

证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

顺鑫农业(000860)

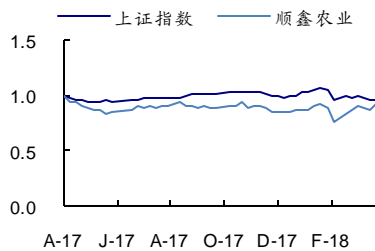
买入

2017 年年报点评

(维持评级)

2018年04月02日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	571/571
总市值/流通(百万元)	11,612/11,612
上证综指/深圳成指	3,169/10,869
12个月最高/最低(元)	22.75/16.60

相关研究报告:

《顺鑫农业-000860-2016 年年报点评: 聚焦酒肉核心主业, 安全边际高, 国改值得后续期待》——2017-03-27  
 《顺鑫农业-000860-GARP 策略的最佳选择, 5 年蓄势准备造就巨大预期差, 44%空间》——2016-06-08  
 《顺鑫农业-000860-深度报告: 牛栏山一骑绝尘大众酒, 有望复制 2012 年恒顺路径, 已入最佳投资区间, 60%以上空间》——2016-05-04

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266  
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001  
 联系人: 张祯  
 电话: 021-60933164  
 E-MAIL: zhangzhen1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

## 低端酒市场回暖明显, 牛栏山销量提速

### ● 2017 年收入增长 4.79%, 净利润增长 6.25%

公司 17 年实现营业收入 117.34 亿元, 同比增长 4.79%; 归母净利润 4.38 亿元, 同比增长 6.25%, 折合 EPS0.77 元, 拟 10 派 1.5 元。扣非净利润 3.45 亿元, 同比上升 50.74%, 主要系公司 17 年 9 月剥离大禹水利建筑工程业务形成投资收益 0.93 亿元。17 年销售费用 11.50 亿元, 同减 6.02%, 财务费用 1.58 亿元, 同减 38.49%, 费用投放趋于合理。公司预收账款达 37.85 亿元, 比去年同期增长 16 亿元, 增幅 76.75%, 公司酒肉业务经营活动现金流非常健康。2017 年顺鑫手持现金已达 50.96 亿元, 较去年增 9.57 亿元。

### ● 企业泛全国化布局成效显著, 线上、线下将迎量价齐升

17 年白酒收入 64.51 亿元, 同比增长 23.95%, 其中 H2 白酒收入同比增长 47.90%, 较上半年 9.54% 的增速大幅提升; 17 年公司四川的基酒基地产能逐步释放, 销量 42.93 万千升, 同增 28.75%, 公司低端白酒在同等级白酒中依然拥有很强的竞争力。由于原材料成本大幅上升, 加之低端白酒销售增速高于中高端白酒收入, 公司白酒毛利率为 54.98%, 比去年同期大幅降低了 7.73%, 公司未来或有小幅提价的措施以缓解成本压力。公司在河北、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, 网络营销渠道实现销售收入同比增长 80% 以上, 我们预计公司低端白酒业务在未来几年将出现量价齐升的局面。

### ● 猪肉业务整体保持盈亏平衡, 18 年房地产业务有望实现盈利

受 17 年猪价下行影响, 17 年屠宰收入 29.69 亿元, 同减 14.5%, 销量 17.53 万吨, 同减 12.87%; 种猪收入 2.45 亿元, 同减 13.7%。猪肉业务屠宰和养殖周期盈利相互对冲, 预计屠宰+种猪业务总体实现盈亏平衡。17 年公司下坡屯项目开始预售, 同时 18 年顺义区房价将保持高位震荡态势, 我们预计公司北京优质房产项目销售业务释放将有效增厚公司净利, 18 年将实现盈利。

### ● 盈利预测与评级

我们看好公司长期受益于北京国企改革, 预计 18-20 年归母净利润 52.8/61.2/66.5 亿元, EPS0.92/1.07/1.16 元, 维持买入评级。

### ● 风险提示: 白酒业务开拓不达预期; 国改进度低于预期; 费用投入增加较快。

### 盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,197	11,734	12,177	13,070	13,764
(+/-%)	16.2%	4.8%	3.8%	7.3%	5.3%
净利润(百万元)	413	438	528	612	665
(+/-%)	9.6%	6.3%	20.4%	15.9%	8.7%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.77	0.92	1.07	1.16
EBIT Margin	7.2%	6.3%	6.8%	7.3%	7.4%
净资产收益率(ROE)	6.1%	6.2%	7.1%	7.8%	8.0%
市盈率(PE)	28.1	26.5	22.0	19.0	17.5
EV/EBITDA	21.9	23.7	19.7	17.5	16.6
市净率(PB)	1.7	1.6	1.56	1.47	1.39

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	5096	4299	4326	4479	<b>营业收入</b>	<b>11734</b>	<b>12177</b>	<b>13070</b>	<b>13764</b>
应收款项	431	400	430	453	营业成本	7753	8043	8563	9006
存货净额	7817	9414	10023	10536	营业税金及附加	1293	1339	1438	1514
其他流动资产	496	621	667	702	销售费用	1150	1157	1242	1308
<b>流动资产合计</b>	<b>13841</b>	<b>14734</b>	<b>15446</b>	<b>16170</b>	管理费用	800	816	876	922
固定资产	3456	3520	3553	3560	财务费用	158	221	239	237
无形资产及其他	771	742	712	682	投资收益	95	104	111	117
投资性房地产	344	344	344	344	资产减值及公允价值变动	(36)	6	7	7
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>18412</b>	<b>19339</b>	<b>20053</b>	<b>20755</b>	营业利润	638	711	830	901
短期借款及交易性金融负债	3700	4500	4500	4500	营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(2)
应付款项	279	619	659	693	<b>利润总额</b>	<b>637</b>	<b>709</b>	<b>829</b>	<b>899</b>
其他流动负债	4195	3844	4100	4312	所得税费用	195	177	207	225
<b>流动负债合计</b>	<b>8174</b>	<b>8964</b>	<b>9259</b>	<b>9505</b>	少数股东损益	4	4	10	10
长期借款及应付债券	2823	2593	2593	2593	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>438</b>	<b>528</b>	<b>612</b>	<b>665</b>
其他长期负债	288	289	290	291					
<b>长期负债合计</b>	<b>3111</b>	<b>2882</b>	<b>2883</b>	<b>2884</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>11285</b>	<b>11846</b>	<b>12143</b>	<b>12389</b>	<b>净利润</b>	<b>438</b>	<b>528</b>	<b>612</b>	<b>665</b>
少数股东权益	39	35	25	15	资产减值准备	45	3	0	0
股东权益	7088	7458	7886	8351	折旧摊销	228	370	404	430
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18412</b>	<b>19339</b>	<b>20053</b>	<b>20755</b>	公允价值变动损失	36	(6)	(7)	(7)
					财务费用	158	221	239	237
关键财务与估值指标					营运资本变动	154	(1696)	(388)	(324)
每股收益	0.77	0.92	1.07	1.16	其它	(45)	(7)	(10)	(10)
每股红利	0.72	0.28	0.32	0.35	<b>经营活动现金流</b>	<b>856</b>	<b>(808)</b>	<b>612</b>	<b>754</b>
每股净资产	12.42	13.06	13.81	14.63	资本开支	(152)	(401)	(401)	(401)
ROIC	4%	5%	6%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	7%	8%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(152)</b>	<b>(401)</b>	<b>(401)</b>	<b>(401)</b>
毛利率	34%	34%	34%	35%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	7%	7%	7%	负债净变化	(32)	(230)	0	0
EBITDA Margin	8%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(409)	(158)	(183)	(199)
收入增长	5%	4%	7%	5%	其它融资现金流	1135	800	0	0
净利润增长率	6%	20%	16%	9%	<b>融资活动现金流</b>	<b>252</b>	<b>412</b>	<b>(183)</b>	<b>(199)</b>
资产负债率	62%	61%	61%	60%	<b>现金净变动</b>	<b>957</b>	<b>(797)</b>	<b>27</b>	<b>153</b>
息率	3.5%	1.4%	1.6%	1.7%	货币资金的期初余额	4139	5096	4299	4326
P/E	26.5	22.0	19.0	17.5	货币资金的期末余额	5096	4299	4326	4479
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	742	(1110)	329	466
EV/EBITDA	23.7	19.7	17.5	16.6	权益自由现金流	1845	(706)	150	288

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032