

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

安雅泽 010-88366060-8768

Email: ayz@cgws.com

执业证书编号: S1070515110001

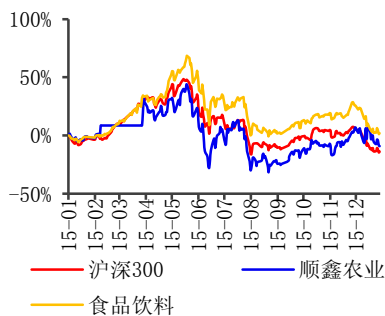
市场数据

目前股价	18.91
总市值(亿元)	107.90
流通市值(亿元)	106.46
总股本(万股)	57,059
流通股本(万股)	56,300
12个月最高/最低	30.75/13.77

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	9,882	10,388	11,092
(+/-%)	4.2%	5.1%	6.8%
净利润	411	476	569
(+/-%)	14.2%	15.9%	19.5%
摊薄 EPS	0.72	0.83	0.99
PE	33	29	25

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<剥离非主营动作加快，做大酒肉业务>>

2016-01-12

<<继续剥离非主营，做大酒肉业务>>

2015-12-25

<<收入平稳，白酒业绩靓丽>> 2015-10-27

剥离鑫大禹水利，副业剥离提速

——顺鑫农业（000860）公司动态点评

投资建议

公司未来四个主要看点，第一，白酒业务逆势增长，异地扩张进展顺利。第二，公司猪肉业务全产业链运行，未来将加大高毛利率低温肉占比。第三，公司继续剥离房地产业务，聚焦主业提升估值。第四，国企改革提升经营效率。预测公司 2015 和 2016 年营业收入分别达到 98.82 亿元和 103.88 亿元，净利润为 4.11 亿元和 4.76 亿元，EPS 为 0.72 元和 0.83 元。“强烈推荐”评级。

投资要点

- 事件：顺鑫农业 1 月 22 日晚间公告，由集团以现金方式出资 1.78 亿元收购上市公司持有的北京鑫大禹水利建筑工程有限公司 85.43% 股权。
- 一、新年伊始，公司已公告剥离 3 起副业剥离，自 2015 年以来，公司已公告剥离副业 8 起，共涉及资金 3 亿元。此次收购鑫大禹水利建筑工程公司股权后，顺鑫控股持有鑫大禹 100% 的股权。鑫大禹公司为公司水利建筑工程主要子公司，体量较大，显示了公司剥离副业的动作正在有序进展当中，并且有提速迹象。公司计划剥离所有非“酒肉”类资产，未来将做大做强酒肉板块，公司剥离副业进度超出市场预期。
- 二、公司目前仍待剥离的主要副业资产为房地产业务，截至 2015 年 6 月 30 日，顺鑫佳宇（上市公司房地产业务子公司）总资产 61.35 亿元，净资产 1.17 亿元，负债 60 亿元，顺鑫佳宇主要借款均有上市公司承担，公司财务费用负担巨大，未来随着房地产业务的剥离，公司将大幅减少财务费用，公司的盈利能力将得到大幅的提升。
- 三、公司未来的几大看点
 - （1）白酒业务持续向好：牛栏山二锅头预计未来将维持 20% 的收入增长，是公司主要的利润来源。最近三年整个白酒行业深度调整，但牛栏山每年增幅仍达到两位数，主要原因有两点：1) 牛栏山二锅头主打大众酒，定位低端。2) 公司异地扩张进展顺利。
 - （2）猪肉产业链受益于猪周期向上，外延并购可期：预计公司猪肉板块在猪周期上行阶段，今年种猪业务有望扭亏为盈。公司猪肉产业链中，公司 14 年定增加大高毛利率低温肉产能，未来要做大肉食业务。公司上半年停止甘肃清河源牛羊收购之后，仍然有并购牛羊肉业务的动力，经了解，公司储备并购项目很多，未来会由集团收购后成熟的时候放到上市公司里面来。
 - （3）剥离非主业，聚焦主业：剥离房地产业务，公司财务费用大幅减

少，盈利能力得到大幅提升。

(4) **国企改革**：公司高管平均薪酬较低，如果国企改革可以推进，将有效提升经营效率。

- **风险提示**：白酒景气度不达预期，猪肉产业景气度不达预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	9,072.36	9,480.66	9,881.70	10,387.6	11,091.9	成长性	8.8%	4.5%	4.2%	5.1%	6.8%
营业成本	6,241.55	6,288.08	6,394.44	6,635.94	7,093.08	营业收入增长	2.2%	0.7%	1.7%	3.8%	6.9%
销售费用	959.88	911.62	1,000.03	1,090.70	1,116.96	营业成本增长	47.9%	77.4%	3.3%	15.9%	19.5%
管理费用	559.04	558.91	582.55	612.38	653.89	营业利润增长	46.3%	78.4%	3.8%	15.9%	19.5%
财务费用	152.44	163.21	276.34	256.30	232.39	利润总额增长	57.1%	81.8%	14.2%	15.9%	19.5%
投资净收益	6.55	2.88	0.00	0.00	0.00	净利润增长					
营业利润	303.23	538.06	555.58	644.14	769.94	盈利能力	31.2%	33.7%	35.3%	36.1%	36.1%
营业外收支	-3.19	-2.84	0.00	0.00	0.00	毛利率	2.3%	3.8%	4.2%	4.7%	5.2%
利润总额	300.04	535.22	555.58	644.14	769.94	销售净利率	6.5%	7.1%	7.5%	8.1%	9.0%
所得税	95.35	170.47	138.89	161.03	192.49	ROE	3.7%	4.7%	5.8%	6.0%	6.6%
少数股东损益	7.04	5.32	6.08	7.04	8.42	ROIC					
净利润	197.65	359.43	410.61	476.06	569.04	营运效率	10.6%	9.6%	10.1%	10.5%	10.1%
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	6.2%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
流动资产	9,465.71	10,811.8	10,516.0	10,731.1	11,041.2	管理费用/营业收入	1.7%	1.7%	2.8%	2.5%	2.1%
货币资金	1,945.58	2,733.20	1,976.34	2,077.53	2,218.38	财务费用/营业收入	2.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	113.34	101.66	122.90	131.45	142.30	投资收益/营业利润	31.8%	31.9%	25.0%	25.0%	25.0%
应收票据	60.26	0.50	0.60	0.65	0.70	所得税/利润总额	65.80	88.19	87.58	81.28	80.64
存货	6,837.62	7,383.52	7,783.20	7,845.40	7,983.20	应收账款周转率	1.02	0.88	0.84	0.85	0.90
非流动资产	4,345.89	4,812.56	4,875.69	4,912.28	4,910.77	存货周转率	1.00	0.94	0.93	0.98	1.02
固定资产	2,494.61	2,641.39	3,198.50	3,311.27	3,397.95	流动资产周转率	0.69	0.64	0.64	0.67	0.70
资产总计	13,811.6	15,624.4	15,391.7	15,643.3	15,952.0	总资产周转率					
流动负债	9,236.13	8,194.39	8,555.42	9,028.99	8,835.16	偿债能力	77.0%	66.8%	63.9%	61.8%	59.3%
短期借款	6,094.00	4,708.87	5,023.76	5,326.02	4,868.79	资产负债率	1.02	1.32	1.23	1.19	1.25
应付款项	373.85	323.36	379.32	406.00	418.78	流动比率	0.28	0.42	0.32	0.32	0.35
非流动负债	1,399.05	2,244.74	1,284.42	637.49	631.90	速动比率					
长期借款	1,099.05	1,612.84	652.52	5.59	0.00	每股指标 (元)	0.35	0.63	0.72	0.834	0.997
负债合计	10,635.1	10,439.1	9,839.85	9,666.48	9,467.06	EPS	5.37	8.90	9.53	10.27	11.14
股东权益	3,176.42	5,185.31	5,551.89	5,976.91	6,484.94	每股净资产	1.32	0.53	0.97	1.91	2.13
股本	438.54	570.59	570.59	570.59	570.59	每股经营现金流	3.82	0.85	1.35	2.29	2.13
留存收益	1,394.58	1,710.16	2,070.67	2,488.65	2,988.26	每股经营现金/EPS					
少数股东权益	114.99	106.06	112.14	119.18	127.60	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债和权益总计	13,811.6	15,624.4	15,391.7	15,643.3	15,952.0	PE	63.51	34.92	33.24	29.55	24.97
现金流量表	(百万)					PEG	2.19	2.95	6.56	(0.30)	(0.25)
经营活动现金流	755.52	304.98	554.46	1,090.12	1,213.54	PB	4.10	2.47	2.32	2.17	2.02
其中营运资本减少	-645.12	-296.84	-495.09	-43.76	-46.73	EV/EBITDA	27.58	20.00	19.52	17.46	15.40
投资活动现金流	-656.46	-437.32	-351.00	-342.00	-321.00	EV/SALES	1.85	1.91	1.97	1.87	1.71
其中资本支出	1,364.18	119.18	351.00	342.00	321.00	EV/IC	1.64	1.70	1.57	1.53	1.48
融资活动现金流	-538.68	893.76	-960.32	-646.94	-751.68	ROIC/WACC	0.49	0.62	0.71	0.72	0.76
净现金总变化	-439.61	761.42	-756.86	101.19	140.86	REP	3.44	2.82	2.27	2.17	1.98

研究员介绍及承诺

安雅泽: 英国莱斯特大学经济学硕士，2012 年加入长城证券从事机构销售，2015 年 7 月从事食品饮料行业研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>