

证券研究报告—动态报告

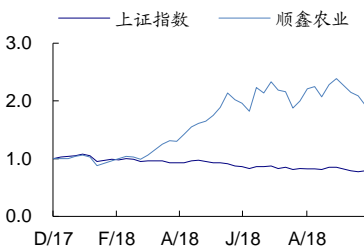
食品饮料

饮料

顺鑫农业(000860)
买入
2018 年三季报点评

(维持评级)

2018 年 10 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	571/571
总市值/流通(百万元)	21,083/21,083
上证综指/深圳成指	2,599/7,505
12个月最高/最低(元)	47.90/16.52

相关研究报告:

《顺鑫农业-000860-2018 年半年报报点评: 18H1 牛栏山继续保持高增, 冲击百亿目标》——2018-08-27

《顺鑫农业-000860-2018 年一季报报点评: 18Q1 牛栏山继续保持高增, 公司迎来拐点时刻》——2018-05-02

《顺鑫农业-000860-2017 年年报报点评: 低端酒市场回暖明显, 牛栏山销量提速》——2018-04-02

《顺鑫农业-000860-2016 年年报报点评: 聚焦猪肉核心主业, 安全边际高, 国改值得后续期待》——2017-03-27

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

联系人: 张祯

电话: 021-60933164

E-MAIL: zhangzhen1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

牛栏山保持高增, 冲击百亿目标

● 2018 前三季度收入增长 4.01%, 净利润增长 97.03%

公司公告 2018 前三季度实现营业收入 92.03 亿元, 同增 4.01%, 归属上市公司股东净利润 5.36 亿元, 同比增加 97.03%, 折合 EPS0.94 元; 公司 18Q3 收入 19.71 亿 (-14.34%), 归母净利 0.55 亿 (+99.25%)。2018 前三季度销售费用率 10.49%, 同减 1.40pcts, 管理费用率 5.90%, 同减 1.13pcts, 费用率控制继续趋于合理。2018 前三季度公司预收账款 30.96 亿元, 同增 30.01%, 经营活动产生的现金流量净额 7.11 亿元, 同比增 18.45%, 销售商品提供劳务收到的现金 107.27 亿元, 同增 0.77%, 销售回款继续保持稳定态势。2018 前三季度公司整体毛利率 38.15%, 同增 3.05pcts, 净利率 5.65%, 同增 3.14pcts, 白酒产品结构持续升级。

● 牛栏山顺应消费升级, 全国化市场营销格局逐渐显现

低端白酒消费人群, 也有对品牌、对品质、对性价比、对选择性、对便利性的升级需求, 牛栏山紧扣低端酒市场、低端白酒消费人群, 紧抓低端酒的消费升级需求。在战略上, 相对竞争对手们, 更专注、更聚焦于低端酒市场, 在价格上, 领先于行业重塑低端酒价格标杆, 将白酒行业原普遍性 3-5 元、8-10 元低端光瓶酒价格, 提升至 15-20 元价格, 并成功的树立了一个“低端酒的高端化形象”; 在策略上, 以浓香而不是清香型产品, 来抢占更具广泛群体基础的浓香型低端市场, 且制订了非常务实的区域滚动拓展计划。同时公司目前已经拥有了包括河北、内蒙、江苏等多达 18 个亿元级省级市场, 长三角、珠三角也得到了长足又快速的发展, 这表明牛栏山全国化进程已加速, 且势不可挡, 未来牛栏山将继续在向低线城市(县镇村)、西部地区持续快速推进。总体来说, 在快消、低端酒市场上, 牛栏山渠道的纵深覆盖以及服务能力, 将使得未来牛栏山品牌势能不断增强。

● 盈利预测与评级

目前低端酒龙头市场份额已经出现加速提升趋势, 预计公司下半年白酒业务延续高增长趋势, 公司白酒业务全年有望冲刺 100 亿收入大关, 同时看好公司长期受益于北京国企改革, 预计 18-20 年归母净利润 9.72/12.76 /14.78 亿元, EPS1.70/2.24/2.59 元, 对应 PE21.7/16.5/14.3 倍, 维持买入评级。

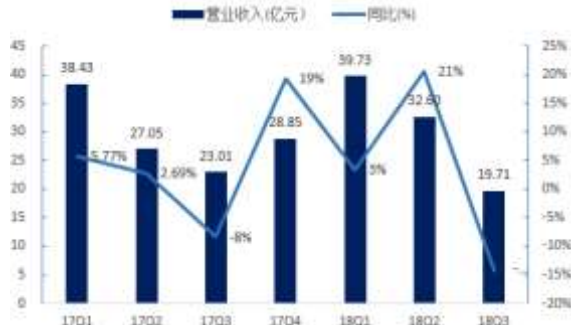
● 风险提示: 白酒业务开拓不达预期; 国改进度低于预期; 费用投入增加较快;
盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,197	11,734	12,786	14,432	16,184
(+/-%)	16.2%	4.8%	9.0%	12.9%	12.1%
净利润(百万元)	413	438	972	1276	1478
(+/-%)	9.6%	6.3%	121.8%	31.3%	15.8%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.77	1.70	2.24	2.59
EBIT Margin	7.2%	6.3%	11.0%	12.6%	12.8%
净资产收益率(ROE)	6.1%	6.2%	12.5%	14.7%	15.2%
市盈率(PE)	51.1	48.1	21.7	16.5	14.3
EV/EBITDA	31.1	33.5	18.5	15.0	13.6
市净率(PB)	3.1	2.97	2.72	2.44	2.18

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

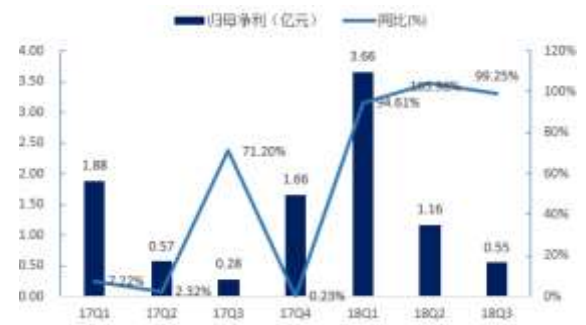
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 2017Q1-2018Q3 营收 (亿元) 及增速 (%)



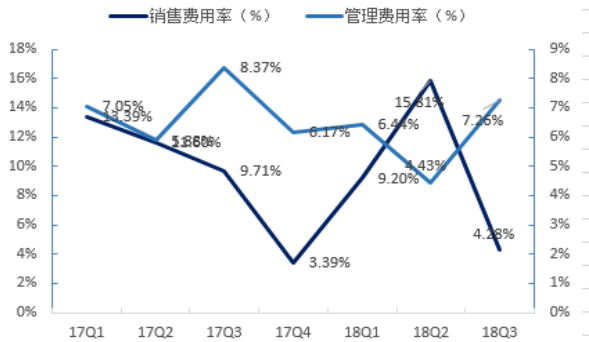
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2017Q1-2018Q3 业绩 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2017Q1-2018Q3 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2017Q1-2018Q3 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2018-10-26	EPS			PE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
古井贡酒	买入	314	62.40	3.35	4.35	5.50	18.63	14.34	11.35
口子窖	买入	228	38.02	2.52	3.10	3.77	15.08	12.26	10.08
平均				2.94	3.73	4.64	16.86	13.30	10.72
顺鑫农业	买入	211	36.95	1.70	2.24	2.59	21.74	16.50	14.27

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	5096	4750	4991	5291	营业收入	11734	12786	14432	16184
应收款项	431	420	474	532	营业成本	7753	7851	8733	9683
存货净额	7817	9218	10205	11401	营业税金及附加	1293	1343	1443	1667
其他流动资产	496	652	736	825	销售费用	1150	1330	1472	1683
流动资产合计	13841	15041	16407	18049	管理费用	800	857	967	1084
固定资产	3456	3520	3554	3562	财务费用	158	218	230	226
无形资产及其他	771	742	712	682	投资收益	95	109	123	138
投资性房地产	344	344	344	344	资产减值及公允价值变动	(36)	6	7	8
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(1)	0	0	0
资产总计	18412	19646	21016	22637	营业利润	638	1303	1717	1986
短期借款及交易性金融负债	3700	4500	4500	4500	营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(2)
应付款项	279	606	671	750	利润总额	637	1302	1715	1984
其他流动负债	4195	3853	4274	4790	所得税费用	195	325	429	496
流动负债合计	8174	8960	9445	10041	少数股东损益	4	4	10	10
长期借款及应付债券	2823	2593	2593	2593	归属于母公司净利润	438	972	1276	1478
其他长期负债	288	289	290	291					
长期负债合计	3111	2882	2883	2884	现金流量表 (百万元)				
负债合计	11285	11842	12328	12925	净利润	438	972	1276	1478
少数股东权益	39	35	25	15	资产减值准备	45	3	0	0
股东权益	7088	7769	8663	9697	折旧摊销	228	370	404	430
负债和股东权益总计	18412	19646	21016	22637	公允价值变动损失	36	(6)	(7)	(8)
					财务费用	158	218	230	226
关键财务与估值指标					营运资本变动	154	(1555)	(639)	(746)
每股收益	0.77	1.70	2.24	2.59	其它	(45)	(7)	(10)	(10)
每股红利	0.72	0.51	0.67	0.78	经营活动现金流	856	(223)	1024	1145
每股净资产	12.42	13.61	15.17	16.98	资本开支	(152)	(401)	(401)	(401)
ROIC	4%	8%	11%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	13%	15%	15%	投资活动现金流	(152)	(401)	(401)	(401)
毛利率	34%	39%	39%	40%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	11%	13%	13%	负债净变化	(32)	(230)	0	0
EBITDA Margin	8%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(409)	(292)	(383)	(443)
收入增长	5%	9%	13%	12%	其它融资现金流	1135	800	0	0
净利润增长率	6%	122%	31%	16%	融资活动现金流	252	278	(383)	(443)
资产负债率	62%	60%	59%	57%	现金净变动	957	(345)	241	300
息率	1.9%	1.4%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	4139	5096	4750	4991
P/E	48.1	21.7	16.5	14.3	货币资金的期末余额	5096	4750	4991	5291
P/B	3.0	2.7	2.4	2.2	企业自由现金流	742	(531)	727	833
EV/EBITDA	33.5	18.5	15.0	13.6	权益自由现金流	1845	(124)	554	664

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032