

顺鑫冲击白酒百亿，光瓶酒的“草根英雄”

2018年08月29日

强烈推荐/维持

顺鑫农业

财报点评

——顺鑫农业（000860）2018上半年财报点评

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

事件：

顺鑫农业发布2018年半年报，2018H1实现营业收入72.32亿元，同比增长10.45%；归母净利润4.81亿元，同比增长96.78%；实现扣非归母净利润4.83亿元，同比增长96.6%。单二季度实现营业收入32.6亿元，同比增长20.52%；归母净利润1.15亿元，同比增长103.98%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	2417.65	3843.31	2704.81	2300.69	2885.03	3972.7	3259.88
增长率（%）	14.80%	5.77%	2.69%	-8.41%	19.33%	3.37%	20.52%
毛利率（%）	31.80%	38.21%	33.24%	32.08%	30.32%	43.15%	35.62%
期间费用率（%）	18.94%	21.60%	19.54%	18.78%	10.98%	16.67%	21.66%
营业利润率（%）	6.74%	6.41%	3.65%	1.83%	8.68%	12.54%	4.73%
净利润（百万元）	164.61	189.91	59.60	28.10	164.77	364.92	113.56
增长率（%）	81.56%	06.67%	-01.97%	32.35%	00.10%	92.15%	90.52%
每股盈利（季度，元）	0.29	0.33	0.10	0.05	0.29	0.64	0.20
资产负债率（%）	61.75%	61.85%	61.65%	60.49%	61.29%	58.29%	59.06%
净资产收益率（%）	2.41%	2.71%	0.85%	0.40%	2.31%	4.88%	1.51%
总资产收益率（%）	0.92%	1.04%	0.33%	0.16%	0.89%	2.04%	0.62%

观点：

- 业绩持续加速释放，白酒百亿目标有望提前实现。**2018H1实现营业收入72.32亿元，同比增长10.45%；归母净利润4.81亿元，同比增长96.78%；Q2实现营业收入32.6亿元，同比增长20.52%；归母净利润1.15亿元，同比增长103.98%，公司维持了高增长的态势。18H1白酒实现销售57.74亿元，同比增长62.29%，公司二季度增长情况良好。2017年10月鑫大禹水利建筑公司正式剥离，2017年1-5月鑫大禹总计贡献收入10亿元、利润0.22亿元，不考虑此因素，2018H1公司收入同比增30.4%，利润同比增116.2%。其他分业务来看，猪肉收入12.31亿元，同比降-23.1%；种畜业务收入0.64亿元，同比降-43.8%；房地产业务收入0.73亿元，同比降18.1%；纸业收入0.26亿元，同比增8%；食品加工收入0.53亿元，同比增24.2%。公司不断聚焦主业，未来有望持续加速。业绩的大幅提升，主要原因在于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，随着公司白酒销售市场扩大，低端白酒迎来20%的放量增长，带动公司销量及销售收入增加。公司2020年酒肉双百亿的目标，有望在白酒方面率先突破，提前实现。

- **定位百姓用酒，泛全国化布局顺利进行。**公司产品定位大众化的百姓用酒，放量增长及外埠区域的扩张，成为2017年业绩增长的主要推动力。未来增长动力主要来源于泛全国化的推进及产品结构的提升。一方面，公司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，北京市市场由于基数大，销售收入增速30%以上，外埠市场增长更快；另一方面，由于环保税收政策给地方白酒企业带来较大压力，导致低端酒市场不断出清，公司由于产品品质优、品牌力强，伴随竞争对手的退出，公司主力产品陈酿在许多地区低端白酒市场快速增长，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，外埠市场销售收入逐年提高，重点发展的长江三角洲市场，销售收入同比增长78%，湖南市场，销售收入同比增长103%，新疆市场销售收入同比增长160%，全国化布局收效显著。
- **剥离非主业，聚焦酒肉双百亿。**公司此前除了白酒板块业务，还包括水利、房地产、农贸批发市场等业务，主业不突出。从2015年起，公司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。同时，肉制品也是公司核心业务，未来可能会通过自建+并购两条思路在产业链发力，打造百亿的销售目标。
- **管理层人事调整，控股股东增持，公司国企改革有望推进。**4月10日，公司发布《关于提名董事候选人，聘任高级管理人员》，管理层迎来重大人事调整，同时，自2018年2月23日至2018年6月13日，控股股东顺鑫控股增持公司股份比例达到公司总股本的1%，持股比例由37.45%提升到38.45%。管理层的变更及大股东完成两次增持，都有可能是公司国企改革的前奏。随着改革工作的不断推进，股权激励措施的实施，将进一步释放业绩红利，老牌国企将焕发新生。

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。我们预计公司2018-2020年收入分别为：127.93亿元、146.45亿元和162.43亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为：8.02亿元、11.26亿元和14.72亿元，对应EPS分别为1.41元、1.97元和2.58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
流动资产合计	13100	13841	13993	15810	16549	营业收入	11197	11734	12793	14645	16243
货币资金	4139	5096	5483	7321	8288	营业成本	7330	7753	8085	8862	9488
应收账款	181	92	88	95	100	营业税金及附加	1279	1293	1381	1597	1807
其他应收款	46	25	27	31	35	营业费用	1223	1150	1228	1434	1607
预付款项	469	215	-82	-411	-768	管理费用	756	800	855	989	1108
存货	7799	7817	7886	8211	8352	财务费用	256	158	201	219	159
其他流动资产	302	281	228	133	51	资产减值损失	-8.91	35.91	5.00	10.00	15.00
非流动资产合计	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	70.00	50.00
固定资产	3283	3153	3046	2635	2224	营业利润	548	638	1147	1605	2110
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
资产总计	17835	18412	17926	19255	19506	利润总额	545	637	1148	1608	2114
流动负债合计	7709	8174	11062	12606	12974	所得税	120	195	333	464	622
短期借款	3171	3400	4647	4392	2968	净利润	425	442	815	1144	1492
应付账款	449	279	186	197	205	少数股东损益	12	4	13	18	20
预收款项	2141	3785	5520	7307	9091	归属母公司净利润	413	438	802	1126	1472
一年内到期的非流	40	300	300	300	300	EBITDA	1769	1775	1836	2311	2757
非流动负债合计	3304	3111	680	478	296	EPS (元)	0.72	0.77	1.41	1.97	2.58
长期借款	821	789	789	789	789	主要财务比率					
应付债券	2034	2034	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	11013	11285	11742	13085	13270	成长能力					
少数股东权益	76	39	52	70	90	营业收入增长	16.18%	4.79%	9.02%	14.48%	10.91%
实收资本(或股本)	571	571	571	571	571	营业利润增长	-1.65%	16.31%	79.94%	39.86%	31.52%
资本公积	2798	2798	2798	2798	2798	归属于母公司净利润	83.02%	6.25%	83.02%	40.31%	30.76%
未分配利润	1954	2220	1246	-146	-1998	获利能力					
归属母公司股东权	6745	7088	6206	6174	6220	毛利率(%)	34.54%	33.92%	36.80%	39.49%	41.59%
负债和所有者权	17835	18412	17926	19255	19506	净利率(%)	3.79%	3.77%	6.37%	7.81%	9.19%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
经营活动现金流	1008	2471	3275	3611	4124	偿债能力					
净利润	425	442	815	1144	1492	资产负债率(%)	62%	61%	66%	68%	68%
折旧摊销	964.78	979.52	0.00	487.97	487.97	流动比率	1.70	1.69	1.26	1.25	1.28
财务费用	256	158	201	219	159	速动比率	0.69	0.74	0.55	0.60	0.63
应收账款减少	0	0	5	-8	-5	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1735	1787	1784	总资产周转率	0.66	0.65	0.70	0.79	0.84
投资活动现金流	35	-91	175	60	35	应收账款周转率	49	86	142	160	166
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	30.43	32.25	55.07	76.48	80.75
长期股权投资减少	0	0	19	0	0	每股指标(元)					
投资收益	186	95	110	70	50	每股收益(最新摊薄)	0.72	0.77	1.41	1.97	2.58
筹资活动现金流	-401	-423	-2147	-1755	-3192	每股净现金流(最新)	1.13	3.43	2.28	3.36	1.69
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	10.82	10.90
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	58.17	54.74	29.91	21.32	16.30
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.56	3.39	3.87	3.89	3.86
现金净增加额	642	1957	1303	1916	967	EV/EBITDA	14.65	14.33	13.21	9.59	7.17

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。