

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**分析师**

安雅泽 010-88366060-8768

Email: ayz@cgws.com

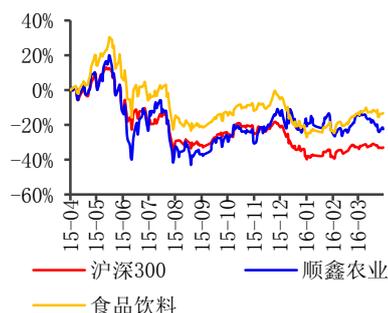
执业证书编号: S1070515110001

**市场数据**

目前股价	19.36
总市值(亿元)	110.47
流通市值(亿元)	109.00
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**

	2016E	2017E	2018E
营业收入	101,29	10,818	11,910
(+/-%)	5.1%	6.9%	10.1%
净利润	433	563	651
(+/-%)	15.1%	30%	15.7%
摊薄 EPS	0.76	0.99	1.14
PE	25.47	19.55	16.98

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;年报符合预期，未来亮点较多&gt;&gt;

2016-03-29

&lt;&lt;剥离鑫大禹水利，副业剥离提速&gt;&gt;

2016-01-25

&lt;&lt;剥离非主营动作加快，做大酒肉业务&gt;&gt;

2016-01-12

## 民酒第一品牌形象深入人心，未来催化剂较多

### ——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 2016 和 2017 年营业收入分别达到 101.3 亿元和 108.2 亿元，净利润为 4.33 亿元和 5.63 亿元，EPS 为 0.76 元和 0.99 元。“强烈推荐”评级。

**投资要点**

- **事件：**顺鑫农业发布 2016 年一季报，公司 2016 年一季度实现收入 36.3 亿元，同比增长 12.35%，实现归属上市公司股东净利润 1.75 亿元，比上年同期下降 8.7%。实现每股收益 0.31 元。
- **营收增长符合预期，净利润增长低于预期：**公司 Q1 净利润同比下降 8.7% 主要系公司财务费用及营业税金大幅增加所致，Q1 公司财务费用同比增长 76.32%，大幅增加 3362 万元，主要原因为报告期内贷款规模增加，利息大幅增加受房地产业务拖累；同时营业税金同比增长 31.11%，较上年同期增加 1.1 亿元，主要原因为报告期内公司白酒业销售收入的增长及低档酒销售量的增加。公司白酒业务持续向好，预计牛栏山二锅头未来仍将维持两位数的收入增长，2016 年白酒业务收入预计可以达到 55 个亿，10% 净利润率，白酒板块可以贡献 5.5 个亿左右净利润，给予 2016 年 20 倍 PE，白酒业务对应 110 亿市值。我们认为即便不考虑公司其他板块的业务，光白酒板块就足以支持公司目前 110 亿左右的市值。
- **未来白酒业务收入仍将保持较高速增长：**牛栏山二锅头打造民酒第一品牌的定位和战略清晰，目前低端民酒全国化开拓进展顺利，高端酒黄龙、青龙等受益于茅台、五粮液等高端白酒龙头复苏恢复性增长，但增速低于低端酒收入增速。预计白酒业务仍然保持两位数以上的增长，低端白酒增长略快预计仍将维持 15%-20% 的高增长，中高端白酒恢复性增长，预计增长幅度在 5%-10%。从销售区域来看：北京是牛栏山二锅头的大本营，占有低端酒市场 30% 的市场份额，未来大幅提升空间有限，预计未来有 5%-10% 的收入增长；外埠市场是牛栏山二锅头重点开拓的市场，预计外埠市场销售收入规模已占比达到 50%，由于公司外埠市场主打产品为“42 度陈酿”，在全国市场几乎没有竞争对手，过去几年外埠市场的开拓极为顺利。预计未来外埠市场增长仍将维持在 20% 以上。
- **公司副业剥离仍在有序进行当中，将成为重磅利好：**自 2015 年至今，公司已公告剥离副业 8 起，共涉及资金 3 亿元。公司剥离非“酒肉”类

资产意愿强烈，目前未剥离的主要非“酒肉”类业务主要是房地产业务，顺鑫佳宇是公司房地产业务的全资子公司，总资产为 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。

- 公司受益于白酒行业回暖复苏，另外公司副业剥离提速，市场关注度较高，我们重点重申下**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 15% 的收入增长。预计 2016 年白酒板块收入 55 个亿，10% 净利润，贡献 5.5 亿净利润，给予 20 倍 PE，对应 110 亿市值。

(2) **猪肉业务利润稳定**：猪肉产业每年稳定贡献 1 个亿的净利润，给予 30 倍 PE，对应市值 30 亿。

(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。

- **投资建议**：预测公司 2016 和 2017 年营业收入分别达到 103.88 亿元和 110.92 亿元，净利润为 4.76 亿元和 5.69 亿元，EPS 为 0.83 元和 0.99 元。“强烈推荐”评级。
- **风险提示**：白酒景气度不达预期。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	9,481	9,637	10,129	10,818	11,910	成长性	4.50%	1.65%	5.10%	6.80%	10.10%
营业成本	6,288	6,044	6,260	6,566	7,170	营业收入增长	0.75%	-3.88%	3.56%	4.90%	9.19%
销售费用	912	1,139	1,246	1,287	1,430	营业成本增长	77.44%	3.60%	5.65%	29.89%	15.70%
管理费用	559	645	689	746	822	营业利润增长	78.38%	4.65%	5.14%	29.89%	15.70%
财务费用	163	171	209	240	268	利润总额增长	81.85%	4.68%	15.15%	29.89%	15.70%
投资净收益	3	4	4	4	4	净利润增长					
营业利润	538	557	589	765	885	盈利能力	33.67%	37.28%	38.20%	39.30%	39.80%
营业外收支	-3	3	0	0	0	毛利率	3.79%	3.90%	4.28%	5.20%	5.47%
利润总额	535	560	589	765	885	销售净利率	6.93%	6.84%	7.34%	8.77%	9.28%
所得税	170	177	147	191	221	ROE	4.37%	4.40%	5.36%	6.77%	7.49%
少数股东损益	5	7	8	11	13	ROIC					
净利润	359	376	433	563	651	营运效率	9.62%	11.82%	12.30%	11.90%	12.01%
资产负债表	(百万)					销售费用/营业	5.90%	6.70%	6.80%	6.90%	6.90%
流动资产	10685	11049	11287	12596	14271	管理费用/营业	1.72%	1.78%	2.07%	2.21%	2.25%
货币资金	2606	2497	3126	4029	4913	财务费用/营业	0.54%	0.77%	0.59%	0.48%	0.49%
应收账款	102	276	175	187	206	投资收益/营业	31.85%	31.57%	25.00%	25.00%	25.00%
应收票据	1	157	78	83	91	所得税/利润总	50.14	42.67	55.90	55.02	54.53
存货	7384	7553	7343	7703	8411	应收账款周转	0.84	0.81	0.83	0.81	0.70
非流动资产	4858	4849	4874	4893	4804	存货周转率	0.87	0.86	0.85	0.81	0.79
固定资产	3382	3464	3576	3682	3679	流动资产周	0.60	0.60	0.60	0.59	0.60
资产总计	15543	15897	16161	17489	19075	总资产周转					
流动负债	8113	6668	5896	6126	6532	偿债能力	0.67	0.65	0.63	0.63	0.63
短期借款	4709	2831	1897	1897	1897	资产负债率	1.32	1.66	1.91	2.06	2.18
应付款项	323	587	608	638	697	流动比率	0.41	0.52	0.67	0.80	0.90
非流动负债	2245	3726	4362	4943	5524	速动比率					
长期借款	1613	1034	1670	2251	2832	每股指标 (元)	0.63	0.66	0.76	0.99	1.14
负债合计	10358	10393	10258	11069	12056	EPS	9.09	9.65	10.34	11.25	12.30
股东权益	5185	5504	5902	6420	7018	每股净资产	0.52	0.61	2.22	1.19	1.01
股本	571	571	571	571	571	每股经营现金	0.82	0.93	2.92	1.20	0.88
留存收益	4509	4828	5218	5724	6310	每股经营现金	4.50%	1.65%	5.10%	6.80%	10.10%
少数股东权益	106	105	114	125	137	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	15543	15897	16161	17489	19075	PE	33.81	32.30	28.05	21.59	18.66
现金流量表	(百)					PEG	2.11	1.61	1.24	1.38	-
经营活动现金流	294	350	1264	678	574	PB	2.34	2.21	2.06	1.89	1.73
其中营运资本	(274)	(41)	554	(176)	(384)	EV/EBITDA	20.81	18.82	17.22	14.77	13.50
投资活动现金流	(437)	0	(294)	(299)	(205)	EV/SALES	2.02	1.94	1.82	1.76	1.64
其中资本支出	(451)	(108)	(294)	(299)	(205)	EV/IC	1.68	1.64	1.68	1.68	1.66
融资活动现金流	894	(460)	(341)	524	516	ROIC/WACC	0.58	0.59	0.71	0.90	1.00
净现金总变化	750	(110)	629	903	884	REP	2.89	2.80	2.35	1.86	1.66

## 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  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@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  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@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>