



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 白酒快速增长，聚焦酒肉主业

——顺鑫农业（000860）2018 一季度财报点评

2018 年 05 月 01 日

强烈推荐/维持

顺鑫农业

财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017
范垄基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn	010-66554025

### 事件：

2018 年一季度公司营业收入 39.73 亿元，同比增长 3.37%，实现归属于母公司所有者的净利润 3.66 亿元，同比增长 94.61%，EPS 为 0.64 元/股。

### 公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	2511.88	2417.65	3843.31	2704.81	2300.69	2885.03	3972.7
增长率（%）	40.57%	14.80%	5.77%	2.69%	-8.41%	19.33%	3.37%
毛利率（%）	28.56%	31.80%	38.21%	33.24%	32.08%	30.32%	43.15%
期间费用率（%）	17.73%	18.94%	21.60%	19.54%	18.78%	10.98%	16.67%
营业利润率（%）	1.66%	6.74%	6.41%	3.70%	1.77%	8.68%	12.54%
净利润（百万元）	21.23	164.61	189.91	59.60	28.10	164.77	364.92
增长率（%）	-51.11%	81.56%	06.67%	-01.97%	32.35%	00.10%	92.15%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.29	0.33	0.10	0.05	0.29	0.64
资产负债率（%）	62.29%	61.75%	61.85%	61.65%	60.49%	61.29%	58.29%
净资产收益率（%）	0.32%	2.41%	2.71%	0.85%	0.40%	2.31%	4.88%
总资产收益率（%）	0.12%	0.92%	1.04%	0.33%	0.16%	0.89%	2.04%

### 观点：

- **业绩大幅提升，超过市场预期。**公司一季度实现净利润3.66亿元，较上年同期增长94.61%，大超市场预期。业绩的大幅提升，主要原因在于从2017年下半年开始，牛栏山白酒以高性价比的优势快速占领全国低端市场，低端白酒迎来20%的放量增长。2017年底母公司预收账款（均为白酒）大幅增加，从17.37亿增加到32.87亿，为一季度业绩增长预留了充足空间。由于白酒持续贡献净现金流，一季度经营活动产生的现金流量净额达8.74亿元，较上年同期增长34%。
- **外埠市场基础夯实，泛全国化布局成效显著。**“牛栏山”品牌在全国范围内享有很大影响力，2013 年公司就开始了外埠市场的扩张，2016 年业绩规模达到 52 亿元以上，受外埠市场中低端放量的带动，2017 年公司泛全国化布局成效显著，目前已经形成了河北、内蒙、江苏等 18 个省级区域亿元级市场，福建、新疆等新兴市场蓬勃发展销售收入同比增长 50%以上，长江三角洲市场增幅达到 70%以上。近年来受到环保税收政策和原材料成本压力，低端酒市场一直在不断出清，由于公司产品品质上乘、品牌力强，

伴随竞争对手的退出, 公司主力产品陈酿已经在许多地区低端白酒呈现出明显加速趋势, 给老村长、黑土地等低端白酒带来很大压力。随着公司陈酿产品力不断的提高和渠道力的渗透率增强, 我们预计公司陈酿+中高端白酒有望维持 20%左右的增长, 有望在 19-20 年实现百亿规模。

- **主业突出, 剥离非酒肉业务。** 公司从2015年起提出聚焦主业的发展战略, 目前形成了“白酒+猪肉”为核心的主营业务。2017年白酒占公司总体营业收入的54.98%, 成为业绩增长的主要推动力。在公司“突出主业”的战略规划下, 从2015年起陆续剥离了国际种业、电子商务公司、石门市场、鑫大禹等非酒肉业务, 设立了小店种猪育种公司, 我们预计下一步房地产业务将被剥离出去, 随着房地产业务的剥离, 财务费用将会减少, 仍有利润释放空间。
- **管理层变动有望推进公司改革。** 4月10日, 公司发布的《关于提名董事候选人, 聘任高级管理人员》的公告中指出, 董事会收到公司董事长王泽、公司董事王立友提交的书面辞职报告, 同时提名李颖林、李秋生、秦龙为第七届董事会董事候选人, 聘任安元芝为总经理。我们认为管理层的变动释放了利好消息, 将助力公司推进改革, 实施股权激励措施, 进一步释放业绩红利。

#### 结论:

随着公司白酒泛全国化的推进, “酒+肉”业务的聚焦, 以及新管理层换届为后续改革带来效率和利润的提升, 公司的业绩有望达到新的高点。预计公司2018-2020年归属上市公司的净利润分别为: 5.77亿元、8.21亿元和11.24亿元, 对应EPS分别为1.01元、1.44元和1.97元, 预计公司2018年白酒收入增长20%, 净利率10%, 净利润7.74亿元, 给予白酒业务20倍估值, 对应市值150亿元, 肉制品与地产业务市值约40亿元, 公司市值合计190亿元, 对应目标价33.4元。维持公司“强烈推荐”投资评级。

**风险提示:** 食品安全的风险、地产剥离不及预期的风险、国企改革速度不达预期的风险

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	13100	13841	13422	14903	15986	<b>营业收入</b>	11197	11734	12154	13459	15049
货币资金	4139	5096	5186	6700	7765	<b>营业成本</b>	7330	7753	7922	8685	9614
应收账款	181	92	100	105	112	营业税金及附加	1279	1293	1349	1464	1604
其他应收款	46	25	26	29	32	营业费用	1223	1150	1096	1153	1224
预付款项	469	215	-76	-399	-760	管理费用	756	800	837	937	1058
存货	7799	7817	7727	8047	8463	财务费用	256	158	152	77	-21
其他流动资产	302	281	260	193	112	资产减值损失	-8.91	35.91	95.00	80.00	70.00
<b>非流动资产合计</b>	4735	4571	4013	3525	3037	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	186.44	94.85	110.00	90.00	70.00
固定资产	3283	3153	3046	2635	2224	<b>营业利润</b>	548	638	813	1154	1570
无形资产	792	771	694	617	540	营业外收入	1.02	0.13	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	55	51	0	0	0	营业外支出	4.62	0.69	8.00	6.00	5.00
<b>资产总计</b>	17835	18412	17355	18348	18943	<b>利润总额</b>	545	637	814	1157	1574
<b>流动负债合计</b>	7709	8174	9209	9039	9760	所得税	120	195	236	326	430
短期借款	3171	3400	2784	953	0	<b>净利润</b>	425	442	577	831	1144
应付账款	449	279	282	300	322	少数股东损益	12	4	0	10	20
预收款项	2141	3785	5433	7076	8729	归属母公司净利润	413	438	577	821	1124
一年内到期的非流	40	300	300	300	300	EBITDA	1769	1775	1453	1719	2037
<b>非流动负债合计</b>	3304	3111	746	604	422	<b>EPS (元)</b>	0.72	0.77	1.01	1.44	1.97
长期借款	821	789	789	789	789	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	2034	2034	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>负债合计</b>	11013	11285	9955	9642	10183	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	76	39	39	49	69	营业收入增长	16.18%	4.79%	3.58%	10.74%	11.81%
实收资本(或股本)	571	571	571	571	571	营业利润增长	-1.65%	16.31%	27.45%	41.96%	36.06%
资本公积	2798	2798	2798	2798	2798	归属于母公司净利润	31.73%	6.25%	31.73%	42.16%	36.89%
未分配利润	1954	2220	1614	735	-491	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	6745	7088	6206	6151	6185	毛利率(%)	34.54%	33.92%	34.82%	35.47%	36.12%
<b>负债和所有者权</b>	17835	18412	16126	15768	16363	净利率(%)	3.79%	3.77%	4.75%	6.17%	7.60%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E							
<b>经营活动现金流</b>	1008	2471	3363	3079	3269	<b>偿债能力</b>					
净利润	425	442	577	831	1144	资产负债率(%)	62%	61%	62%	61%	62%
折旧摊销	964.78	979.52	0.00	487.97	487.97	流动比率	1.70	1.69	1.46	1.65	1.64
财务费用	256	158	152	77	-21	速动比率	0.69	0.74	0.62	0.76	0.77
应收账款减少	0	0	-7	-5	-7	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	1648	1643	1653	总资产周转率	0.66	0.65	0.70	0.84	0.94
<b>投资活动现金流</b>	35	-91	85	10	0	应收账款周转率	49	86	126	131	139
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	30.43	32.25	43.32	46.23	48.37
长期股权投资减少	0	0	19	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	186	95	110	90	70	每股收益(最新摊薄)	0.72	0.77	1.01	1.44	1.97
<b>筹资活动现金流</b>	-401	-423	-3682	-2838	-2203	每股净现金流(最新)	1.13	3.43	-0.41	0.44	1.87
应付债券增加	0	0	-2034	0	0	每股净资产(最新摊)	11.82	12.42	10.88	10.78	10.84
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	34.50	32.47	24.65	17.34	12.67
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.11	2.01	2.29	2.31	2.30
<b>现金净增加额</b>	642	1957	-234	251	1066	EV/EBITDA	9.13	8.83	8.89	5.57	3.71

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员, 拥有买方、卖方双重工作经验, 曾就职于天风证券研究所, 东方基金, 泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位, 本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所, 负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

### 范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所, 负责食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。