

顺鑫农业：奔牛不息，加速不止

买入（维持）

2018 年 08 月 25 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 杨默曦

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

事件

- 顺鑫农业公布 18 年半年报：公司 18H1 实现营业收入 72.33 亿元，同比+10.45%；归母净利润 4.81 亿元，同比+96.78%；扣非净利润 4.83 亿元，同比+96.60%。其中 18Q2 单季度，公司实现营业收入 32.60 亿元，同比+20.52%；归母净利润 1.16 亿元，同比+103.98%；扣非净利润 1.16 亿元，同比+102.55%。

投资要点

- 收入端：奔牛不息，加速不止，百亿牛栏山或有望提前实现。分业务来看（1）白酒业务实现营收 57.74 亿元，同比+62.3%，如考虑到期末预收款为 34.4 亿元维持高位，且下半年将迎来中秋旺季+19 年春节提前备货，百亿牛栏山目标或有望提前实现。分区域看，因全国化推进，外埠爆发式增长，公司报告期内外埠营收 43.46 亿元，同比+71.31%，其中长江三角洲市场收入同增 78%、湖南收入同增 103%、新疆收入同增 160%，公司将在长三角、珠三角、华北、东北和西北，甄选并培育 5-10 个外阜重点市场，形成 5-10 亿元销售规模的省级样板市场，草根调研亦验证白酒全国化进程加速，渠道毛利厚周转高动能十足。本埠（北京）白酒营收约 14.28 亿元，同比+39.91%，主因结构升级带动，草根调研显示三牛等中高端价格带本埠增速较快。分季度看，Q1 白酒业务同比+45%，测算 Q2 白酒业务同比+91%，自去年下半年以来不断加速，验证此前公司已进入加速全国化阶段的判断。（2）猪肉业务实现收入 12.96 亿元，同比-24.48%，收入下滑主要系 18H1 全国生猪供应过剩，叠加猪周期下行，生猪市场价格大幅下跌所致；（3）房地产业务实现营收 0.73 亿元，同比-18.6%。

- 利润端：具体来看，（1）白酒业务毛利率 47.7%，同比-12.1pct，主要系牛二外埠高速扩张低档酒占比提升及 17 年下半年公司白酒业务市场开发及推广费用改由经销商承担，给予经销商产品销售折扣所致。与此对应的是 18H1 公司促销费绝对额同比下降 1.05 亿元。由于公司加大品牌力投入，18H1 广告费 5.3 亿元，绝对额新增 2.2 亿，同比+70.95%；外埠扩张加速也带来了运输费用上升，18H1 运输费 1.98 亿元，同比+72.55%，与外埠扩张速度一致。受益于营收高增长，公司上半年销售费用率（12.2%）仍有下降，同比-0.5pct；（2）房地产业务净利润-1.16 亿元。若加回房地产业务亏损测算，白酒业务 18H1 净利率达到 10.3%，较 17H1 净利率（9.4%）提升 0.9pct。预计伴随收入体量扩张摊薄广告费以及成都基地落成后运输费用缩减，净利率提升可期。

- 牛栏山加速腾飞，百亿目标可期。我们认为牛栏山可以实现份额收割的原因主要有（1）产品力：二锅头定位清晰，20 元以下价格带性价比最优。已经成为低端酒第一品牌，品牌化带来性价比，挤压杂牌酒效果显著；（2）渠道力：因地制宜，依托大商，以高毛利增厚渠道力。利用核心经销商的重点终端资源，辅以厂家加大终端投入力度，商超渠道高渗透；（3）品牌力：借助二锅头品类的高认知度，带动品牌传播；（4）竞争格局：20 元以下价格带缺乏有力竞品，公司在规模效应、品牌、品质上形成综合优势，竞争力强于区域酒企和主流白酒品牌的低端线。

- 盈利预测与投资评级：我们预计 18-20 年公司收入达 126.7/144.5/160.7 亿，同比增长 8.0%/14.0%/11.2%；归母净利达 8.2/10.3/12.7 亿，同比增长 87.0%/25.6%/23.6%；对应 PE 为 26.6X/21.2X/17.2X，维持“买入”评级。

- 风险提示：低端酒竞争加剧风险，外埠扩张不达预期，假酒侵权风险，生猪疫情风险，宏观经济消费需求疲软。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.24
一年最低/最高价	16.52/47.90
市净率(倍)	3.37
流通 A 股市值(百万元)	21819.36

基础数据

每股净资产(元)	11.33
资产负债率(%)	59.06
总股本(百万股)	570.59
流通 A 股(百万股)	570.59

相关研究

1、《被低估的白酒资产，进入业绩估值双升期》2018-04-25

表 1：顺鑫农业季度经营数据（单位：亿元）

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入	36.34	26.34	25.12	24.18	38.43	27.05	23.01	28.85	39.73	32.60
YOY	12.4%	4.9%	40.6%	14.8%	5.8%	2.7%	-8.4%	19.3%	3.4%	20.5%
毛利率	42.2%	32.3%	28.6%	31.8%	38.2%	33.2%	32.1%	30.3%	43.2%	35.6%
三费率	22.9%	18.9%	17.7%	18.9%	21.6%	19.5%	18.8%	11.0%	16.7%	21.7%
销售费用率	14.8%	10.4%	7.1%	9.6%	13.4%	11.6%	9.7%	3.4%	9.2%	15.8%
管理费用率	6.0%	6.2%	7.9%	7.3%	7.0%	5.9%	8.4%	6.2%	6.4%	4.4%
财务费用率	2.1%	2.3%	2.7%	2.0%	1.2%	2.1%	0.7%	1.4%	1.0%	1.4%
归母净利润	1.75	0.55	0.16	1.66	1.88	0.57	0.28	1.66	3.66	1.16
YOY	-8.7%	0.0%	-60.3%	87.7%	7.2%	2.3%	71.2%	0.2%	94.6%	104.0%
扣非净利润	1.78	0.55	0.16	-0.20	1.89	0.57	0.28	0.71	3.68	1.16
销售净利率	4.9%	2.3%	0.9%	6.8%	4.9%	2.2%	1.2%	5.7%	9.2%	3.5%
扣非净利率	4.9%	2.1%	0.6%	-0.8%	4.9%	2.1%	1.2%	2.5%	9.3%	3.6%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 2：顺鑫农业半年度按业务收入拆分（单位：亿元）

报告期	16H1	16H2	16A	17H1	17H2	17A	18H1
白酒收入	32.48	19.57	52.04	35.58	28.93	64.51	57.74
YOY	3.9%	28.5%	12.0%	9.6%	47.8%	23.9%	62.3%
毛利率(%)	62.5%	62.7%	62.6%	59.8%	48.8%	54.9%	47.7%
肉类加工收入	15.82	18.92	34.74	16.01	13.68	29.69	12.31
YOY	23.8%	30.8%	27.5%	1.2%	-27.7%	-14.5%	-23.1%
毛利率(%)	3.6%	2.5%	3.0%	4.5%	4.6%	4.5%	7.4%
建筑收入	9.35	7.18	16.53	11.02	6.34	17.36	0.00
YOY	19.1%	62.5%	34.7%	17.8%	-11.6%	5.0%	-
毛利率(%)	10.4%	6.1%	8.5%	6.9%	6.4%	6.7%	-
种猪收入	1.45	1.40	2.84	1.15	1.31	2.45	0.65
YOY	-10.8%	510.8%	53.5%	-20.7%	-6.4%	-13.7%	-43.4%
毛利率(%)	30.2%	30.5%	30.3%	20.2%	17.5%	18.8%	-57.5%
房地产收入	1.53	1.20	2.72	0.90	0.69	1.59	0.73
YOY	-22.1%	-60.8%	-45.7%	-41.2%	-42.1%	-41.6%	-18.6%
毛利率(%)	31.9%	37.1%	34.2%	32.8%	44.1%	37.7%	48.4%
食品加工收入	0.34	0.32	0.66	0.43	0.51	0.94	0.53
YOY	62.4%	22.1%	40.1%	24.6%	61.3%	42.3%	24.6%
毛利率(%)	44.3%	49.1%	46.6%	41.8%	35.5%	38.4%	36.4%
纸业收入	0.26	0.07	0.33	0.24	0.19	0.43	0.26
YOY	-21.5%	-305.5%	9.4%	-7.6%	180.1%	30.8%	8.2%
毛利率(%)	22.1%	162.4%	50.9%	47.9%	70.2%	57.7%	37.8%
其他业务收入	0.12	0.24	0.36	0.17	0.20	0.37	-
YOY	21.3%	66.1%	48.2%	39.7%	-16.7%	1.8%	-
毛利率(%)	41.5%	66.8%	58.5%	61.4%	66.7%	64.3%	-

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 3：顺鑫农业半年度按地区收入拆分（单位：亿元）

报告期	16H1	16H2	16A	17H1	17H2	17A	18H1
北京收入	39.74	27.54	67.28	39.95	23.41	63.36	28.76
YOY	9.9%	-4.1%	3.7%	0.5%	-15.0%	-5.8%	-28.0%
毛利率(%)	32.2%	37.5%	34.4%	31.1%	38.5%	33.8%	35.6%
外埠收入	22.82	21.52	44.33	25.37	28.24	53.61	43.46
YOY	7.8%	113.4%	41.9%	11.2%	31.3%	20.9%	71.3%
毛利率(%)	48.0%	20.4%	34.6%	43.9%	24.7%	33.8%	42.5%

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

顺鑫农业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	13841	16470	18423	20709	营业收入	11734	12674	14449	16074
现金	5096	6942	8520	9930	减:营业成本	7753	7938	8879	9722
应收账款	92	203	412	592	营业税金及附加	1293	1499	1844	2110
存货	7817	8058	8233	8386	营业费用	1150	1246	1423	1591
其他流动资产	835	1266	1257	1800	管理费用	800	865	986	1096
非流动资产	4571	4757	5163	5443	财务费用	158	22	-56	-124
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	36	0	0	0
固定资产	3180	3346	3737	4060	加:投资净收益	95	72	89	111
在建工程	304	355	420	447	其他收益	0	0	0	0
无形资产	771	743	703	663	营业利润	638	1176	1463	1788
其他非流动资产	317	312	303	274	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	18412	21226	23586	26152	利润总额	637	1175	1462	1786
流动负债	8174	10727	12501	14330	减:所得税费用	195	341	414	491
短期借款	3400	3400	3400	3500	少数股东损益	4	15	19	24
应付账款	279	411	575	814	归属母公司净利润	438	820	1029	1272
其他流动负债	4495	6915	8525	10016	EBIT	877	1286	1507	1774
非流动负债	3111	2624	2225	1732	EBITDA	1130	1498	1745	2045
长期借款	2823	2336	1937	1444					
其他非流动负债	288	288	288	288	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	11285	13350	14726	16062	每股收益(元)	0.77	1.44	1.80	2.23
少数股东权益	39	53	73	97	每股净资产(元)	10.67	11.96	13.65	15.76
归属母公司股东权益	7088	7822	8787	9993	发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
负债和股东权益	18412	21226	23586	26152	ROIC(%)	4.4%	6.3%	7.2%	8.1%
					ROE(%)	6.2%	10.6%	11.8%	12.8%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	33.9%	37.4%	38.5%	39.5%
经营活动现金流	2471	2483	2494	2151	销售净利率(%)	3.7%	6.5%	7.1%	7.9%
投资活动现金流	-91	-325	-556	-440	资产负债率(%)	61.3%	62.9%	62.4%	61.4%
筹资活动现金流	-423	-312	-360	-301	收入增长率(%)	4.8%	8.0%	14.0%	11.2%
现金净增加额	1957	1847	1578	1411	净利润增长率(%)	6.3%	87.0%	25.6%	23.6%
折旧和摊销	254	212	238	270	P/E	49.77	26.62	21.20	17.16
资本开支	208	185	407	280	P/B	3.58	3.20	2.80	2.43
营运资本变动	1652	1487	1352	820	EV/EBITDA	20.86	14.38	11.25	8.75

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>