

顺鑫农业(000860)/饮料制造

业绩加速释放, 市值仍被低估

评级: 买入(维持)

市场价格: 24.05

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

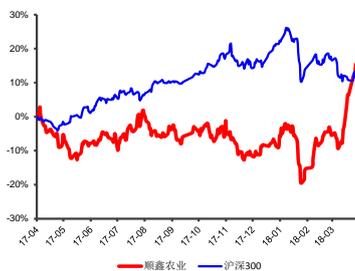
Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人: 龚小乐

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	571
流通股本(百万股)	571
市价(元)	24.05
市值(百万元)	13,723
流通市值(百万元)	13,723

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 顺鑫农业(000860.SZ)_年报点评: 白酒动销超预期, 更待改革的期权
- 2 顺鑫农业(000860.SZ)_跟踪报告: 白酒主业环比改善, 看涨期权价值凸显
- 3 顺鑫农业(000860.SZ)_中报点评: 酒肉主业表现符合预期, 长期仍待改革释放业绩弹性

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,197.23	11,733.84	13,393.42	15,260.99	17,012.02
增长率 yoy%	16.18%	4.79%	14.14%	13.94%	11.47%
净利润	412.57	438.37	762.14	1,108.37	1,374.42
增长率 yoy%	9.65%	6.25%	73.86%	45.43%	24.00%
每股收益(元)	0.72	0.77	1.34	1.94	2.41
每股现金流量	1.77	4.33	-3.61	9.94	-5.60
净资产收益率	6.12%	6.18%	11.38%	14.61%	15.83%
P/E	33.3	31.3	18.0	12.4	10.0
PEG	0.9	0.7	0.7	0.3	0.2
P/B	2.0	1.9	2.0	1.8	1.6

备注:

投资要点

- **事件: 顺鑫农业公告 2018 第一季度业绩预告, 报告期内公司预计实现归母净利润 2.82-3.76 亿元, 同比增长 50%-100%, 基本每股收益为 0.49-0.66 元, 业绩实现大幅增长主要是公司白酒销售市场扩大, 销量及销售收入增加。**
- **18Q1 净利润再超预期, 白酒主业加速增长。**我们重点推荐的顺鑫农业近期表现强势, 核心逻辑是主业白酒增长提速, 业绩弹性进入快速释放期, 年报和一季报持续超预期不断强化推荐逻辑。根据一季度业绩预告, 18Q1 公司实现归母净利润 2.82-3.76 亿元, 同比增长 50%-100%, 我们认为业绩加速增长主要来自白酒牛栏山在全国低端酒市场加快放量, 反映牛栏山高性价比优势正在加速抢占低端酒市场。2017 年公司白酒销量增速加快至 29%, 已在河北、内蒙、江苏等 18 个省级区域形成亿元级市场, 其中福建、新疆等新兴市场收入增速达 50% 以上, 长三角市场收入增速达 70% 以上, 我们预计目前阜外市场收入占比提升至接近 70%。17Q4 预收账款高达 37.85 亿元, 同比增长 76.79%, 无疑为一季度乃至全年业绩高增奠定坚实基础。
- **减税政策+国改催化, 公司利润端进入快速释放期。**除白酒主业发展超预期外, 我们认为还有两点值得重视, 一是增值税改革对于低净利率的企业形成实质性利好, 我们测算增值税率下降至 16% 后可增厚公司利润约 10%, 同时 2017 年成本端处于上行周期, 2018 年一旦成本拐头盈利能力将会回升; 二是继 2017 年燕京啤酒国改后, 同是北京国企的顺鑫有望在 2018 年推进改革进程, 国资委对企业的权限下放和更为市场化的考核制度值得期待, 届时相应的薪酬制度、经营策略优化后将进一步提升公司经营动力, 同时非主业的房地产业务亦有望加速剥离, 财务费用将得到大幅缩减。随着公司加快聚焦白酒主业发展, 利润端弹性将会加速体现。
- **中长期来看, 看好牛栏山在低端酒市场的十足发展潜力。**白酒行业 50 元以下的低端酒有千亿元规模, 主要以地产酒和散酒为主, 尽管此价格带消费升级趋势偏弱, 但长期来看需求量是比较稳定的, 牛栏山在该价位的性价比优势首屈一指, 毛利率和净利率长期稳定在 60% 和 10%。低端酒消费不受三公消费影响, 过去 5 年牛栏山销量复合增速达 15%, 远超行业平均水平, 多年耕耘使其逐步成长为全国化品牌, 目前其在低端酒中的市占率仍旧较低, 在居民回归品质和品牌消费时代, 我们看好未来牛栏山逐步收割低端酒市场的充足发展潜力。

- **压制估值的因素逐步消除，被显著低估的低端酒龙头。**一直以来，公司估值被盈利偏弱的肉制品和房地产业务拖累，随着公司利润端加速释放和改革步伐的加快，压制公司估值的因素将逐步解除，届时有望迎来戴维斯双击机会。我们认为对顺鑫农业采用分部估值更为合理（参照 2015-2016 年的康师傅，当时市值跌至 300 亿元，比公司方便面合理的市值还要低），预计 2018 年公司白酒业务收入 80 亿元，按照 2 倍 PS 估值，具备高安全边际，我们看好公司未来充足改善空间。
- **投资建议：重申“买入”评级。**我们调整盈利预测，预计 2018-2020 年公司收入分别为 133.93、152.61、170.12 亿元，同比增长 14.14%、13.94%、11.47%；实现净利润分别为 7.62、11.08、13.74 亿元，同比增长 73.86%、45.43%、24.00%，对应 EPS 分别为 1.34、1.94、2.41 元。
- **风险提示：**房地产业务剥离速度放缓、公司机制改善进度低于预期、低端酒竞争加剧。

图表 1: 顺鑫农业三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,197.2	11,733.8	13,393.4	15,261.0	17,012.0	成长性					
减: 营业成本	7,329.6	7,753.4	8,238.1	8,998.1	9,723.4	营业收入增长率	16.2%	4.8%	14.1%	13.9%	11.5%
营业税费	1,279.2	1,292.9	1,526.9	1,739.8	1,939.4	营业利润增长率	-1.7%	16.3%	74.3%	45.2%	23.9%
销售费用	1,223.2	1,149.6	1,366.1	1,602.4	1,871.3	净利润增长率	9.6%	6.3%	73.9%	45.4%	24.0%
管理费用	756.0	800.4	937.5	1,098.8	1,275.9	EBITDA增长率	8.0%	2.7%	53.9%	30.3%	18.0%
财务费用	256.5	157.7	233.5	208.7	192.7	EBIT增长率	10.4%	-1.0%	68.8%	35.5%	20.3%
资产减值损失	-8.9	35.9	30.0	30.0	30.0	NOPLAT增长率	25.9%	-12.0%	69.1%	35.5%	20.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.1%	-1.6%	37.2%	-38.8%	69.0%
投资和汇兑收益	186.4	94.8	50.0	30.0	20.0	净资产增长率	23.9%	4.5%	-5.4%	13.3%	14.6%
营业利润	548.2	637.6	1,111.4	1,613.2	1,999.4	利润率					
加: 营业外净收支	-3.6	-0.6	-3.7	-2.3	-1.9	毛利率	34.5%	33.9%	38.5%	41.0%	42.8%
利润总额	544.6	637.1	1,107.6	1,610.8	1,997.5	营业利润率	4.9%	5.4%	8.3%	10.6%	11.8%
减: 所得税	119.9	194.7	338.5	492.3	610.4	净利润率	3.7%	3.7%	5.7%	7.3%	8.1%
净利润	424.6	438.4	762.1	1,108.4	1,374.4	EBITDA/营业收入	8.9%	8.7%	11.8%	13.5%	14.2%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	7.2%	6.8%	10.0%	11.9%	12.9%
货币资金	4,139.0	5,095.7	5,357.4	6,104.4	6,804.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	94	99	82	67	55
应收帐款	226.4	117.5	474.9	161.1	492.2	流动营业资本周转天数	148	134	161	133	127
应收票据	164.5	313.8	69.6	429.6	149.4	流动资产周转天数	388	413	417	389	383
预付帐款	468.9	215.5	857.1	191.0	894.6	应收帐款周转天数	9	5	8	8	7
存货	7,798.9	7,817.1	10,251.6	8,650.4	11,794.8	存货周转天数	247	240	243	223	216
其他流动资产	302.2	281.0	194.4	259.2	244.9	总资产周转天数	542	556	536	488	466
可供出售金融资产	51.7	19.1	19.1	19.1	19.1	投资资本周转天数	269	254	262	214	196
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.1%	6.2%	11.4%	14.6%	15.8%
投资性房地产	48.5	41.0	41.0	41.0	41.0	ROA	2.4%	2.4%	3.6%	5.6%	5.7%
固定资产	3,283.3	3,152.8	2,940.5	2,728.3	2,516.0	ROIC	7.5%	6.6%	11.4%	11.2%	22.1%
在建工程	238.1	303.6	303.6	303.6	303.6	费用率					
无形资产	791.9	771.5	751.6	731.8	712.0	销售费用率	10.9%	9.8%	10.2%	10.5%	11.0%
其他非流动资产	321.2	283.5	237.8	238.5	238.5	管理费用率	6.8%	6.8%	7.0%	7.2%	7.5%
资产总额	17,834.6	18,412.0	21,498.5	19,858.0	24,210.8	财务费用率	2.3%	1.3%	1.7%	1.4%	1.1%
短期债务	3,171.0	3,400.0	6,107.8	3,467.8	5,837.6	三费/营业收入	20.0%	18.0%	18.9%	19.1%	19.6%
应付帐款	570.3	337.4	698.6	421.6	768.9	偿债能力					
应付票据	1,000.0	-	977.5	297.2	964.6	资产负债率	61.8%	61.3%	68.6%	61.5%	63.8%
其他流动负债	2,967.4	4,436.1	2,547.9	5,595.8	3,529.1	负债权益比	161.4%	158.3%	218.8%	159.9%	176.6%
长期借款	821.4	789.2	1,923.8	-	1,939.1	流动比率	1.70	1.69	1.67	1.61	1.84
其他非流动负债	2,483.0	2,322.1	2,499.0	2,434.7	2,418.6	速动比率	0.69	0.74	0.67	0.73	0.77
负债总额	11,013.1	11,284.9	14,754.6	12,217.3	15,457.9	利息保障倍数	3.14	5.05	5.76	8.73	11.38
少数股东权益	76.4	38.7	45.7	55.9	68.5	分红指标					
股本	570.6	570.6	570.6	570.6	570.6	DPS (元)	0.10	0.15	0.27	0.39	0.48
留存收益	5,174.5	5,517.8	6,127.6	7,014.3	8,113.8	分红比率	13.8%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	6,821.5	7,127.2	6,743.9	7,640.8	8,752.9	股息收益率	0.4%	0.6%	1.3%	1.9%	2.4%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	424.6	442.4	762.1	1,108.4	1,374.4	EPS (元)	0.72	0.77	1.34	1.94	2.41
加: 折旧和摊销	231.1	253.5	232.1	232.1	232.1	BVPS (元)	11.82	12.42	11.74	13.29	15.22
资产减值准备	-8.9	35.9	-	-	-	PE (X)	33.3	31.3	18.0	12.4	10.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	2.0	1.9	2.0	1.8	1.6
财务费用	275.0	203.4	233.5	208.7	192.7	P/FCF	23.5	13.3	10.1	14.3	14.3
投资收益	-186.4	-94.8	-50.0	-30.0	-20.0	P/S	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
少数股东损益	12.1	4.0	7.0	10.2	12.6	EV/EBITDA	13.3	12.4	11.6	6.3	6.9
营运资金的变动	-893.3	1,063.4	-3,242.2	4,143.6	-4,989.6	CAGR (%)	38.1%	46.4%	26.1%	38.1%	46.4%
经营活动产生现金流量	1,008.2	2,470.9	-2,057.5	5,673.0	-3,197.9	PEG	0.9	0.7	0.7	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	35.1	-90.7	50.0	30.0	20.0	ROIC/WACC	1.0	0.9	1.5	1.5	2.9
融资活动产生现金流量	-401.0	-423.4	2,269.2	-4,955.9	3,878.3	REP	1.6	1.8	1.1	1.3	0.5

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。