

增持 维持
顺鑫农业 (000860)
2014年12月31日
股票价格

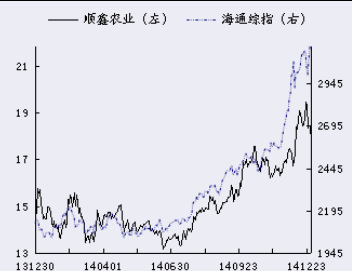
12月31日收盘价	18.87元
6个月内目标价	22.75元
52周内股价波动	13.60-20.80元

主要估值指标

	2013	2014E	2015E
市盈率	53.91	28.16	20.73
市净率	2.49	2.11	1.91
PEG	1.39	1.24	0.99

股本结构

总股本 (万股)	57059
流通 A 股 (万股)	43853
B 股/H 股 (万股)	0/0

市场表现


资料来源: 海通证券研究所

相关研究

顺鑫农业调研简报	2014.12
顺鑫农业 2014 年三季报点评	2014.10
顺鑫农业 2013 年一季报点评	2014.04
顺鑫农业 2013 年年报点评	2014.03

农林牧渔行业首席分析师

丁频

SAC 执业证书编号:

S0850511050001

电话: 021-23219405

Email: dingpin@htsec.com

农林牧渔行业高级分析师

夏木, CFA, FRM

SAC 执业证书编号:

S0850512090002

电话: 021-23219748

Email: xiam@htsec.com

内抓主营优化, 外拓资产整合之国改标的

公司的业务相对繁杂, 涵盖白酒、屠宰与肉制品、种猪、房地产、水利建设、批发市场等多项业务, 故给市场造成“主业不突出”等印象。我们认为, 未来随着地产业务的瘦身、水利和批发市场业务的逐步剥离、以及新任董事长上台后关于产业整合新思路的贯彻、国企改革带来的效率提升, 公司将更加聚焦主业, 更强调品牌优势和盈利能力。与此同时, 从资产价值的角度看, 公司的市值依然面临低估。

主要财务数据及预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入增长率 (%)	20.93	10.05	8.75	11.86	13.82
毛利率 (%)	25.88	26.82	31.20	33.86	34.44
归属母公司净利润增长率 (%)	15.64	-58.99	57.09	91.68	37.00
全面摊薄每股收益 (元)	0.54	0.22	0.35	0.67	0.91

资料来源: 公司年报 (2011~2013), 海通证券研究所

● **白酒业务: 2014 年量增利优。**公司前三季度白酒业务表现良好, 预计全年销量增速 15%~20%; 且净利润率超过 8.5%, 同比继续提升。增速的良好表现和净利润率的平稳提升, 主要是中低端酒的持续放量 (尤其是北京周围的山东、河北等外埠的快速增长)。我们认为, 未来白酒业务规模效应的进一步显现、毛利率的稳定提升、保健酒市场发力等措施将力保公司白酒业务持续保持良好发展态势。

● **屠宰与肉制品业务: 种猪亏损严重, 肉制品表现较好。**由于今年总体上猪价表现相对平庸, 公司的种猪业务也不能独善其身 (上半年亏损约 6000 万元), 但屠宰业务表现不错, 由于冻储和投放等节奏把握较好、成本控制稳定 (上半年盈利约在 1 亿元), 较好的拟补了种猪业务的亏损。我们预计 2014 年整个屠宰与肉制品业务利润在 3000~4000 万元。随着 2015 年养殖行情的看涨, 公司的肉制品业务也有望迎来复苏。目前鹏程食品是北京市内规模最大的安全猪肉生产基地之一, 品牌效应良好, 且单厂的屠宰产能在行业里也位居前列, 将较为明确的受益于明年养殖行业的好转。

● **公司未来的看点主要有三:** 1) 国企改革——公司的大股东是顺鑫农业发展集团, 实际控制人为顺义区国资委, 且公司资产实力雄厚, 是国企改革的主要标的之一; 2) 主营优化与资产整合——早在 14 年上半年, 董事长就明确提出: 要运用资本手段, 通过整合内外部产业资源, 由业务多元化向产业多元化转变, 形成以集团为控股母公司、以各产业多元协调发展形成的上市公司集群为控股子公司的模式。对于公司而言, 一方面, 牛羊肉是公司屠宰和肉制品板块的短板, 我们不排除未来公司将在澳洲或南美洲等地收购一些牛、羊的牧场和屠宰场, 加大这一板块的竞争力度; 另一方面, 地产业务的“瘦身”速度虽难言迅速, 但也在有序展开; 3) 现有“酒、肉”两大业务稳健良好——预计今年白酒业务销量仍将保持两位数的增长, 而肉制品中今年种猪亏损较多, 但屠宰仍实现较好盈利。

● **盈利预测:** 预计预计公司 2014 和 2015 年的 EPS 分别为 0.67 和 0.91 元 (假设房地产业务结算在今明两年全部完成), 维持对公司“增持”的评级, 目标价 22.75 元, 对应 2015 年 25 倍的 PE 估值。

● **风险提示:** 白酒销量低于预期、猪肉价格大幅下滑。

目 录

投资要点	4
1. 业务多元: 以白酒和肉制品为主的老牌国企	5
1.1 主营业务为白酒和肉制品, 规模可观, 增速稳健	5
1.2 白酒“牛栏山”品牌享誉京城, 外埠拓展井然有序	6
1.3 肉制品产业链打通上下游, 盈利能力稳健	7
1.4 其他业务较为多元化, 未来将逐步剥离	9
2. 聚焦趋势: 主营优化与资产整合	10
2.1 由业务多元化向产业多元化转变	10
2.2 地产业务“瘦身”计划持续展开	12
3. 国企改革: “薪酬改革+混合所有制”试水	13
4. 业务拆分: 酒肉稳健、地产剥离	15
5. 盈利预测	16
6. 风险提示	16

图目录

图 1 顺鑫农业业务收入构成（2013 年）	5
图 2 顺鑫农业主营业务收入增速（百万元）	5
图 3 顺鑫农业主营业务毛利率（%）	5
图 4 顺鑫农业净利润增速（%）	5
图 5 顺鑫农业白酒历年销量与增速	6
图 6 2013 年顺鑫农业 80%以上的白酒产品属于中低端产品（%）	6
图 7 白酒业务毛利率趋势向上（%）	7
图 8 白酒业务收入规模不断扩大（百万元）	7
图 9 顺鑫农业种猪历年收入（百万元）	8
图 10 顺鑫农业屠宰与肉制品业务收入	8
图 11 顺鑫农业旗下肉制品品牌	9
图 12 从业务多元化到产业多元化	11
图 13 顺鑫农业房地产业务历年收入与增速	13

表目录

表 1 顺鑫农业主要控股子公司经营情况（2013 年，万元）	10
表 2 多维角度推进战略愿景	11
表 3 顺鑫农业近期剥离公司（股权）或资产	12
表 4 各地方国企改革文件	13
表 5 顺鑫农业业务拆分	15

投资要点

白酒业务：2014 年量增利优。公司前三季度白酒业务表现良好，预计全年销量增速 15%~20%；且净利率超过 8.5%，同比继续提升。增速的良好表现和净利率的平稳提升，主要是中低端酒的持续放量（尤其是北京周围的山东、河北等外埠的快速增长）。我们认为，未来白酒业务规模效应的进一步显现、毛利率的稳定提升、保健酒市场发力等措施将力保公司白酒业务持续保持良好发展态势。

屠宰与肉制品业务：种猪亏损严重，肉制品表现较好。由于今年总体上猪价表现相对平庸，公司的种猪业务也不能独善其身（上半年亏损约 6000 万元），但屠宰业务表现不错，由于冻储和投放等节奏把握较好、成本控制稳定（上半年盈利约在 1 亿元），较好的拟补了种猪业务的亏损。我们预计 2014 年整个屠宰与肉制品业务利润在 3000~4000 万元。随着 2015 年养殖行情的看涨，公司的肉制品业务也有望迎来复苏。目前鹏程食品是北京市内规模最大的安全猪肉生产基地之一，品牌效应良好，且单厂的屠宰产能在行业里也位居前列，将较为明确的受益于明年养殖行业的好转。

公司未来的看点主要有三：1) 国企改革——公司的大股东是顺鑫农业发展集团，实际控制人为顺义区国资委，且公司资产实力雄厚，是国企改革的主要标的之一；2) 主营优化与资产整合——早在 14 年上半年，董事长就明确提出：要运用资本手段，通过整合内外部产业资源，由业务多元化向产业多元化转变，形成以集团为控股母公司、以各产业多元协调发展形成的上市公司集群为控股子公司的发展模式。对于公司而言，一方面，牛羊肉是公司屠宰和肉制品板块的短板，我们不排除未来公司将在澳洲或南美洲等地收购一些牛、羊的牧场和屠宰场，加大这一板块的竞争力度；另一方面，地产业务的“瘦身”速度虽难言迅速，但也在有序展开；3) 现有“酒、肉”两大业务稳健良好——预计今年白酒业务销量仍将保持两位数的增长，而肉制品中今年种猪亏损较多，但屠宰仍实现较好盈利。

盈利预测：预计预计公司 2014 和 2015 年的 EPS 分别为 0.67 和 0.91 元（假设房地产业务结算在今明两年全部完成），维持对公司“增持”的评级，目标价 22.75 元，对应 2015 年 25 倍的 PE 估值。

风险提示：白酒销量低于预期、猪肉价格大幅下滑。

1. 业务多元：以白酒和肉制品为主的老牌国企

公司是北京市第一家农业类上市公司，下设五家分公司和七家控股子公司。公司牛栏山牌二锅头入选中国白酒清香型代表，成为中国白酒最具代表性的14个企业和品牌之一。公司拥有较完整的肉食品加工产业链，食品安全保障能力构成公司的竞争优势。

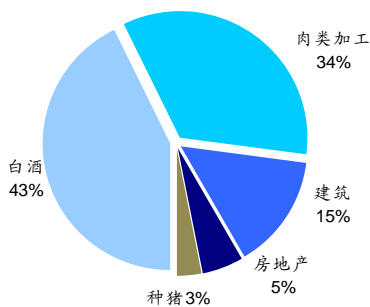
奥运会以前北京市仅保留3家大型现代化生猪屠宰企业，有利于公司盈利能力的保持。公司牛栏山酒厂、鹏程食品分公司、顺鑫牵手公司曾被国家旅游局评定为“全国工业旅游示范点”。其控股子公司所推出的新产品为主营业务收入带来新的盈利增长。

1.1 主营业务为白酒和肉制品，规模可观，增速稳健

公司目前以白酒和肉制品为主营业务，2013年两者的营业收入分别占比总收入的43%和34%。公司白酒品牌主要包括牛栏山和宁城老窖两个系列，其中前者是主要收入和利润来源。肉制品方面，公司则是具备“种猪繁育——商品猪养殖——生猪屠宰——肉食品加工”的完整产业链，尤其是下游的肉制品，已经在北京地区占据相当高的市占率（占据北京生鲜肉市场份额50%以上的领先者）。

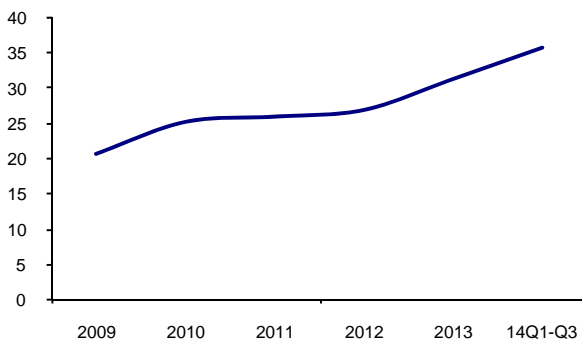
整体上看，公司两大主业的规模都较为可观，增速也非常稳健。尤其是白酒业务，在三公消费受限的情况下，2014年依然保持两位数的销量增速。

图 1 顺鑫农业业务收入构成（2013年）



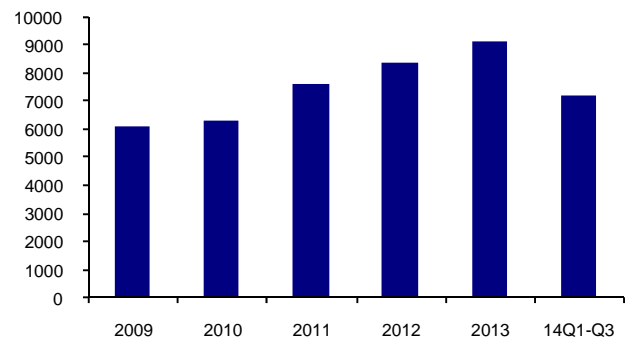
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 3 顺鑫农业主营业务毛利率（%）



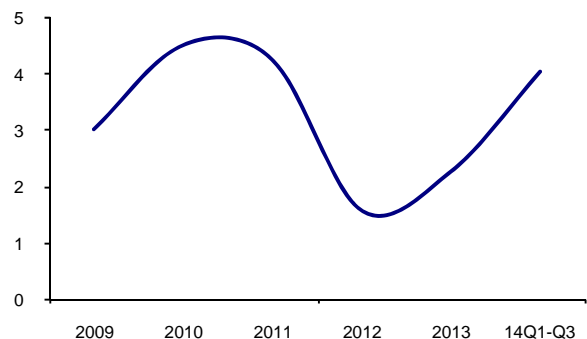
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 2 顺鑫农业主营业务收入增速（百万元）



资料来源：WIND、海通证券研究所

图 4 顺鑫农业净利率（%）



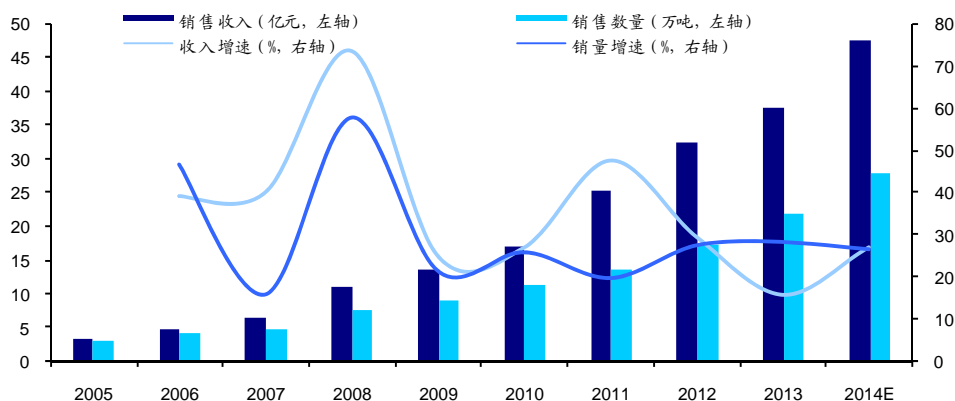
资料来源：WIND、海通证券研究所

1.2 白酒“牛栏山”品牌享誉京城，外埠拓展井然有序

公司的白酒“牛栏山”品牌享誉京城。近年来，公司在市场、产品结构、科研等各个方面，强化原有优势，同时力争新的突破：

市场拓展方面，牛栏山酒厂紧紧围绕“1+4+5”亿元板块联动战略，进一步加大产品结构调整力度，在巩固北京市场的同时，进一步加大产品结构调整力度，在巩固北京市场的同时，通过加速对外埠重点市场的开发，使得外埠市场经营业绩取得新的突破，呼市、天津、山西、河南、山东、辽宁等市场销售收入大幅增长。与此同时，公司在2014年着力开发“长江三角洲”市场，“长江三角洲”市场销售收入取得快速增长。最后，顺鑫宁城老窖公司深入推进“全蒙战略”，要在保持现有市场销量的同时，稳步开发新市场。

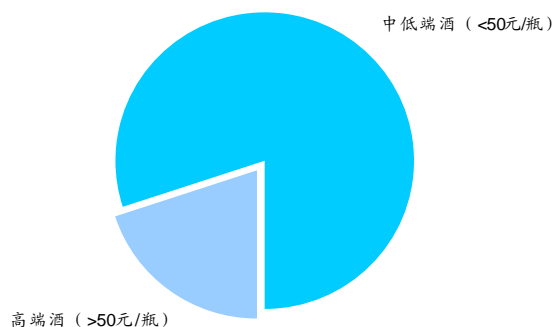
图 5 顺鑫农业白酒历年销量与增速



资料来源：WIND、海通证券研究所

产品结构调整方面，酒厂围绕将“牛栏山”品牌打造成为中国二锅头第一品牌的目标，持续加大产品结构调整力度，公司已形成“百年牛栏山”和“牛栏山二锅头”两大系列、400余种产品，并且多款产品单品销售收入达亿元以上。

图 6 2013 年顺鑫农业 80%以上的白酒产品属于中低端产品 (%)



资料来源：公司网站、国家统计局

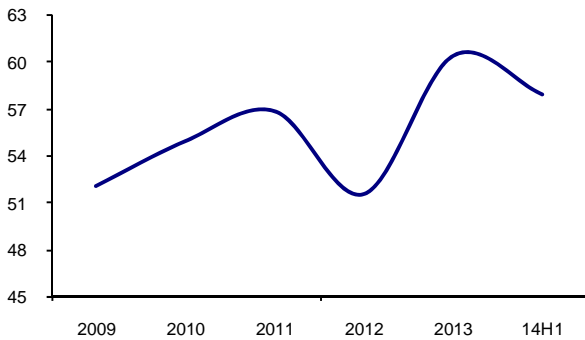
品牌建设方面，牛栏山酒厂围绕“正宗二锅头，地道北京味”的品牌诉求，展开宣传造势，牛栏山酒厂申请注册并开通了牛栏山酒厂微信公共平台，利用新兴媒介及各种报刊、传统媒介展开宣传造势，向外界传递品牌正能量，进一步提高了企业社会影响力。

并为配合“长江三角洲”市场战略全面启动，冠名赞助了上海五星体育频道的一档世界杯专题节目——《今日牛人》，全面展开“世界杯”营销活动，进一步提高了品牌影响力。

科研方面，借助“牛栏山一号清香型低温大曲”成功搭载神舟九号飞船进入太空开展科研实验的机遇，与中科院工程过程研究所通过近一年的努力，顺利完成了一期实验工作，并先后完成了50度500ml百年牛栏山盛情子豪，48度500ml百年牛栏山中国牛等88款产品的研发工作。公司开展“大麸结合酿酒实验”，为下一步生产口味独特的牛栏山特色基酒和打造差异化二锅头产品，全面提高核心竞争力，奠定了坚实的基础。

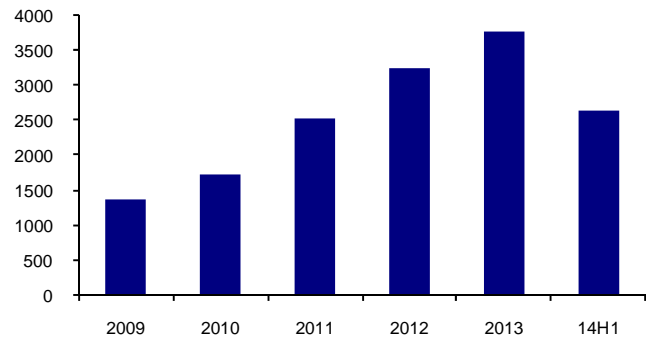
品牌方面：牛栏山酒厂申请注册并开通了牛栏山酒厂微信公共平台，利用新兴媒介及各种报刊、传统媒介展开宣传造势，向外界传递品牌正能量，进一步提高了企业社会影响力。并为配合“长江三角洲”市场战略全面启动，冠名赞助了上海五星体育频道的一档世界杯专题节目——《今日牛人》，全面展开“世界杯”营销活动，进一步提高了品牌影响力。

图 7 白酒业务毛利率趋势向上(%)



资料来源：WIND、海通证券研究所

图 8 白酒业务收入规模不断扩大(百万元)



资料来源：WIND、海通证券研究所

总体上，我们认为，2014年白酒业务全年销量增速预计在15%以上；且净利润率超过8.5%，同比继续提升。增速的良好表现和净利润率的平稳提升，主要是中低端酒的持续放量（尤其是北京周围的山东、河北等外埠的快速增长）。我们认为，未来白酒业务规模效应的进一步显现、毛利率的稳定提升、保健酒市场发力等措施将力保公司白酒业务持续保持良好发展态势。公司的牛栏山品牌增长较好，但宁城品牌定位过高，今年进入低谷。我们不排除未来公司会收购相对低端、但有名气、资金紧张的二类名酒企业。

1.3 肉制品产业链打通上下游，盈利能力稳健

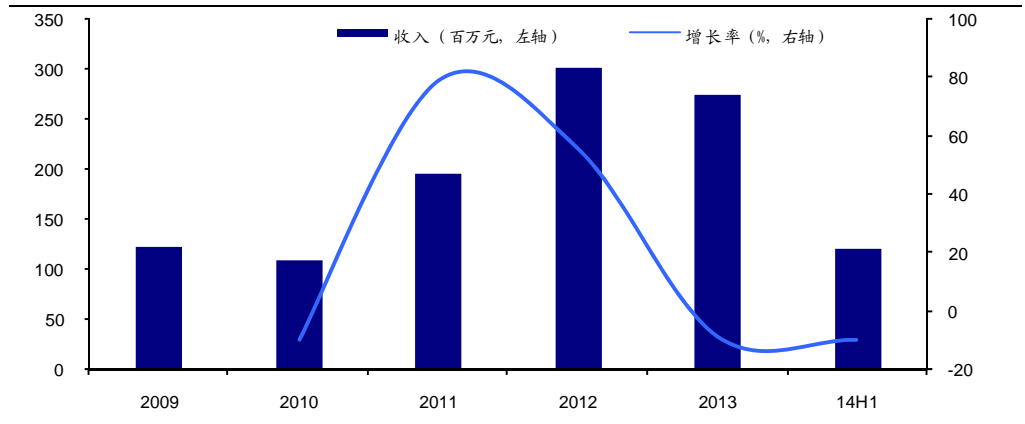
经过多年发展，公司目前已形成“种猪繁育——商品猪养殖——生猪屠宰——肉食加工”的完整产业链。

1) 种猪方面，公司的“小店”种猪在行业内已形成相当明确的品牌优势。事实上，“小店”是我国种猪行业唯一一件中国驰名商标，同时小店种猪场也是“国家级重点种畜禽场”、“国家级农业标准化示范基地”、“中国养猪行业百强企业”，全国同行业首家通过HACCP认证，也是全国唯一一家向客户承诺现场采血化验合格再引种的场家。与此同时，小店种猪场与中国农业大学合作开发的GBS育种系统成为国内工厂化养猪的第一个数据管理系统，被农业部全国畜牧总站指定为全国猪联合育种协作组专用育种软件。

具体到2014年，由于今年总体上猪价表现相对平庸，公司的种猪业务也不能独善其身，上半年亏损额总计约在6000万元（很多种猪都被当做商品猪直接售卖出去），较为

严重的拖累了整个肉制品板块的后腿。

图 9 顺鑫农业种猪历年收入(百万元)

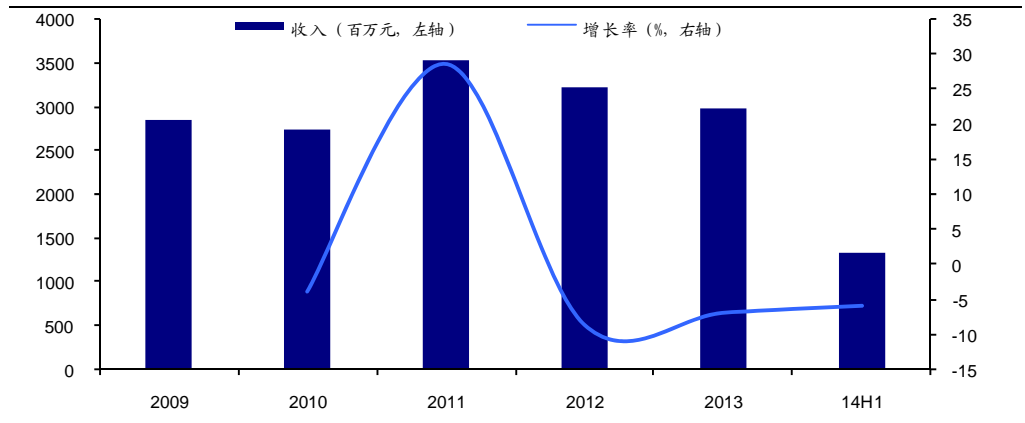


资料来源: WIND、海通证券研究所

2) 养殖方面, 面对生猪价格的低迷, 公司积极应对, 通过加大仔猪的销售力度, 降低养殖成本, 仔猪销量有了较为明显的增长; 同时在管理上继续落实公司精细化管理政策, 着力提高养殖场的产子率、成活率等关系到经营效益的重要指标, 并与哈尔滨兽医研究所合作, 进行各种疫病免疫的监测防治工作。同时, 加强相关技术人员培养工作, 以充实公司人才储备。

目前公司存栏生猪约在20万头(其中种猪和育肥猪全部为自己养殖), 成本大约是种猪14元/公斤, 育肥猪13.5元/公斤。

图 10 顺鑫农业屠宰与肉制品业务收入



资料来源: WIND、海通证券研究所

3) 屠宰加工方面,

公司下属的鹏程食品分公司是国内生猪屠宰业第一家从荷兰引进全自动化生产线的企业, 其机械化、标准化管理水平与国际接轨, 硬件优势国内领先; 全产业链优势、全程冷链物流配送优势, 不仅提升了品牌档次, 而且为肉食品产业的差异化发展, 提供了强大支持。同时在肉制品加工环节, 通过运用国际标准打造了经典美味的熟食制品。以物流配送体系支撑完善的市场网络, 完善的产业链为鹏程走品牌发展道路奠定了良好的基础, 增强了品牌的认知度和美誉度, 逐步夯实了品牌基石。

图 11 顺鑫农业旗下肉制品品牌



资料来源：公司网站、海通证券研究所

在近两年，公司一直根据市场销售网络和生猪供应情况，制定最佳屠宰量，随着市场行情的波动进行动态调整，从而抑制价格波动对公司盈利水平所造成的影响；公司依托鹏程品牌的影响力，推出生鲜小包装类高端产品，并取得了良好的市场反馈。

在熟食方面，在加快新产品研发的同时，对老产品的外观设计和形状规格进行了整体提升，使产品上了一个新的档次。与此同时，继续深化调整了生产流程、管理制度等，采取多种措施进一步扩大了优势产品（如台湾烤香肠）的产销量。事实上，公司熟食业务的产能利用率并不算高，但由于熟食业务毛利率较高，公司下一步将在丰富产品线的同时，充分利用网点优势，重点加大各类渠道的开发，以规模提升市场影响力，提高公司盈利能力。

从具体规模来看，公司目前每年的屠宰量在200多万头，自供比例10%左右（20余万头），短时间内不会继续再扩大。同时公司的肉制品80%供给北京地区，少部分品种卖到外地。公司目前在北京地区最大的竞争对手为二商，也是年均大约200万头的屠宰量。

总体上，我们认为，肉制品方面，由于今年总体上猪价表现相对平庸，公司的种猪业务也不能独善其身（上半年亏损额约在6000万元），但屠宰业务却表现不错，由于冻储和投放等节奏把握较好、成本控制稳定（预计上半年盈利约在1亿元），较好的拟补了种猪业务的亏损。随着2015年养殖行情的看涨，公司的肉制品业务也有望迎来复苏。目前鹏程食品是北京市内规模最大的安全猪肉生产基地之一，品牌效应良好，且单厂的屠宰产能在行业里也位居前列，将较为明确的受益于明年养殖行业的好转。

1.4 其他业务较为多元化，未来将逐步剥离

公司其他业务包括房地产、水利建设、石门批发市场、创新食品、园林绿化工程（北京顺丽鑫，现已转让）、影视文化（顺鑫明珠文化股权，现已转让）等等，相对较为芜杂，协同效应也不是很明显，未来公司将逐步将其剥离，将更加聚焦主业，更强调品牌优势和盈利能力。

表 1 顺鑫农业主要控股子公司经营情况(2013 年, 万元)

公司名称	控股比例(%)	主要业务	2009	2010	2011	2012	2013
北京顺丽鑫	51%(现已剥离)	销售果树、苗木等	742.79	355.02	374.30	435.88	520.84
石门农产品市场	87%	市场管理、服务	1287.54	1927.73	2624.18	2815.13	3629.46
汉中鹏程	61%	肉制品的生产、销售	342.53	113.94	-325.12	61.24	-122.28
北京鑫大禹	75%	水利、水电、房屋建筑工程	2326.86	3174.68	2892.60	2615.02	3154.75
北京腾飞纸制品	80%	纸制品加工、制作	524.01	295.59	306.02	512.06	548.79
鹏程食品	60%	畜禽屠宰、肉类加工	296.19	84.84	91.71	-388.08	-347.28
顺鑫宁城	90%	加工	750.08	389.88	230.60	301.56	68.82
顺鑫佳宇	96%	房地产开发	4433.61	8563.71	-4260.90	-7954.83	-9641.33

资料来源: 公司年报(2009~2013), 海通证券研究所

公司的地产业务种类相对较杂, 我们在谈及其业务瘦身时在具体拆分; 水利建设主要通过北京鑫大禹公司, 其利润率虽然不高, 但相对较为稳健; 石门批发市场也与此类似, 由于租金相对稳定, 每年给公司盈利的贡献也比较稳妥; 创新食品这块, 利润率是非常高的, 但是量太小、规模还上不去。公司未来会专注于做汤汁类产品, 砍掉其小产品, 主要客户为必胜客、吉野家、马兰拉面等。这部分业务体量小, 但毛利高, 2015年有望会实现盈利。

2. 聚焦趋势: 主营优化与资产整合

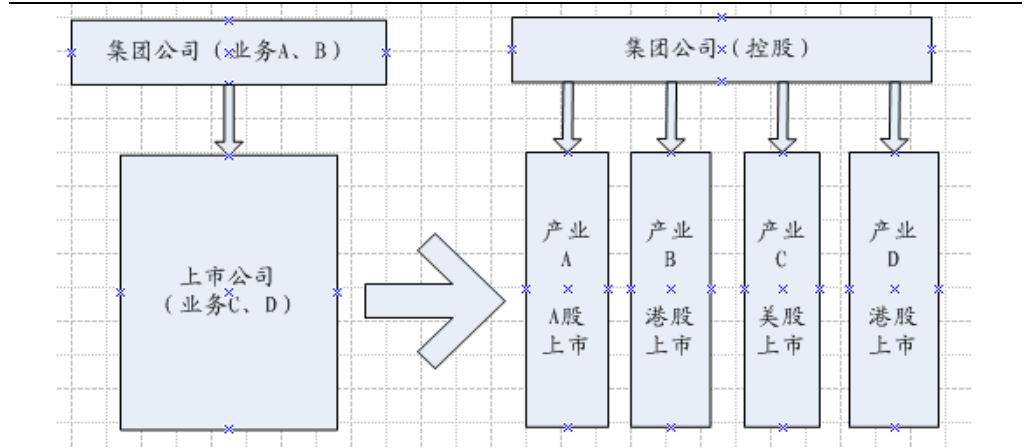
在14年上半年, 董事长就明确提出: 要运用资本手段, 通过整合内外部产业资源, 由业务多元化向产业多元化转变, 形成以集团为控股母公司、以各产业多元协调发展形成的上市公司集群为控股子公司的模式。对于公司而言, 一方面, 牛羊肉是公司屠宰和肉制品板块的短板, 我们不排除未来公司将在澳洲或南美洲等地收购一些牛、羊的牧场和屠宰场, 加大这一板块的竞争力度; 另一方面, 地产业务的“瘦身”速度虽难言迅速, 但也在有序展开。

2.1 由业务多元化向产业多元化转变

我们认为, 公司的主营优化和资产整合, 绝不仅仅是剥离房地产、建筑等非主业项目这么简单, 而是立意更高, 是与集团改革相匹配和规划的。

董事长王泽在谈及顺鑫农业发展集团时, 曾经明确提出: “顺鑫目前的两个问题, 一是主业不够突出, 二是资本市场平台利用不够充分。按照三中全会精神, 特别是围绕区委提出的三个阶段特征和四个转型升级要求, 顺鑫农业将来要向投资控股型产业集群发展”。同时又提出: “投资控股型主要就是从业务多元化到产业多元化, 顺鑫农业未来想把几大板块分拆上市, 进一步融资。比如种猪繁育和肉食品加工这一板块, 下一步将进行分拆上市, 准备在美国收购牧场和屠宰场, 对熟食进行产品加工。牛羊肉是这一板块的短板, 未来将在澳洲或者新西兰收购一些牛、羊的牧场和屠宰场, 加大这一板块的竞争力度, 扩大产业规模。”

图 12 从业务多元化到产业多元化



资料来源：公司网站、海通证券研究所

事实上，所谓投资控股，是指拥有多个产业的综合型企业，运用资本手段，通过整合内外部产业资源，由业务多元化向产业多元化转变，形成以集团为控股母公司、以各产业多元协调发展形成的上市公司集群为控股子公司的的发展模式。这是多元化综合型企业发展到一定阶段的必然选择。

为确保投资控股型战略愿景成功实现，顺鑫农业集团将以产业发展、资本运作和科技创新为抓手，推进实施。

表 2 多维角度推进战略愿景

多维角度	具体内容
产业发展角度	通过资源整合与资本运作，向产业链的上下游延伸，掌控产业链各环节资源，构建高效的全产业链，实现各产业纵向一体化发展，不断扩大市场份额。
资本运作角度	从资本运作角度，依托现有资源优势，以内部重组、外部并购为手段，对经营产业进行调整和扩张，通过资源资产化、资产资本化、资本证券化的资本运营模式，实现各产业相互支撑的产业群发展格局。
科技创新角度	建设“产学研用”相结合的战略联盟和利益共同体，建立以顺鑫集团为中心、各产业技术中心为支撑，分工明确、高效协同的大研发体系，以“产品细分化、品种多样化、规格系列化、档次差异化”为标准，实现引进技术的消化、吸收和二次创新，加快技术研发和储备，研发具有自主知识产权的主导产品、核心技术和技术标准，抢占资源掌控的制高点，提升科技信息现代化水平。

资料来源：顺义区政府网，海通证券研究所

最后，对于顺鑫农业集团的发展前景，王泽董事长也表示，“按照投资控股型的发展模式，顺鑫农业集团力争到2020年资产规模达到300亿，销售收入达到400亿，市值达到800亿；利用资本市场，力争形成三家上市公司，初步把顺鑫农业集团打造成投资控股型集团公司。”

我们认为，结合董事长发言和公司网站近期对牛羊肉业务的最新报道，我们不排除公司近期将加快对于牛羊肉业务的整合力度和速度，或将来自两方面：一是海外收购资产（不排除未来公司将在澳洲或南美洲等地收购一些牛、羊的牧场和屠宰场），二是成立新的、从事牛羊肉业务的控股子公司。无论形式如何，在国企改革、集团发展的大背景下，公司主业的聚焦和效率的提升都将明确强化公司的竞争力。

表 3 顺鑫农业近期剥离公司(股权)或资产

剥离对象	主要业务	受让方
北京顺丽鑫	销售果树、苗木等	顺鑫集团以现金方式出资 1556.87 万元收购公司原有的 51% 股权
包头市东河区南海湖土地	地产	东河区政府出资 2994 万元购买上述土地
顺鑫明珠文化	文化传媒	顺鑫集团出资 349.88 万元收购公司原有的 6.4% 股权

资料来源:公司公告(2014-03-05, 2014-05-20, 2014-09-30), 海通证券研究所

2.2 地产业务“瘦身”计划持续展开

公司目前地产项目主要包括以下几个项目:办公大楼(收租)、杨镇三期住宅项目、包头住宅项目、山东曲阜项目、海南项目、站前街商业项目、和下坡屯村(回迁房)项目等。

a) 办公大楼。

办公大楼的租金一直非常便宜,难以覆盖每年的折旧,虽然今年年已经有计划的调高了租金,且2015年有望继续提升,进一步减轻负担。不过即便如此,我们仍认为2015年办公大楼项目难以直接扭亏为盈(同时2~5层商场的人气还难言高涨),但亏损的幅度将大幅缩减。且办公大楼做为公司总部,要承担不少财务费用(每年4200万左右的利息)。

b) 站前街项目。

站前街项目最新、质地也相当好:总共约10万平方米(整个项目预估约5个亿的净利润),主要是商业楼,另有少部分精品住宅。本来公司的计划是都直接出售,不出租,且前期也收到部分项目预收款和订金,但由于后来中央出台关于禁建“楼堂馆所”的政策,使得部分合同取消或转变为出租的方式。但无论如何,这一块地产业务处理起来非常便捷和容易。

c) 杨镇三期住宅项目。

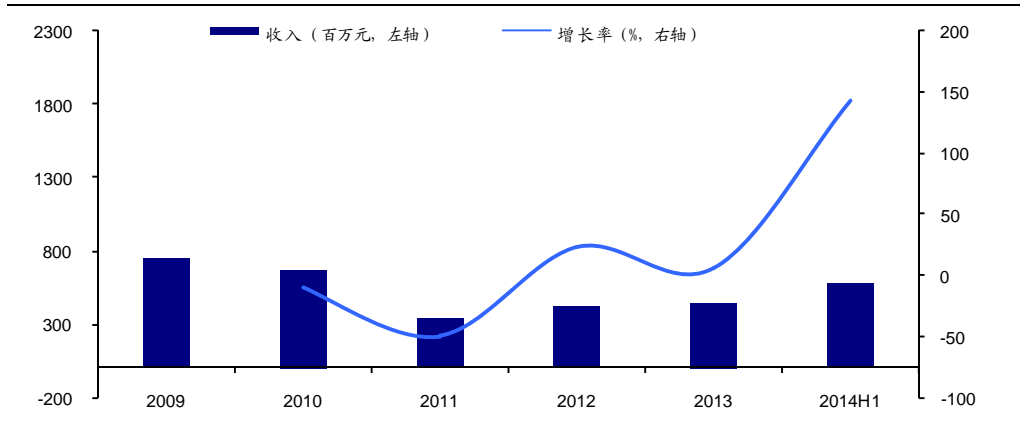
这是个相对较老的项目,基本上买的差不多了。

d) 山东曲阜项目。

这个项目的体量相对较大,处理的进度也相对较慢,一期已经开发完毕手工,二期公司不打算开工,准备整体转让给第三方,但由于支付方式和地方政府的一些原因,目前还未能成行。

e) 海南项目。

春节期间卖的很好,目前大约买了总量的一半(300多套),进展相对比较顺利。

图 13 顺鑫农业房地产业务历年收入与增速


资料来源：WIND、海通证券研究所

具体到2014年，一方面，公司已经在上半年结算一批项目（故14H1的地产收入同比增幅较大）；另一方面，公司下属的佳宇公司目前虽然净资产较少，仅约为5000多万，但因为仍欠公司数额较大的欠款，因此必须逐渐处理其房产项目，瘦身之后再交给集团。

总体上而言，公司地产业务的“瘦身”速度虽难言迅速，但也在有序展开，除了前文提到的山东曲阜那块土地处理进度稍慢之外，有些税收问题（土地增值税），也是阻碍瘦身进行的原因之一。但我们认为，公司剥离地产的态度是非常明确地，基本只是时间问题。地产业务剥离之后，一方面可以使得公司主业更加聚焦，另一方面公司的估值也可以得到提升。

3. 国企改革：“薪酬改革+混合所有制”试水

自2014年7月15日国资委宣布在6大央企启动“国有资本投资公司”、“考核薪酬”、“混合所有制”试点和“派驻纪检组”四项改革试点起，央企和国企的改革步伐不断加快。目前已有25个省市公布地方国企改革方案，从国企改革的核心内容来看，以国资改革带动国企改革、实施分类监管、发展混合所有制、建立职业经理人制度，实施股权激励机制等核心内容较为普遍的出现各地的国资改革相关的文件当中。此外，大部分省市设定了国有资产证券化率目标。

从地域上看，上海、广东、山东、北京、安徽等省份的国有资产存量较为突出。在经济较为发达，国企基础较好的区域，如上海、广东等地，强调提升企业参与国际竞争的能力，优化国有资本的布局，建立国有投资平台以及推行混合所有制及薪酬激励是主要改革方向；在经济相对欠发达区域，提升资产证券化率、充分利用上市平台改善资产收益是主要诉求，资产注入、借壳重组比较频繁。目前来看，包括上海、广东、安徽、北京、江苏、浙江等9省市国企改革推进速度较快。

表 4 各地方国企改革文件

地域	文件	时间
上海	关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见	2013年12月17日
上海	关于进一步加快培育上海国有跨国公司的实施意见	2014年1月28日
上海	关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）	2014年7月7日
广东	贯彻落实《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》的意见	2014年1月14日
新疆	自治区国有经济2014年-2020年的发展思路	2014年1月22日
贵州	贵州省国资委监管企业产权制度改革三年行动计划	2014年2月14日
黑龙江	黑龙江省人民政府关于进一步完善全省国资管理体制深化国企改革的指导意见	2014年2月25日

湖南	关于进一步深化国有企业改革的意见	2014年3月1日
河南	省政府国资委关于调查省管企业混合所有制发展情况与推荐试点企业的通知	2014年3月14日
天津	关于进一步深化国资国企改革的实施意见	2014年3月24日
重庆	中共重庆市委重庆市人民政府关于进一步深化国资国企改革的意见	2014年4月29日
四川	关于深化国资国企改革促进发展的意见	2014年5月14日
湖北	关于深化国有企业改革的意见	2014年5月30日
江西	关于进一步深化国资国企改革的意见	2014年6月18日
山西	关于深化国资国企改革的实施意见	2014年7月3日
山东	关于深化省属国有企业改革完善国有资产管理体制的意见	2014年7月6日
云南	关于全面深化国有企业改革的意见	2014年7月11日
北京	关于全面深化市属国资国企改革的意见	2014年8月5日
安徽	2014年深化全省国企改革的安排意见	2014年8月20日
甘肃	关于进一步深化国资国企改革促进企业发展的意见	2014年9月3日
浙江	关于进一步深化国有企业改革的意见	2014年9月25日
吉林	吉林省人民政府关于国务院近期支持东北振兴若干重大政策举措的落实意见	2014年10月8日
江苏	省管企业发展混合所有制经济试点工作方案;省管企业市场化选聘职业经理人试点工作方案	2014年10月27日
河北	关于深化国有企业改革指导意见	2014年10月27日
宁夏	关于进一步深化国有企业改革的意见	2014年10月30日
辽宁	关于进一步深化全省国资国企改革的意见	2014年11月19日

资料来源:各地国资委网站,海通证券研究所

总体上,我们认为,对于大部分采取“混合所有制+薪酬改革”的国企而言,引入民营资本优化企业治理结构以及推动薪酬激励充分调动企业内在活力是主要的改革方向。但短期来看,这一路径在“效率”与“公平”之间的平衡上仍需顶层设计的完善:首先,如何处理混合所有制和国有资产流失之间的矛盾;其次,目前国企高管股权激励有30%和10%的双红线(管理层股权激励收益不超过薪酬总水平的30%;管理层持股不超过总股份10%),无法充分调动高管积极性。此外,除了股权和薪酬上的突破,改进国企考核方式,用市值考核替代传统政企合一的考核标准也可以有效激励国企上市公司。去年下半年以来,A股“上市公司+PE”的市值管理模式效果明显,因此,现阶段我们建议关注在混合所有制改革中尝试引入PE,在市值管理上有较高诉求的公司。

具体到公司而言:

公司的大股东是顺鑫农业发展集团,而实际控制人为顺义区国资委,且公司资产实力雄厚(截止2014年三季报,总资产为163亿元,其牛栏山酒厂和屠宰规模等资产质地都非常良好;相对而言,公司的市值并不算大,总市值10亿左右,流通市值在80亿左右),是国企改革的主要标的之一。我们认为,随着整个国企改革浪潮的推进,尤其是北京、上海、广东、安徽等进度较快地域的实施,公司将逐步加快改革进程。

A) 在薪酬和激励改革上。

一方面,此前公司已经通过诸如调整管理人员薪酬等方式——董事长年度薪酬由180000元人民币调整到288000元人民币,董事及高级管理人员年度薪酬由168000元人民币调整到228000元人民币,独立董事津贴不作调整。此次调整薪酬旨在规范公司薪酬体系建设,有利于公司持续稳定发展。

另一方面,我们不排除公司在明年推出股权激励方案的可能性。公司的薪酬和激励改革体现出明显加速的迹象。

B) 在混合所有制试水上。

日前顺鑫集团公布公开信息:公司与秦皇岛市政府签署战略合作框架协议。秦皇岛将协调促成政府国有独资企业、顺鑫集团和秦皇岛民间资本共同出资,设立基于混合所有制下的国有企业、地方政府独资企业、民营企业利益共同体,顺鑫集团将在秦皇岛市布局现代农业、食品加工业、金融服务业等相关产业的投资平台和长期发展基地。

在签约仪式上,董事长进一步强化了“以投资控股型发展模式实现顺鑫集团转型升级”的发展思路。秦皇岛位于极具发展潜力的环渤海经济圈中心地带,正在着力打造先进制造业、战略性新兴产业、现代服务业等产业,这与顺鑫集团做大做强核心主业的战略布局思路高度吻合。顺鑫集团将集中优势资源,逐步将现有白酒、肉食、农产品物流、种业、金融服务业等产业纳入与秦皇岛市的战略合作,最大限度实现双赢。

在“新常态”下,企业的发展要适应经济增速从高速转向中高速,经济结构从失衡转向优化再平衡,调控从总量宽松、粗放刺激转向总量稳定、预调微调。顺鑫集团与秦皇岛市政府的合作,正是国家所提倡的混合所有制发展方式,也是开创“京津冀协同发展”合作模式的典范。

4. 业务拆分: 酒肉稳健、地产剥离

表 5 顺鑫农业业务拆分

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
白酒业务						
销售量(万吨)	11	13	17	20	24	29
吨酒价格(元/千克)	15	19	19	19	19	20
业务收入(百万元)	1699	2504	3238	3743	4598	5700
业务成本(百万元)	767	1081	1571	1484	1771	2252
毛利率(%)	55	57	51	60	61	61
生猪屠宰业务						
业务收入(百万元)	2580	3322	3200	2976	2700	3300
业务成本(百万元)	2463	3229	3046	2758	2444	3020
毛利率(%)	4	3	5	7	9	9
种猪繁育业务						
业务收入(百万元)	108	196	300	274	300	350
业务成本(百万元)	69	127	225	285	324	327
毛利率(%)	36	35	25	-4	-8	7
房地产业务						
业务收入(百万元)	673	338	415	440	750	800
业务成本(百万元)	440	210	350	390	566	668
毛利率(%)	34	38	16	11	24	17
水利建筑工程						
业务收入(百万元)	783	704	799	1261	1600	1300
业务成本(百万元)	684	612	699	1141	1467	1216
毛利率(%)	13	13	13	10	8	7
其他						
业务收入(百万元)	275	416	391	378	200	100
业务成本(百万元)	135	235	212	183	140	90
毛利率(%)	51	44	46	52	30	10

资料来源:公司年报(2010-2013),海通证券研究

5. 盈利预测

预计公司2014和2015年的EPS分别为0.67和0.91元(假设房地产业务结算在今明两年全部完成),维持对公司“增持”的评级,目标价22.75元,对应2015年25倍的PE估值。

6. 风险提示

白酒销量低于预期、猪肉价格大幅下滑。

表6 顺鑫农业利润表预测(百万元)

	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	8342	9072	10148	11550
YoY(%)	10.05	8.75	11.86	13.82
减: 营业成本	6104	6242	6712	7572
毛利	2239	2831	3436	3978
毛利率(%)	27	31	34	34
主营业务税金及附加	545	858	1139	1304
营业费用(销售费用)	753	960	1031	1176
管理费用	515	559	560	644
财务费用	220	152	145	120
资产减值损失	4	5	8	10
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	5	7	0	0
营业利润	205	303	553	724
营业外收支	0	-3	-5	-5
利润总额	205	300	548	719
减: 所得税	74	95	158	183
减: 少数股东损益	5	7	10	15
归属于母公司净利润	126	198	380	521
EPS(元)	0.22	0.35	0.67	0.91

资料来源: 公司年报(2012-2013), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频: 农林牧渔行业
夏木: 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、国投中鲁、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长 (021) 23219403 luying@htsec.com
 高道德 副所长 (021) 63411586 gaodd@htsec.com
 姜超 副所长 (021) 23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 所长助理 (021) 23219422 kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com 顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com 联系人 王丹(021) 23219885 wd9624@htsec.com 于博(021) 23219820 yb9744@htsec.com	金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com 朱剑涛(021)23219745 zhujt@htsec.com 张欣慰(021)23219370 zwxw6607@htsec.com 曾逸名(021)23219773 zym6586@htsec.com 纪锡靓(021)23219948 jxj8404@htsec.com 联系人 杜灵(021)23219760 dg9378@htsec.com 余浩淼(021) 23219883 yhm9591@htsec.com 沈泽承(021) 23212067 szc9633@htsec.com 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com	金融产品研究团队 单开佳(021)23219448 shankj@htsec.com 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com 罗震(021)23219326 luozh@htsec.com 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com 孙志远(021)23219443 szy7856@htsec.com 陈亮(021)23219914 cl7884@htsec.com 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com 伍彦妮(021)23219774 wyn6254@htsec.com 桑柳玉(021)23219686 sly6635@htsec.com 陈韵骋(021)23219444 cych6613@htsec.com 田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com 联系人 冯力(021)23219819 fl9584@htsec.com 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
---	--	--

策略研究团队 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com 汤慧(021)23219733 tangh@htsec.com 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com 刘瑞(021)23219635 lr6185@htsec.com 李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com 张华恩(021)23212212 zhe9642@htsec.com	中小市值团队 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com 何继红(021)23219674 hejh@htsec.com 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com	政策研究团队 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com 朱蕾(021)23219946 zhl8316@htsec.com 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
---	--	--

批发和零售贸易行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 李宏科(021)23219671 lhk6064@htsec.com 路颖(021)23219403 luying@htsec.com 潘鹤(021)23219423 panh@htsec.com	石油化工行业 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com 王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com	机械行业 龙华(021)23219411 longh@htsec.com 徐志国(010)58067934 xzg9608@htsec.com 熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com 联系人 韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com 赵晨(010)58067988 zc9848@htsec.com
--	--	--

非银行金融行业 丁文韬(021)23219944 dwt8223@htsec.com 吴绪越(021)23219947 wxy8318@htsec.com 王维逸(021)23212209 ww9630@htsec.com	建筑工程行业 赵健(021)23219472 zhaoj@htsec.com 张显宁(021)23219813 zxn6700@htsec.com 联系人 金川(021)23219957 jc9771@htsec.com	医药行业 周锐(0755)82780398 zr9459@htsec.com 余文心(0755)82780398 ywx9460@htsec.com 刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com 江琦(021)23219685 jq9458@htsec.com 王威(0755)82780398 ww9461@htsec.com 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
--	--	---

钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com	房地产业 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com 谢益(021)23219436 xiey@htsec.com 费亚童(021)23219421 fjayt@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 夏木(021)23219748 xiam@htsec.com 联系人 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
--	--	--

银行业 林媛媛 (0755)23962186 lyy9184@htsec.com	基础化工行业 曹小飞(021)23219267 caoxf@htsec.com 张瑞(021)23219634 zr6056@htsec.com	有色金属行业 钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com 刘博(021)23219401 liub5226@htsec.com
---	--	--

计算机行业 陈美凤(021)23219409 chenmf@htsec.com 蒋科(021)23219474 jiangk@htsec.com 王秀钢(010)58067934 wxg8866@htsec.com	建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 周煜(021)23219972 zy9445@htsec.com	电力设备及新能源行业 周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com 牛品(021)23219390 np6307@htsec.com 陈日华(021)23219716 crh9585@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com
--	--	---

家电行业 陈子仪(021)23219244 宋伟(021)23219949	chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	社会服务业 林周勇(021)23219389	lzy6050@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 姜明(021)23212111	yun@htsec.com jm9176@htsec.com
通信行业 徐力(010)58067940	xl9312@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 马浩博(021)23219822 联系人 成珊(021)23212207	whw9587@htsec.com mh6614@htsec.com cs9703@htsec.com	汽车行业 邓学(0755)23963569 廖瀚博(0755)82900477	dx9618@htsec.com lhb9781@htsec.com
纺织服装行业 焦娟(021)23219356 唐岑(021)23212208	jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com	电子行业 董瑞斌(021)23219816 陈平(021)23219646	drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com	造纸轻工行业 曾知(021)23219473	zz9612@htsec.com
煤炭行业 朱洪波(021)23219438	zhb6065@htsec.com	公用事业 联系人 张一弛(021)23219402 韩佳蕊(021)23212259	zyc9637@htsec.com hjr9753@htsec.com		

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 董事总经理
(021)63609993
chensq@htsec.com

贺振华 董事副总经理
(021)23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 邓欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
 黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
 朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
 黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
 孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 杨洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

北京地区销售团队

赵春 (010)58067977 zhc@htsec.com
 隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
 江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
 杨帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
 张楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
 杨博 (010)58067996 yb9906@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
 电话: (021)23219000
 传真: (021)23219392
 网址: www.htsec.com