

食品饮料

2018年06月14日

顺鑫农业 (000860)

——控股股东再度增持彰显信心 牛栏山高增百亿可期

报告原因：有新的信息需要补充

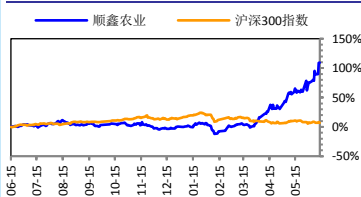
买入 (维持)

市场数据：		2018年06月13日
收盘价(元)		39.9
一年内最高/最低(元)		41.67/16.6
市净率		3.1
息率(分红/股价)		0.38
流通A股市值(百万元)		22767
上证指数/深证成指		3049.80/10161.65

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2018年03月31日
每股净资产(元)		13.05
资产负债率%		58.29
总股本/流通A股(百万)		571/571
流通B股/H股(百万)		-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《顺鑫农业(000860)点评：牛栏山量利齐升继续加速 预收款维持高位 业绩超预期》
2018/05/02

《顺鑫农业(000860)深度：牛栏山量利齐升增长提速 业绩拐点催化价值回归》
2018/04/25

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

研究支持

周缘 A0230117120004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

周缘
(8621)23297818x转
zhouyuan@swsresearch.com

投资要点：

- **事件：**公司发布《关于控股股东增持本公司股份的进展公告》与《关于2017年年报问询函的回我们复公告》。
- 维持盈利预测，预测2018-2020年EPS为1.03元、1.48元、1.99元，同比增长34%、43%、35%，当前股价对应2018-2020年PE分别为39x、27x、20x，维持买入评级。我们看好公司的核心逻辑是：1、聚焦酒肉主业，解决多元化问题。当前聚焦酒肉，地产业务预计随着存量项目的逐步销售，对主业的拖累将减少。2、白酒业务百亿可期，量利齐升增长提速。牛栏山拥有强大的品牌力、产品力、渠道力，管理团队务实，2017年下半年开始迎来增长提速，未来增长空间核心看全国化扩张，从市占率提升、价格提升、净利率提升三个角度看，白酒业务盈利提升空间巨大。3、肉类业务未来靠内生外延做大。
- **根据公司对年报问询函的答复，核心要点及分析如下：**（1）从经销商提交订单、打款、发货、到确认收入，期间约4个月左右时间差，17Q4公司预收款高增，18Q1预收款维持高位，主要得益于白酒业务的高增长及先款后货的销售模式。（2）销售费用大幅下降的原因是公司白酒业务改变了市场开发和推广投入的方式，市场开发及推广费用由经销商承担，给予销售折扣。对财务报表的影响：一方面减少了销售费用（业务费和促销费大幅下降），另一方面抵消了部分白酒业务收入增幅。（3）销售人员减少情况下销售人员工资增加的原因：给予销售人员、市场维护人员的业务提成增加，这也增加了销售人员的积极性。（4）应收票据大幅增加主要来源于：宁夏顺牛、陕西顺牛、上海顺牛、创意堂，得益于外埠地区的爆发式增长。（5）管理费用中职工工资、福利费、劳动保险费增加，源于对职工工资的上幅调整、对科技人员和有贡献的人员奖励力度加大，进一步提升员工的积极性。（6）地产业务亏损主要是由于借债产生的财务费用，地产销售整体低于预期，尤其是下埠屯项目。（7）白酒期末库存商品余额大幅下降，库存量上升，主要原因是低端产品存量上升，这也是由于省外加速扩张，前期以低端产品为主。（8）白酒成本构成中，原材料、包装材料、人工、折旧分别占44.83%、41.32%、6.81%、1.53%，2017年毛利率的大幅下降主要是由于原材料和包装材料成本的大幅上升。

财务数据及盈利预测

	2017	2018Q1	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,734	3,973	12,061	14,771	17,291
同比增长率(%)	4.79	3.37	2.80	22.50	17.10
净利润(百万元)	438	366	587	842	1,135
同比增长率(%)	6.25	94.61	33.70	43.30	34.70
每股收益(元/股)	0.77	0.64	1.03	1.48	1.99
毛利率(%)	33.9	43.2	40.0	39.6	40.5
ROE(%)	6.2	4.9	7.7	9.9	11.8
市盈率	52		39	27	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

- **控股股东增持，彰显对公司发展前景的坚定信心。**自 2018 年 2 月 23 日至 2018 年 6 月 13 日，控股股东顺鑫控股增持公司股份比例达到公司总股本的 1%，其中，2018 年 2 月 23 日至 2018 年 2 月 26 日，顺鑫控股增持 4220467 股，平均成交价 18.86 元，占公司总股本的 0.74%；2018 年 5 月 18 日至 2018 年 6 月 13 日，顺鑫控股增持 1501724 股，平均成交价 36.49 元，占公司总股本的 0.26%。两次增持完成后，顺鑫控股持股比由 37.45% 提升到 38.45%，提升一个百分点。大股东增持增强了控股比，同时也增持彰显了对公司发展潜力的高度认可和对公司发展前景的坚定信心。
- **牛栏山维持高增，全国化扩张加速推进，百亿可期。**18Q1 白酒业务收入 32.39 亿元，同比增长 45%，维持了 17 年下半年的高增速。17 年四季度开始，牛栏山明显提速，18 年维持了高增长的态势，预计到 2019 年可提前实现白酒的百亿目标。牛栏山增长提速的主要原因，以及未来的核心增长点仍然在于全国化的扩张，预计 17 年牛栏山外埠地区占比已经达到 70%，未来还将扩大。结合渠道反馈，江浙沪地区牛栏山发展势头迅猛，预计 18 年销售额同比增长 50% 以上，前四个月已经完成全年 40% 以上，大单品陈酿占比 60%-70%。江浙沪地区增长的核心原因在于：(1) 受益于白酒行业与大众消费复苏；(2) 牛栏山酒质好，品牌力强，得到消费者的认可；(3) 2012 年开始进行招商布局，到目前已经有 130-140 个经销商；(4) 竞品老村长提价，牛栏山渠道利润高于竞品。18 年北京地区牛栏山增长也提速，主要得益于：(1) 高端产品增长提速；(2) 线上销售占比的增速明显提升；(3) 厂家投入增加。
- **地产业务负债高企带来的财务费用继续拖累净利润，地产剥离仍需时日。**截至 2017 年底，佳宇地产总投资 105.56 亿，已完成投资额 72.76 亿，尚需投入 32.8 亿。目前公司在建和在售地产项目主要位于北京（牛栏山下坡屯和 GBD 项目）、海南（富海家园项目）、包头（顺鑫望潮苑项目）三地。北京牛栏山下坡屯项目总投资 65.41 亿，已完成 35.87 亿，销售及预售情况一般，签约合同额 9.11 亿。海南富海家园项目总投资 7.65 亿，已完成 5.53 亿，签约合同额 4.58 亿，销售情况良好。包头顺鑫望潮苑项目投资 11.4 亿，签约合同额 4.58 亿，销售情况一般。GBD 二期投资 20.22 亿，签约合同额 14.8 亿。地产业务的销售或剥离仍需时日，下坡屯项目预计 2020 年可实现销售收入，18-19 年公司业绩仍将受到财务费用高企的拖累。18Q1 财务费用 4100 万，同比减少 400 万，继续拖累净利润，财务费用高企主因地产负债 70 亿左右，预计未来随着地产项目的销售和回款，财务费用有望逐步减少，增加业绩弹性。
- **股价表现的催化剂：**非主业加速剥离，白酒增长超预期
- **核心风险假设：**地产销售低于预期，白酒增长低于预期

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,637	11,197	11,734	12,061	14,771	17,291
营业收入同比增长率 (yoy)	1.65%	16.18%	4.79%	2.80%	22.50%	17.10%
减: 营业成本	6,044	7,330	7,753	7,235	8,916	10,286
毛利率 (%)	37.28%	34.54%	33.92%	40.00%	39.60%	40.50%
减: 营业税金及附加	1,079	1,279	1,293	1,689	1,920	2,248
主营业务利润	2,514	2,588	2,688	3,137	3,935	4,757
主营业务利润率 (%)	26.08%	23.12%	22.90%	26.01%	26.64%	27.51%
减: 销售费用	1,139	1,223	1,150	1,206	1,477	1,729
减: 管理费用	645	756	800	850	1,049	1,245
减: 财务费用	171	256	158	210	175	122
经营性利润	558	353	580	871	1,234	1,661
经营性利润同比增长率 (yoy)	3.25%	-36.80%	64.32%	50.22%	41.68%	34.60%
经营性利润率 (%)	5.79%	3.15%	4.94%	7.22%	8.35%	9.61%
减: 资产减值损失	5	-9	36	-1	0	0
加: 投资收益及其他	4	186	95	0	0	0
营业利润	557	548	638	873	1,235	1,661
加: 营业外净收入	3	-4	-1	-2	-2	-4
利润总额	560	545	637	871	1,233	1,657
减: 所得税	177	120	195	275	382	514
净利润	383	425	442	597	850	1,144
少数股东损益	7	12	4	10	9	9
归属于母公司所有者的净利润	376	413	438	587	842	1,135
净利润同比增长率 (yoy)	4.68%	9.65%	6.25%	33.70%	43.30%	34.70%
全面摊薄总股本	571	571	571	571	571	571
每股收益 (元)	0.66	0.72	0.77	1.03	1.48	1.99
归属母公司所有者净利润率 (%)	3.90%	3.68%	3.74%	-	-	-
ROE	6.97%	6.12%	6.18%	7.70%	9.90%	11.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。