亿元，同比增加2千万；而在“红星二锅头”的广告攻势下，公司必须有所应对。我们预计，公司的销售费用将会持续增加，但是随着销售规模的扩大，销售费用率将会得以有效控制。

2016年，公司屠宰及肉制品收入34.74亿元，同比增长25.04%。但，肉制品业务的毛利率下降4.36个百分点至2.99%，主要是当期生猪价格上涨幅度过大所致。

在北京本埠市场，公司的冷鲜肉和肉制品市场占有率高达50%，且“鹏程”肉的商誉价值高，历来是指定的特供肉。因此，公司的肉制品板块整体风险小，有着特权经营的特征，唯一的不确定性来自生猪价格波动。

历史上，公司以屠宰和粗加工为主，肉制品板块的利润率较低：毛利率在10%以下、净利率3%至5%区间波动。公司近两年加大了对熟肉制品和精加工肉制品的投入。熟肉制品和精加工肉制品的毛利率高，参考双汇发展，其毛利率能够达到30%上下。随着公司高端肉制品产业链的成熟，将会带动板块盈利整体上升。此外，为了抵御生猪价格的波动，公司新建四万吨冷库，能够为公司更大规模的存贮冻肉原料，有利于调节生猪价格的波动。

公司肉制品板块同样在尝试全国化，在行业收缩时期尽大可能占领市场。目前，除北京之外，公司在汉中和达州都设有养殖-屠宰-生鲜-制品等全产业链业务，意图在陕西及其周边地区占领肉制品市场份额。

对于生猪价格，我们认为，在环境成本的压力下，生猪养殖市场正在加速集中，有利于生猪供应和价格的稳定。此外，政府放开了欧洲市场的生猪进口量，而美国是我国生猪的传统进口国，利用生猪进口作为“调节闸”，政府完全可以稳定国内的生猪价格。我们判断，2017年生猪价格呈现下行趋势，有利于公司肉制品板块的盈利回升。

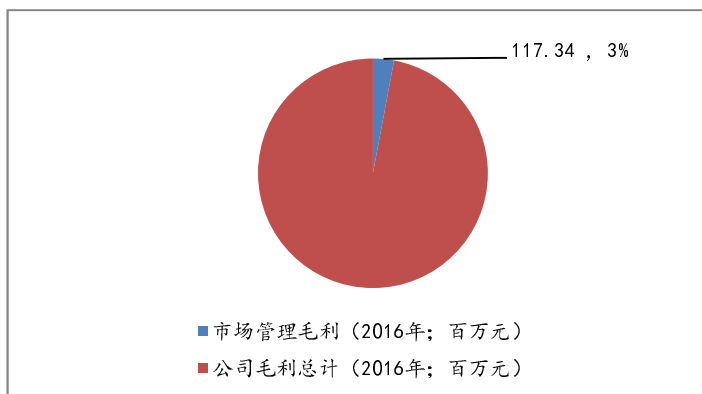
考虑到公司肉制品板块的盈利提升空间和外埠市场空间较大，我们看好公司肉制品业务未来的发展。

- 公司的外埠市场增长很快，推动公司业务全国化进程加速。2016年，公司的外埠市场贡献了40%的收入，本埠市场贡献60%的收入；而在2013年，公司外埠和本埠市场的收入贡献比仅有2:8。自2014年，公司的外埠市场开始加速增长，平均每年收入增速达到57%，其中主要靠白酒的全国化销售所拉动。
- 扣除1.86亿元的投资净收益（处置石门市场股权所得），公司第四季度的扣非净利润为亏损，预计是当期的收入确认较少所导致。

2016年第四季度，公司的销售商品收到的现金为36.40亿元，比较前三季度波动不大；但是，第四季度的收入仅24.18亿元，低于前三季度。由于营业成本、销售成本、财务成本和管理成本数据均无异常，我们认为导致第四季度亏损的原因是收入确认较少。公司公告中提到：现金高出收入金额较多，是因为预收款和应付款数量较大所导致。比对财报数据：2016年公司预收账款21.41亿元，较上年增加4.3亿元；应付账款4.49亿元，较上年增加1.62亿元。因此，公司第四季度亏损的主要原因是：当期未能确认为收入的预收账款较多。我们认为，第四季度亏损不是主营业务不佳所导致，不具有持续性。

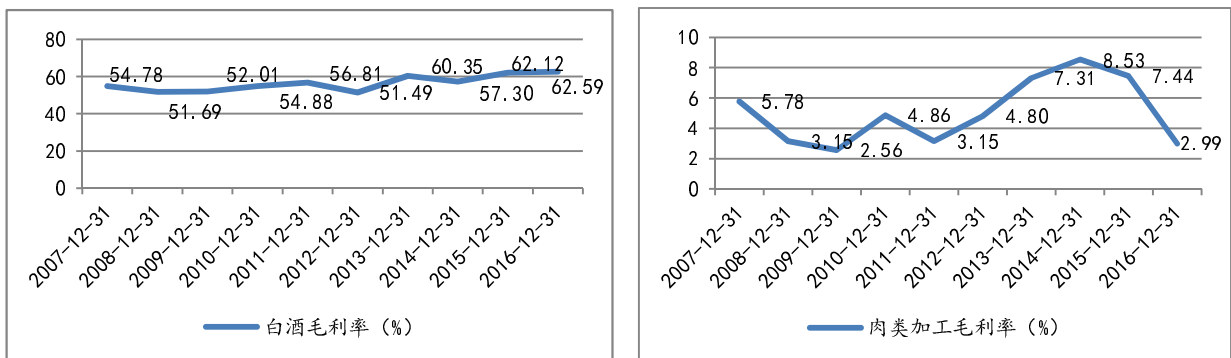
- 投资评级：公司受到前期业务多元化的困扰，尤其受到房地产板块的拖累，导致近几年财务费用高企，对公司的真实业绩打了折扣。公司的房地产资产涉及金额大、找到合适的接盘方较难；而公司房地产的销售一部分在海南和包头，两座城市的商品房存量都较大，导致公司楼盘销售缓慢。公司的白酒和肉制品加工两块主业均质地优良，为公司提供了充沛的现金流和主要利润，且两大业务都具有良好的品牌效应，参与了整合全国的低价白酒和肉制品加工市场的进程。由于受到战略调整的影响，公司在白酒领域的高增长被掩盖，我们预计公司的基本面拐点出现在2019年：预计2017、2018、2019年的EPS分别为0.66、0.73、0.86元，同比增长-8.78%、11.49%、17.94%，参照3月31日收盘价21.46元，对应的PE为32.68倍、29.31倍和24.85倍。我们调降公司评级为“观望”。
- 风险提示：公司的房地产业务剥离问题迟迟不能解决，导致主业增长不能体现在业绩中；低价白酒全国化战略会加大销售费用；食品安全隐患时刻存在。

图表1: 2016年石门农贸市场的毛利占比3%



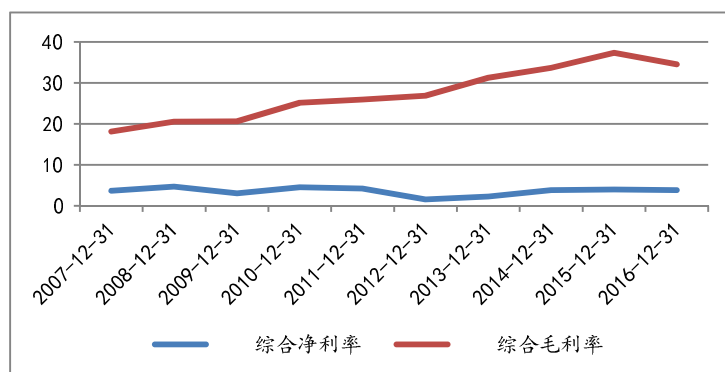
资料来源: 中原证券 WIND

图表2: 公司白酒和肉制品业务的毛利率



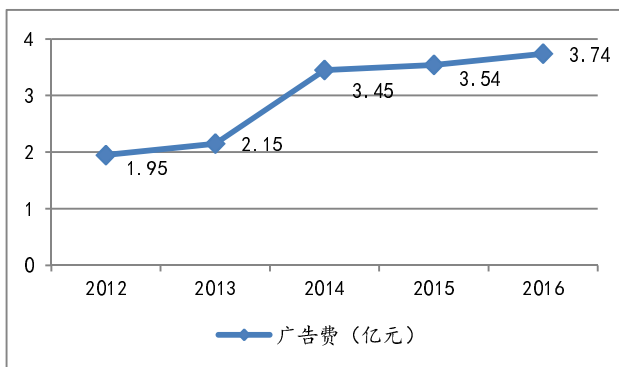
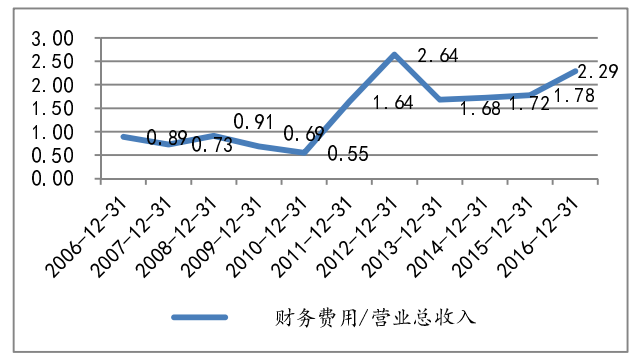
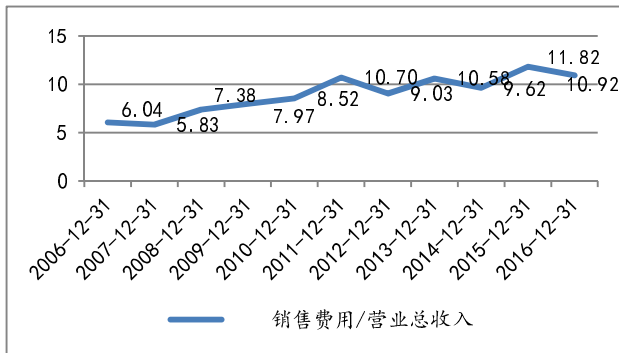
资料来源: 中原证券 WIND

图表3: 公司的综合盈利能力



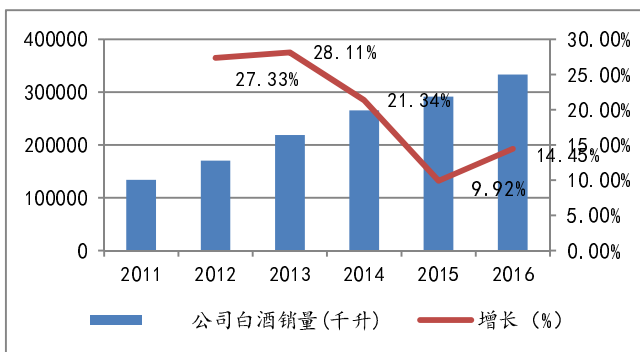
资料来源: 中原证券 WIND

图表4：公司的重要费用率

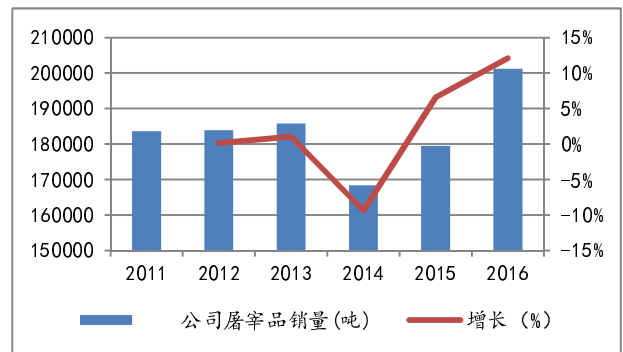


资料来源：中原证券 WIND

图表5：公司的白酒销量增长较快

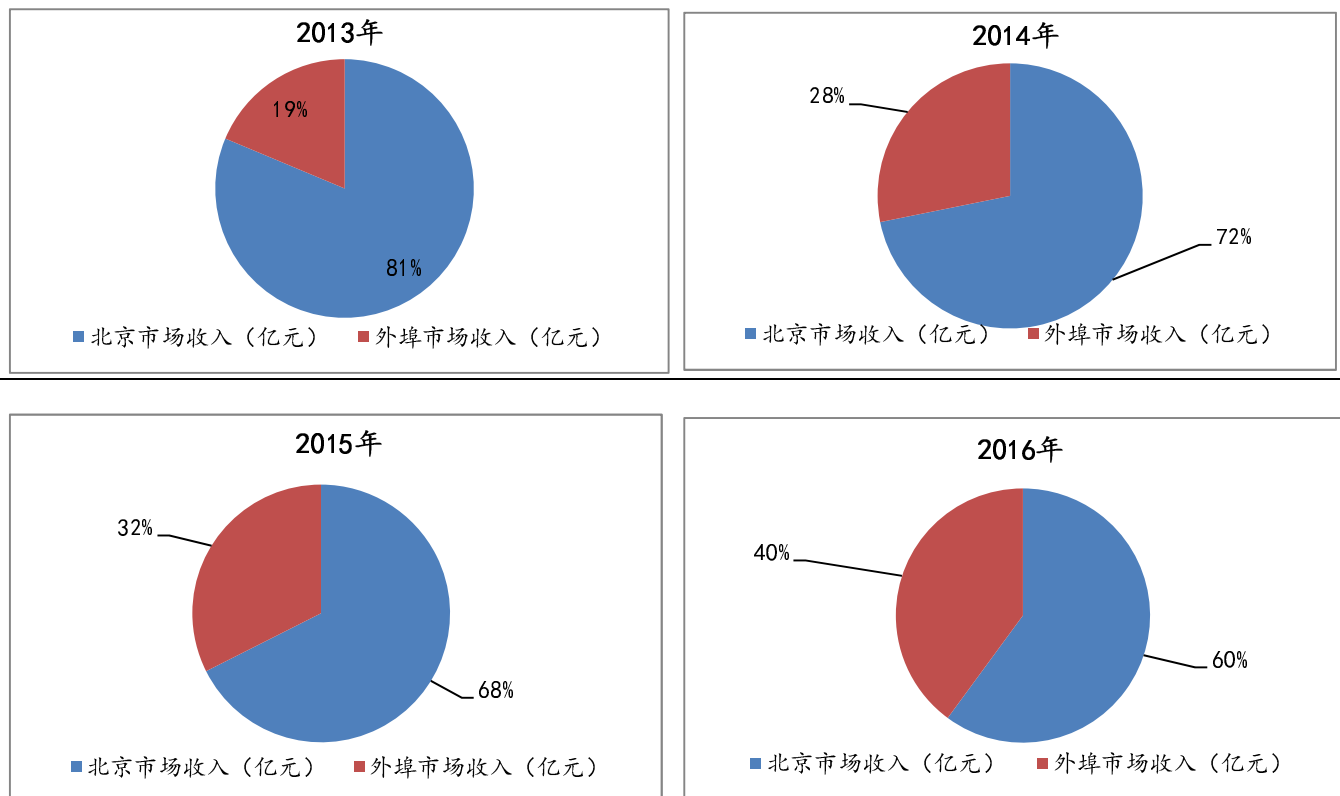


图表6：公司的肉制品销量回升



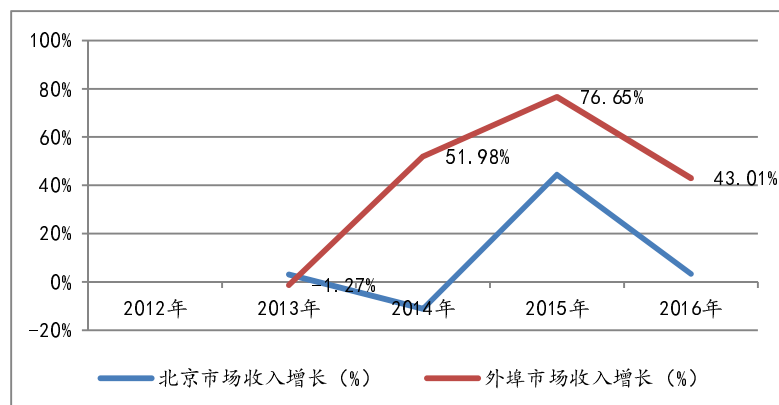
资料来源：中原证券 WIND

图表7：外埠市场的收入比重持续增加



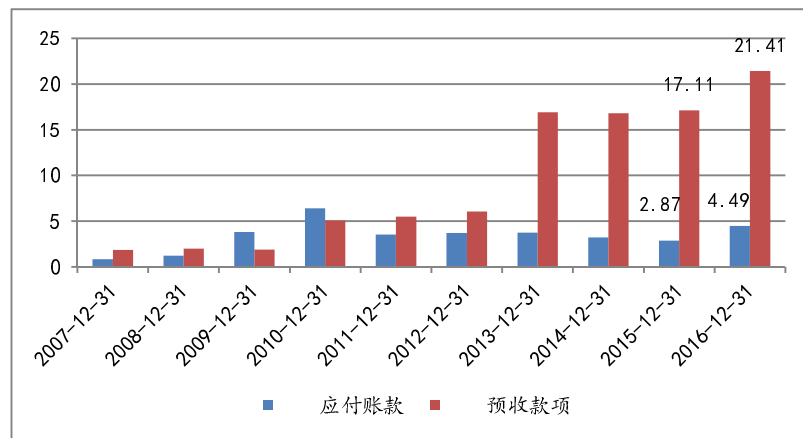
资料来源：中原证券 WIND

图表8：外埠市场的增长快于北京本地



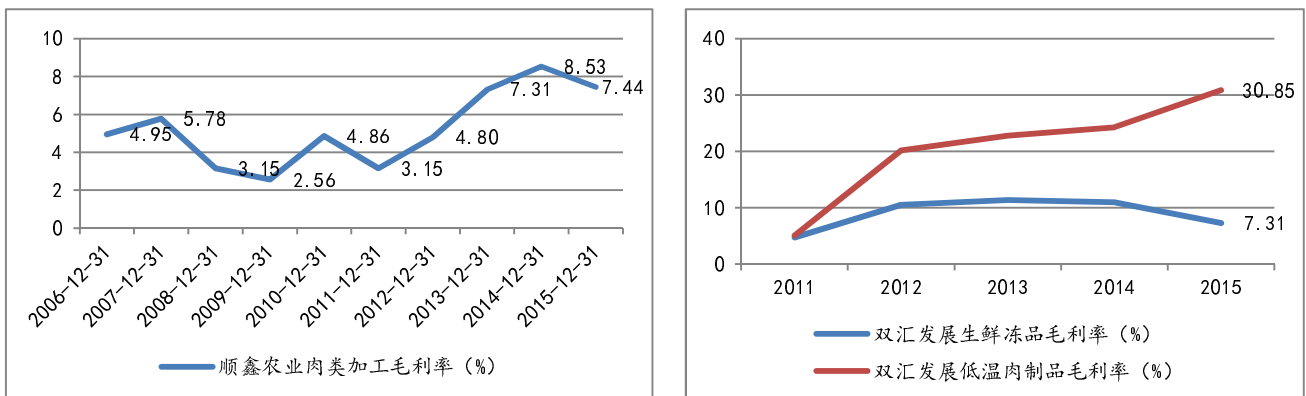
资料来源：中原证券 WIND

图表9：公司2016年的预收账款规模较大



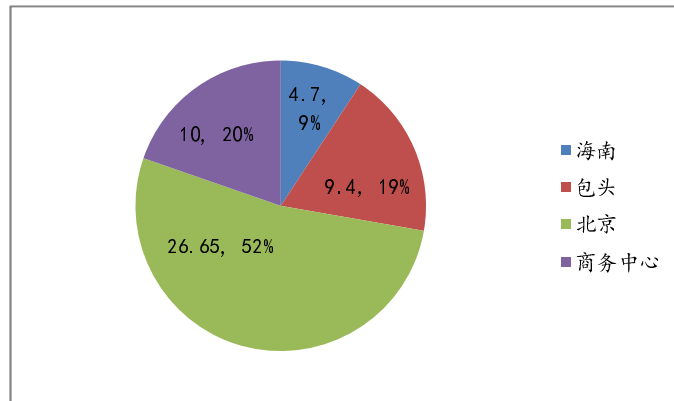
资料来源：中原证券 WIND

图表10：比较双汇发展，公司肉制品业务的盈利能力仍有提升空间



资料来源：中原证券 WIND

图表11:公司房地产存货分布图 (截至2016年年末; 亿元)



资料来源: 中原证券 公司年报

备注: 房地产存货包括在建和已建工程



盈利预测 (百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	11197.23	13279.05	16115.97	19222.09
增长比率 (%)	16.18%	18.59%	21.36%	19.27%
净利润	424.68	386.74	429.81	504.78
增长比率 (%)	10.80%	-8.93%	11.14%	17.44%
基本每股收益 (元)	0.72	0.66	0.73	0.86
市盈率 (倍)		32.68	29.31	24.85

2017年3月31日收盘价: 21.46元/股

来源: 中原证券

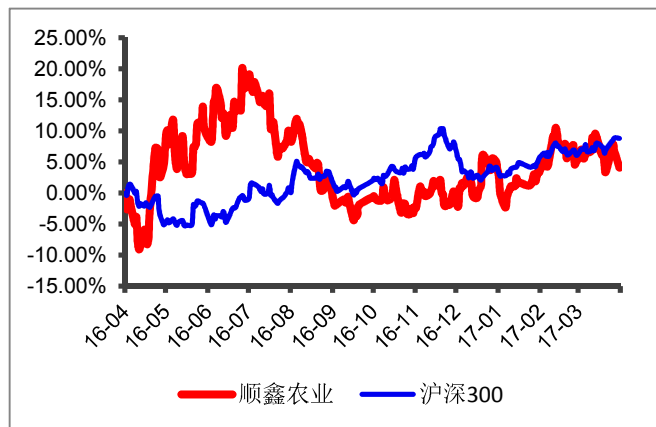
市场数据 (2017年3月31日)

收盘价 (元)	21.46
一年内最高/最低 (元)	23.13/19.65
沪深300 指数	3447.73
市净率 (倍)	1.73
流通市值 (亿元)	122.45

基础数据 (2016年12月31日)

每股净资产 (元)	12.38
每股经营现金流 (元)	3.26
毛利率 (%)	34.73%
净资产收益率 (%)	5.40%
资产负债率 (%)	58.59%
总股本/流通股 (万股)	57059/56300
B股/H股 (万股)	0

个股相对沪深300走势



资料来源: 中原证券 WIND

**附：公司盈利预测**

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	11197.23	13279.05	16115.97	19222.09
现金	4139.03	4000.00	4500.00	4600.00	营业成本	7329.71	8666.73	10625.38	12731.42
交易性金融资产					营业税费	1279.19	1527	1805	2153
应收票据	164.50	150.00	170.00	180.00	销售费用	1223.22	1461	1829	2211
应收款项	180.80	150.00	130.00	110.00	管理费用	755.95	890	1064	1249
存货	7798.87	7500.00	7200.00	6800.00	财务费用	256.45	239	242	231
其他	816.70	595.00	540.00	540.00	资产减值	(8.91)	5.00	5.00	5
流动资产合计	13099.9	12395.00	12540	12230	公允价值	0.00	0	0	0
<b>非流动资产</b>					投资收益	186.44	5	5	5
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	548.20	495.82	551.04	647.15
固定资产	3283.30	3521.38	3521.3	3521.3	营业外收	1.02	0	0	0
无形资产	791.86	800.00	845.00	860.00	营业外支	4.62	0	0	0
其他	659.47	342.73	329.73	319.73	利润总额	544.60	496	551	647
非流动资产合计	4734.63	4664.11	4696.1	4701.1	所得税	119.92	109.08	121.23	142.37
<b>资产总计</b>	<b>17834.5</b>	<b>17059.11</b>	<b>17236</b>	<b>16931</b>	净利润	424.68	386.74	429.81	504.78
<b>流动负债</b>					少数股东	12.11	12	12	12
短期借款	3171.00	2003.67	1456.00	470.01	归母净利	412.57	375	418	493
应付帐款	448.69	450.00	480.00	500.00	EPS	0.72	0.66	0.73	0.86
预收帐款	2141.47	2455.00	2800.00	3000.00					
其他	1947.5	1902.59	1907.5	1844.5	<b>主要财务</b>				
流动负债合计	7708.66	6811.26	6643.6	5814.6		2016A	2017E	2018E	2019E
<b>长期负债</b>					<b>每股指标</b>				
长期借款	821.43	800.00	800.00	800.00	每股收益	0.72	0.66	0.73	0.86
其他	2482.97	2382.93	2283.9	2283.9	每股经营	1.77	3.26	3.84	4.45
长期负债合计	3304.40	3182.93	3083.9	3083.9	每股净资产	11.92	12.38	13.16	14.08
<b>负债合计</b>	<b>11013.0</b>	<b>9994.19</b>	<b>9727.5</b>	<b>8898.5</b>	增长率				
股本	570.59	570.59	570.59	570.59	营业收入	16.18%	18.59%	21.36%	19.27%
资本公积金	2798.50	2798.50	2798.5	2798.5	营业利润	-1.65%	-9.55%	11.14%	17.44%
未分配利润	1953.87	2312.61	2714.4	3189.2	净利润	10.80%	-8.93%	11.14%	17.44%
少数股东权益	76.41	76.41	76.41	76.41	获利能力				
<b>所有者权益</b>	<b>6821.53</b>	<b>7064.92</b>	<b>7508.5</b>	<b>8032.5</b>	毛利率	34.54%	34.73%	34.07%	33.77%
<b>负债及权益合计</b>	<b>17834.5</b>	<b>17059.11</b>	<b>17236</b>	<b>16931</b>	净利率	3.79%	2.91%	2.67%	2.63%
					ROE	6.69%	5.40%	5.73%	6.34%
					ROIC	4.82%	4.46%	4.99%	
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
					资产负债	61.75%	58.59%	56.44%	52.56%
					流动比率	1.7	1.82	1.89	2.10
					速动比率	0.69	71.87%	80.38%	93.39%
<b>经营活动现金流</b>					<b>营运能力</b>				
净利润	424.68	386.74	429.81	504.78	资产周转	0.66	0.76	0.94	1.13
资产减值准备	(8.91)	5.00	5.00	5.00	存货周转	0.95	1.13	1.45	1.82
折旧摊销	63.60	40.00	20.00	20.00	应收帐款	48.97	80.28	115.11	160.18
财务费用	256.45	239.00	242.00	231.00					
投资收益	186.44	5.00	5.00	5.00					
营运资金变动	1808.84	1010.43	192.45	312.59					
<b>投资活动现金流</b>									
资本支出	35.08	470.00	550.00	700.00					
其他投资	0.00	0.00	0.00	0.00					
<b>筹资活动现金流</b>									

借款变动	(401.03)	(375.33)	(349.9)	(455.9)	估值比率				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	37.46	32.68	29.31	24.85
现金净增加额	642.28	(1184.3)	437.01	393.94	PB	1.91	1.73	1.63	1.52

资料来源：公司报表、中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。