顺鑫农业（000860）

被低估的白酒资产，进入业绩估值双升期

买入（首次）

2018 年 04 月 23 日

证券分析师　马浩博
执业证书编号：S0600515090002
021-60199762
mahb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	11,734	12,142	13,467	15,032
同比（%）	4.8%	3.5%	10.9%	11.6%
归母净利润（百万元）	438	546	702	898
同比（%）	6.3%	24.5%	28.6%	28.0%
每股收益（元/股）	0.77	0.96	1.23	1.57
P/E（倍）	32.62	26.17	20.42	16.00

投资要点

- **2015 年起聚焦主业，目前旗下有三大板块“酒+肉+地产”：**公司原有业务驳杂，2015 年循序渐进厘清。截至 2017 年底，公司旗下主要有白酒、肉和建筑，分别占总营收的 55%，25.3%和 14.8%，毛利贡献分别为 88.9%，3.4%和 2.9%，白酒是公司业绩主要来源，地产拖累公司业绩。
- **白酒多年深耕，进入收割外埠份额时期。**估算定位 20 元以下价格带的陈酿 2017 年销售量达到 30 万吨以上，按 20 元以下白酒行业规模估算市占率达到 7-8%，是低端酒之王。**陈酿经过多年深耕，立足北京，渗透全国，已进入外埠收割份额时期。**牛栏山可以实现份额收割的原因主要有 **1）产品力:二锅头定位清晰，20 元以下价格带性价比最优。**品牌化带来性价比，挤压杂牌酒效果显著；**2）渠道力：因地制宜，依托大商，厂商合作。**利用核心经销商的重点终端资源，辅以厂家加大终端投入力度，商超渠道高渗透；**3）品牌力：借助二锅头品类的高认知度，带动品牌传播。**先将牛栏山打造成二锅头品类的第一联想品牌，进一步的，在成熟市场进行品类升级，其他重点市场则层层推进，形成带动效应。**4）竞争格局：**20 元以下价格带缺乏有力竞品，公司在规模效应、品牌、品质上形成综合优势，竞争力强于散装酒、区域酒企和主流白酒品牌的低端线。2017 年公司白酒销售量达到 42.9 万吨，同比+28.7%，预计未来白酒收入仍有望保持 20%以上增长。
- **肉制品稳定薄利，预计平稳发展。**过去十年公司肉类加工业务规模均在 30 亿元左右，发展趋势较为平稳，预计保持。
- **地产财务压力缓解，“酒+肉”主业估值回归。**过去公司旗下地产板块产生大量财务费用，掩盖了主业的优良质地。截至 2017 年底，北京下坡屯在建和已建商品房分别为 28.3 亿/0.62 亿，占整个地产板块的 50.4%，预计开售后资金逐渐回笼，财务压力将减轻。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 18-19 年收入分别为 121.4/134.7 亿元，同比分别+3.5%/10.9%;净利润分别为 5.46/7.02 亿元，同比分别+24.5%/28.6%。预计 2018 年白酒板块有望贡献 7.5 亿净利润，给予 22X 合理 PE，白酒资产合理市值约 165 亿元，肉制品薄利暂不考虑，地产合理市值约 30 亿，合计 195 亿市值，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；假酒侵权风险；生猪疫情风险；低端酒竞争恶化风险；外埠扩张不达预期风险；下坡屯项目销售不达预期风险

股价走势

市场数据

收盘价（元）	25.12
一年最低/最高价	16.6/26.64
市净率（倍）	2.35
流通 A 股市值（百万元）	14330

基础数据

每股净资产(元)	10.67
资产负债率(%)	61.29
总股本(百万股)	571
流通 A 股(百万股)	571

相关研究

内容目录

1. 顺义国资委控股企业，前期涉足多元化 4

1.1. 北京顺义区国资委旗下重要上市平台 4

1.2. 前期涉足多元化，聚焦主业持续剥离 4

2. 白酒多年深耕，进入收割外埠份额时期 5

2.1. 销量行业居前，产品中低档为主 5

2.2. 牛栏山是低档酒之王，外埠强势收割份额 8

3. 肉制品稳定薄利，预计平稳发展 12

4. 非主业陆续剥离，优质主业价值凸显 13

5. 盈利预测及投资建议 16

6. 风险提示 17

图表目录

图 1: 顺鑫农业股权结构图 4
图 2: 2017 年顺鑫农业各项业务收入占比 5
图 3: 2016 年顺鑫农业各项业务收入占比 5
图 4: 2017 年顺鑫农业各项业务毛利占比 5
图 5: 2016 年顺鑫农业各项业务毛利占比 5
图 6: 上市酒企 2016 年白酒销量 6
图 7: 顺鑫农业历年白酒销量及同比增速 6
图 8: 白酒销量结构呈金字塔型 8
图 9: 白酒销售收入结构呈纺锤型 8
图 10: 立足北京，外埠强势扩张 9
图 11: 2000 年至 2017 年白酒销售收入及同比增速 10
图 12: 2016-2017 年顺鑫农业基数效应并不明显 10
图 13: 1Q2010 至 4Q2017 顺鑫农业母公司预收账款 11
图 14: 2017 年末白酒上市公司预收账款 11
图 15: 2017 年末白酒上市公司预收账款/营业收入 11
图 16: 生猪价格及同比增速 13
图 17: 猪价与肉类加工板块毛利同比 13
图 18: 猪价与肉类加工板块毛利率反向变动 13
图 19: 2016 年上市酒企资产负债率比较 14
图 20: 2016 年上市酒企财务费用率比较 14
图 21: 2010 至 2017 年顺鑫农业财务费用 14
图 22: 2010 至 2017 年顺鑫农业房地产业务收入 14
图 23: 2010 至 2017 年顺鑫房地产业务毛利 15

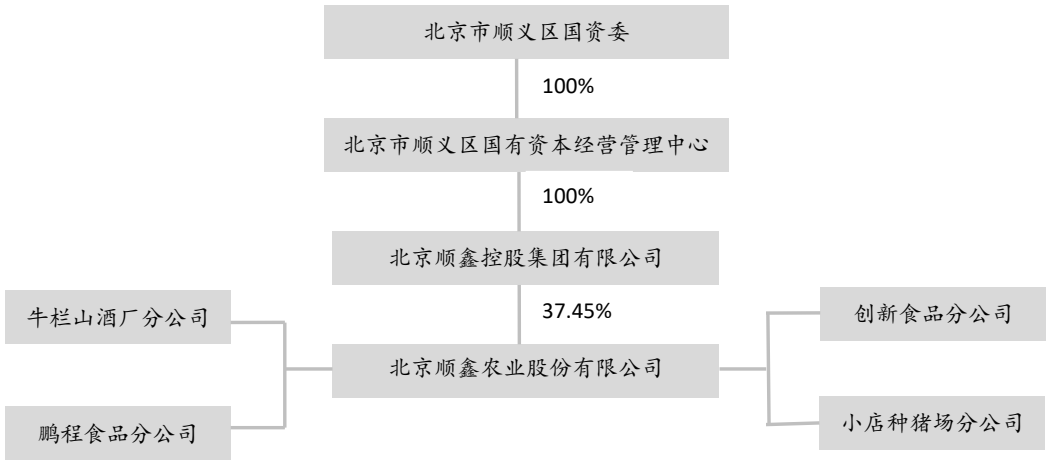
表 1: 顺鑫旗下产品以低档为主 7
表 2: 顺鑫佳宇历年净利润 15
表 3: 持续剥离非核心业务 16
表 4: 可比公司估值（万得一致预期） 17

1. 顺义国资委控股企业，前期涉足多元化

1.1. 北京顺义区国资委旗下重要上市平台

公司成立于 1998 年 9 月，1998 年 11 月上市，是北京市首家农业类上市公司。公司控股股东为北京顺鑫控股集团有限公司，目前持股比例为 39.19%。北京市顺义区国资委通过顺义区国有资本经营管理中心间接持有顺鑫控股集团 100%股权，为公司实际控制人。

图 1：顺鑫农业股权结构图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 前期涉足多元化，聚焦主业持续剥离

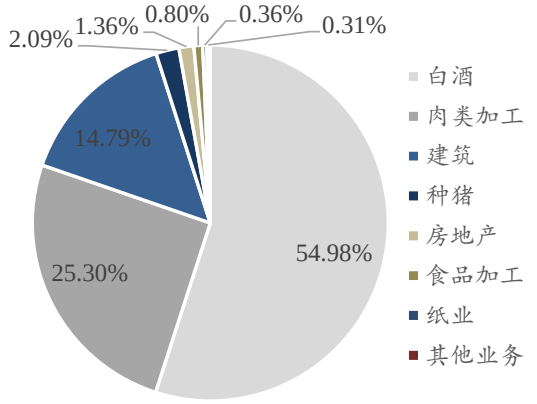
公司原有产业驳杂，涉足多个板块，2015 年初业务包括白酒、肉类加工和养殖、建筑工程、农批市场、食品加工和物流、房地产等。自从公司 2015 年起确定聚焦主业后持续剥离。

根据 2014、2015 年报披露，上市公司确定“主业突出、业务清晰、同业整合、价值实现”的发展思路，“做强做大主业、收缩非主营业务”，逐渐剥离非主业，2015 年先后剥离了耘丰种业分公司、北京顺鑫国际种业有限公司、顺科农业技术开发分公司、北京顺鑫国际电子商务有限公司及杨镇供热中心资产或股权，2016 处置了所持有的北京顺鑫石门农贸产品批发市场的股权。

截至 2017 年底，公司旗下主要有三大业务板块，白酒、肉制品和建筑，2017 年分占营收比例 55%，25.3%和 14.8%，毛利贡献分别为 88.9%，3.4%和 2.9%。旗下白酒以“牛栏山”和“宁诚”两大品牌为主，“牛栏山”包括“二锅头”“百年”两大系列白酒；

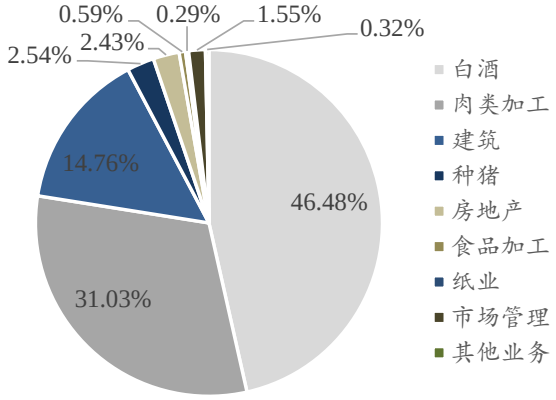
“宁诚”现主要为绵香型宁城老窖白酒；公司肉制品板块包括种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工全产业链，主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品。

图 2：2017 年顺鑫农业各项业务收入占比



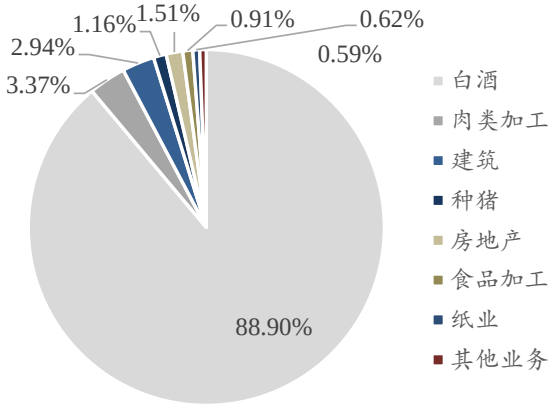
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2016 年顺鑫农业各项业务收入占比



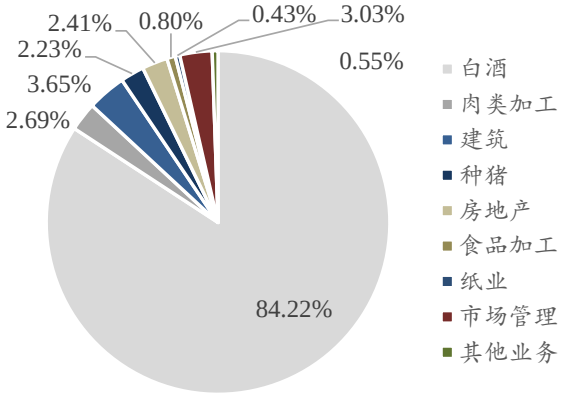
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2017 年顺鑫农业各项业务毛利占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2016 年顺鑫农业各项业务毛利占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

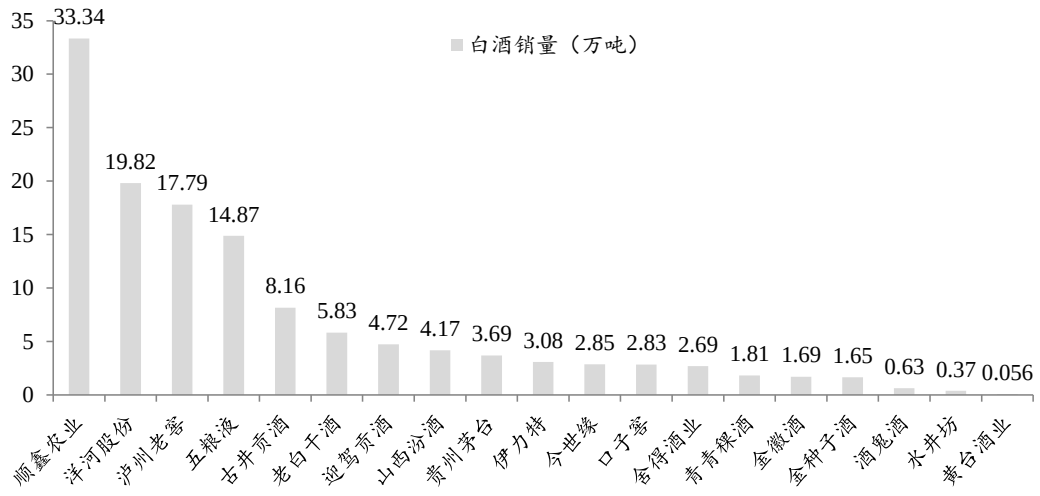
2. 白酒多年深耕，进入收割外埠份额时期

2.1. 销量行业居前，产品中低档为主

根据上市酒企 2016 年的销量数据，顺鑫 2016 年全年销量 33.34 万吨，位居上市酒企第一。2017 年公司白酒销售量达到 42.9 万吨，同比+28.7%，彰显全国化进一步提高渗透率。公司 20171H/2H 白酒收入增速分别为 9.5%/48.2%，下半年提速明显，草根调

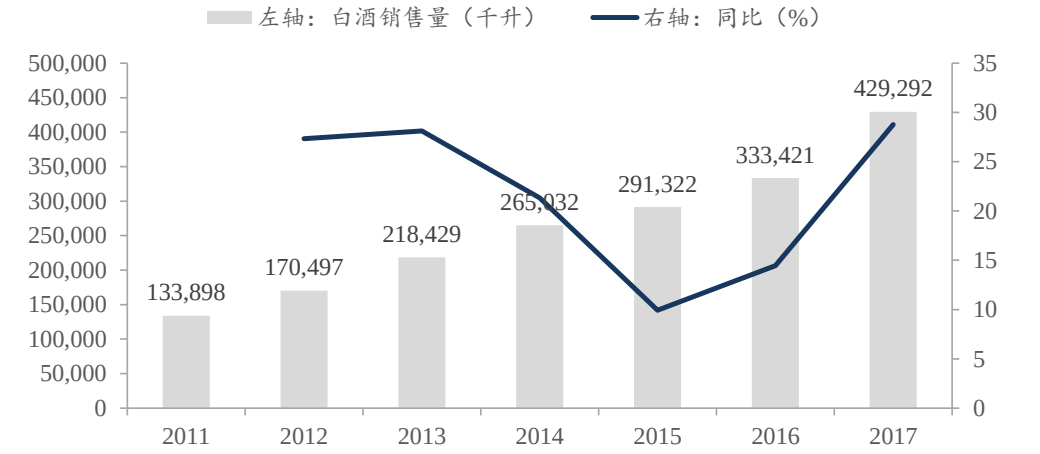
研显示主因上半年公司中高端价位酒处于调整期，略有下滑，下半年中高价位酒增速转正叠加陈酿外埠扩张加速。

图 6：上市酒企 2016 年白酒销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：顺鑫农业历年白酒销量及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

顺鑫白酒 SKU 达到 500+个，但大单品十分突出，包括陈酿、三牛等，陈酿系列是核心大单品。

1）20 元以下价格带：陈酿是绝对王者，是公司自 2009 年前后着力打造的产品，定价在 15 元左右，代表产品有牛栏山 42°陈酿，凭借过硬的产品力和品牌力迅速放量。由于 2017 年内年报披露白酒毛利率 54.86%，同比-7.73pct，我们估计系低端酒在空白外埠快速扩张所致，结合渠道调研估算 2017 年公司 20 元以下低端酒（陈酿、精制陈酿等）

收入占比达到 60%以上，年销售量达到 30 万吨以上。

2）100 元价格带：牛栏山百年系列有 38 度百年一牛、45 度百年二牛、36 度百年三牛、53 度百年四牛等，其中三牛在北京及周边市场百元价位带均具有一席之地，属于经典产品。根据草根调研，以三牛为核心的牛栏山百年系列产品占比约 20%。

3）100-200 元价格带：其他中高端 100-200 元价位如百年红 10 等估计销售占比约 20%。

表 1：顺鑫旗下产品以低档为主

产品	价格带	零售价	产品图片
牛栏山陈酿 42 度 500ml	0-20 元	15 元	
牛栏山典藏陈 5 56 度 500ml		16 元	
牛栏山百年红 10 38 度 500ml	50-100 元	75 元	
百年牛栏山原味 43 度 500ml		79 元	
牛栏山蓝花瓷二锅头 45 度 500ml		79 元	
牛栏山百年三牛 52 度 400ml	100-200 元	108 元	
牛栏山百年三牛 36 度 400ml		108 元	
牛栏山百年红 10 52 度 500ml		108 元	
牛栏山二锅头百年陈酿 52 度 400ml		118 元	
百年牛栏山繁花似锦 42 度 500ml		129 元	
牛栏山珍品三十年 46 度 500ml		158 元	

数据来源：酒仙网，京东，1 号店，东吴证券研究所

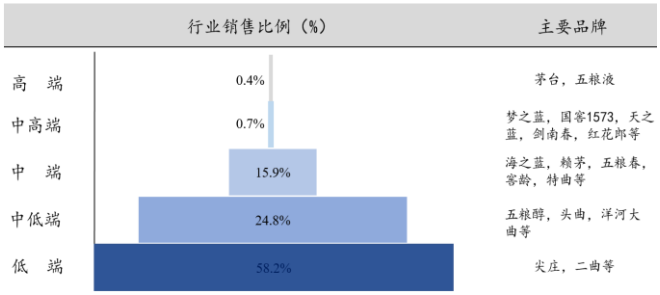
2.2. 牛栏山是低档酒之王，外埠强势收割份额

从行业规模看，国家统计局数据显示 2017 年全国规模以上白酒企业共生产白酒 1198 万千升，同比+6.86%;完成销售收入 5654 亿元，同比+14.42%。白酒行业销量呈现明显的金字塔形状，其中低端酒占比最高，销量最大，我们估计销量占比接近整个行业销量的 60%。

因此可以说 100 元以下低端酒是白酒市场容量最大的价格带，估计规模 3000 亿左右，按照终端价 20 元以下的低端大众酒占整个行业销售收入 10%估算，2017 年 20 元以下价格带行业容量为 560 亿元左右，销量规模约为 400 万吨。该价格带市场集中度明显低于其他价格带，以光瓶酒、区域白酒为主。全国性知名品牌较少，只有牛栏山二锅头陈酿、老村长、汾酒玻汾、衡水老白干绿标等知名品牌，**估算牛栏山二锅头在 0-20 元价格带市占率达 7-8%，是当之无愧的低端酒之王。**

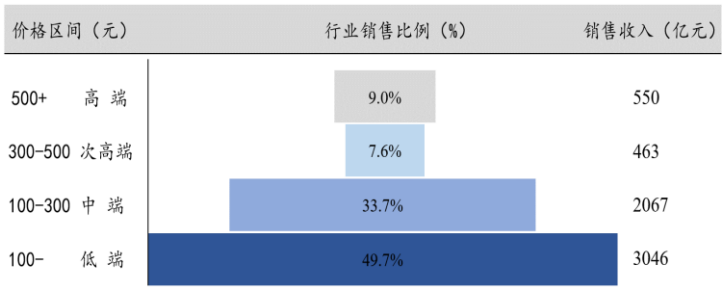
从这个价格带竞争格局来看，上市酒企凭借渠道、品牌、产品优势在低档白酒市场挤占杂牌酒空间较为容易。尤其是进入 2017 年以来，包材、环保税、消费税等成本大幅上升，小型酒企未达规模效应利润空间萎缩，预计逐渐退出市场，未来顺鑫农业凭借牛栏山二锅头可以有效收割地产酒市场份额。

图 8：白酒销量结构呈金字塔型



数据来源：基于渠道调研综合考虑东吴研究所估算所得

图 9：白酒销售收入结构呈纺锤型



数据来源：基于渠道调研综合考虑东吴研究所估算所得

立足北京，逐渐渗透。“正宗二锅头，地道北京味”的广告语，在北京及环北京区域已经家喻户晓，牛栏山陈酿二锅头在消费者心目中也建立起广泛的美誉度。北京市场原有两大二锅头品牌，红星二锅头和牛栏山二锅头，由于红星备受体制僵化、渠道拓展不力等拖累，牛栏山后来居上，北京区域二锅头市占率已经超过 70%。

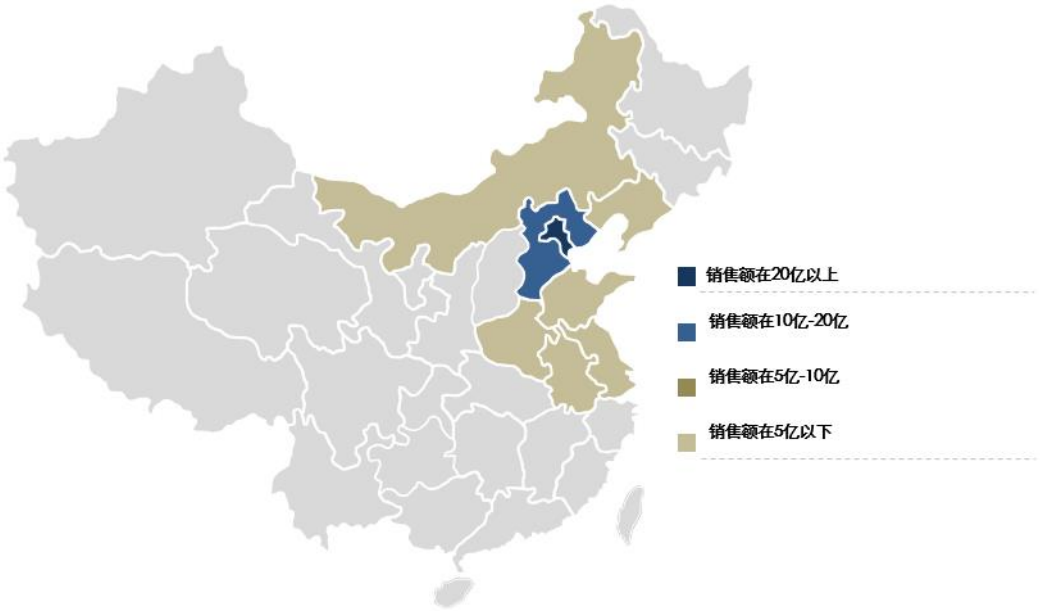
大本营市场根基深厚后，公司逐渐渗透环北京区域，辐射全国，白酒收入伴随外埠

扩张稳定增长。公司于 2012 年起不断推进“1+4+5”板块联动策略，即“北京+天津、保定、呼和浩特、沧州+山东、山西、河南、内蒙、辽宁”，基本实现 4 个市级，5 个省级亿元市场；于 2015 年不断推行“2+6+2”的新市场策略，即“北京、天津”+“山西、河北、河南、内蒙、山东、辽宁”+“长江三角洲和珠江三角洲”。

陈酿产品力强，运作模式成熟，团队管理水平过硬，估计截至 2017 年底除北京外外埠区域销售占比已经超过 60%，拥有 18 个以上亿元级别省级市场，且亿元级别市场预计不断增加。整体上看，其中北京年销售额 20 多亿，逐渐引导品类升级；河北、河南渗透较早，属于 10 亿级别市场；山东，内蒙、辽宁均属于亿元市场；长江三角洲预计接近 10 亿销售额；珠江三角洲较为薄弱。

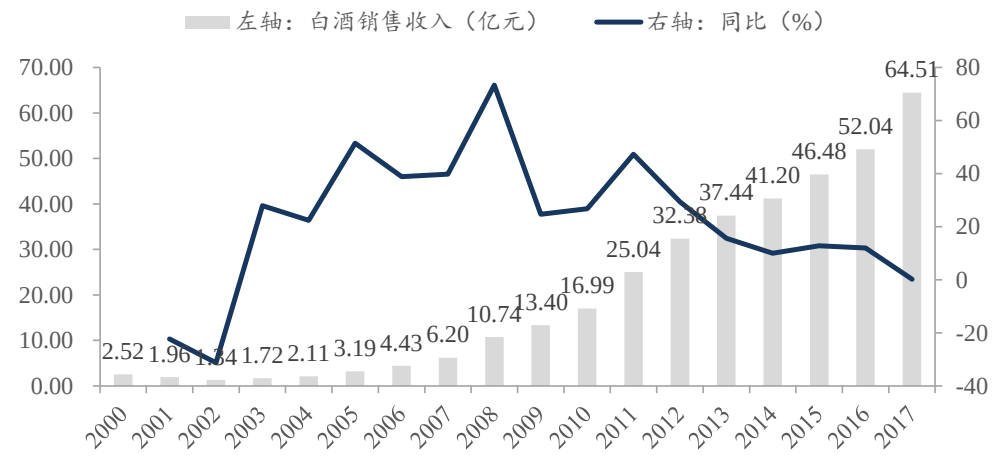
我们预计未来公司布局从北方市场逐渐转向全国，外埠强势扩张挤压空白区域原有低档酒品牌，发力如长三角区域、珠三角区域，西部地区等。草根调研显示长三角区域 2017 年同比销售增长 50%以上，西部地区也在成都布局新生产基地。

图 10：立足北京，外埠强势扩张



数据来源：东吴证券研究所预测

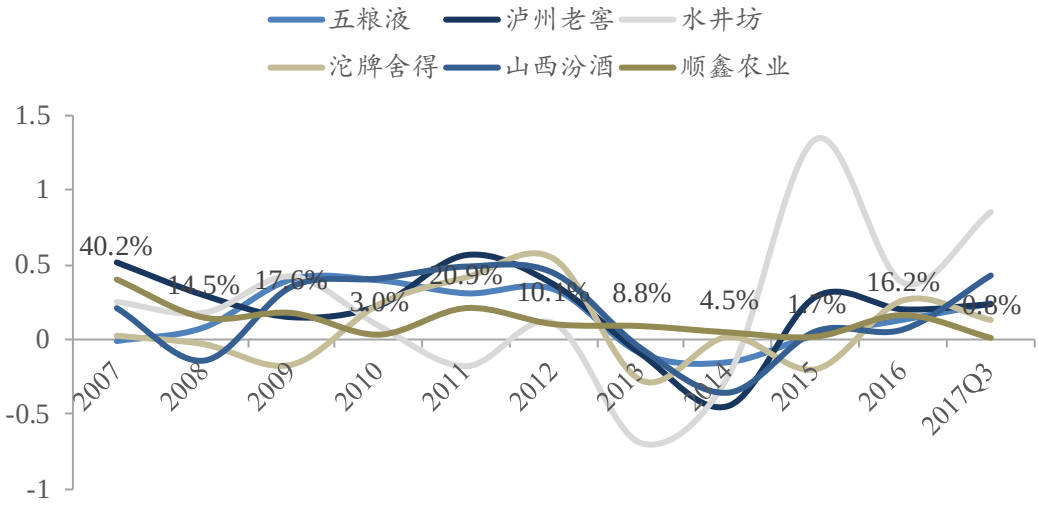
图 11：2000 年至 2017 年白酒销售收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

基数效应弱化，横向比较增速有望凸显。由于大多数高端、中高端酒企在行业深度调整期收入规模经历严重萎缩，因此 2017 年同比增速较为亮眼，而顺鑫则是立足低端，因此即使在行业低潮期仍实现多年稳定增长，2013-2015 年白酒收入分别同比+15.6%/10%/12.8%，基数效应不突出。预计 2018 年基数效应弱化后，公司外埠扩张挤占杂牌低档酒效应会凸显，白酒板块将有望保持 20%以上增长。2017 年公司白酒收入 64.51 亿，同比+23.95%，1H/2H 同比增速分别为 9.51%，48%，从下半年明显提速即可见一斑。

图 12：2016-2017 年顺鑫农业基数效应并不明显

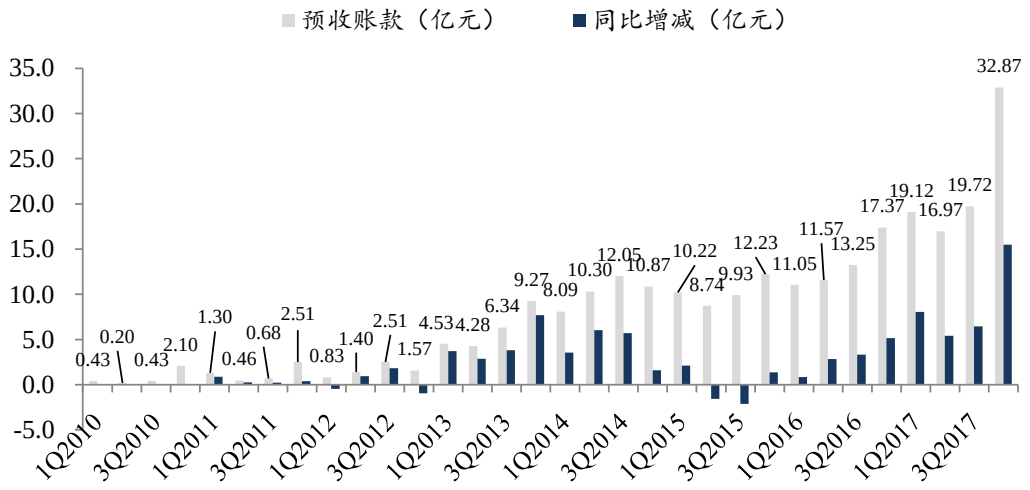


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

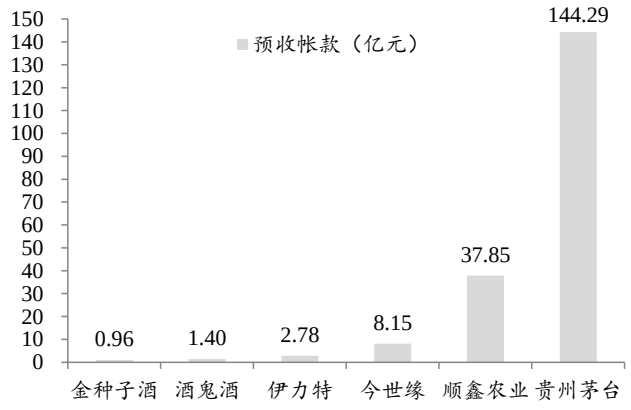
预收款处于高位，彰显渠道信心。2017 年母公司预收款（判断主要为白酒预收款）高达 32.87 亿，同比/环比分别+15.5/13.2 亿。根据调研，公司旗下牛栏山系列于去年 Q4 整体提价，平均提升幅度 3-4%，预计经销商对产品后续市场积极乐观提前打款。横向比较，顺鑫农业预收款占公司营收比重达到 32.3%，比例全行业最高，彰显白酒板块余力十足。

图 13：1Q2010 至 4Q2017 顺鑫农业母公司预收账款



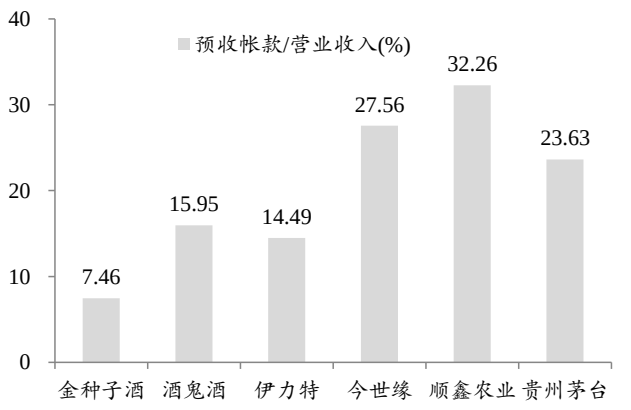
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14：2017 年末白酒上市公司预收账款



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15：2017 年末白酒上市公司预收账款/营业收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为牛栏山可以实现份额收割的原因主要有 1）产品力:二锅头定位清晰，20 元以下价格带性价比最优。在北方尤其是北京具有深厚的基础，已经成为低端酒第一品牌，品牌化带来性价比，挤压杂牌酒效果显著；**2）渠道力：因地制宜，依托大商，厂商合作。**利用核心经销商的重点终端资源，辅以厂家加大终端投入力度，商超渠道高渗透全覆盖，如在北京区域就借助创意堂（代理经典二锅头，三牛等中高档产品）等优质

经销商的力量；**3）品牌力：借助二锅头品类的高认知度，带动品牌传播。**打造成二锅头品类的第一品牌，进一步的，在成熟市场进行品类升级，强化品牌形象，其他重点市场层层推进，具有良好的带动效应。**4）竞争格局：20 元以下价格带缺乏有力竞品，**挤压区域小酒企和散装酒份额，公司在规模效应、品牌、品质上形成综合优势，竞争力也强于主流白酒品牌的低端线。

综上，我们预计在 20 元以下价格带行业规模足够，集中度低，公司已通过多年经验掌握外埠扩张的节奏的情况下，预计未来白酒收入有望保持 20%以上增长。

成熟市场推进结构升级。基于陈酿系列的成功经验，公司在成熟市场主动推进百元系列产品，目前以三牛为代表的百年牛栏山系列估计年销售额 10 亿以上，已经初具气候。牛栏山酒立足北京市场深耕多年，在北京人民心中美誉度高，可类比其他强势地产酒如洋河、古井等在省内引导的升级。因此我们预计成熟市场通过推进结构升级仍会带来收入增长。

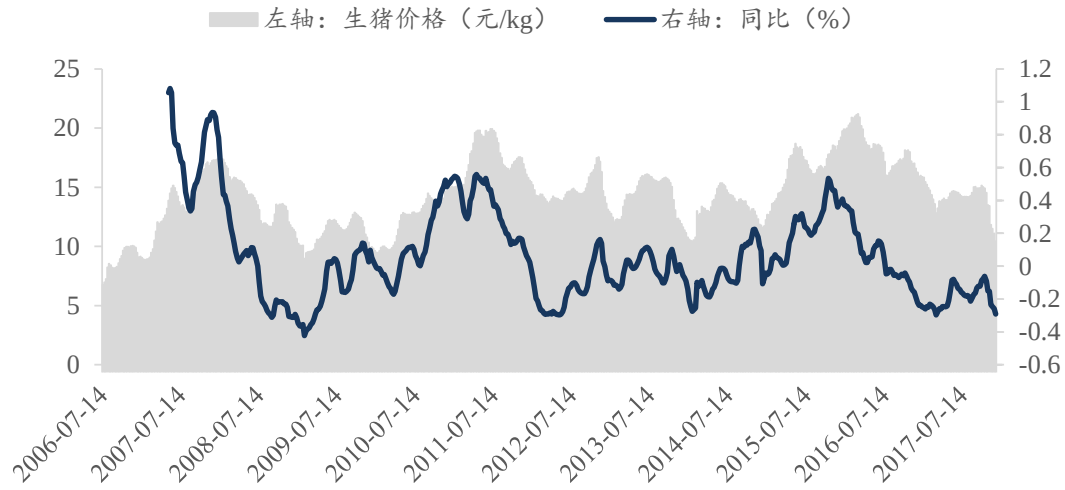
3. 肉制品稳定薄利，预计平稳发展

公司肉制品板块主要是生猪屠宰和肉制品加工业务，拥有“鹏程”牌生肉与肉制品等品牌产品。鹏程单厂屠宰量位居全国第一，是北京市最大肉制品加工基地，生鲜产品在北京市场占有率达到 50%以上，在北京拥有销售队伍 600 人，日配送能力 600 吨，销售网点 3000 多家，长期以来承担着保障北京市“菜篮子”供应的重要使命。

2017 年下半年生猪集中出栏增加供给及季节高温影响需求，猪价下行，因此 2017 年肉制品板块实现收入 29.69 亿元，同比-14.5%。而肉制品板块毛利率波动变化则与猪价波动相反。猪肉均价下行时期，肉制品毛利率将上行，2017 年公司屠宰放量，产能利用率提升，进而提高公司屠宰业务毛利率，全年肉类加工业务毛利率 4.52%，同比+1.5PCT。

过去十年公司肉类加工业务规模均在 30 亿元左右，发展趋势较为平稳，考虑到猪价波动对肉制品板块收入和毛利率的反向影响，预计肉类板块未来也将保持 30 亿左右规模薄利平稳发展。

图 16：生猪价格及同比增速

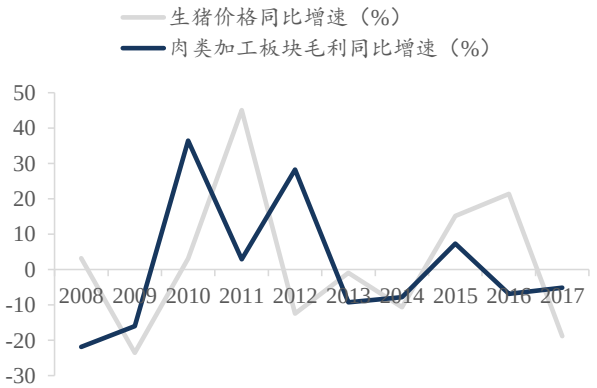


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 17：猪价与肉类加工板块毛利率反向变动

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 18：猪价增速与肉类加工板块毛利增速

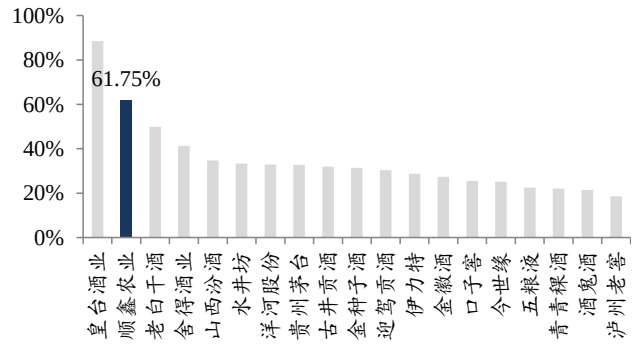


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4. 非主业陆续剥离，优质主业价值凸显

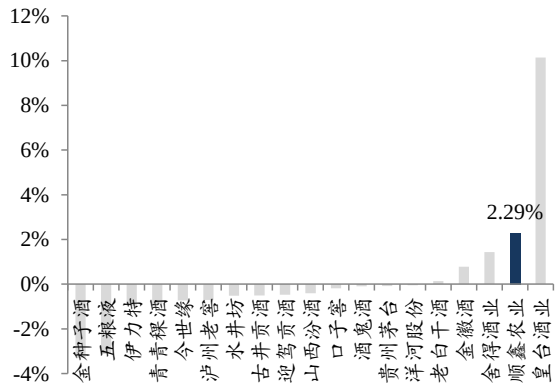
地产财务费用高企，掩盖主业优势。一直以来，公司"酒+肉"主业发展势头良好，现金流充裕，但旗下地产板块（主要由顺鑫佳宇子公司运作）产生大量财务费用，对整体业绩拖累明显，掩盖了主业的优良质地。白酒行业现金流充沛，多数酒企不仅没有财务费用，反而尽享利息收入，而顺鑫受到地产板块拖累，资产负债率和财务费用率显著高于同行业酒企，2016 年顺鑫两项比率分别为 61.7%和 2.3%，白酒行业内仅次于皇台酒业。

图 19：2016 年上市酒企资产负债率比较



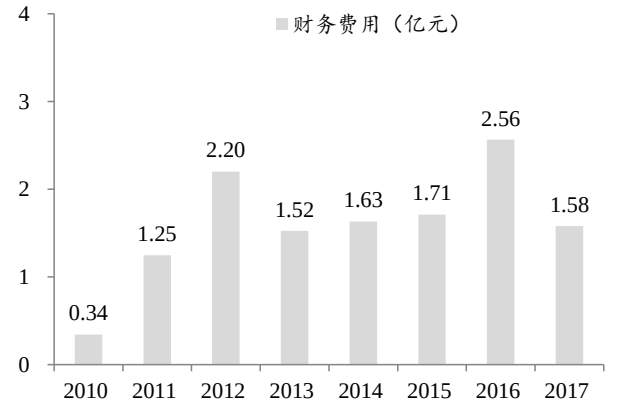
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 20：2016 年上市酒企财务费用率比较



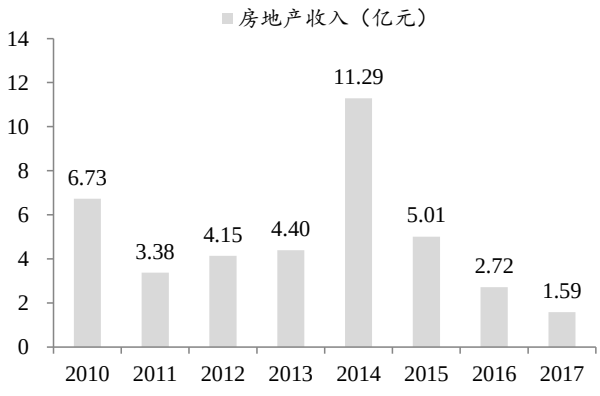
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 21：2010 至 2017 年顺鑫农业财务费用



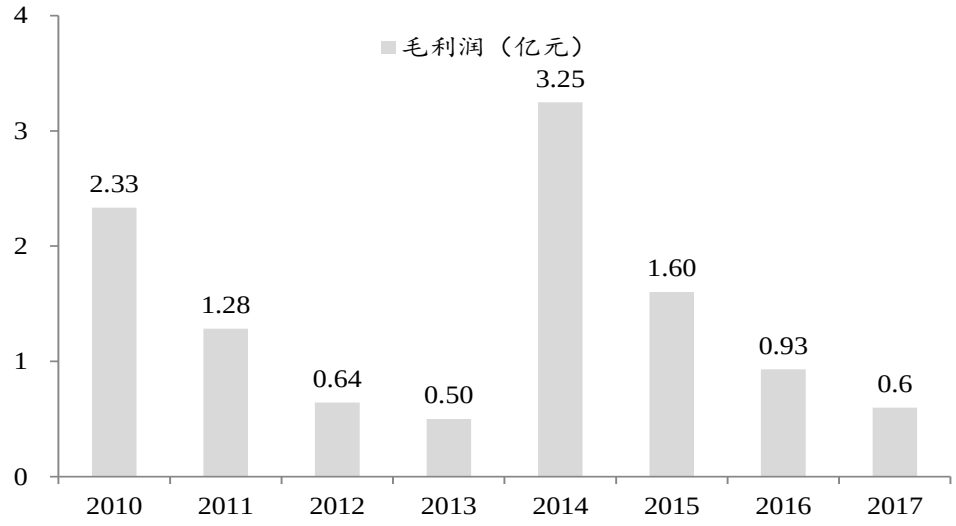
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22：2010 至 2017 年顺鑫农业房地产业务收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 23：2010 至 2017 年顺鑫房地产业务毛利



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：顺鑫佳宇历年净利润

	2014	2016	2017
顺鑫佳宇历年净利润（万元）	8219.19	-19201	-22001

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2017 年下坡屯项目开售，预计财务压力缓解。2017 年年报披露地产存货约 57.3 亿，占整个公司存货（78.2 亿）的 73.3%,目前地产存货主要包括北京、包头和海南，其中北京下坡屯和顺义商务中心项目占比最大。截至 2017 年底，下坡屯在建和已建商品房分别为 28.3 亿/0.62 亿，占整个地产板块的 50.4%，商务中心项目在建和已建商品房分别为 1.2 亿/10 亿，占整个地产板块的 19.5%，两者合计占地产板块 70%。

由于北京房地产市场形势良好，预计 2017 年下半年北京下坡屯开售后资金逐渐回笼，财务压力将减轻。2017 年公司财务费用 1.58 亿，同比-38.5%，主要系 5 月份超短融已还清、永续债降低财务费用所致。

自公司于 2015 年初确定聚焦主业后，收缩步伐有条不紊。资产剥离路径为先将易于理顺和接管的小体量板块剥离，再循序渐进厘清体量较大的资产。2015 年剥离种业、农业和电子商务，2016 年剥离物流、水利建筑和农贸市场，2017 年继续剥离水利建筑板块。

表 3：持续剥离非核心业务

时间	内容	转让价格	所属板块
2015 年 1 月 7 日	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的耘丰种业分公司 100%股权	14.48 万元	种业
2015 年 1 月 7 日	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的北京顺鑫国际种业有限公司 100%股权	1000 万元	种业
2015 年 8 月 31 日	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的顺科农业技术开发分公司 100%股权	654.96 万元	农业
2015 年 12 月 24 日	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的北京顺鑫国际电子商务有限公司 100%股权	374.76 万元	电子商务
2016 年 1 月 11 日	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的北京顺鑫创新国际物流有限公司 100%股权	1005.52 万元	物流
2016 年 11 月 11 日	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司 87.08%股权	42,059.64 万元	农副产品市场
2017 年 9 月 1 日	顺鑫建设科技收购顺鑫农业持有的北京鑫大禹水利建筑工程有限公司 85.43%股权	29,498.98 万元	建筑与工程

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期待进一步聚焦主业。我们推测北京项目售完后顺鑫佳宇体量缩减，不管是寻找市场化让渡还是采取其他手段都更为容易，按照公司一直以来的剥离路径，或有望继续剥离，进一步聚焦主业。自 2010 年以来，公司便没有新购土地，逐渐开发消化存量，也印证了我们对聚焦主业和资产剥离循序渐进的判断。

5. 盈利预测及投资建议

预计公司 2018-2019 年收入分别为 121.4/134.7 亿元，同比分别+3.5%/10.9%;2018-2019 年净利润分别为 5.46/7.02 亿元，同比分别+24.5%/28.6%。由于公司 2018 年地产预计减亏，白酒资产价值凸显，长期被压制的估值有望回归，预计 2018 年白酒板块有望贡献 7.5 亿净利润，给予 22X 合理 PE，白酒资产合理市值约 165 亿元，肉制品薄利暂不考虑，地产暂不考虑海南和包头项目，仅按照北京下坡屯项目账面存货给予合理市值约 30 亿，合计 195 亿市值，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

股票名称	最新市值(亿)	股价（元）	收入增速（%）		EPS（元/股）			PE（倍）		
			2016	2017	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
顺鑫农业	143.44	25.12	16.19%	4.79%	0.77	0.96	1.23	32.62	26.17	20.42
金种子	34.24	6.16	-16.89%	-10.14%	0.01	0.02	0.05	616.00	308.00	123.20
迎驾贡酒	117.20	14.65	3.81%	2.78%	0.84	0.92	1.00	17.44	15.92	14.65
金徽酒	57.33	15.75	8.02%	4.35%	0.69	0.82	0.99	22.83	19.21	15.91
白酒行业平均								39.20	23.40	17.71

备注：迎驾贡酒 2017 年年报尚未公布，2017 年数据为预测值

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

6. 风险提示

宏观经济发展不及预期引发系统性风险；低端酒竞争恶化风险，低端酒全国竞争格局分散，杂牌小牌众多，若竞争状况恶化或影响公司全国化布局进度；酿酒原材料价格大幅上涨风险，产品成本端受到包材等原材料上涨影响较大，若成本端继续上行或影响盈利能力；假酒侵权风险；生猪价格波动风险；疫情风险；外埠扩张不达预期风险；下坡屯项目销售不达预期风险。

顺鑫农业三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	**13841**	**17282**	**19075**	**21086**
现金	5096	7896	8757	9776
应收款项	92	190	123	227
存货	7817	8193	9220	9917
其他	835	1003	975	1167
非流动资产	**4571**	**4580**	**4845**	**5119**
固定资产	3180	3196	3462	3775
在建工程	304	329	377	407
无形资产	771	743	703	663
其他非流动资产	317	312	303	274
资产总计	**18412**	**21863**	**23921**	**26206**
流动负债	**8174**	**11715**	**13567**	**15465**
短期借款	3400	6889	7794	9710
应付账款	279	467	344	547
其他流动负债	4495	4359	5429	5207
非流动负债	**3111**	**2550**	**2106**	**1644**
长期借款	2823	2262	1818	1356
其他非流动负债	288	288	288	288
负债总计	**11285**	**14265**	**15673**	**17109**
少数股东权益	39	49	62	78
归属母公司股东权益	7088	7549	8186	9018
负债和股东权益	**18412**	**21863**	**23921**	**26206**

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2471	-47	1005	213
投资活动现金流	-91	-145	-402	-417
筹资活动现金流	-423	-497	-647	-694
现金净增加额	1957	-689	-44	-898
折旧和摊销	254	208	226	254
资本开支	208	9	265	274
营运资本变动	1652	-854	-15	-1045

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**11734**	**12142**	**13467**	**15032**
减：营业成本	7753	7949	8646	9501
营业税金及附加	1293	1347	1506	1681
营业费用	1150	1190	1319	1473
管理费用	800	828	919	1025
财务费用	158	116	169	200
资产减值损失	36	0	0	0
加：投资净收益	95	72	89	111
营业利润	**638**	**784**	**998**	**1263**
加：营业外净收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	**637**	**782**	**997**	**1261**
减：所得税费用	195	227	282	346
少数股东损益	4	10	13	17
归属母公司净利润	**438**	**546**	**702**	**898**
EBIT	**877**	**983**	**1259**	**1566**
EBITDA	**1130**	**1191**	**1486**	**1820**

重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
每股收益(元)	0.77	0.96	1.23	1.57
每股净资产(元)	10.67	13.23	14.35	15.81
发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
ROIC(%)	4.4%	4.0%	4.8%	5.4%
ROE(%)	6.2%	7.3%	8.7%	10.1%
毛利率(%)	33.9%	34.5%	35.8%	36.8%
销售净利率(%)	3.7%	4.5%	5.2%	6.0%
资产负债率(%)	61.3%	65.3%	65.5%	65.3%
收入增长率(%)	4.8%	3.5%	10.9%	11.6%
净利润增长率(%)	6.3%	24.5%	28.6%	28.0%
P/E	32.62	26.17	20.42	16.00
P/B	2.35	1.90	1.75	1.59
EV/EBITDA	13.42	13.07	10.24	8.63

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn