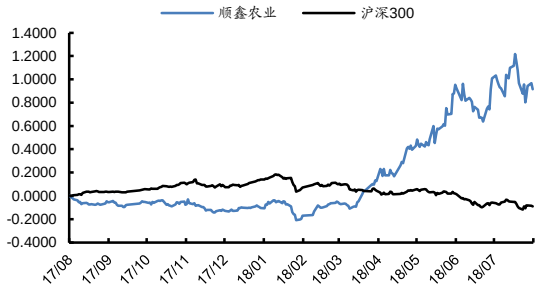
2018 年 08 月 15 日 公司研究 评级：买入（上调）

白酒业务是公司核心业务，全国化格局有望快速提升

——顺鑫农业（000860）动态点评

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

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
顺鑫农业	-4.6	34.1	92.0
沪深 300	-3.4	-14.0	-9.0

市场数据	2018-08-14
当前价格（元）	40.70
52 周价格区间（元）	16.52 - 47.90
总市值（百万）	23223.01
流通市值（百万）	23223.01
总股本（万股）	57059.00
流通股（万股）	57059.00
日均成交额（百万）	264.93
近一月换手（%）	68.61

相关报告

《顺鑫农业（000860）中报点评：白酒业务稳步增长，推进产品结构升级》——2017-08-21

《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

投资要点：

- **光瓶酒龙头，品牌知名度高，产品性价比优势凸显。**公司是光瓶酒龙头，品牌知名度高，具有广泛的基层消费群体，王刚代言的“正宗二锅头，地道北京味”广告响遍全国各地。与主要竞品相比，牛栏山二锅头具有较为明显的价格优势，同时在香型和品质上又胜过竞品，因此性价比很高。

- **“由京城到周边，由北向南”的全国化扩张之路逐渐推进。**公司全国化战略稳扎稳打，市场开拓由京城到周边，由北向南依次推进。2005 年，公司提出“一城、两洲、三区”的全国化销售布局，在北京市场及周边市占率迅速提升。2012 年，提出“1+4+5”策略，重点打造“北方板块”。2015 年，提出“2+6+2”市场深耕策略，深化“北方板块”的同时，开始发力“南方板块”。

- **消费升级下，牛栏山产品结构也在逐步升级。**陈酿的发展源于消费升级下对散装酒和杂牌低端盒酒的替代，同时，在消费升级下，陈酿自身也在升级。此外，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 亿元以上，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。

- **产能布局合理，辐射西南、西北地区。**公司 2017 年销量 43 万吨，同比增长 28.75%，为了满足销量的不断增长，公司产能持续扩充。目前，牛栏山拥有三个生产基地，分别位于北京顺义、河北香河、四川成都。2012 年，公司成立牛栏山酒厂香河生产基地。2017 年 4 月，成都生产基地投入运营，基地坐落四川省成都市蒲江县，拥有优越的酿酒条件，基地可以辐射西南、西北地区，减少运输成本。

- **投资建议：**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.77 元、2.26 元、2.73 元，对应 PE 分别为 23X、18X、15X。公司是光瓶酒龙头，品牌知名度高，产品性价比优势凸显，产品结构逐步升级，全国化格局有望快速提升，给予“买入”评级。

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%。

■ **风险提示：**食品安全事件；宏观经济下行；行业竞争加剧

预测指标	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	11733.84	14568.43	17118.74	19296.53
增长率(%)	4.79%	24.16%	17.51%	12.72%
净利润（百万元）	438.37	1008.42	1292.15	1558.37
增长率(%)	6.25%	130.04%	28.14%	20.60%
摊薄每股收益（元）	0.77	1.77	2.26	2.73
ROE(%)	6.29%	14.33%	17.28%	18.04%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

截至 2017 年底，公司主要有三大业务板块，白酒、种猪肉制品和建筑地产。2008 年，三大业务营收分别占比为 21%、63%、13%，毛利润贡献分别为 57%、15%、29%。2017 年，三大业务营收分别占比 55%、27%、16%，毛利润贡献分别为 89%、5%，4%。经过 10 多年的发展，公司白酒业务收入和利润贡献占比越来越高，白酒在公司业务中的地位越来越核心，越来越突出。未来，随着白酒业务的持续增长，肉制品和地产业务将逐渐边缘化。

一、光瓶酒龙头，品牌知名度高，产品性价比优势凸显

公司白酒业务中的核心大单品是陈酿（零售价 15 元/瓶左右），在牛栏山 2017 年 42.93 万吨销量中，预计占比 50%左右，此外更低端的牛栏山二锅头（零售价 8 元/瓶左右）占比约为 25%-30%左右，公司白酒总体上以中低端为主。

在低价位上仍然能保持较高的毛利率（整体 60%左右），实现较好的盈利能力。一方面在于公司控制成本的能力，通过生产极简（固液法）、包装极简（光瓶酒）、运营模式极简（大商模式），实现大众白酒的效率领先；另一方面，公司白酒品牌知名度高，具有广泛的基层消费群体，王刚代言的“正宗二锅头，地道北京味”广告响遍全国各地，而中国的官本位文化，消费者对京城的特产有特殊的情结。2017 年，牛栏山销量 42.93 万吨，在白酒上市公司中销量规模最大，远高于全国化能力最强的洋河（2017 年实现销量 21.60 万吨），销售规模的快速扩大将带来规模效应。

我国拥有 14 亿多人口，大部分人仍然生活在社会的底层，牛栏山白酒销售规模的扩大，符合消费升级趋势，是对众多散装酒和杂牌低端盒装酒的替代。

二、“由京城到周边，由北向南”的全国化扩张之路逐渐推进

公司全国化战略稳扎稳打，市场开拓由京城到周边，由北向南依次推进。

2005 年，公司提出“一城、两洲、三区”（一城为北京，两洲为长江三角洲和珠江三角洲，三区为华北、东北和西北）的全国化销售布局。到 2010 年，公司销量实现翻番 500 万箱，战略单品陈酿成“全国化”开路先锋。

2011 年，开始做“大北京板块”，围绕北京市场打造几个亿元板块化市场（呼和浩特、天津、保定、沧州）。2012 年，提出“1+4+5”策略，以北京市场为 1 个核心，在北京周边打造呼和浩特、天津、保定和沧州 4 个亿元地级板块市场的二级发展圈，此外，打造内蒙、辽宁、山西、河南和山东 5 个亿元省区市场，作为牛栏山的三级发展圈，这个阶段的核心是重点打造“北方板块”。到了 2013 年，公司实现销量 2000 万箱，销售额 20 亿元以上。

2015 年，提出“2+6+2”市场深耕策略（第一个 2 指的是北京市场和天津市场；6 指的是山东、辽宁、内蒙、山西、河北、河南；第二个 2 指的是长江三角洲和珠江三角洲），深化“北方板块”的同时，开始发力“南方板块”。

根据 2017 年报公告，公司已经在河北、内蒙、江苏等 18 个省级区域形成亿元级市场。福建、新疆等新兴市场销售收入同比增长 50%以上，长江三角洲市场增幅达 70%以上。目前，北京、河南、河北市场已经比较成熟，但华南、东南、西南地区仍有很大潜力。根据白酒市场状况，预计整个低端酒销量规模在 1000 万吨左右，公司市占率不到 5%，在消费升级趋势下，集中度提升是大势所趋，长远来看市占率有望达到 10%。

三、消费升级下，牛栏山产品结构也在逐步升级

陈酿的发展源于消费升级下对散装酒和杂牌低端盒酒的替代。同时，在消费升级下，陈酿自身也在升级，比如向上发展精制陈酿（零售价 22 元/500ml 左右）和珍品陈酿（30 元/500ml 左右）。此外，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 亿元以上，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。

四、产能布局合理，辐射西南、西北地区

公司 2017 年销量 43 万吨，同比增长 28.75%，为了满足销量的不断增长，公司产能持续扩充。目前，牛栏山拥有三个生产基地，分别位于北京顺义、河北香河、四川成都，主要产能在北京，占比大约 66%。2012 年，公司成立牛栏山酒厂香河生产基地，占地 108 亩。2017 年 4 月，顺鑫成都生产基地投入运营，基地坐落四川省成都市蒲江县，拥有优越的酿酒条件，基地可以有效辐射西南、西北地区，减少运输成本。香河和四川基地都是租赁产能，外包模式下成本低，2013 年开始单位成本大幅下降。

投资建议：预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.77 元、2.26 元、2.73 元，对应 PE 分别为 23X、18X、15X。公司是光瓶酒龙头，品牌知名度高，产品性价比优势凸显，产品结构逐步升级，全国化格局有望快速提升，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全事件；宏观经济下行；行业竞争加剧

预测指标	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	11733.84	14568.43	17118.74	19296.53
增长率(%)	4.79%	24.16%	17.51%	12.72%
净利润（百万元）	438.37	1008.42	1292.15	1558.37
增长率(%)	6.25%	130.04%	28.14%	20.60%
摊薄每股收益（元）	0.77	1.77	2.26	2.73
ROE(%)	6.29%	14.33%	17.28%	18.04%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：顺鑫农业盈利预测表

证券代码:	000860.SZ		股价:	40.70	投资评级:	买入		日期:	2018-08-14
财务指标	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**每股指标与估值**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	6.29%	14.33%	17.28%	18.04%	EPS	0.77	1.77	2.26	2.73
毛利率	33.92%	38.13%	40.50%	41.46%	BVPS	12.49	12.18	14.03	16.25
期间费率	17.96%	17.69%	18.36%	18.50%	**估值**				
销售净利率	3.74%	6.92%	7.55%	8.08%	P/E	52.98	23.03	17.97	14.90
成长能力					P/B	3.26	3.34	2.90	2.50
收入增长率	4.79%	24.16%	17.51%	12.72%	P/S	1.98	1.59	1.36	1.20
利润增长率	6.25%	130.04%	28.14%	20.60%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
总资产周转率	0.65	0.78	0.86	0.88	**营业收入**	**11733.84**	**14568.43**	**17118.74**	**19296.53**
应收账款周转率	85.87	140.53	137.07	134.44	营业成本	7753.36	9013.10	10185.52	11295.40
存货周转率	0.99	1.07	1.05	1.04	营业税金及附加	1292.86	1529.68	1883.06	2122.62
偿债能力					销售费用	1149.64	1384.00	1746.11	2026.14
资产负债率	0.61	0.63	0.62	0.60	管理费用	800.43	990.65	1198.31	1350.76
流动比	1.69	1.60	1.64	1.71	财务费用	157.74	202.90	198.97	193.16
速动比	0.74	0.59	0.60	0.63	其他费用/（-收入）	253.52	254.15	225.21	220.83
					营业利润	**637.63**	**1463.10**	**1901.77**	**2293.46**
资产负债表（百万元）	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	营业外净收支	-0.56	-0.56	-0.56	-0.56
现金及现金等价物	5095.74	4184.88	4681.79	5346.96	**利润总额**	**637.07**	**1462.54**	**1901.21**	**2292.90**
应收款项	406.33	504.48	592.80	668.21	所得税费用	194.68	438.76	589.37	710.80
存货净额	7817.06	9087.15	10269.21	11388.21	**净利润**	**442.38**	**1023.78**	**1311.83**	**1582.10**
其他流动资产	281.04	281.04	281.04	281.04	少数股东损益	4.02	15.36	19.68	23.73
流动资产合计	**13840.64**	**14339.07**	**16144.37**	**18039.43**	**归属于母公司净利润**	**438.37**	**1008.42**	**1292.15**	**1558.37**
固定资产	3152.83	3285.63	3422.35	3566.52					
在建工程	303.55	300.00	300.00	300.00	**现金流量表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
无形资产及其他	771.45	755.45	738.45	720.45	**经营活动现金流**	**1086.31**	**1026.28**	**1306.87**	**1532.55**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	442.38	1023.78	1311.83	1582.10
资产总计	**18412.04**	**19003.32**	**20930.41**	**22951.65**	少数股东权益	38.74	54.10	73.78	97.51
短期借款	3400.00	3200.00	3200.00	3200.00	折旧摊销	253.52	254.15	225.21	220.83
应付款项	278.98	324.31	366.50	406.43	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
预收帐款	3785.04	4699.40	5522.07	6224.57	营运资金变动	193.46	-440.10	-434.70	-479.09
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	**投资活动现金流**	**-31.90**	**-332.56**	**-352.56**	**-362.56**
流动负债合计	**8173.51**	**8942.70**	**9816.39**	**10567.20**	资本支出	-143.08	-330.00	-330.00	-330.00
长期借款及应付债券	2823.15	2823.15	2823.15	2823.15	长期投资	8.23	-17.00	-17.00	-17.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	44.57	0.00	0.00	0.00
长期负债合计	**3111.35**	**3111.35**	**3111.35**	**3111.35**	**筹资活动现金流**	**-46.54**	**-1604.58**	**-457.40**	**-504.83**
负债合计	**11284.86**	**12054.05**	**12927.74**	**13678.55**	债务融资	196.79	-200.00	0.00	0.00
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	7127.17	6949.27	8002.67	9273.10	其它	0.00	-1000.00	0.00	0.00
负债和股东权益总计	**18412.04**	**19003.32**	**20930.41**	**22951.65**	**现金净增加额**	**1007.87**	**-910.86**	**496.91**	**665.16**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8 年实业工作经验，8 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。
李鑫鑫，北京大学经济学硕士，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。