

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

低价白酒崛起的秘密

——顺鑫农业(000860) 2018 年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(调降)

市场数据(2018-09-12)

收盘价(元)	37.95
一年内最高/最低(元)	47.90/16.60
沪深300指数	3202.03
市净率(倍)	3.05
流通市值(亿元)	216.54

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	11.33
每股经营现金流(元)	2.60
毛利率(%)	39.75
净资产收益率-摊薄(%)	6.45
资产负债率(%)	59.06
总股本/流通股(万股)	57059/57059
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **公司发布 2018 年中期报告:** 20181H, 公司实现营业收入 72.33 亿元, 同比增 10.46%; 其中, 白酒收入 57.74 亿元, 同比增 62.28%; 肉类加工收入 12.31 亿元, 同比降 23.11%。20181H, 公司实现归母净利润 4.81 亿元, 同比增 96.33%, EPS0.84 元。20181H, 公司的综合毛利率达到 39.75%, 同比升 3.59 个百分点; 扣非-摊薄净资产收益率达到 6.48%, 同比升 2.92 个百分点。
- **公司从多元化经营转型为以白酒为主业, 二级市场估值相应提升。** 20181H, 公司的白酒收入达到 57.74 亿元, 在收入结构中的占比为 80%。我们分别选取 2009 和 2014 年的数据做比较: 2009、2014 年, 公司的白酒收入分别 7.71 和 26.3 亿元, 在公司总收中的占比分别为 27%和 45%。可见, 白酒业务在数量和分量上都成为了公司的主营业务, 随着其他业务的逐一退出, 公司成为白酒板块中最重要的上市公司之一, 其估值也应该向白酒看齐。
- **20181H, 牛栏山的销售超出市场预期。** 公司白酒的主打品牌是“牛栏山”, 旗下又分为清香型的“二锅头”和浓香型的“百年”系列产品。“牛栏山”是国内 10 元至 100 元低价白酒市场的主力产品, 近年来通过与红星二锅头、老村长、龙江家园等低价酒的竞争, 其市占率迅速扩大, 今年的销售更是突飞猛进。低价酒市场中的品牌相对较少, 市场竞争比中高价白酒缓和, “牛栏山”在品牌力、产品力和营销经验方面都具备先发优势, 在竞争中拔取头筹的机会很大。我们预测: 今年全年, 公司白酒的收入增长在 60%至 70%区间; 未来三年, 公司的白酒收入增幅在 40%至 50%区间。我们认为, 品牌低价白酒的快速崛起一是依赖于全国范围的消费升级, 二是消费渠道的多样化兴起, 三是低价白酒的快消性越来越突出——我们比对了低价白酒和高价白酒的存货周转天数, 低价白酒的存货周转明显要快于高价白酒。
- **20181H, 作为公司调整营销策略的结果, 白酒的毛利率继续下降。** 20181H, 公司白酒的毛利率下降至 47.66%, 同比降 12.14 个百分点。2017 年下半年开始, 公司将销售费用交与经销商承担, 公司则通过

降低出厂价将利润空间让渡给经销商。所以，销售费用的减少将会增厚净利润，以此填补毛利率下降导致的营业利润的减少。

- **20181H，公司的费用均控制良好，增厚股东回报。**20181H，公司的销售费用同比仅增 6.27%，远低于白酒的收入增幅；同期，管理费用同比降 6.98%，财务费用同比降 13%。在良好的费用控制下，公司上半年的净利润率为 6.62%，净资产回报率为 6.48%，同比分别上升 2.81 和 2.92 个百分点，股东回报率大幅提高。在销售费用中，主要增加项是运输费用，同比增近 70%，与收入增长同步；广告费用仅增长 26%，公司对于广告的投放还是较为克制的。
- **投资评级：**我们预测公司 2018、2019、2020 年的每股收益分别为 1.11 元、1.76 元和 2.62 元，同比增 44.64%、58.30%和 48.71%，参照 9 月 12 日收盘价 37.95 元，市盈率分别为 37 倍、23.35 倍和 15.13 倍。考虑到公司几年之内的业绩增长性，并参考白酒板块普遍的市盈率，我们给予公司股价 25 倍的市盈率，2019 年公司的合理价格中枢为 44 元。由于当前市场的不确定性较大，我们调降公司的投资评级为“增持”。
- **风险提示：**公司定位低价白酒，业绩受经济波动的负面影响较小，相对其它白酒上市公司，所面对的系统性风险也较小。公司的主要风险是：食品安全等“黑天鹅”事件发生的潜在风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11197.2	11733.8	12674.5	17862.8	24066.0
增长比率	16.2%	4.8%	8.0%	40.9%	34.7%
净利润(百万元)	412.6	438.4	635.5	1005.9	1496.5
增长比率	9.6%	6.3%	44.6%	58.3%	48.7%
每股收益(元)	0.72	0.77	1.11	1.76	2.62
市盈率(倍)	52.5	49.4	37.0	23.4	15.1

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11197.2	11733.8	12674.5	17862.8	24066.0	成长性					
减: 营业成本	7,329.6	7,753.4	7,817.5	10,732.2	14,140.8	营业收入增长率	16.2%	4.8%	8.0%	40.9%	34.7%
营业税费	1,279.2	1,292.9	1,584.3	2,322.2	3,248.9	营业利润增长率	-1.7%	16.3%	45.9%	58.3%	46.6%
销售费用	1,223.2	1,149.6	1,520.9	2,197.1	3,008.2	净利润增长率	9.6%	6.3%	45.0%	58.3%	48.8%
管理费用	756.0	800.4	823.8	1,161.1	1,564.3	EBITDA 增长率	8.0%	2.7%	18.5%	45.7%	38.1%
财务费用	256.5	157.7	-2.4	-22.4	-55.7	EBIT 增长率	10.4%	-1.0%	16.5%	56.3%	45.1%
资产减值损失	-8.9	35.9	0.0	0.0	-	NOPLAT 增长率	25.9%	-12.0%	15.9%	56.3%	47.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.1%	-1.6%	-37.6%	65.5%	-40.4%
投资和汇兑收益	186.4	94.8	-	-	-	净资产增长率	23.9%	4.5%	-7.7%	40.7%	14.9%
营业利润	548.2	637.6	930.3	1,472.6	2,159.4	利润率					
加: 营业外净收支	-3.6	-0.6	-	-	-	毛利率	34.5%	33.9%	38.3%	39.9%	41.2%
利润总额	544.6	637.1	930.3	1,472.6	2,159.4	营业利润率	4.9%	5.4%	7.3%	8.2%	9.0%
减: 所得税	119.9	194.7	288.4	456.5	647.8	净利润率	3.7%	3.7%	5.0%	5.6%	6.2%
净利润	412.6	438.4	635.5	1005.9	1496.5	EBITDA/营业收入	8.9%	8.7%	9.6%	9.9%	10.2%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	7.2%	6.8%	7.3%	8.1%	8.7%
货币资金	4,139.0	5,095.7	7,459.8	8,931.4	14,439.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	94	99	93	69	51
应收帐款	226.4	117.5	164.1	232.8	168.3	流动营业资本周转天数	148	134	73	52	40
应收票据	164.5	313.8	38.2	458.0	210.5	流动资产周转天数	388	413	429	412	381
预付帐款	468.9	215.5	392.6	442.2	657.7	应收帐款周转天数	9	5	4	4	3
存货	7,798.9	7,817.1	7,817.9	13,646.5	9,921.5	存货周转天数	247	240	222	216	176
其他流动资产	302.2	281.0	500.0	800.0	1,000.0	总资产周转天数	542	556	556	499	444
可供出售金融资产	51.7	19.1	19.0	19.0	19.0	投资资本周转天数	269	254	190	137	101
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.1%	6.2%	9.7%	10.9%	14.2%
投资性房地产	48.5	41.0	41.0	41.0	41.0	ROA	2.4%	2.4%	3.1%	3.5%	4.9%
固定资产	3,283.3	3,152.8	3,429.4	3,454.7	3,346.8	ROIC	7.5%	6.6%	7.8%	19.5%	17.3%
在建工程	238.1	303.6	60.4	36.0	23.6	费用率					
无形资产	791.9	771.5	732.2	692.4	652.6	销售费用率	10.9%	9.8%	12.0%	12.3%	12.5%
其他非流动资产	321.2	283.5	73.0	69.0	69.0	管理费用率	6.8%	6.8%	6.5%	6.5%	6.5%
资产总额	17,834.6	18,412.0	20,727.5	28,823.0	30,549.6	财务费用率	2.3%	1.3%	0.0%	-0.1%	-0.2%
短期债务	3,171.0	3,400.0	800.0	2,366.3	2,978.4	三费/营业收入	20.0%	18.0%	18.5%	18.7%	18.8%
应付帐款	570.3	337.4	3,441.0	2,044.3	5,576.0	偿债能力					
应付票据	1,000.0	-	1,302.9	485.8	1,871.0	资产负债率	61.8%	61.3%	68.3%	67.9%	65.2%
其他流动负债	2,967.4	4,436.1	3,571.4	9,052.2	3,780.8	负债权益比	161.4%	158.3%	215.1%	211.5%	187.5%
长期借款	821.4	789.2	3,000.0	3,588.0	3,681.7	流动比率	1.70	1.69	1.80	1.76	1.86
其他非流动负债	2,483.0	2,322.1	2,033.9	2,033.9	2,033.9	速动比率	0.69	0.74	0.94	0.78	1.16
负债总额	11,013.1	11,284.9	14,149.2	19,570.5	19,921.8	利息保障倍数	3.14	5.05	-394.16	-64.80	-37.77
少数股东权益	76.4	38.7	45.2	55.3	70.4	分红指标					
股本	570.6	570.6	570.6	570.6	570.6	DPS(元)	0.10	0.15	0.33	0.53	0.79
留存收益	5,174.5	5,517.8	5,962.6	8,626.6	9,986.7	分红比率	13.8%	19.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	6,821.5	7,127.2	6,578.3	9,252.5	10,627.8	股息收益率	0.3%	0.4%	0.9%	1.4%	2.1%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	424.7	442.4	635.5	1,005.9	1,496.5	EPS(元)	0.72	0.77	1.11	1.76	2.62
加: 折旧和摊销	231.1	253.5	285.9	318.8	340.1	BVPS(元)	11.82	12.42	11.45	16.12	18.50
资产减值准备	-8.9	35.9	-	-	-	PE(X)	52.5	49.4	34.1	21.5	14.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	3.1	3.3	2.4	2.1
财务费用	275.0	203.4	-2.4	-22.4	-55.7	P/FCF	37.0	21.0	6.5	-108.0	3.8
投资收益	-186.4	-94.8	-	-	-	P/S	1.9	1.8	1.7	1.2	0.9
少数股东损益	12.1	4.0	6.4	10.2	15.1	EV/EBITDA	23.3	22.2	16.7	11.8	6.6
营运资金的变动	-893.3	1,063.4	3,294.7	-3,480.6	3,266.9	CAGR(%)	33.7%	50.6%	18.8%	33.7%	50.6%
经营活动产生现金流量	1,008.2	2,470.9	4,220.1	-2,168.0	5,062.9	PEG	1.6	1.0	1.8	0.6	0.3
投资活动产生现金流量	35.1	-90.7	-279.9	-280.0	-180.0	ROIC/WACC	1.1	1.0	1.2	3.0	2.7
融资活动产生现金流量	-401.0	-423.4	-1,576.2	3,919.7	625.3	REP	2.4	2.7	3.3	0.8	1.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。