



2018-04-02

公司点评报告

增持/维持

顺鑫农业(000860)

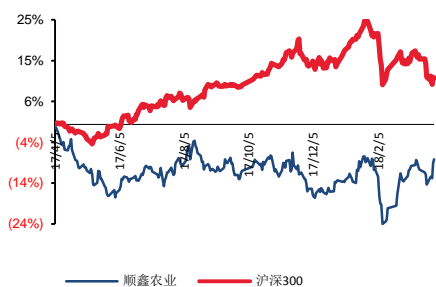
目标价: 26

昨收盘: 20.35

日常消费 食品、饮料与烟草

## 白酒持续向好，经营逐步改善

### ■ 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)  | 11,612/11,457 |
| 12个月最高/最低(元) | 22.35/16.88   |

### 相关研究报告:

顺鑫农业(000860)《收入利润日趋稳定，基本面更加健康》  
—2017/10/30

顺鑫农业(000860)《白酒近两位数增长，地产开售、国企改革稳步推进》  
—2017/08/21

顺鑫农业(000860)《顺鑫农业年报点评》  
—2017/03/27

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695133

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1440513090001

**事件：**公司发布2017年报，实现收入117.34亿、归母净利润4.38亿、扣非归母净利润3.45亿，同比增长4.79%、6.25%、50.74%，EPS为0.77元/股。单四季度收入28.85亿增长19.33%、归母净利润1.66亿，同比增长0.23%。每10股派1.50元（含税），分红率19.52%，收入利润均超预期。

**外阜高增长带动白酒下半年提速，预收款再度大幅创历史新高：**公司白酒收入64.51亿增长23.95%，下半年增长约48%，相较于上半年的9.55%提速明显。母公司利润表反应酒肉业务情况，预收款主要为白酒贡献，17年底母公司预收款达到32.87亿元，同比环比分别增长89%、67%，继续并且大幅度创历史新高。受预收款的影响合并报表经营活动现金流量净额同比大幅增长145%。

白酒业务本埠北京市场仍以产品结构升级为主，整体收入保持平稳，本埠收入占比进一步降低至30%+，受外阜市场中低端放量带动，新增一个亿元市场，形成河北、内蒙、江苏等18个省级亿元市场，福建、新疆等新兴市场增长50%+，长三角继续保持高增长（70%+）。线上销售增长80%、估计贡献收入近2亿。

此外猪肉产业营业收入受猪价同比下降影响实现32.14亿元、减少14.48%。非主营中鑫大禹水利建筑股权于17年10月底剥离，整体贡献收入17.36亿略增，地产销售不佳、收入1.59亿下滑42%。

**白酒净利率、猪肉业务利润均平稳有增，债务结构优化降低财务费用：**受低端酒占比提升影响白酒业务毛利率54.86%、同比下滑7.73%。白酒从价税费6.61亿同比下降8.8%、从价税率10.2%、同比下降3.7个百分点，17年下半年此税率较上半年有所提升至11.33%。一方面公司一直按照较为严格从价计税基缴纳、近4年年均从价计税率为12.6%，16年达到13.9%（上半年估算12.7%、下半年15.95%），下半年基数很高，16年底税费确认时点上的波动导致17年上半年从价税率偏低，从而影响全年。17年从母公司报表和合并报表两个口径看，销售费用单四季度大幅度下降带动全年销售费用下降，预计税率及费用率抵消了毛利率的影响，全年白酒业务净利率稳中有升在10%左右。

猪肉产业盈利情况，屠宰毛利率增加 1.53 个点，养殖下降 11.55 个点，综合下来净利润水平保持稳健有增。

合并报表销售费用率下降 1.12 个点（促销费下降 5300 万、业务费下降 1.34 亿）、管理费平稳，财务费用继续受益于 10 亿永续债改善债务结构，同比下降 1 亿至 1.58 亿，处置鑫大禹股权贡献税前利润 0.93 亿元，少于 16 年处置石门批发业务 1.86 亿元。综合下来净利率为 3.73% 微增。

#### 非主营业务剥离稳步推进，下坡屯新开发项目预计 19 年确认收入：

公司 16 年剥离石门批发业务、17 年剥离鑫大禹建筑水利，非主营业务剥离持续稳步推进。地产在售的主要为海南、包头、站前街商务中心项目，销售需要时间。17 年新开发的下坡屯二期第一部分（顺义颐天和天璟项目）于去年四季度分批拿到预售证，目前拿到预售证的别墅和花园洋房销售价格在 4~4.5 万元/平米，预计此项目带来 30 亿+的收入，目前预收 5~6 千万元，按照销售进度估计 18 年多体现在预收款中，2019 年开始确认收入中，预计 18 年地产业务仍然亏损。公司 18 年仍将积极采用永续债等工具改善债务结构、减轻地产拖累，拟再发行永续债 10 亿，但今年利率成本预计将高于 16 年那期。

#### 盈利预测与估值：

由于 17 年尚有鑫大禹水利建筑贡献 17 亿收入，剥离后 18 年贡献为零。猪价未来平稳下行影响猪产业链收入，盈利略降。公司白酒业务加速上行，预计继续保持双位数增长，净利率稳步提升。地产等其他非主营将进一步销售或剥离。我们预计 2018~2020 年收入为 110、129、143 亿，EPS 为 0.88、1.18、1.53 元/股，给予目标价 26 元，增持评级。

**风险提示：白酒销售不达预期；地产销售进度不达预期；**

#### ■ 主要财务指标

|          | 2017A    | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万） | 11733.84 | 11000.40 | 12923.70 | 14308.53 |
| 营业收入增长率  | 4.8%     | -6.3%    | 17.5%    | 10.7%    |
| 净利润（百万）  | 438.37   | 499.43   | 674.90   | 872.03   |
| 净利润增长率   | 6.3%     | 13.9%    | 35.1%    | 29.2%    |
| EPS（元）   | 0.77     | 0.88     | 1.18     | 1.53     |
| P/E      | 27       | 23       | 17       | 13       |

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                      |
|---------|-----|-------------|-------------------------|
| 销售负责人   | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com        |
| 北京销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com        |
| 北京销售    | 袁进  | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com          |
| 北京销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com      |
| 北京销售    | 张小永 | 18511833248 | zhangxiaoyong@tpyzq.com |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com        |
| 上海销售    | 洪绚  | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com      |
| 上海销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com    |
| 上海销售    | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com       |
| 上海销售    | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com       |
| 广深销售副总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com       |
| 广深销售    | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com        |
| 广深销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com          |
| 广深销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhaf1@tpyzq.com         |
| 广深销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com       |
| 广深销售    | 杨帆  | 13925264660 | yangf@tpyzq.com         |





## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。