

顺鑫农业(000860)/饮料制造
牛二全国化进程持续推进, 成长空间仍足
评级: 买入(维持)

市场价格: 42.66

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

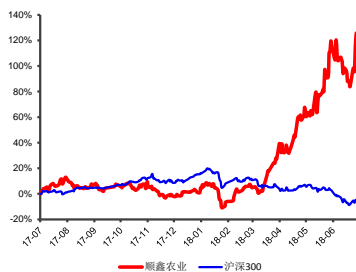
Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

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)	42.66
市值(百万元)	24,359
流通市值(百万元)	24,359

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 牛二保持近 40% 的高增长, 市值仍被低估
- 2 顺鑫农业(000860.SZ)_公司点评: 业绩加速释放, 市值仍被低估
- 3 顺鑫农业(000860.SZ)_年报点评: 白酒动销超预期, 更待改革的期权

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	12,882.49	14,060.82	15,434.46
增长率 yoy%	16.18%	4.79%	9.79%	9.15%	9.77%
净利润	412.57	438.37	580.41	784.91	999.49
增长率 yoy%	9.65%	6.25%	32.40%	35.23%	27.34%
每股收益(元)	0.72	0.77	1.02	1.38	1.75
每股现金流量	1.77	4.33	2.03	2.48	1.92
净资产收益率	6.12%	6.18%	8.86%	10.93%	12.52%
P/E	34.7	32.7	24.7	18.2	14.3
PEG	1.5	1.0	1.6	0.8	0.5
P/B	2.1	2.0	2.2	2.0	1.8

备注:

投资要点

- **核心观点: 年初以来我们发布重磅深度和多篇跟踪报告重点推荐顺鑫农业, 详细参考公司深度报告《从财务视角还原全面的顺鑫农业》, 核心逻辑是白酒主业加速增长, 阜外市场迎来放量增长, 业绩有望持续超预期, 中报业绩预增持续兑现这一逻辑。根据费用投入方式的变化, 我们认为费用调整效应将逐步体现, 下半年业绩有望加速增长。中长期来看, 牛栏山在千亿低端酒市场销量占比仅 5%, 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, 公司市值仍被低估, 持续重点推荐!**
- **二季度白酒主业持续高增, 业绩预增超预期。**公司公告预计 2018 年上半年实现归母净利润 4.16-4.89 亿元, 同比增长 70%-100%, 我们预计 18Q2 公司净利润在 1 亿元左右, 中报业绩靠近预告上限, 业绩持续高增主要由白酒业务驱动。分业务来看, 18Q1 白酒收入增速超过 45%, 我们预计 Q2 增速在 40% 以上, 继续保持快速增长, 产品结构升级推动北京市场个位数增长, 长三角等阜外市场迎来放量增长, 对应收入增速基本在 50%-70%, 多年积累的品牌和渠道红利效应继续加速体现; 受猪价下行影响, 肉制品业务相对去年表现较弱, 基本不盈利; 房地产业务暂无明显进展, 我们预计对公司整体利润仍有一定拖累。
- **费用调整效应逐步体现, 下半年业绩有望加速增长。**从近期公司发布的年报问询函回复中, 可以看到从 2017 年下半年起公司调整了费用投入方式, 市场开发及推广费用让经销商承担, 然后给予经销商产品销售折扣, 这也是收入加速但销售费用率下降的重要原因, 若下半年收入增速保持, 后续公司利润增速有望加快, 净利率有望在去年 10% 左右的基础上进一步提升。随着信息披露更加透明化和详细化, 公司预收账款蓄水红利有望逐季体现, 在可释放的业绩增长潜力充足大背景下, 市场将对公司价值认识的更加充分。
- **中长期来看, 牛栏山在低端酒市场发展潜力十足。**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, 牛栏山在该价位段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, 50 元以下的低端酒全国销量约 800 万吨, 顺鑫目前销量约 40 万吨, 市场份额占比约 5%, 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，仍被低估的低端酒龙头。**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），基于未来牛栏山品牌的成长性和可释放的收入潜力，我们预计 2019 年白酒收入有望达到 100 亿元，按照 10% 的保守净利率测算，对应利润可达 10 亿元，参照可比公司估值，公司白酒业务市值仍被低估；房地产业务虽处于亏损状态，但未来变现后我们估计可收回 40 亿元，肉制品业务小幅盈利，暂不考虑，公司市值亦被低估，我们看好公司未来充足改善空间。
- **投资建议：重申“买入”评级。**我们预计 2018-2020 年公司收入分别为 128.82、140.61、154.34 亿元，同比增长 9.79%、9.15%、9.77%；实现净利润分别为 5.80、7.85、9.99 亿元，同比增长 32.40%、35.23%、27.34%，对应 EPS 分别为 1.02、1.38、1.75 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)

营业收入	11,197.2	11,733.8	12,882.5	14,060.8	15,434.5	成长性					
减: 营业成本	7,329.6	7,753.4	8,152.3	8,651.5	9,235.8	营业收入增长率	16.2%	4.8%	9.8%	9.1%	9.8%
营业税费	1,279.2	1,292.9	1,468.6	1,602.9	1,759.5	营业利润增长率	-1.7%	16.3%	32.9%	34.9%	27.2%
销售费用	1,223.2	1,149.6	1,339.8	1,490.4	1,697.8	净利润增长率	9.6%	6.3%	32.4%	35.2%	27.3%
管理费用	756.0	800.4	901.8	1,012.4	1,157.6	EBITDA增长率	8.0%	2.7%	19.8%	23.1%	18.5%
财务费用	256.5	157.7	147.8	135.5	104.3	EBIT增长率	10.4%	-1.0%	24.9%	28.5%	21.9%
资产减值损失	-8.9	35.9	30.0	30.0	30.0	NOPLAT增长率	25.9%	-12.0%	25.1%	28.5%	21.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.1%	-1.6%	-4.7%	-6.3%	0.2%
投资和汇兑收益	186.4	94.8	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	23.9%	4.5%	-7.4%	9.6%	11.2%
营业利润	548.2	637.6	847.3	1,143.1	1,454.5	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%	36.7%	38.5%	40.2%
利润总额	544.6	637.1	843.5	1,140.7	1,452.6	营业利润率	4.9%	5.4%	6.6%	8.1%	9.4%
减: 所得税	119.9	194.7	257.8	348.6	443.9	净利率	3.7%	3.7%	4.5%	5.6%	6.5%
净利润	424.7	442.4	585.7	792.1	999.5	EBITDA/营业收入	8.9%	8.7%	9.5%	10.7%	11.6%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	7.2%	6.8%	7.7%	9.1%	10.1%
货币资金	4,139.0	5,095.7	5,153.0	5,624.3	6,173.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	94	99	85	73	61
应收账款	226.4	117.5	452.3	133.7	459.0	流动资产周转天数	148	134	120	106	95
应收票据	164.5	313.8	54.9	405.0	120.3	流动资产周转天数	388	413	428	403	395
预付账款	468.9	215.5	845.9	161.8	869.4	应收账款周转天数	9	5	8	8	7
存货	7,798.9	7,817.1	10,063.3	8,110.5	11,309.4	存货周转天数	247	240	250	233	226
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	551	510	487
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	224	194	171
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.1%	6.2%	8.9%	10.9%	12.5%
投资性房地产	48.5	41.0	41.0	41.0	41.0	ROA	2.4%	2.4%	2.8%	4.2%	4.4%
固定资产	3,283.3	3,152.8	2,940.5	2,728.3	2,516.0	ROIC	7.5%	6.6%	8.4%	11.3%	14.7%
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%	10.4%	10.6%	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	21,057.5	18,756.7	23,007.0	财务费用率	2.3%	1.3%	1.1%	1.0%	0.7%
短期债务	3,171.0	3,400.0	4,531.6	3,836.9	3,552.7	三费/营业收入	20.0%	18.0%	18.5%	18.8%	19.2%
应付账款	570.3	337.4	687.8	389.3	741.6	偿债能力					
应付票据	1,000.0	-	967.3	258.3	940.2	资产负债率	61.8%	61.3%	68.7%	61.4%	65.1%
其他流动负债	2,967.4	4,436.1	5,774.9	4,605.6	7,313.1	负债权益比	161.4%	158.3%	219.2%	159.4%	186.1%
长期借款	821.4	789.2	-	-	-	流动比率	1.70	1.69	1.40	1.62	1.53
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	0.56	0.72	0.63
负债总额	11,013.1	11,284.9	14,460.7	11,524.8	14,966.2	利息保障倍数	3.14	5.05	6.73	9.44	14.95
少数股东权益	76.4	38.7	44.1	51.3	60.5	分红指标					
股本	570.6	570.6	570.6	570.6	570.6	DPS(元)	0.10	0.15	0.20	0.28	0.35
留存收益	5,174.5	5,517.8	5,982.2	6,610.1	7,409.7	分红比率	13.8%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	6,821.5	7,127.2	6,596.8	7,232.0	8,040.7	股息收益率	0.4%	0.6%	1.0%	1.4%	1.7%
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	424.7	442.4	580.4	784.9	999.5	EPS(元)	0.72	0.77	1.02	1.38	1.75
加: 折旧和摊销	231.1	253.5	232.1	232.1	232.1	BVPS(元)	11.82	12.42	11.48	12.58	13.99
资产减值准备	-8.9	35.9	-	-	-	PE(X)	34.7	32.7	24.7	18.2	14.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.1	2.0	2.2	2.0	1.8
财务费用	275.0	203.4	147.8	135.5	104.3	P/FCF	24.5	13.9	12.8	23.0	19.3
投资收益	-186.4	-94.8	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	12.1	4.0	5.3	7.2	9.2	EV/EBITDA	13.3	12.4	12.7	9.6	7.6
营运资金的变动	-893.3	1,063.4	200.4	260.6	-244.2	CAGR(%)	23.1%	31.6%	15.2%	23.1%	31.6%
经营活动产生现金流量	1,008.2	2,470.9	1,161.1	1,415.3	1,095.9	PEG	1.5	1.0	1.6	0.8	0.5
投资活动产生现金流量	35.1	-90.7	5.0	5.0	5.0	ROIC/WACC	0.9	0.8	1.0	1.4	1.8
融资活动产生现金流量	-401.0	-423.4	-1,108.8	-949.0	-551.4	REP	1.7	1.9	2.0	1.4	1.0

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。