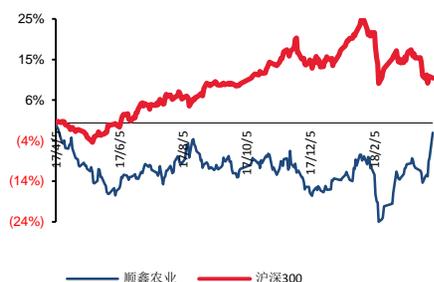


日常消费 食品、饮料与烟草

顺鑫农业：大股东每一次增持 都是一次价值重估

■ 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)	12,382/12,217
12 个月最高/最低(元)	22.35/16.88

相关研究报告:

顺鑫农业(000860)《白酒持续向好,经营逐步改善》--2018/04/02

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

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: 孟斯硕

电话: 010-88695227

E-MAIL: mengss@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119011720015

业绩持续向好,增持彰显大股东对顺鑫发展的信心。在大股东增持、年报预收账款创历史新高等消息的影响下,顺鑫农业股价大幅上涨。渠道调研反馈也印证2018年牛栏山二锅头强劲的增长态势,预期顺鑫农业在2018年会有不错表现。同时,我们梳理了过去几次顺鑫控股增持上市公司的情况,发现每次增持后,上市公司无论是从经营层面还是从股价层面都有很好的表现。大股东增持上市公司成为上市公司股价被低估的重要信号。

外埠市场增长显著,白酒板块快速增长。外埠区域的扩张,成为2017年业绩增长的主要推动力。北京周边区域市场保持平稳,外阜市场增长显著。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%+)。随着白酒市场复苏的传导,地产酒景气会逐渐恢复,顺鑫中高端板块将会得到恢复。顺鑫全国扩张战略会推动低端酒继续扩张,2018年顺鑫白酒业绩可期。

聚焦主业,估值有望回升。公司此前业务较为多元化,除了白酒板块业务,还包括水利建筑、房地产、农贸批发市场等业务,主业并不突出,多元化业务格局使得公司净利率长期处在较低水平。近年来公司明确未来要聚焦酒和肉,并决定对非主业进行剥离。我们预计下坡屯项目完成销售后,顺鑫房地产业务资产规模大概在20-30亿左右,届时顺鑫将房地产业务剥离出去的可能性加大。随着非核心业务的剥离,公司主业越发清晰,有助估值回升。

维持“增持”评级。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。

■ 盈利预测和财务指标:

	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

一、从大股东增持看公司价值

控股股东增持上市公司，往往从侧面反应产业资本对于上市公司的态度：股价相对便宜，公司估值相对偏低，对未来的发展充满信心等。特别是当股价处在低位的时候，这类经营业绩稳定、估值相对便宜的公司，在获得增持后，往往在未来几年会有很好的表现。

在横盘接近一年多时间的顺鑫农业，2018年2月公司再次获得大股东北京顺鑫控股的增持，这是股权分置改革以来大股东第三次增持上市公司股权。

2018年2月23日至26日，顺鑫控股买入上市公司顺鑫农业4,220,467股份，平均成交价格18.86元/股，占目前公司总股本570,589,992股的0.74%。除去此次增持外，顺鑫控股计划在未来6个月内增持不低于公司总股本1%的股份，不超过公司总股本2%的股份。目前顺鑫控股持股比例为38.19%。

增持以来，累计28个交易日，顺鑫农业股价从18.45元上涨到22.31元，涨幅20.9%。我们梳理了过去几次顺鑫控股增持上市公司的情况，发现每次增持后，上市公司无论从业绩还是从股价方面都有很好的表现。大股东增持上市公司成为上市公司股价被低估的重要信号。

我们认为当前顺鑫农业的股价被市场低估，2018年业绩会进入拐点期，一方面是白酒外埠区域拓展给业绩带来较大的弹性，随着房地产销售收入逐渐确认，房地产业务带来的财务费用压力会有所减少。另一方面国企改革将逐步落地，房地产板块剥离会提速，公司在白酒和肉制品板块的布局将逐渐完善。

图表 1：历史上顺鑫控股的增持情况

增持时间	增持规模 (占股本 比例)	增持价 格	增持原因	增持后3个月股价表现	增持后6个月股价表现
2005年12月	5.03%	3.36元	股权分置改革承诺	股价上涨13%	股价上涨46%
2012年12月	1.99%	11.57元	未来发展前景有信心	股价上涨44%	虽然后来股价有回落，但是28个月后股价上涨115%
2015年10月	0.21%	15.58元	股灾响应国资委号召	股价上涨29%	12个月内股价最高上涨52%
2018年2月	0.74%	18.86元	认为价值被低估	股价在增持后快速上涨，受板块影响，近期有所回落	

资料来源：WIND，太平洋证券整理

顺鑫农业历史上被增持过三次，其中被动增持一次，主动增持两次。第一次属于被动增持，股权分置改革期间，大股东承诺如果股价低于 3.36 元就在二级市场上增持。增持后，受益于股权分置改革，在接下来的 24 个月股价向上增长近 6 倍。

第二次和第三次增持都是大股东主动增持。2012 年 12 月，受三公消费政策影响，白酒行业出现大幅下挫，顺鑫农业股价从高点 24.8 元下跌到 9 元附近，股价下挫超过 60%。由于认为当时公司价值被低估，顺鑫控股在二级市场上主动增持，12 个月后，顺鑫农业股价上涨了 35%，而 28 个月后，股价上涨达到 115%。

2015 年年中大盘急速调整，彼时大量的上市公司股价遭到重挫。在国资委的号召下，大股东再次出手增持。增持增强市场信心，在 12 月内股价最高上涨超过 50%。

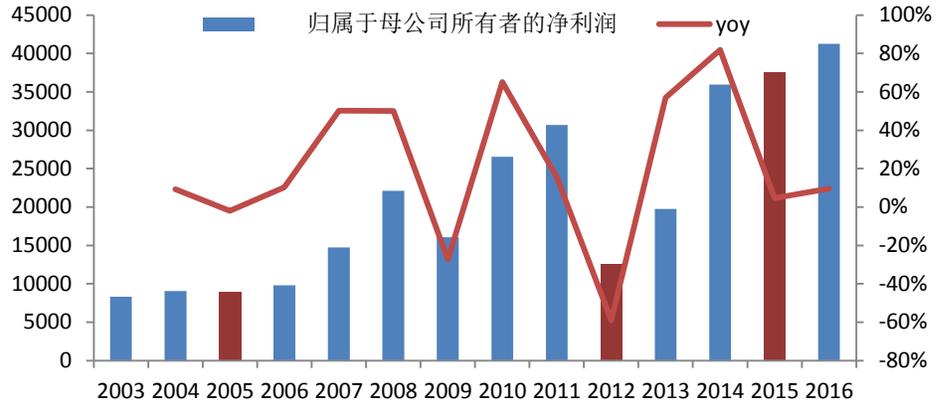
图表 2：增持前后顺鑫农业的股价走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

而从时间点把握来看，顺鑫控股的增持的确建立在大股东对上市公司业绩非常有信心的基础上。可以看到，顺鑫农业 3 次增持后，公司业绩均保持了稳定的增长。2005 年大股东增持后，公司连续三年高速增长，2006、2007 和 2008 年的规模净利润增速达到 10.21%、50.3%和 50.13%。2012 年年底大股东在行业底部增持后，公司开始复苏，2013 年和 2014 年公司归母净利润增速达到 57.09%、81.85%。2015 年大股东继续增持，2016 年归母净利润增速达到 9.65%。

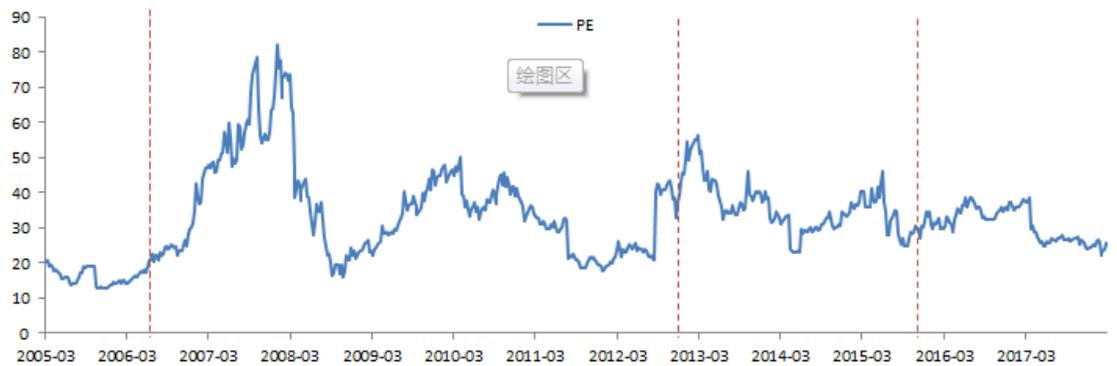
图表 3: 顺鑫控股增持前后归母净利润的增长



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

而从估值角度来看,大股东增持后,的确给市场带来强心作用,估值在增持后有所恢复。特别是 2015 年大股东增持后,公司无论从经营角度还是从估值角度,都有很好的增长,实现“戴维斯双击”。

图表 4: 顺鑫农业估值变化



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

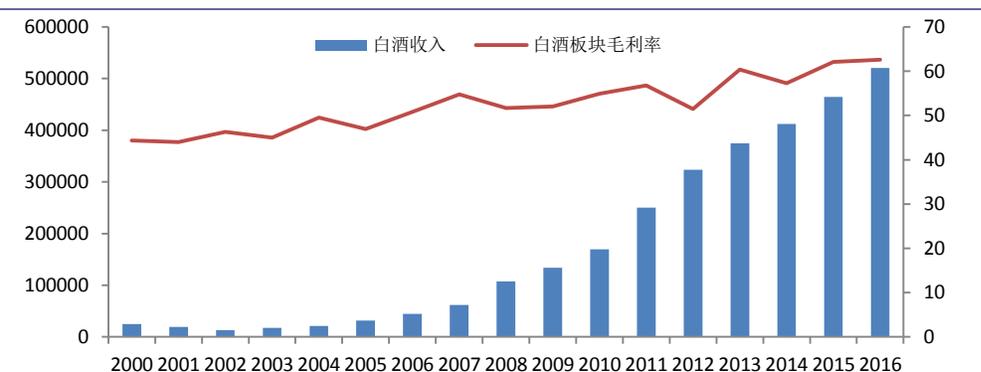
二、非主业资产渐剥离，主业成长性凸显

(一) 外埠市场发力，白酒增长潜力巨大

顺鑫白酒板块在过去十几年呈现爆发式增长，2000年顺鑫刚上市时候，白酒板块仅有25亿的规模，上市后收入一度缩小到十几亿，后逐年增长，到2017年白酒板块实现销售收入64.5亿元。

且白酒板块毛利率也逐年攀升，从2000年的44.03%逐年攀升，至2017年顺鑫白酒板块的毛利率已经升至54.86%。

图表 5：顺鑫农业白酒板块收入稳定增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

目前顺鑫白酒板块的收入在全国上市公司白酒企业中排第六位，根据公司的计划，如果2020年白酒板块销售收入超过百亿，有望在收入规模上进军全国前五强。

图表 6：2016年顺鑫农业在全国上市公司白酒企业收入中排第六位（单位：亿元）

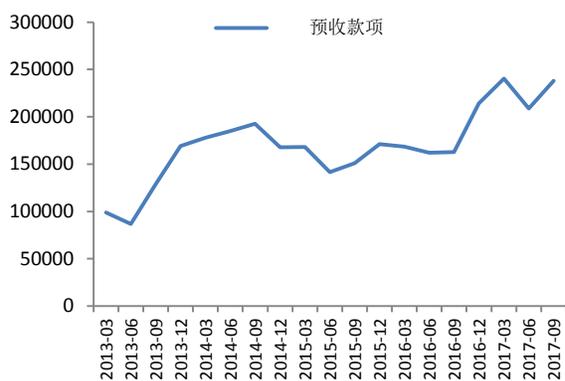
收入排名	名称	2016年营业收入	2017年营业收入(预测)
1	贵州茅台	401.6	587.7
2	五粮液	245.4	300.4
3	洋河股份	171.8	201.0
4	泸州老窖	83.0	102.9
5	古井贡酒	60.2	71.7
6	顺鑫农业	52.0	64.5
7	山西汾酒	44.0	61.6
8	迎驾贡酒	30.4	31.2

资料来源：WIND，太平洋证券整理

受益于外埠市场的增长，2017年下半年顺鑫白酒板块实现较快的增长。2017年，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，2017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。预收款/白酒收入在白酒上市公司中排名靠前，显示白酒板块蓄水池充足。

我们从渠道调研了解到，2017年全年白酒板块的增速的确较上半年加速，其中中低端酒比上半年20%+的增长更快，高端酒从上半年的下降恢复增长，速度略低于中低端。据了解，公司核心产品牛栏山系列于去年11月进行整体调价，均价提高幅度在3%-4%，对利润贡献会比较明显。

图表 7: 顺鑫农业预收账款增长



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 8: 预收账款与营业收入比

	预收账款/营业总收入
贵州茅台	39.27%
老白干酒	38.43%
顺鑫农业	50.91%
五粮液	22.41%
舍得酒业	22.30%
口子窖	20.14%
泸州老窖	19.71%
酒鬼酒	19.27%
金种子酒	17.04%
洋河股份	14.49%

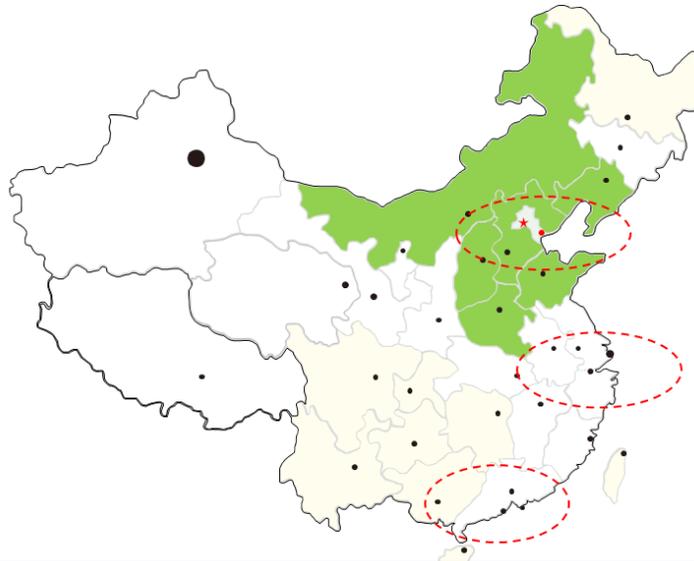
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

外埠区域的扩张，成为2017年业绩增长的主要推动力。根据我们调研显示，北京周边区域市场保持平稳，外阜市场增长显著。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%+)。

2015年初，公司以“123”市场策略为指导，继续推进全国化布局，升级打造“2+6+2”市场战略。“123”策略中1是指大北京区域，2是指长江三角洲、珠江三角洲两个经济带，3是指东北、华北、西北三个大区。目前已经进入全国化第二阶段，在“2+6+2”战略中，2是指北京、天津两个直辖市，6是指山东、山西、河南、河北、辽宁、内蒙6个省级板块市场，2是指长江三角洲、珠江三角洲市场。

从战略的变化可以看到顺鑫白酒的布局逐渐向全国化发展。今年长三角、珠三角市场的开拓由北京的团队在做。今年长三角和珠三角成为公司增长最快的区域。

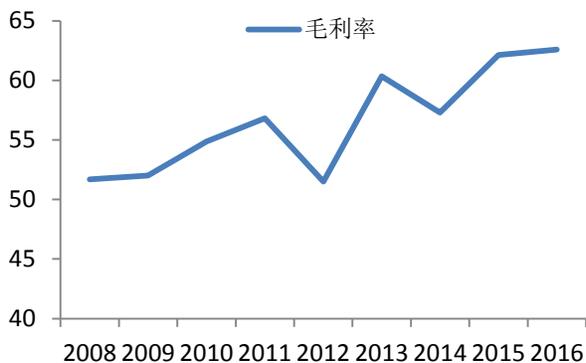
图表 9：牛栏山二锅头主要销售区域



资料来源：WIND，太平洋证券整理

2017 年 4 月开始，顺鑫成都新生产基地投入运营，基地坐落四川省成都市蒲江县，可享受优越的酿酒条件，有利于降低生产成本。同时，基地可以有效辐射西部地区，减少运输成本。预计在新基地投产后，2018-2019 年顺鑫白酒板块毛利率将持续回升。

图表 10：顺鑫农业白酒板块毛利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 11：顺鑫农业白酒板块净利润



资料来源：WIND，太平洋证券整理

此轮白酒复苏以高端白酒率先复苏为特征，逐渐带动次高端白酒的消费升级。所以 2017 年白酒 300 元价位带有很大的扩容，但是原 100 元老百姓消费的主力价格带受到了一定的压制，譬如原来这一价位带强势品牌宣酒、金种子酒等品牌都受到很大的压力。顺鑫的中高端酒也在这个过程中受到一定的冲击，但是随着市场复苏的传导，地产酒景气会逐渐恢复，顺鑫中高端板块将会

得到恢复。同时，顺鑫全国扩张战略会推动低端酒继续扩张，2018 年顺鑫白酒业绩可期。

(二) 肉类加工全产业链稳定成本

公司肉类加工业务为全产业链，覆盖“种猪繁育-生猪养殖-屠宰-肉食品加工-冷链物流配送”整个产业链，拥有“小店”牌种猪、“鹏程”牌生肉与肉制品等品牌产品。公司在北京市场拥有 4300 个营销网点，肉类生鲜产品在北京的市场占有率达到 40%，也是北京最大的冷鲜肉供应商。

目前公司商品猪全年出栏量在 30-40 万头的规模，2016 年和 2017 年上半年猪肉价格上涨期间，养殖板块盈利有很大的改善。2017 年下半年以来，猪价逐渐下行，养殖板块的整体盈利也呈现回落。

肉类加工业务以鹏程食品为主，主要为冷鲜肉和熟肉，目前屠宰产能 450 万头，且公司在继续加大全国屠宰点的布局。陕西、四川达州的屠宰基地即将投入运营，未来公司屠宰将采用公司加农户的模式来运营。

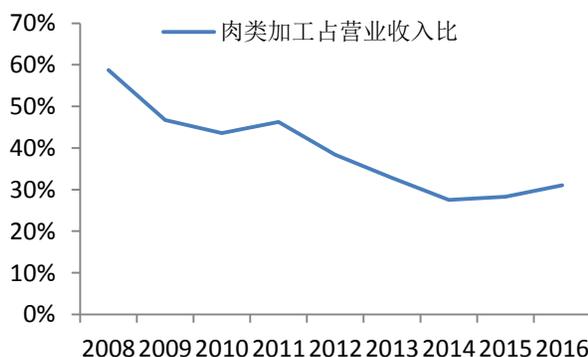
屠宰和肉制品的盈利水平与猪价周期正好相反，一般猪肉价格下降时期，屠宰和肉制品的盈利都会有所恢复。进入下半年，猪肉均价下行提高生猪屠宰量，公司屠宰产能利用率提升，进而提高了公司屠宰业务毛利率，盈利能力在显著增强，我们预计随着猪肉价格下行，屠宰和肉制品板块毛利率有望进一步提高。2017 年上半年肉类加工板块共实现收入 16.01 亿元，同比增长 1.20%，发展趋势较为平稳。

图表 12：顺鑫农业肉制品毛利率



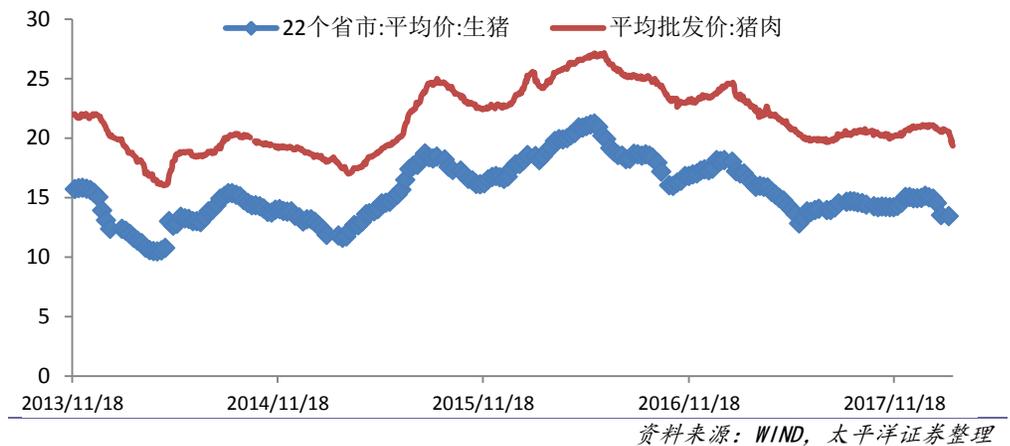
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 13：顺鑫肉类加工占营业收入比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 14：生猪价格和猪肉批发价格走势



综上所述,我们判断肉类加工板块 2018 将保持平稳的增长态势,受益于猪价下行带来的屠宰增量,收入端增长会更加明显。

长远来看,发展牛羊肉或将成为顺鑫肉类加工业务未来重要成长点。2015 年顺鑫曾计划收购清河源以布局牛羊肉业务,虽然收购未能成功,但是能看出顺鑫将通过并购等方式发展牛羊肉板块的战略思路已经非常明显。

公司提出到 2020 年,肉类加工和白酒将形成双百亿的规模,肉类加工板块将成为业绩的重要增长点。

(三) 非核心资产剥离凸显主业价值

公司此前业务较为多元化,除了白酒板块业务,还包括水利建筑、房地产、农贸批发市场等业务,主业并不突出,其中房地产业务负债规模大更是给公司带来较大财务费用压力,因此多元化业务格局使得公司净利率长期处在较低水平。

近年来随着集团逐步明确,公司明确未来要聚焦酒和肉,并决定对非酒肉主业进行剥离。2015 年以来,上市公司拟计划向大股东转让北京顺鑫大禹水利建筑工程有限公司和北京顺鑫石门农产品批发市场的股权,开始逐步剥离非主业的相关资产。

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。自 2010 年 4 月以来,公司没有新购路土地,房地产业务正在逐步收缩。房地产业务的资产规模大致在 50-60 亿,北京项目资产大约占 2/3,其余是海南包头,北京地产资产大部分在下坡屯。

下坡屯项目 2017 年 8 月预售,随着资金回笼,房地产板块财务压力逐渐减轻。预计 2018-2019 年陆续确认收入,2018 年开始有望扭亏。顺鑫佳宇 2016、1H17 分别亏损 1.9 亿、0.86 亿。

我们预计,下坡屯项目完成销售后,顺鑫房地产业务资产规模大概在 20-30 亿左右,届时顺鑫将房地产业务剥离出去的可能性加大。随着非核心业务的剥离,主业越发清晰,有助估值回升。

二、经营及财务状况分析

按照公司提出的“双百亿”目标，未来几年顺鑫将保持较快的增长态势。如果未来非主营业务能够逐渐剥离，公司的整体盈利能力将得到很大的提升。我们认为随着未来国企改革的深入，公司在体制上、人员激励上都会有较大的变化，老牌国企将焕发新的生命力。

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。

三、风险提示

宏观经济环境出现较大幅度下滑，公司白酒板块发展速度不达预期；国企改革进度缓慢；食品安全问题等。

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	liyew@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

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

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。