



000860.CH

买入

原评级: 增持

市场价格: 人民币 19.79

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 白酒年终盘点之顺鑫农业

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.3	3.0	1.0	(5.7)
相对深证成指	6.2	4.6	5.3	(13.8)

发行股数(百万)	571
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	11,292
3个月日均交易额(人民币 百万)	116
净负债比率(%) (2018E)	1
主要股东(%)	
北京顺鑫控股集团有限公司	37

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年2月1日收市价为标准

相关研究报告

《白酒年终盘点之山西汾酒: 制度红利释放, 清香王者归来, 18年再提速》20180105
中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

顺鑫农业

年终盘点之顺鑫农业: 白酒提速、地产扭亏, 18年将出现业绩拐点, 期待国企改革锦上添花

盘点2017, 白酒稳健增长, 下半年可能提速, 继续剥离非核心业务。展望2018, 白酒提速, 地产扭亏, 等待改革。预计2017-18年净利同比增4%、40%, 实现每股收益0.75、1.05元。总体判断顺鑫18年报表业绩到了拐点期, 一方面白酒业绩将提速, 另一方房地产有望扭亏。当前估值足够便宜, 预计17-18年白酒净利分别为5、6亿, 按18年25倍PE, 合理价值150亿, 肉+地产总体价值有20亿, 而当前市值不到120亿。因此, 即使没有国企改革, 报表业绩正常化将带来30%以上的上涨空间。如果国企改革能有推进, 则弹性更高。2018年1季度业绩高增长将是股价上涨的催化剂。上调至买入评级。

支撑评级的要点

- 盘点2017-白酒稳健增长, 下半年可能提速, 继续剥离非核心业务。(1) 猪价下滑、资产剥离影响2017年收入增速, 地产影响净利表现。(2) 预计2017年白酒收入增速超10%, 白酒复苏逐级拉动, 下半年可能提速。17年陈酿放量全国扩张, 省级亿元市场继续增加, 低端酒占比提升。(3) 地产业务继续拖累17年业绩表现, 1H17亏损0.86亿, 考虑到总部费用, 估计实际亏损幅度更大。(4) 肉类业务收入下滑, 估计盈亏平衡。(5) 非核心资产渐次剥离, 17年9月公司公告剥离建筑工程, 主业越发突出。
- 展望2018-白酒提速, 地产扭亏, 等待改革。(1) 2018年顺鑫白酒业务有望提速至15-20%。次高端涨价, 中低档酒面临的市场环境改善。牛栏山酒在100元以下价格带市占率将继续提升, 同时产品结构重拾升级。长远看, 牛栏山酒将出现100元以内的明星产品群。(2) 地产将是18年报表最大的变化, 预计18-19年将陆续确认收入, 有望扭亏。(3) 国企改革值得期待。18家白酒上市公司中, 顺鑫国改进度偏慢。随着五粮液、山西汾酒等龙头企业陆续完成国改, 且业绩和股价均取得较好表现, 剩下的企业推进改革的概率越来越高。

评级面临的主要风险

- 低档酒消费人群萎缩, 白酒增速低于预期。

估值

- 预计2017-18年净利同比增4%、40%, 实现每股收益0.75、1.05元。总体判断顺鑫18年报表业绩到了拐点期, 一方面白酒业绩将提速, 另一方房地产有望扭亏。当前估值足够便宜, 预计17-18年白酒净利分别为5、6亿, 按18年25倍PE, 合理价值150亿, 肉+地产总体价值有20亿, 而当前市值不到120亿。因此, 即使没有国企改革, 报表业绩正常化将带来30%以上的上涨空间。如果国企改革能有推进, 则弹性更高。2018年1季度业绩高增长将是股价上涨的催化剂。上调至买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	9,637	11,197	11,454	11,511	13,252
变动(%)	2	16	2	0	15
净利润(人民币 百万)	376	413	430	601	726
全面摊薄每股收益(人民币)	0.659	0.723	0.753	1.053	1.273
变动(%)	4.7	9.6	4.1	39.9	20.9
市场预期每股收益(人民币)			0.822	0.975	1.271
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.810	1.002	1.186
调整幅度(%)			(7.0)	5.1	7.3
全面摊薄市盈率(倍)	30.8	28.1	27.0	19.3	16.0
价格/每股现金流量(倍)	22.8	6.5	18.0	10.8	56.8
每股现金流量(人民币)	0.89	3.14	1.13	1.88	0.36
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.7	14.8	12.9	9.8	8.6
每股股息(人民币)	0.813	0.783	0.226	0.316	0.382
股息率(%)	4.0	3.9	1.1	1.6	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

盘点 2017-白酒稳健增长，下半年可能提速，剥离非核心业务 5

猪价下滑、资产剥离影响 2017 年收入增速，地产影响净利表现.....	5
预计 2017 年白酒收入增速超过 10%，下半年可能提速.....	5
17 年陈酿放量，低端酒占比提升	8
陈酿大单品全国扩张，省级亿元市场继续增加	11
地产业务继续拖累 17 年业绩表现	11
肉类业务收入下滑，估计盈亏平衡	12
非核心资产渐次剥离，主业越发突出	13

展望 2018-白酒提速，地产扭亏，等待改革15

2018 年顺鑫白酒业务有望提速	15
长远看，牛栏山酒将出现 100 元以内的明星产品群.....	16
地产将是 18 年报表最大的变化，有望扭亏.....	17
国企改革值得期待	18

盈利预测与投资评级.....21

风险提示.....22

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 1-3Q17 顺鑫农业营收同比增 0.8%.....	5
图表 2. 1-3Q17 顺鑫农业净利同比增 10.3%.....	5
图表 3. 2016 年顺鑫农业白酒收入占比 46%.....	5
图表 4. 1H17 顺鑫农业白酒收入占比 54%.....	5
图表 5. 预计 2017 年白酒增幅超 10%.....	6
图表 6. 1-3Q17 顺鑫农业母公司预收款（白酒为主）高达 19.7 亿	6
图表 7. 2012-2016 年顺鑫农业白酒在上市公司中年均复合增速最快	7
图表 8. 估计 1-3Q17 顺鑫农业白酒收入同比略超 10%，增速在上市公司中排第 12 名左右.....	7
图表 9. 牛栏山在北京及周边地区品牌影响力较大	8
图表 10. 牛栏山主力产品：黄瓷、三牛、百年红、陈酿.....	8
图表 11. 16 年顺鑫农业白酒销量在上市公司中排名最高，估计也是全国第一	9
图表 12. 16 年顺鑫农业白酒吨价在上市公司中排名最低	9
图表 13. 2014-2017 年白酒业务情况	10
图表 14. 1H17 白酒毛利率同比下降	10
图表 15. 估计 2014 年白酒外埠市场收入占比 55%.....	11
图表 16. 估计 2017 年白酒外埠市场收入占比 65%.....	11
图表 17. 顺鑫农业房地产业务收入.....	12
图表 18. 顺鑫佳宇房地产净利润	12
图表 19. 1H17 顺鑫佳宇房地产开发成本明细	12
图表 20. 1H17 顺鑫佳宇房地产开发产品明细	12
图表 21. 2017 年猪价同比降 20%.....	13
图表 22. 顺鑫农业肉类加工业务收入.....	13
图表 23. 1H17 顺鑫农业肉类加工业务毛利率小幅上升	13
图表 24. 2014-2017 年非核心业务剥离情况	14
图表 25. 白酒上市公司 3Q17 预收款/16 年收入	15
图表 26. 估计上市公司在全价位收入占比 50%左右	16
图表 27. 估计上市公司百元以下价格带收入占比仅为 20%.....	16
图表 28. 顺鑫农业广告投入逐年增长（2010-1H17）	17
图表 29. 北京顺义区房价走势（2Q14-4Q17）	18

图表 30. 顺鑫农业股权结构	18
图表 31. 16 年白酒上市公司总经理从公司获得的税前报酬总额	19
图表 32. 16 年白酒上市公司毛利率	19
图表 33. 16 年白酒上市公司净利率	19
图表 34. 估计顺鑫农业（白酒）1-3Q17 期间费用率超过 30%.....	20
图表 35. 重点公司盈利预测与评级.....	21
损益表(人民币 百万)	23
资产负债表(人民币 百万).....	23
现金流量表(人民币 百万).....	23
主要比率 (%).....	23

盘点 2017-白酒稳健增长，下半年可能提速，剥离非核心业务

猪价下滑、资产剥离影响 2017 年收入增速，地产影响净利表现

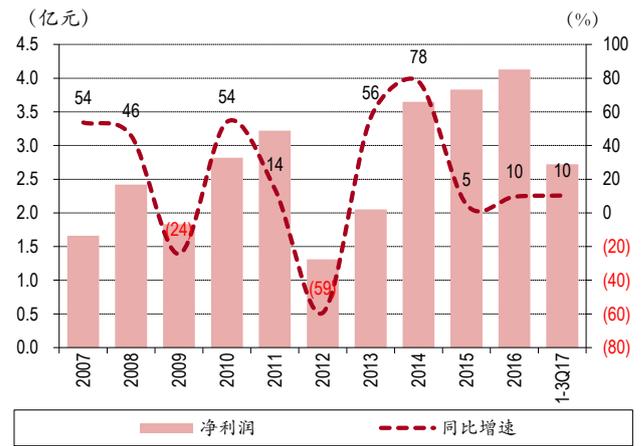
2017 年收入增速偏慢主要受猪价下滑和资产剥离影响。1-3Q17 营收增 0.8%，其中 3Q17 营收下滑 8.4%。考虑行业复苏的传导，估计 1-3Q17 白酒增幅略高于 1H17，增 10-12%。由于 1-3Q17 猪价同比降 20%，根据猪价和公司策略，我们判断养殖业务和屠宰业务收入下滑。

图表 1. 1-3Q17 顺鑫农业营收同比增 0.8%



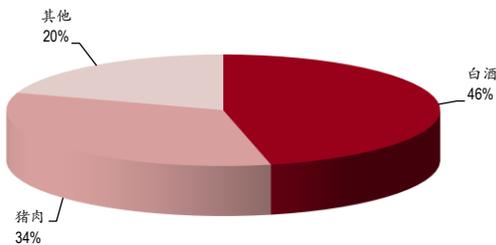
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 1-3Q17 顺鑫农业净利同比增 10.3%



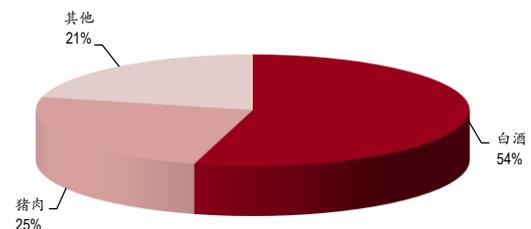
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2016 年顺鑫农业白酒收入占比 46%



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 1H17 顺鑫农业白酒收入占比 54%

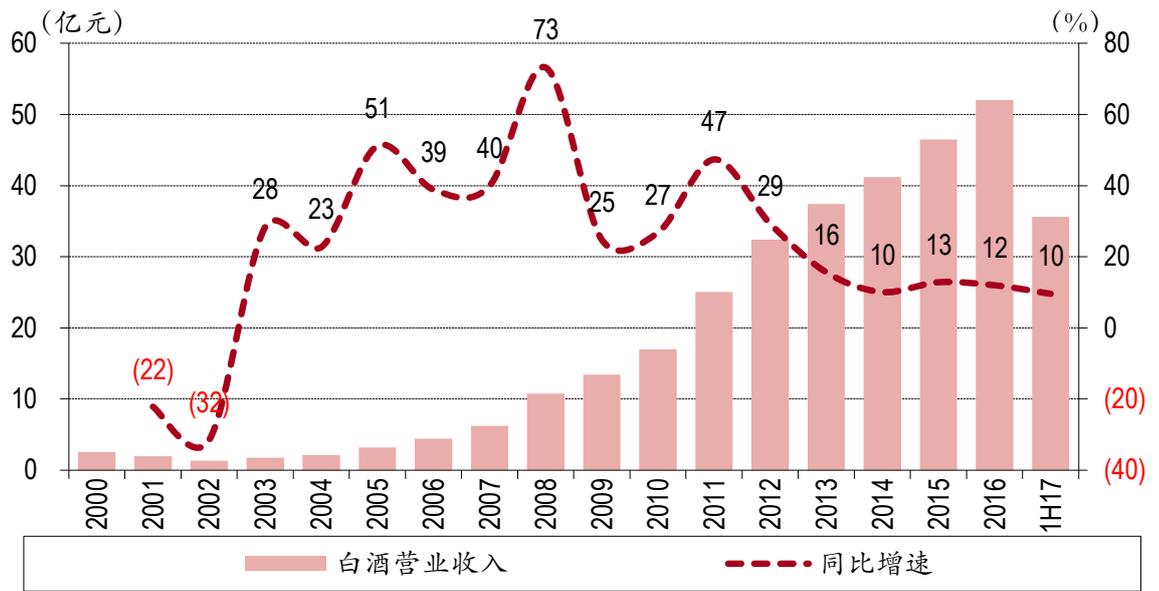


资料来源：万得，中银证券

预计 2017 年白酒收入增速超过 10%，下半年可能提速

预计 2017 年白酒增速超 10%，下半年可能提速，预收款维持高位。3Q17 母公司预收款（白酒为主）高达 19.7 亿，环比 2Q17 增长 2.8 亿，环比年初增长 6.5 亿，增幅明显高于 16 年同期，预收款/白酒收入在白酒上市公司中排名靠前，显示公司蓄水池充足，白酒留有余力。由于白酒消费结构快速向上升级，因此 17 年多家主力价格带在 100 元以下白酒企业面临压力，如金种子酒、迎驾贡酒等。由于牛栏山酒全国扩张能力强，17 年过亿市场有望继续增加，因此顺鑫在低档酒价格带表现较好。随着白酒复苏的传导，估计 2017 年下半年白酒增速好于上半年。

图表 5. 预计 2017 年白酒增幅超 10%



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 1-3Q17 顺鑫农业母公司预收款 (白酒为主) 高达 19.7 亿

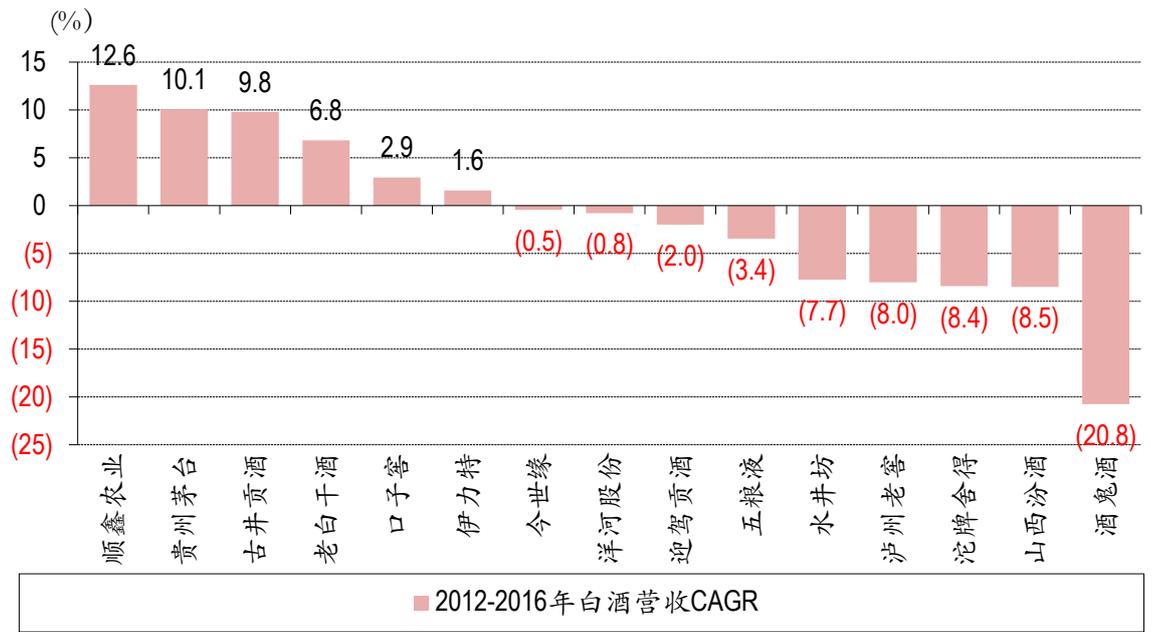


资料来源: 万得, 中银证券

估计 17 年白酒净利 5 亿左右, 净利率不到 9%。白酒现金流很好, 因此白酒业务需要分摊的母公司费用较少。根据公司各项业务收入、毛利率水平和总部费用推算, 估计白酒可为上市公司贡献净利 5 亿左右, 净利率不到 9%。

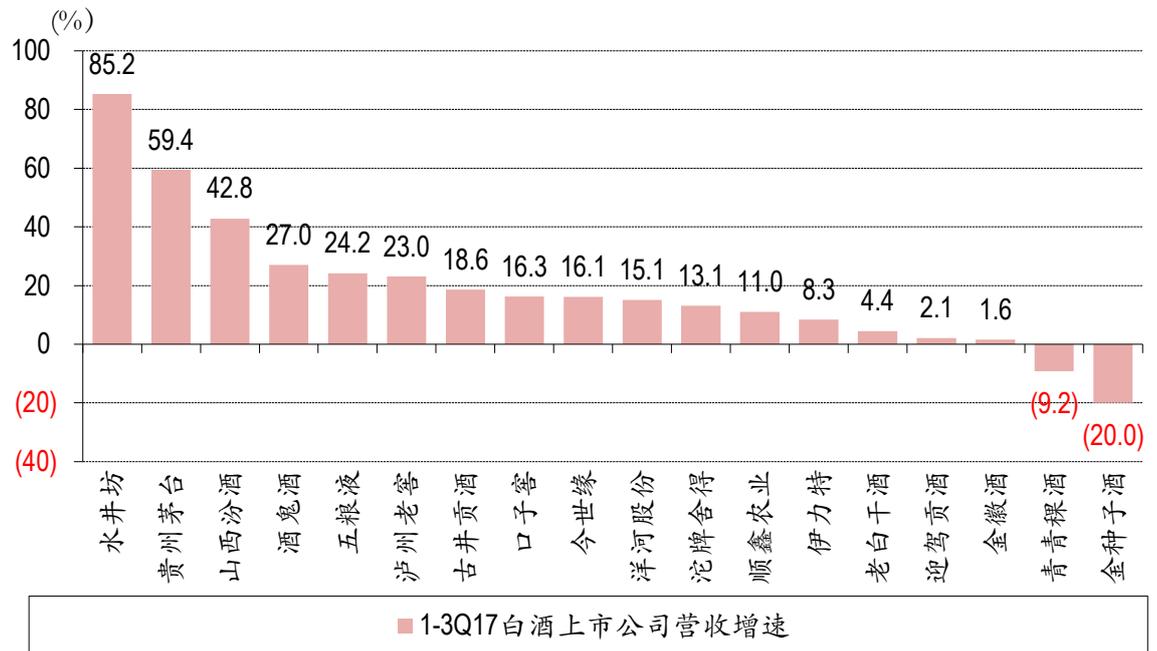
顺鑫农业白酒业务 2012-2016 年收入增速领先行业, 2017 年表现相对平淡。2012-16 年均复合增长率 12.6%, 增速在 15 家可比白酒上市公司排名第 1 位。2017 年表现相对平淡, 18 家白酒上市公司中仅排第 12 位。

图表 7. 2012-2016 年顺鑫农业白酒在上市公司中年均复合增速最快



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 估计 1-3Q17 顺鑫农业白酒收入同比略超 10%，增速在上市公司中排第 12 名左右



资料来源：万得，中银证券

我们认为 2012-2016 年的辉煌，主要有以下原因：（1）北京二锅头先天的品牌优势明显，北京首都市场旺销强化了品牌地位。（2）具体操作层面，产品、能力、区域定位合理。产品定位合理，对低端酒的重视程度高于其它上市公司，契合自身品牌形象。对自身能力定位清晰，依托大商，合理管控。阶段性的重点区域思路清晰，从北京起步，重点市场集中投入，层层推进。

图表 9. 牛栏山在北京及周边地区品牌影响力较大

时间	重要事件
1952年10月	在富顺成、公利、魁胜号、义信共4家烧锅的基础上正式组建牛栏山酒厂
1994年	“华灯牌”北京醇荣获第32届布鲁塞尔国际精品博览会金奖
1999年12月	被授予“中华老字号”荣誉称号
2002年11月	北京市首家获得“地理标志认证”保护的出口企业
2006年1月	“牛栏山”商标被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”
2006年10月	经中国酿酒工业协会专家评定，牛栏山二锅头被认定为中国白酒清香型（二锅头工艺）代表
2006年12月	牛栏山酒厂（注册商标“牛栏山”）成为首批被国家商务部认定的“中华老字号”
2007年6月	牛栏山二锅头传统酿造技艺入选北京市非物质文化遗产名录
2007年12月	中国合格评定国家认可委员会颁发“实验室认可证书”
2008年2月	国家标准化管理委员会公布“地理标志产品 牛栏山二锅头酒”国家标准批准发布
2012年7月	“牛栏山一号”酒曲搭载神舟九号飞船太空归来
2014年5月	牛栏山酒厂出品的“36度百年三牛”、“52度经典二锅头”等产品获评首批“原汁原味北京老字号最具代表性产品”
2017年9月	顺鑫农业被授予首批“京津界影响力品牌”称号

资料来源：公司网站，中银证券

17年增速慢于行业，主要原因有：（1）13-15年行业调整期，牛栏山酒仍持续增长，缺乏深蹲起跳，与泸州老窖、水井坊、酒鬼酒等不同。（2）行业复苏逐层传导，茅台率先复苏，然后传到其它高端酒和次高端，中低档酒复苏相对滞后。（3）公司激励机制不够完善，业绩释放动力偏弱。

17年陈酿放量，低端酒占比提升

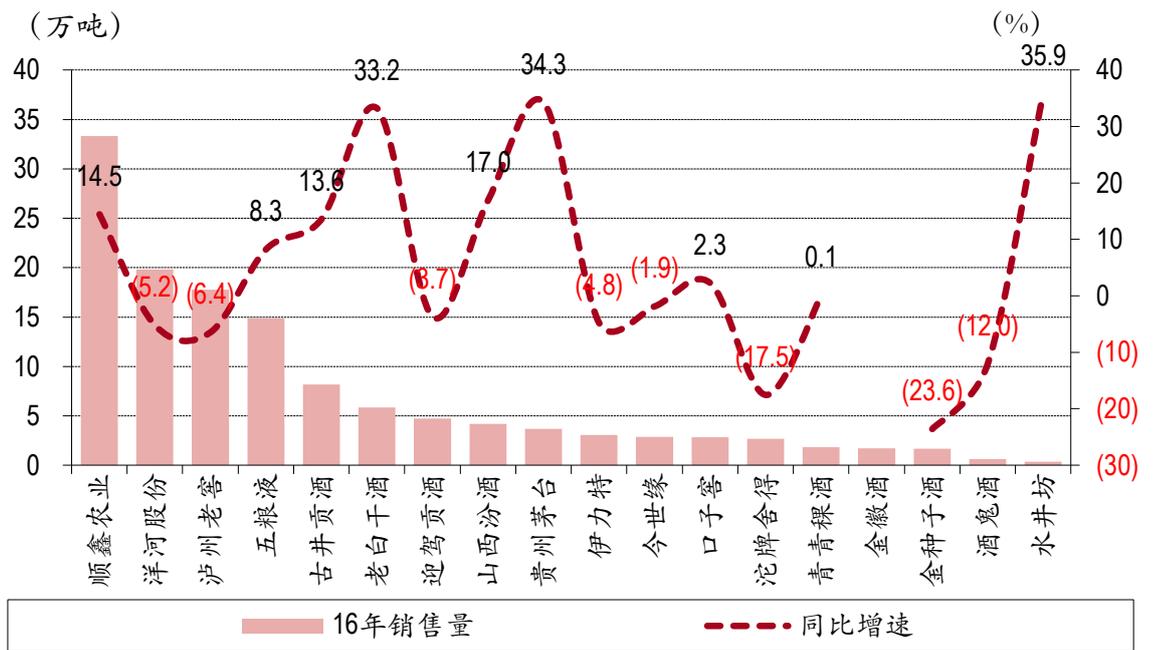
估计17年白酒收入增速超10%，低端产品占比提升。根据白酒毛利率判断，估计2017年零售价20元以下低档酒占比提升。2015年、2016年公司白酒销量分别为29、33万吨，低档酒销量占比超过90%。

品类较多，但大单品突出。顺鑫白酒品类较多，达到500-600个，但大单品十分突出，包括陈酿、三牛、百年牛栏山瓷瓶、红十等。

图表 10. 牛栏山主力产品：黄瓷、三牛、百年红、陈酿

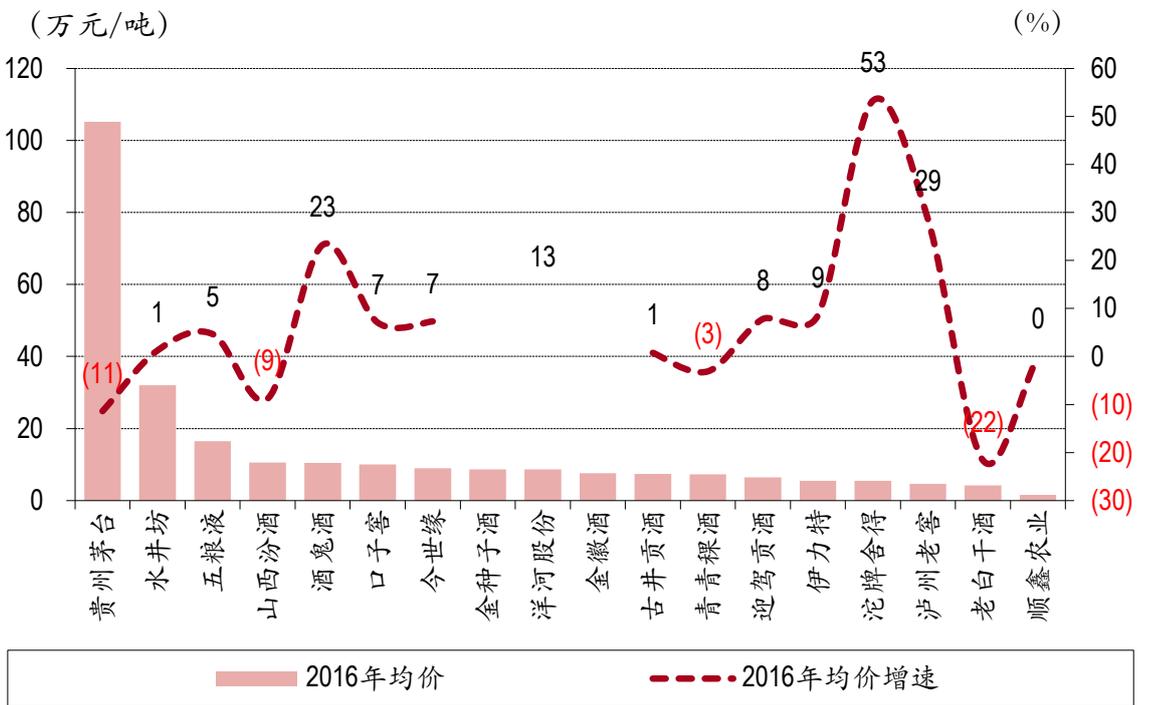

资料来源：公司网站，中银证券

图表 11. 16 年顺鑫农业白酒销量在上市公司中排名最高，估计也是全国第一



资料来源：公司公告，中银证券

图表 12. 16 年顺鑫农业白酒吨价在上市公司中排名最低



资料来源：公司公告，中银证券

分品种看：

- **随着全国化推进，估计 2017 年陈酿系列增速高于整体水平。**根据毛利率变化情况判断，估计 2017 年零售价 20 元以下低端酒占比最高，其中低端酒最大的单品是绿标陈酿。陈酿系列是牛栏山抢占北京 10 元低端酒市场的战略产品，现已成为中国白酒最大的一款单品。2009 年以后，牛栏山推出了定价在 10 元价格区间，以牛栏山 46° 陈酿、牛栏山 42° 陈酿为代表的低端价格带产品，经过几年的培育，2013-2017 年低端的陈酿系列持续快速增长。虽然陈酿系列产品定价低，但由于公司成本管控好，盈利能力较强，估计毛利率水平可接近公司平均水平，超过 50%。牛栏山陈酿是同价位全国单品销量第一，20 元以下产品的绝对王者。
- 陈酿升级换代体现比较明显，3 年前成熟市场开始推 20-50 元的价格带精制陈酿、珍品陈酿，估计 17 年升级版陈酿收入增速较快。
- **三牛为代表的中档酒 17 年增速放缓，可能同比持平。**百年系列已经培育超过 10 年，2004 年 38 度百年一牛、45 度百年二牛、36 度百年三牛、53 度百年四牛相继上市。由于价格和度数定位合适，2009 年开始，牛栏山在 100 元这个价格段形成了以三牛为代表的标杆产品。受益于陈酿在环北京市场培育了较好的消费者基础，三牛顺利导入这些区域，估计三牛 2015-2016 年收入增速较快，但 17 年增速放缓，可能同比持平。

图表 13. 2014-2017 年白酒业务情况

产品品牌	2014			2015			2016			1H17		
	销量 (万吨)	收入 (百万元)	毛利率 (%)									
牛栏山	26.3	4,045	57	29.0	4,578	62	—	—	—	—	—	—
宁城老窖	0.2	75	56	0.2	67	59	—	—	—	—	—	—
合计	26.5	4,120	57	29.1	4,648	62	33.3	5,204	63	—	3,558	60

资料来源：公司公告，中银证券

1H17 白酒毛利率同比下降 2.7pcts，由于低端陈酿系列等产品收入占比大幅提升，环保核查成本上升压力大。

图表 14. 1H17 白酒毛利率同比下降

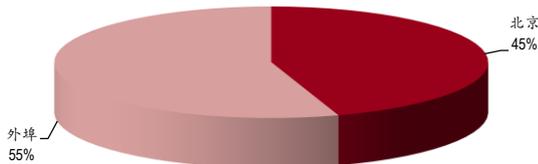


资料来源：万得，中银证券

陈酿大单品全国扩张，省级亿元市场继续增加

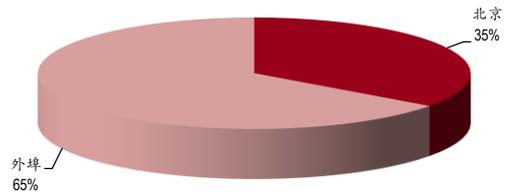
由于北京市场已经达到较高市占率，估计 17 年增长主要来自于外埠市场。陈酿全国铺货扩张，估计 17 年省级亿元市场同比继续增加。

图表 15. 估计 2014 年白酒外埠市场收入占比 55%



资料来源：公司公告和新闻，中银证券

图表 16. 估计 2017 年白酒外埠市场收入占比 65%



资料来源：公司公告和新闻，中银证券

品牌、聚焦、大商制、渠道选择能力助牛栏山酒成为北京第一。牛栏山酒在北京中低端酒市场优势明显，产品主要竞争对手是红星，牛栏山销售收入明显超过红星。由于市占率持续提升难度较大，估计北京市场 17 年收入占比下降至 35% 左右。

北京市场的经验，对未来外埠市场的发展有很好的借鉴意义，我们总结了北京市场过去几年成功的原因：（1）牛栏山二锅头在北京及周边有较强的先天品牌影响力。（2）市场启动阶段，集中资源做北京市场。（3）对自身能力定位清晰，依托大商，合理管控。（4）渠道选择因势而变，层层推进，深度掌控。

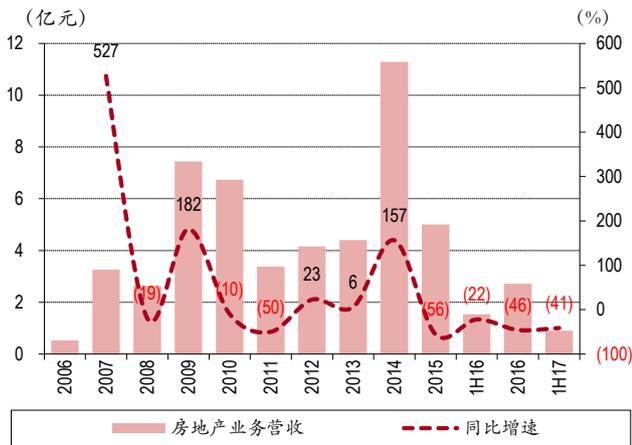
从 1+4+5 到 2+2+6，循序渐进，全国化进入第二阶段，估计 2017 年外埠市场增速高于北京。2007-2011 年，公司通过资源聚焦，北京市场快速增长，超越了红星，成为北京市场的绝对龙头。2011 年，公司进入环京战略的拓展阶段，2012 年提出了“1+4+5”亿元板块联动战略，以北京市场为核心，将天津、保定、呼和浩特、沧州打造成 4 个亿元市场，山东、山西、河南、内蒙、辽宁培育成为 5 个省级亿元市场，该目标已经基本实现。2015 年开始，公司提出“2+2+6”的新目标，第一个 2 指的是北京和天津，第二个 2 指的是长三角和珠三角，6 是指的山东、辽宁、内蒙、山西、河北、河南。根据公司发展战略判断，估计 16-17 年长三角连续快速增长，达到河北、河南的规模体量。

牛栏山酒外埠市场快速增长的原因，除了北京成功经验之外，还有：（1）扩张思路稳健，区域操作模式稳扎稳打，阶段性的重点区域思路清晰。（2）陈酿在环北京市场培育了较好的消费者基础，有助于中档酒导入这些区域。

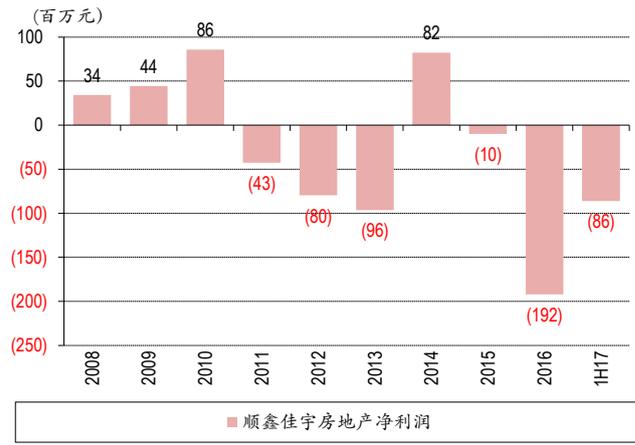
地产业务继续拖累 17 年业绩表现

地产业务拖累整体业绩表现。由于 15 年下半年公司加快了现有土地开发，16 年末、17 年中期地产开发产品分别为 22.7 亿、22.1 亿，估计 16-17 年房地产业务相关的财务费用持续高位运行，顺鑫佳宇 2016、1H17 分别亏损 1.9 亿、0.86 亿。

现有剩余地产项目以优质资产为主。公司房地产业务主要由顺鑫佳宇开展，主要包括北京、包头、海南项目。根据发展战略，公司将持续逐步收缩房地产业务，自 2010 年 4 月以来，公司没有新购置土地。地产资产 50-60 亿，北京大约占 2/3，其余是海南包头，北京地产资产大部分在下坡屯。

图表 17. 顺鑫农业房地产业务收入


资料来源：万得，中银证券

图表 18. 顺鑫佳宇房地产净利润


资料来源：万得，中银证券

图表 19. 1H17 顺鑫佳宇房地产开发成本明细

项目名称	开工时间	预计下批竣工时间	预计投资总额 (百万元)	期初余额 (百万元)	期末余额 (百万元)
小店项目	—	待定	—	146	146
商务中心项目	2012年3月	待定	2,025	57	115
牛栏山下坡屯项目	2012年2月	待定	5,500	2,572	2,760
海南项目	2012年1月	待定	765	70	134
包头顺鑫望潮苑	2009年8月	待定	1,100	40	40
鑫泽园	—	待定	880	157	158
合计	—	—	10,271	3,043	3,354

资料来源：公司公告，中银证券

图表 20. 1H17 顺鑫佳宇房地产开发产品明细

项目名称	最近一期竣工时间	期初余额 (百万元)	本期借方 (百万元)	本期贷方 (百万元)	期末余额 (百万元)
海南项目	2016年12月	402	—	31	371
包头顺鑫望潮苑	2016年5月	895	—	—	895
商务中心项目	2016年6月	910	—	29	881
牛栏山下坡屯项目	2015年6月	65	—	—	65
合计	—	2,273	—	60	2,212

资料来源：公司公告，中银证券

肉类业务收入下滑，估计盈亏平衡

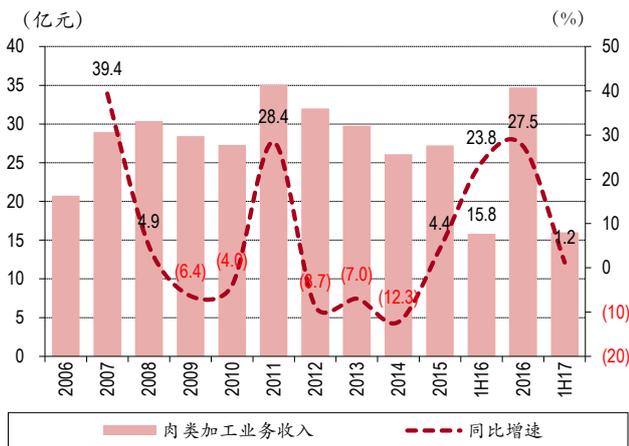
由于2017年猪价同比降20%左右，根据猪价和公司策略判断，2017年养殖业务和肉类加工业务收入可能下滑。由于猪价涨跌对养殖和肉类加工盈利的影响相反，估计这两个业务利润相加后基本盈亏平衡。

图表 21. 2017 年猪价同比降 20%



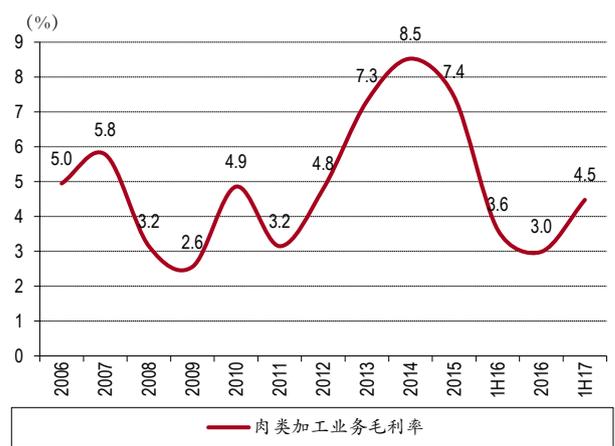
资料来源: 万得, 中银证券

图表 22. 顺鑫农业肉类加工业务收入



资料来源: 万得, 中银证券

图表 23. 1H17 顺鑫农业肉类加工业务毛利率小幅上升



资料来源: 万得, 中银证券

非核心资产渐次剥离, 主业越发突出

多主业运营是市场对公司认可度不高的最主要原因, 一方面导致公司的业绩波动大, 另一方面投资者难以甄别各个业务的实际价值。

15-17 年非核心资产持续有序剥离, 业务庞杂的局面已得到改善, 有助估值水平持续提升。顺鑫农业原主营业务覆盖面较广, 2015 年初业务包括白酒、肉类加工和养殖、建筑工程和房地产、农批市场及相关业务、食品加工和物流、种业、电子商务等, 经过 3 年剥离, 现阶段主要剩下白酒、肉、地产 3 个业务。17 年 9 月公司公告剥离建筑工程, 估计 0.78 亿的投资收益体现在 17 年 4 季度。随着非核心业务的剥离, 主业越发清晰, 有助估值回升。

图表 24. 2014-2017 年非核心业务剥离情况

时间	交易内容	转让价格	投资收益
2015.1.13	顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫农业持有国际种业 100% 的股权	1,000	0
2015.1.13	将其下属分公司耘丰种业的全部资产和负债转让给顺鑫控股	14	(9)
2015.8.31	将其下属分公司顺科农业技术开发分公司的全部资产和负债转让给顺鑫控股	655	655
2015.12.24	顺鑫佳宇将其杨镇供热中心房屋建(构)筑物和机器设备类资产转让给顺鑫物业	8,986	512
2015.12.24	顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫农业持有电子商务公司 100% 的股权	375	13
2016.1.11	顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫农业持有创新物流公司 100% 的股权	1,006	0
2016.1.11	顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫佳宇持有顺鑫天宇 1.01% 股权	203	3
2016.1.22	顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫农业持有鑫大禹公司 85.43% 股权	17,838	9,726
2016.11.12	顺鑫控股以现金方式出资收购顺鑫农业持有的石门公司 87.08% 股权	42,060	18,412
2017.9.1	顺鑫建设以现金方式出资收购鑫大禹公司 85.43% 的股权	29,499	14,707

资料来源：公司公告，中银证券

展望 2018-白酒提速，地产扭亏，等待改革

2018 年顺鑫白酒业务有望提速

预计 2018 年顺鑫白酒收入有望提速至 15% 以上。由于白酒复苏是逐级拉动，从高端传导至次高端，然后到中低档，考虑到 17 年高端、次高端主力品种价格涨幅较大，因此品牌突出的中低档酒上市公司可能提速。同时，公司预收款处于高位，显示公司蓄水池充足，3Q17 预收款（母公司，白酒为主）/2016 年白酒收入为 38%，仅次于茅台。

图表 25. 白酒上市公司 3Q17 预收款/16 年收入



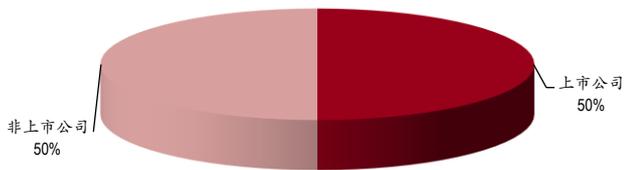
资料来源：万得，中银证券

注：顺鑫农业 3Q17 预收款指母公司预收款，16 年收入指白酒业务收入

低端酒空间足够大，100 元以下是白酒市场容量最大的价格带，估计收入占行业比重 50% 左右。该价格带市场集中度明显低于 100 元以上，缺乏强势竞品，较少上市公司介入，而上市公司群体代表了中国最优秀的白酒。因此，优秀企业在低档白酒市场占率提升空间大于其它价格带，大有可为。

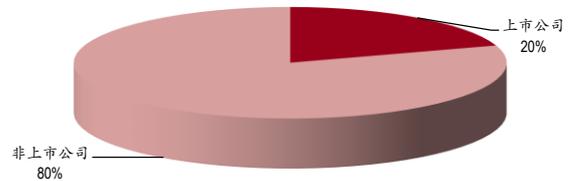
市场对低档酒成长空间有个误区，普遍认为该价格段位需求将持续萎缩。我们判断不必太悲观，尽管随着消费习惯的改变，人均消费量将持续下降，但受益于结构升级，这个价格带销售额则未必下降。16-17 年金种子酒、迎驾贡酒表现较差，与安徽竞争格局有关。上市公司中，17 年低档酒也不乏亮点，如汾酒的光瓶酒等。随着复苏的传导，2018 年 100 元以下价格带总体有望提速。

图表 26. 估计上市公司在全价位收入占比 50%左右



资料来源：上市公司公告推算，中银证券

图表 27. 估计上市公司百元以下价格带收入占比仅为 20%



资料来源：上市公司公告推算，中银证券

我们判断牛栏山酒 18-19 年市占率继续提升、结构重拾升级。(1) 100 元以下价格市场空间大，优秀企业市占率仍有较大提升空间。(2) 牛栏山酒可以继续推动结构升级，有望从 10-20 元的陈酿，向 30 元精制陈酿和 50-100 元的百年红、三牛等品种升级，在消费者基础较好外埠市场，陈酿的升级产品有望实现较快增长。

四川新基地投入运营，有利于提高毛利率并降低销售费用率。17 年 4 月开始，成都新生产基地投入运营，坐落四川省成都市蒲江县，可享受优越的酿酒条件，有助毛利率提升。同时，西南基地有效辐射西南、西北地区，减少运输成本。

规模效应、结构升级、新基地达产放量，预计 18-19 年毛利率将持续回升。由于陈酿系列等产品收入占比提升，2017 年毛利率同比下降，1H17 白酒毛利率同比下降 2.7pcts。但随着规模效应显现和产品结构重拾升级，2018-2019 年白酒毛利率同比将持续回升。

预计 18-19 年北京市场平稳增长，京外市场保持较快增长。牛栏山酒北京市场已在中低档酒领域实现较高的市场占有率，预计未来将保持平稳增长。预计 18-19 年京外市场保持较高增速，低端陈酿全国空白市场继续铺货，中档酒在陈酿强势区域推进结构升级。

长远看，牛栏山酒将出现 100 元以内的明星产品群

陈酿是牛栏山酒中最突出的单品，也可以说陈酿成就了牛栏山酒今天的定位。我们认为，陈酿的爆发除了价格定位合适之外，还有几个原因：(1) 公司将陈酿做成一个生命周期较长的单品，市场策略不投机。(2) 营销持续投入，牛栏山的整体品牌知名度提升，定位低端的陈酿系列最受益。(3) 主打产品思路清晰，低端品聚焦资源于陈酿。渠道体系维护情况较好，产品区隔防止窜货，适时提价延长产品生命周期，不压货渠道利润合理。(4) 品类创新，包括香型和颜色。(5) 成本控制能力强。

图表 28. 顺鑫农业广告投入逐年增长 (2010-1H17)



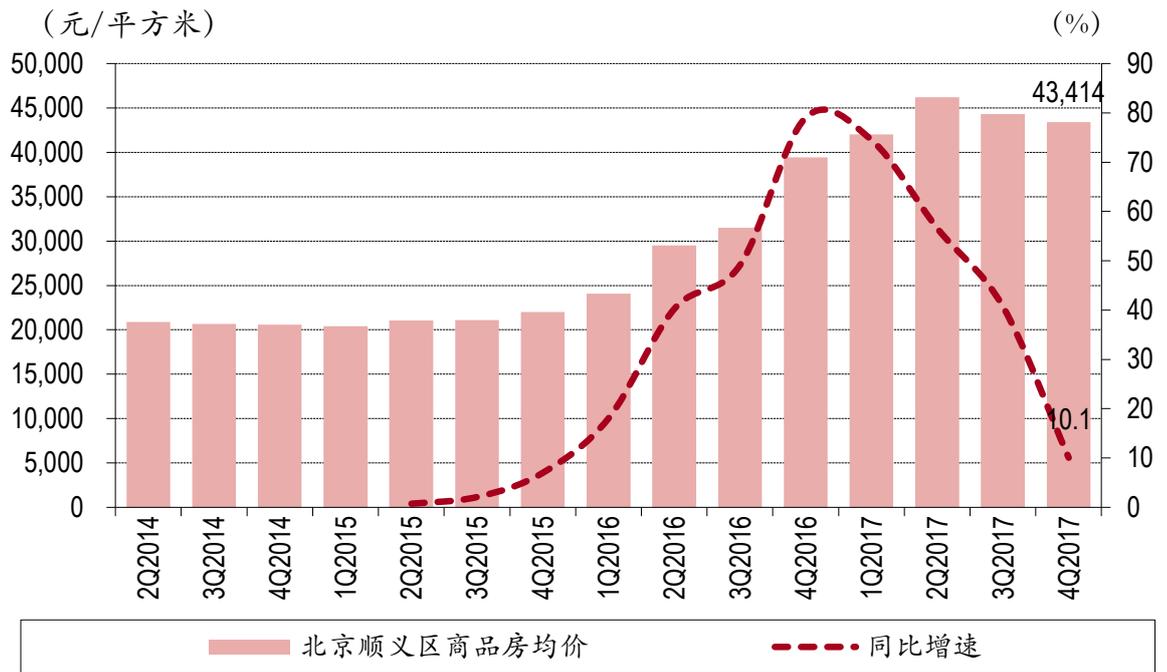
资料来源：公司公告，中银证券

在做好上述基础工作后，陈酿单品实现持续放量。基于陈酿系列的成功经验，未来牛栏山酒有望出现100元以内的明星产品群，类似于洋河100-300元价格带的海天系列。牛栏山酒产品形象定位亲民，接地气，公司渠道管控、品类创新、成本控制能力强，营销模式定位清晰，随着渠道体系的扩容，有望在100元以内不同价格带培育出大单品，形成明星产品群，类似于洋河100-300元价格带的海天系列。

地产将是18年报表最大的变化，有望扭亏

预计随着下坡屯项目开始预售，预计18-19年将陆续确认收入，18年开始有望扭亏。房地产业务17年8月预售，随着下坡屯项目开始预售，报表业务最艰难的阶段过去。随着16-17年北京地价持续攀升，顺义区房价已达到4-5万/平，下坡屯有望实现较好的盈利。根据房天下网站新闻，顺鑫·颐和天璟在售洋房均价为42500元/平，在售户型有108平的三居，总价460万/套，约400套在售；132平的四居，总价600万/套，约100套在售，还有241平的上叠和307平的下叠产品，合计在售套数约120套，总价在900万-1100万/套之间，预计2019年初整体交房。

图表 29. 北京顺义区房价走势 (2Q14-4Q17)



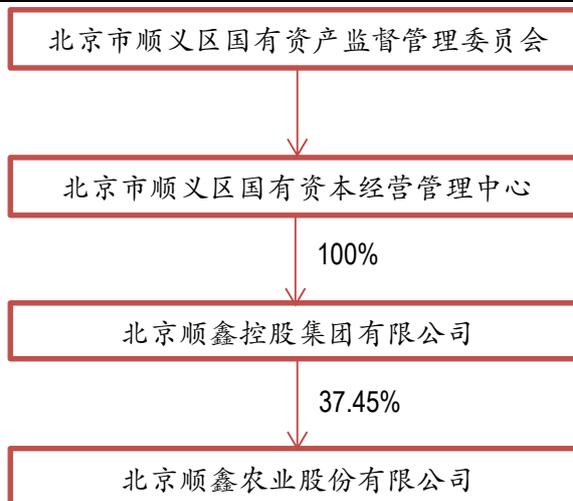
资料来源: 万得, 中银证券

根据公司战略和资产剥离情况, 未来 2 年地产业务剥离上市公司的概率较高。考虑土地增值, 估计房地产业务价值高于净资产, 规模体量较大, 同时各个地产项目不容易单独拆分单独出售, 因此找到合适的接盘方还需时间。地产业务资产若能顺利剥离, 将是重磅利好, 可减少业绩的拖累, 又可享受土地增值的收益, 同时主业更加清晰突出。

国企改革值得期待

顺鑫农业大股东是顺鑫控股, 实际控制人是北京顺义区国资委。上市公司是顺鑫控股最重要的资产, 2016 年顺鑫控股实现营收 221 亿、净利 2.6 亿, 其中顺鑫农业实现营收 112 亿、净利 4.1 亿。

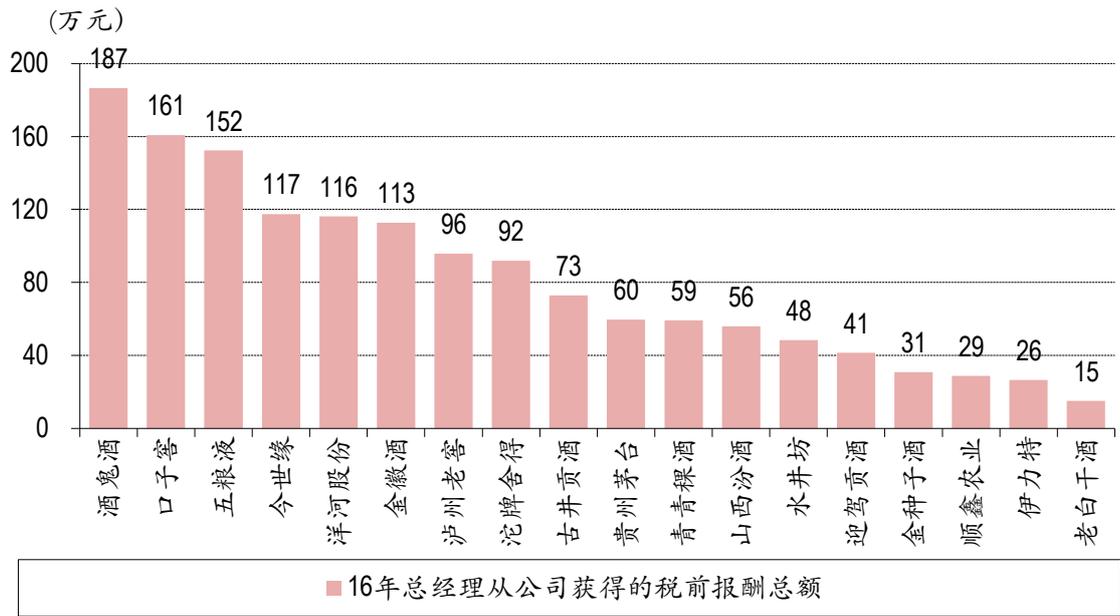
图表 30. 顺鑫农业股权结构



资料来源: 公司公告, 中银证券

对比白酒上市公司高管薪酬, 顺鑫农业高管收入排名较为靠后, 激励机制改善空间较大。

图表 31. 16 年白酒上市公司总经理从公司获得的税前报酬总额

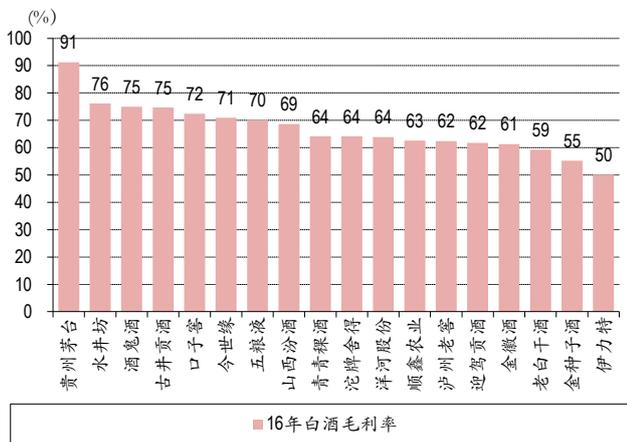


资料来源：公司公告，中银证券

注：洋河股份为执行总裁报酬；贵州茅台总经理16年无报酬，以董事长报酬代替；沱牌舍得总经理16年无报酬，以常务副总经理报酬代替；山西汾酒以副董事长、原总经理报酬代替

对比同行，顺鑫白酒净利率未来存在较大的提升空间。估计顺鑫农业16年毛利率在上市公司中排名第12，但净利率仅排第15。

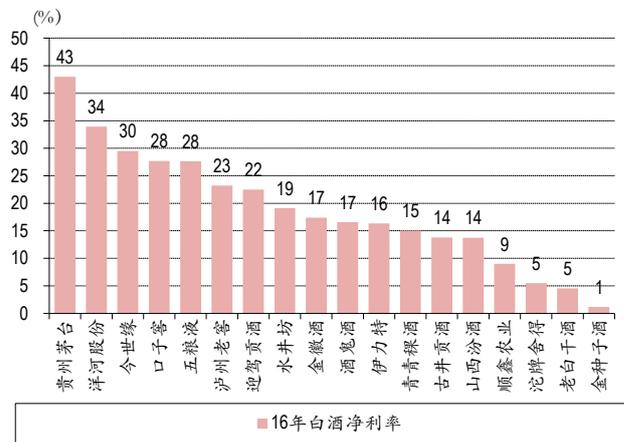
图表 32. 16 年白酒上市公司毛利率



资料来源：万得，中银证券

注：顺鑫农业为白酒业务毛利率

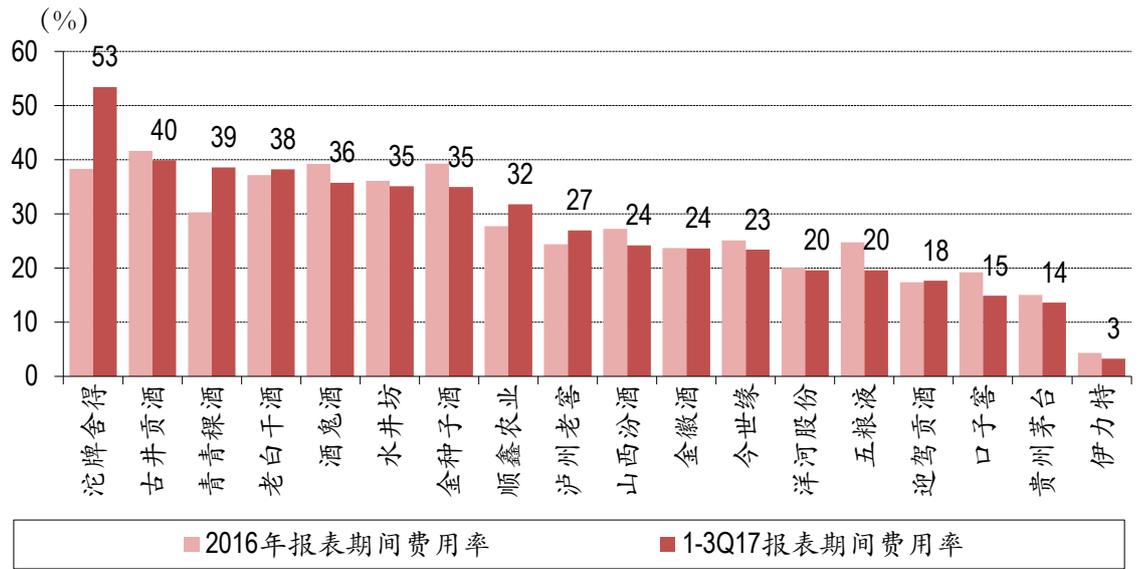
图表 33. 16 年白酒上市公司净利率



资料来源：万得，中银证券

注：顺鑫农业为白酒业务净利率，中银团队根据报表估算

图表 34. 估计顺鑫农业（白酒）1-3Q17 期间费用率超过 30%



资料来源：公司公告，中银证券

国企改革将传导蔓延，若顺鑫农业能够开启国改，收入增速、净利率都有望提升，业绩和股价向上弹性较大。随着混合所有制改革、管理层激励、员工持股激励等多层次改革的推进，五粮液、山西汾酒、沱牌舍得都取得了明显的效果，包括市值和业绩。18年是地方政府换届完成的第一年，各地也有动力通过改革来加快发展。因此，18-19年剩下的企业推进改革的概率越来越高，国企改革可能向其它企业蔓延，如白酒中的伊力特、顺鑫农业，黄酒中的古越龙山，调味品的恒顺醋业等。

盈利预测与投资评级

预计 2017-18 年净利同比增 4%、40%，实现每股收益 0.75、1.05 元。总体判断顺鑫 18 年报表业绩到了拐点期，一方面白酒业绩将提速，另一方房地产有望扭亏。当前估值足够便宜，预计 17-18 年白酒净利分别为 5、6 亿，按 18 年 25 倍 PE，合理价值 150 亿，肉+地产总体价值有 20 亿，而当前市值不到 120 亿。因此，即使没有国企改革，报表业绩正常化将带来 30% 以上的上涨空间。如果国企改革能有推进，则弹性更高。2018 年 1 季度业绩高增长将是股价上涨的催化剂。上调至 **买入** 评级。

图表 35. 重点公司盈利预测与评级

股票简称	市值 (亿元)	股价 (元)		EPS		PE			评级
		2018/2/1	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	
白酒									
贵州茅台	9,519	757.7	13.31	21.00	29.39	56.9	36.1	25.8	买入
五粮液	3,150	83.0	1.79	2.41	3.21	46.4	34.4	25.9	买入
山西汾酒	566	65.4	0.70	1.05	1.85	93.6	62.3	35.4	买入
酒鬼酒	75	23.1	0.33	0.57	0.82	69.1	40.5	28.1	买入
洋河股份	1,955	129.7	3.87	4.41	4.94	33.5	29.4	26.3	增持
泸州老窖	923	63.0	1.32	1.75	2.28	47.9	35.9	27.6	未有评级
水井坊	209	42.9	0.46	0.72	1.05	93.2	59.5	40.8	增持
古井贡酒	298	66.4	1.65	2.06	2.47	40.3	32.2	26.9	未有评级
顺鑫农业	113	19.8	0.72	0.75	1.05	27.4	26.4	18.8	买入
伊力特	111	25.1	0.63	0.82	1.02	40.0	30.6	24.6	未有评级
老白干酒	123	28.2	0.25	0.36	0.47	111.3	78.3	60.3	未有评级
舍得酒业	139	41.2	0.24	0.43	1.04	173.4	95.9	39.7	增持
其他酒									
青岛啤酒	492	38.3	0.77	1.00	1.05	49.6	38.1	36.3	未有评级
张裕 A	204	36.5	1.43	1.50	1.69	25.4	24.2	21.6	未有评级
古越龙山	73	9.0	0.15	0.17	0.19	59.8	53.4	48.1	未有评级
食品									
伊利股份	2,104	34.6	0.93	1.04	1.33	37.2	33.3	26.0	买入
光明乳业	172	14.1	0.46	0.56	0.64	30.5	25.2	21.9	增持
中炬高新	209	26.2	0.45	0.64	0.83	57.6	41.0	31.4	买入
千禾味业	55	17.0	0.31	0.44	0.60	55.3	38.2	28.2	增持
恒顺醋业	64	10.7	0.28	0.45	0.42	37.7	23.7	25.6	增持
安琪酵母	257	31.2	0.65	1.04	1.30	48.1	30.0	24.0	未有评级
双汇发展	919	27.9	1.34	1.38	1.54	20.9	20.2	18.1	未有评级

资料来源：万得，中银证券

风险提示

低档酒消费人群萎缩，白酒增速低于预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	9,637	11,197	11,454	11,511	13,252
销售成本	(7,124)	(8,609)	(8,583)	(8,336)	(9,545)
经营费用	(1,594)	(1,777)	(1,935)	(2,003)	(2,325)
息税折旧前利润	920	811	936	1,172	1,382
折旧及摊销	195	193	278	314	343
经营利润(息税前利润)	724	618	658	859	1,039
净利息收入/(费用)	(171)	(256)	(106)	46	(0)
其他收益/(损失)	7	183	76	1	1
税前利润	560	545	567	793	959
所得税	(177)	(120)	(125)	(175)	(211)
少数股东权益	(7)	(12)	(13)	(18)	(21)
净利润	376	413	430	601	726
核心净利润	377	412	429	600	726
每股收益(人民币)	0.659	0.723	0.753	1.053	1.273
核心每股收益(人民币)	0.661	0.722	0.751	1.052	1.272
每股股息(人民币)	0.813	0.783	0.226	0.316	0.382
收入增长(%)	2	16	2	0	15
息税前利润增长(%)	(90)	(15)	6	31	21
息税折旧前利润增长(%)	(87)	(12)	15	25	18
每股收益增长(%)	5	10	4	40	21
核心每股收益增长(%)	(94)	9	4	40	21

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	560	545	567	793	959
折旧与摊销	195	193	278	314	343
净利息费用	171	256	167	67	81
运营资本变动	(357)	116	(9)	(2)	(61)
税金	(191)	(144)	(150)	(210)	(254)
其他经营现金流	130	825	(208)	113	(864)
经营活动产生的现金流	509	1,792	646	1,075	204
购买固定资产净值	(108)	(380)	(400)	(200)	(200)
投资减少/增加	(52)	34	80	5	5
其他投资现金流	160	121	(244)	(188)	(197)
投资活动产生的现金流	0	(225)	(564)	(383)	(392)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	889	1,181	(92)	(1,012)	(94)
支付股息	(464)	(447)	(129)	(180)	(218)
其他融资现金流	(1,043)	(659)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(618)	76	(221)	(1,192)	(312)
现金变动	(110)	1,642	(139)	(500)	(500)
期初现金	2,606	2,497	4,139	4,000	3,500
公司自由现金流	509	1,567	82	692	(188)
权益自由现金流	1,568	3,004	157	(253)	(201)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2,988	4,910	4,789	4,293	3,913
应收帐款	507	391	400	402	463
库存	7,553	7,799	7,670	7,033	8,041
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	11,049	13,100	12,859	11,727	12,416
固定资产	3,464	3,521	3,810	3,925	4,022
无形资产	811	792	752	713	673
其他长期资产	574	421	421	421	421
长期资产总计	4,849	4,735	4,984	5,060	5,117
总资产	15,897	17,835	17,843	16,787	17,533
应付帐款	587	1,449	1,425	1,306	1,494
短期债务	4,351	3,716	3,624	2,612	2,518
其他流动负债	1,729	2,544	2,577	2,442	2,797
流动负债总计	6,668	7,709	7,626	6,360	6,808
长期借款	1,034	821	821	821	821
其他长期负债	2,692	2,483	2,274	2,065	1,856
股本	5,398	6,745	7,046	7,467	7,975
储备	0	0	0	0	0
股东权益	5,398	6,745	7,046	7,467	7,975
少数股东权益	105	76	75	74	72
总负债及权益	15,897	17,835	17,843	16,787	17,533
每股帐面价值(人民币)	9.46	11.82	12.35	13.09	13.98
每股有形资产(人民币)	8.04	10.43	11.03	11.84	12.80
每股净负债/(现金)(人民币)	5.06	0.70	0.78	(0.12)	0.59

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.5	7.2	8.2	10.2	10.4
息税前利润率(%)	7.5	5.5	5.7	7.5	7.8
税前利润率(%)	5.8	4.9	5.0	6.9	7.2
净利率(%)	3.9	3.7	3.8	5.2	5.5
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	4.3	2.4	3.9	12.7	12.7
净权益负债率(%)	(52.5)	(5.8)	(6.3)	0.9	(4.2)
速动比率(倍)	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
估值					
市盈率(倍)	30.0	27.4	26.3	18.8	15.5
核心业务市盈率(倍)	29.9	27.4	26.3	18.8	15.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	37.8	34.6	33.3	23.8	19.7
市净率(倍)	2.1	1.7	1.6	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	22.2	6.3	17.5	10.5	55.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	14.4	12.5	9.6	8.4
周转率					
存货周转天数	143.0	250.2	246.5	233.1	207.6
应收帐款周转天数	9.6	14.6	12.6	12.7	11.9
应付帐款周转天数	11.1	33.2	45.8	43.3	38.6
回报率					
股息支付率(%)	123.2	108.2	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	13.9	6.8	6.2	8.3	9.4
资产收益率(%)	6.2	2.9	2.9	3.9	4.7
已运用资本收益率(%)	13.3	5.6	6.3	8.6	10.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371