

业绩靠预告上限，百亿目标可期 买入（维持）

2018 年 10 月 28 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

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	11,734	12,667	14,450	16,071
同比（%）	4.8%	8.0%	14.1%	11.2%
归母净利润（百万元）	438	880	1,171	1,500
同比（%）	6.3%	100.7%	33.1%	28.2%
每股收益（元/股）	0.77	1.54	2.05	2.63
P/E（倍）	48.09	23.96	18.01	14.05

事件

公司发布 18 年三季度报告。1-3Q18 实现总营收 92.03 亿元，同比+4.01%；归母净利润 5.36 亿元，同比+97.03%。其中 3Q18 单季度实现营收 19.71 亿元，同比-14.34%；归母净利润 0.55 亿元，同比+99.25%。

投资要点

■ **收入端：**收入符合预期，分业务看 1) **白酒业务：**估算 1-3Q 白酒业务预计实现 73-75 亿，同比约+55%；估算 Q3 白酒业务同比增速 25%-30%，虽环比增速有所回落，绝对增速依旧不慢，由于低端酒淡季特征并不明显，且公司 Q3 调整节奏，因此白酒业务增长符合预期。若考虑 18Q3 末账面预收账款余额达 30.96 亿元，预计百亿牛栏山目标可期；2) **猪肉业务：**预计 Q3 受到京津冀猪瘟疫情影响，生猪价格下跌，猪肉业务收入有所下滑。2017 年 9 月公司剥离鑫大禹水利建筑公司，剔除后估计 1-3Q18 可比业务收入增速约 25%，单三季度收入增速约 3%。1-3Q18 销售商品收到现金 107.27 亿，同比+0.77%，现金流强劲，报表质量高。

■ **利润端：贴近预告中枢上限。**具体来看，1) **毛利端：**1-3Q 毛利率 38.15%，同比+3.05pct；Q3 毛利率 32.27%，同增+0.19pct，预计白酒毛利率有所提升而猪肉板块毛利率下滑，因此 Q3 毛利率基本持平；2) **税金及附加：**1-3Q 税金及附加率 12.17%，同比+1.71pct；Q3 税金及附加率 13.65%，同增+2.06pct，主因白酒高增，低端酒消费税从量税负较高+剥离鑫大宇后收入口径与去年同期有差异；3) **费用端：**1-3Q 销售费用率 10.49%，同比降低 1.40pct，单三季度销售费用率达 4.28%，同降 5.43pct，主要系公司改变费用投放方式，由经销商负责费用投放；管理费用率（含研发费用）达 5.90%，同比降低 1.13pct，单三季度管理费用率 7.26%，同降 1.11pct；综上，18Q3 公司净利率达 2.12%（同增+0.90pct），净利润增速贴近预告上限。

■ **大众白酒加速整合，牛栏山脱颖而出。**我们认为牛栏山在低端白酒市场占有率不断提升的原因在于（1）**产品力：**20 元以下价格带白酒，牛二较竞品在性价比方面优势显著；（2）**渠道力：**依托不同地区大商，渠道毛利丰厚，借助核心经销商的重点终端资源，保证渠道高渗透；（3）**品牌力：**目前牛栏山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，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 年收入分别为 126.7/144.5/160.7 亿，同比+8.0/14.1/11.2%；归母净利润分别为 8.8/11.7/15.0 亿，同比+100.7/33.1/28.2%；对应 PE 为 24.0/18.0/14.0X，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)	36.95
一年最低/最高价	16.52/47.90
市净率(倍)	2.81
流通 A 股市值(百万元)	21083.30

基础数据

每股净资产(元)	13.16
资产负债率(%)	57.71
总股本(百万股)	570.59
流通 A 股(百万股)	570.59

相关研究

- 1、《顺鑫农业（000860）：顺鑫农业：奔牛不息，加速不止》2018-08-26
- 2、《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一览（单位：亿元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入	38.43	27.05	23.01	28.85	39.73	32.60	19.71
YOY	5.8%	2.7%	-8.4%	19.3%	3.4%	20.5%	-14.3%
归母净利润	1.88	0.57	0.28	1.66	3.66	1.16	0.55
YOY	7.2%	2.3%	71.2%	0.2%	94.6%	104.0%	99.2%
扣非净利润	1.89	0.57	0.28	0.71	3.68	1.16	0.73
YOY	6.3%	2.9%	71.0%	-448.9%	94.8%	102.6%	161.8%
销售毛利率	38.2%	33.2%	32.1%	30.3%	43.1%	35.6%	32.3%
税金及附加率	10.1%	10.0%	11.6%	12.7%	13.9%	9.2%	13.6%
YOY(±)	-2.6%	0.6%	2.4%	-1.3%	3.8%	-0.8%	2.1%
期间费用率	21.6%	19.5%	18.8%	11.0%	16.7%	21.7%	13.0%
其中：销售费用率	13.4%	11.6%	9.7%	3.4%	9.2%	15.8%	4.3%
管理费用率	7.0%	5.9%	8.4%	6.2%	6.4%	4.4%	7.3%
财务费用率	1.2%	2.1%	0.7%	1.4%	1.0%	1.4%	1.5%
归母净利率	4.9%	2.1%	1.2%	5.8%	9.2%	3.5%	2.8%
ROE	2.8%	0.8%	0.4%	2.4%	5.0%	1.5%	0.7%
YOY(±)	-0.4%	-0.2%	0.1%	-0.1%	2.3%	0.7%	0.3%
资产负债率	61.9%	61.6%	60.5%	61.3%	58.3%	59.1%	57.7%
YOY(±)	-6.1%	-3.8%	-1.8%	-0.5%	-3.6%	-2.6%	-2.8%
存货周转率	292.4	337.8	375.8	362.5	302.3	305.0	361.3
较上年同期增减	-30.5	-6.1	18.5	-14.5	9.9	-32.8	-14.5
应收账款天数	5.1	5.7	6.0	4.2	2.2	2.6	2.9
较上年同期增减	-1.2	-2.8	-3.2	-3.2	-2.9	-3.1	-3.2
经营性现金流净额	6.52	-0.21	-0.30	18.70	8.74	6.10	-7.72
较上年同期增减	3.2	-3.1	-2.0	16.4	2.2	6.3	-7.4

注：顺鑫农业无研发费用项。

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	16309	18626	21076	营业收入	11734	12667	14450	16071
现金	5096	7119	8638	10452	减:营业成本	7753	7769	8741	9682
应收账款	92	203	412	592	营业税金及附加	1293	1499	1844	2110
存货	7817	7722	8317	8234	营业费用	1150	1325	1366	1318
其他流动资产	835	1266	1258	1799	管理费用	800	864	986	1096
非流动资产	4571	4754	5164	5443	财务费用	158	20	-61	-133
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	3344	3737	4059	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	1263	1664	2109
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	21064	23790	26519	利润总额	637	1261	1663	2107
流动负债	8174	10504	12498	14259	减:所得税费用	195	366	470	579
短期借款	3400	3400	3400	3500	少数股东损益	4	16	22	28
应付账款	279	397	575	809	归属母公司净利润	438	880	1171	1500
其他流动负债	4495	6707	8524	9950	EBIT	877	1369	1703	2086
非流动负债	3111	2623	2226	1732	EBITDA	1130	1581	1942	2356
长期借款	2823	2335	1938	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	13126	14724	15991	每股收益(元)	0.77	1.54	2.05	2.63
少数股东权益	39	55	76	105	每股净资产(元)	10.67	12.06	14.00	16.52
					发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
归属母公司股东权益	7088	7883	8989	10424	ROIC(%)	4.4%	6.7%	8.0%	9.3%
负债和股东权益	18412	21064	23790	26519	ROE(%)	6.2%	11.3%	13.2%	14.5%
					毛利率(%)	33.9%	38.7%	39.5%	39.8%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	3.7%	6.9%	8.1%	9.3%
经营活动现金流	2471	2657	2432	2544	资产负债率(%)	61.3%	62.3%	61.9%	60.3%
投资活动现金流	-91	-323	-558	-438	收入增长率(%)	4.8%	8.0%	14.1%	11.2%
筹资活动现金流	-423	-310	-354	-292	净利润增长率(%)	6.3%	100.7%	33.1%	28.2%
现金净增加额	1957	2023	1519	1813	P/E	48.09	23.96	18.01	14.05
折旧和摊销	254	212	238	270	P/B	3.46	3.06	2.64	2.24
资本开支	208	183	409	279	EV/EBITDA	20.21	13.04	9.67	7.06
营运资本变动	1652	1601	1151	989					

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>