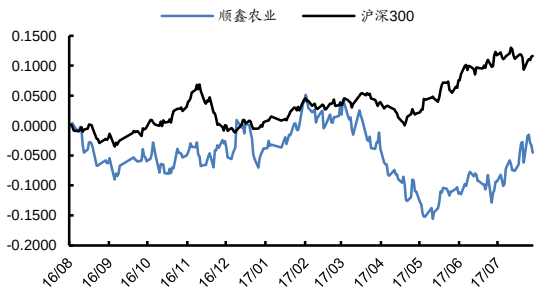
研究所
证券分析师：余春生　S0350513090001
021-68591576　yucs@ghzq.com.cn
证券分析师：陈鹏　S0350517070001
0755-83702462　chenp02@ghzq.com.cn
联系人　：邓安迪
13817725424　dengad@ghzq.com.cn

白酒业务稳步增长，推进产品结构升级

——顺鑫农业（000860）中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
顺鑫农业	5.3	7.3	-8.3
沪深 300	-0.1	9.4	10.7

市场数据	2017-08-18
当前价格（元）	20.70
52 周价格区间（元）	18.10 - 23.01
总市值（百万）	11811.21
流通市值（百万）	11811.21
总股本（万股）	57059.00
流通股（万股）	57059.00
日均成交额（百万）	147.09
近一月换手（%）	33.49

相关报告

《顺鑫农业（000860）调研简报：白酒业务稳健增长，地产业务加快剥离》——2016-12-26

《顺鑫农业（000860）2016 年中报点评：营收增长符合预期，副业剥离有望提升效率》——2016-08-22

《顺鑫农业（000860)2015 年中报点评*白酒业务平稳增长，其他业务下滑较大（增持）*食品饮料行业*余春生》——2015-08-11

《顺鑫农业(000860)跟踪简报：继续做强白酒主业，延伸做大牛羊肉业务（增持)*食品饮料*余春生》——2015-06-10

事件：

顺鑫农业发布半年报，上半年实现营业收入 65.48 亿，同比增长 4.47%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.45 亿，同比增长 6.04%，EPS0.4287 元，业绩符合预期。

投资要点：

- **推进产品结构升级：**公司白酒以“牛栏山”和“宁诚”两大品牌为主，白酒业务上半年收入 35.58 亿，同比增长 9.55%，其中外埠市场销售收入已占总销售收入的 65%，重点发展的华北、东北、华东、西北、长江三角洲、珠江三角洲市场，销售收入保持快速增长。公司白酒产品覆盖低中高三个档次，低端产品收入占比较大，随着消费升级和企业发展，目前正在推进产品结构升级，重点加强珍品陈酿、新一代陈酿等系列升级产品和部分盒装酒的品牌运作，同时围绕“正宗二锅头，地道北京味”的品牌定位，坚定“贴民生、接地气、高频次、强互动”的传播方针，突出重点战略产品形象，确保市场可持续发展。

- **猪肉产业略微下滑：**2017 年上半年，由于猪肉价格下降，公司整个猪肉产业实现营业收入 17.16 亿元，同比减少 2.49%。上半年受季节及高温影响，消费者对于猪肉的需求进一步减少，而前期养殖户压栏惜售，中后期集中出栏市场供给增加，导致生猪价格持续回落，利润下降，但总体仍处于盈利区间。畜牧养殖板块在去年取得成绩的基础上，继续着力提高生产水平与销售力度，各场的关键生产指标持续向好，种猪持续热销，均取得了良好的经营业绩；生鲜产业作为公司的基础性产业，积极调整以顺应市场变化；公司加大中温肉制品的研发力度，有效填补了产品线的空白，丰富了产品群，熟食新品研发将成为熟食产业发展的重点工作。

- **地产业务有序开发：**公司逐步剥离非核心业务，聚焦白酒和肉制品产业，目前地产业务尚没有剥离，主要原因一是体量较大，接收方比较难找，二是负债比较多，单独转让给集团公司短期内有较大运营压力。2017 年上半年，房地产开发业务主要销售项目位于北京、海南文昌、内蒙古包头，北京地区“颐和天璟”项目开工建设，预计下半年进行预售；文昌地区有序开发，销售良好。

《顺鑫农业（000860）研究报告：白酒生猪两大产业发力，13 年高增长可期（增持）*食品饮料*刘金沪》——2013-02-27

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

- **毛利率小幅下滑：**上半年销售毛利率 36.16%，同比下降 1.84 个百分点，主要是外埠市场白酒收入占比 65%，相比去年整体提高约 3 个百分点，而外阜市场产品结构以低端为主，带动白酒整体毛利率下滑 2.87 个百分点至 59.66%。上半年期间费用率 20.75%，同比下降 0.51 个百分点，销售费用率和管理费用率比较平稳，财务费用率同比下降 0.69 个百分点，主要是去年下半年发行永续债改善公司债务结构。

- **投资建议：**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.77 元、0.89 元、1.05 元，对应 PE 分别为 27X、24X、20X。公司逐步剥离非核心业务，聚焦主业，推进产品结构升级，逐步发力中高端产品，维持“增持”评级。

- **风险提示：**低端酒竞争激烈；非核心业务剥离不达预期

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	11197.23	11921.64	13081.23	14528.99
增长率(%)	16.18%	6.47%	9.73%	11.07%
净利润（百万元）	412.57	439.99	506.12	601.73
增长率(%)	9.65%	6.65%	15.03%	18.89%
摊薄每股收益（元）	0.72	0.77	0.89	1.05
ROE(%)	6.69%	6.75%	7.86%	8.68%

资料来源：公司数据，国海证券研究所

表 1：顺鑫农业盈利预测表

证券代码:	000860.SZ		股价:	20.70	投资评级:	增持		日期:	2017-08-18
财务指标	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**每股指标与估值**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	6.69%	6.75%	7.86%	8.68%	EPS	0.72	0.77	0.89	1.05
毛利率	34.54%	36.20%	36.50%	36.80%	BVPS	11.96	10.89	11.68	12.62
期间费率	19.97%	20.30%	20.37%	20.31%	**估值**				
销售净利率	3.68%	3.69%	3.87%	4.14%	P/E	29.00	27.19	23.64	19.88
成长能力					P/B	1.75	1.93	1.80	1.66
收入增长率	16.18%	6.47%	9.73%	11.07%	P/S	1.07	1.00	0.91	0.82
利润增长率	9.65%	6.65%	15.03%	18.89%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
总资产周转率	0.66	0.67	0.71	0.74	**营业收入**	**11197.23**	**11921.64**	**13081.23**	**14528.99**
应收账款周转率	48.97	63.87	64.80	65.18	营业成本	7329.56	7606.01	8306.58	9182.32
存货周转率	0.95	0.96	0.98	0.99	营业税金及附加	1279.19	1311.38	1438.94	1598.19
偿债能力					销售费用	1223.22	1430.60	1569.75	1743.48
资产负债率	0.62	0.65	0.65	0.64	管理费用	755.95	774.91	850.28	944.38
流动比	1.70	1.60	1.58	1.57	财务费用	256.45	214.35	244.00	262.72
速动比	0.69	0.59	0.57	0.55	其他费用/（-收入）	231.11	198.66	201.74	204.82
					营业利润	**548.20**	**584.40**	**671.69**	**797.90**
资产负债表（百万元）	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	营业外净收支	-3.60	-3.60	-3.60	-3.60
现金及现金等价物	4139.03	3526.32	3677.83	3802.60	**利润总额**	**544.60**	**580.80**	**668.09**	**794.30**
应收款项	345.30	367.64	403.40	448.05	所得税费用	119.92	127.89	147.11	174.90
存货净额	7798.87	8093.01	8838.45	9770.26	**净利润**	**424.68**	**452.91**	**520.98**	**619.39**
其他流动资产	302.23	302.23	302.23	302.23	少数股东损益	12.11	12.91	14.85	17.66
流动资产合计	**13099.95**	**12824.35**	**13806.60**	**14969.75**	**归属于母公司净利润**	**412.57**	**439.99**	**506.12**	**601.73**
固定资产	3283.30	3412.12	3604.18	3797.57					
在建工程	238.08	300.00	300.00	300.00	**现金流量表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
无形资产及其他	791.86	779.86	765.86	749.86	**经营活动现金流**	**803.62**	**508.42**	**511.43**	**516.65**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	424.68	452.91	520.98	619.39
资产总计	**17834.58**	**17742.33**	**18904.84**	**20245.18**	少数股东权益	76.41	89.33	104.18	121.84
短期借款	3171.00	3510.67	3850.34	4190.00	折旧摊销	231.11	198.66	201.74	204.82
应付款项	1448.69	1503.33	1641.79	1814.88	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	2141.47	2280.01	2501.78	2778.67	营运资金变动	258.46	-361.09	-458.87	-573.88
其他流动负债	504.88	504.88	504.88	504.88	**投资活动现金流**	**74.74**	**-385.60**	**-385.60**	**-385.60**
流动负债合计	**7708.66**	**8024.35**	**8735.88**	**9540.05**	资本支出	-230.33	-360.00	-360.00	-360.00
长期借款及应付债券	2855.36	3055.36	3055.36	3055.36	长期投资	-18.09	-22.00	-22.00	-22.00
其他长期负债	50.00	50.00	50.00	50.00	其他	131.42	0.00	0.00	0.00
长期负债合计	**3304.40**	**3504.40**	**3504.40**	**3504.40**	**筹资活动现金流**	**813.95**	**-735.53**	**25.67**	**-6.27**
负债合计	**11013.05**	**11528.75**	**12240.28**	**13044.44**	债务融资	127.46	539.67	339.67	339.67
股本	570.59	570.59	570.59	570.59	权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	6821.53	6213.59	6664.56	7200.74	其它	1000.00	-1000.00	0.00	0.00
负债和股东权益总计	**17834.58**	**17742.33**	**18904.84**	**20245.18**	**现金净增加额**	**1692.32**	**-612.71**	**151.51**	**124.78**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8 年实业工作经验，7 年证券从业经验。自 2009 年以来，一直从事食品饮料行业研究。
陈鹏，武汉大学金融学硕士，4 年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。
邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1 年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。