证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

顺鑫农业(000860)

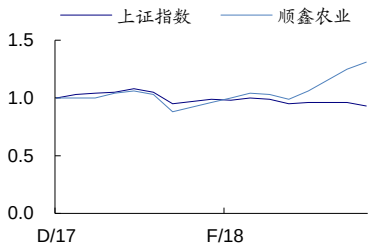
买入

2018 年一季报点评

（维持评级）

2018 年 05 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)	14,493/14,493
上证综指/深圳成指	3,075/10,292
12 个月最高/最低(元)	26.64/16.60

相关研究报告:

《顺鑫农业-000860-2017 年年报点评：低端酒市场回暖明显，牛栏山销量提速》——2018-04-02

《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码：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

18Q1 牛栏山继续保持高增，公司迎来拐点时刻

● 2018Q1 收入增长 3.37%，净利润增长 94.61%

公司公告 2018Q1 年实现营业收入 39.73 亿元，同增 3.37%，归属上市公司股东净利润 3.66 亿元，同比增加 94.61%，扣非净利同增 94.80%，折合 EPS0.64 元，公司净利润增速远高于收入增速。2018Q1 销售费用率 9.20%，同减 4.19pcts，管理费用率 6.44%，同减 0.61pcts，财务费用率 1.03%，同减 0.13pcts，费用控制趋于合理。2018 年 Q1 公司经营活动产生的现金流量净额 47.87 亿元，同比微增 2.33%，销售商品提供劳务收到的现金 8.74 亿元，同增 34%。2018Q1 公司整体毛利率 43.15%，同增 4.94pcts，净利润率 9.19%，同增 4.25pcts。18Q1 年预收账款 37.01 亿元，同增 54.03%，营业收入+预收账款变动同比增长 22.9%。2018Q1 资产减值损失 282.67 万元，同减 42.93%，系应收款项收回坏账准备计提减少。2018Q1 税金及附加 5.5 亿元，同比增长 42.13%，系白酒企业消费税增加所致，母公司存货 12.33 亿元，同比减少 5.66 亿元，显示出公司高周转发展的趋势。

● 公司迎重大人事调整，顺鑫集团层面或将启动国企改革

4 月 9 日，公司聘任安元芝为公司总经理，现任顺鑫集团党委副书记、经理李颖林将出任顺鑫农业董事长。加之公司先前已经上报国资委国资运营公司方案，调整后或以顺鑫集团层面来运营，类似小国资，自主性很大，此外投资、收并购、股权激励权限都会下放，值得一提的是，此方案涉及员工持股、混改、市场化的经营和激励，会考虑管理层持股。同时公司希望牛栏山在 2020 年之前达到百亿规模，为此不排除甚考虑并购等方式，未来甚至可能考虑剥离肉制品业务，剥离后形成上市公司总部-牛栏山事业部-各地分子公司的模式，形成更适宜牛栏山扩大发展的管理架构。我们预计随着未来国企改革方案的落地，顺鑫在体制上、人员激励上都会有较大的变化，老牌国企将焕发新的生命力。

● 盈利预测与评级

公司母公司利润表反应酒肉业务情况，扣除肉 7.4 亿（17 年年报季平均），预计 18Q1 收入约为 31.1 亿，H1 有望突破 50 亿收入大关，我们看好牛栏山继续保持高速增长，同时公司长期受益于北京国企改革，预计 18-20 年归母净利润 5.77/7.81 /9.96 亿元，EPS1.01/1.37/1.74 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	12,858	14,049	15,381
(+/-%)	*16.2%*	*4.8%*	*9.6%*	*9.3%*	*9.5%*
净利润(百万元)	413	438	577	781	996
(+/-%)	*9.6%*	*6.3%*	*31.6%*	*35.4%*	*27.4%*
摊薄每股收益(元)	0.72	0.77	1.01	1.37	1.74
EBIT Margin	7.0%	6.3%	6.9%	8.3%	9.4%
净资产收益率(ROE)	6.1%	6.2%	7.7%	9.7%	11.4%
市盈率(PE)	34.7	32.5	24.7	18.2	14.3
EV/EBITDA	28.2	26.4	21.0	16.9	14.5
市净率(PB)	2.11	2.01	1.90	1.77	1.63

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）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	5096	4109	4153	4333
应收款项	431	423	462	506
存货净额	7817	9825	10568	11402
其他流动资产	496	656	717	784
流动资产合计	**13841**	**15012**	**15900**	**17026**
固定资产	3456	3520	3553	3562
无形资产及其他	771	742	712	682
投资性房地产	344	344	344	344
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**18412**	**19617**	**20508**	**21613**
短期借款及交易性金融负债	3700	4500	4500	4500
应付款项	279	646	695	750
其他流动负债	4195	4062	4366	4727
流动负债合计	**8174**	**9208**	**9561**	**9978**
长期借款及应付债券	2823	2593	2593	2593
其他长期负债	288	289	290	291
长期负债合计	**3111**	**2882**	**2883**	**2884**
负债合计	**11285**	**12090**	**12444**	**12862**
少数股东权益	39	35	25	15
股东权益	7088	7492	8039	8736
负债和股东权益总计	**18412**	**19617**	**20508**	**21613**

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.77	1.01	1.37	1.74
每股红利	0.72	0.30	0.41	0.52
每股净资产	12.42	13.12	14.08	15.30
ROIC	4%	5%	7%	8%
ROE	6%	8%	10%	11%
毛利率	34%	35%	37%	38%
EBIT Margin	6%	7%	8%	9%
EBITDA Margin	8%	10%	11%	12%
收入增长	5%	10%	9%	9%
净利润增长率	6%	32%	35%	27%
资产负债率	62%	62%	61%	60%
息率	2.9%	1.2%	1.6%	2.1%
P/E	32.5	24.7	18.2	14.3
P/B	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	26.4	21.0	16.9	14.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**11734**	**12858**	**14049**	**15381**
营业成本	7753	8298	8895	9568
营业税金及附加	1293	1479	1630	1784
销售费用	1150	1337	1412	1555
管理费用	800	861	941	1031
财务费用	158	222	241	240
投资收益	95	109	119	131
资产减值及公允价值变动	(36)	6	7	8
其他收入	(1)	0	0	0
营业利润	638	776	1056	1342
营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(2)
利润总额	**637**	**775**	**1055**	**1341**
所得税费用	195	194	264	335
少数股东损益	4	4	10	10
归属于母公司净利润	**438**	**577**	**781**	**996**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	**438**	**577**	**781**	**996**
资产减值准备	45	3	0	0
折旧摊销	228	370	404	430
公允价值变动损失	36	(6)	(7)	(8)
财务费用	158	222	241	240
营运资本变动	154	(1919)	(489)	(528)
其它	(45)	(7)	(10)	(10)
经营活动现金流	**856**	**(982)**	**679**	**880**
资本开支	(152)	(401)	(401)	(401)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(152)**	**(401)**	**(401)**	**(401)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(32)	(230)	0	0
支付股利、利息	(409)	(173)	(234)	(299)
其它融资现金流	1135	800	0	0
融资活动现金流	**252**	**397**	**(234)**	**(299)**
现金净变动	**957**	**(987)**	**44**	**180**
货币资金的期初余额	4139	5096	4109	4153
货币资金的期末余额	5096	4109	4153	4333
企业自由现金流	742	(1288)	392	584
权益自由现金流	1845	(885)	211	404

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 ±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 ±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