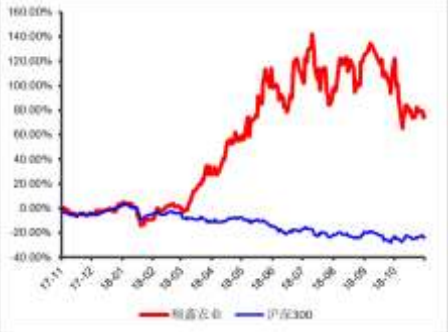
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价（元）	34.05
52 周最高（元）	47.90
52 周最低（元）	16.52
总市值（亿元）	194
流通市值（亿元）	194
总股本（亿股）	5.71
流通股本（亿股）	5.71

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email：chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺
SAC 执业证书编号：S1340118070002
Email：gaohe@postoa.com.cn
电话：010-67017788-9510

相关研究报告

顺鑫农业（000860.SZ）：

品牌优势、价格优势、属性优势保增长

核心观点：

- **同价位产品中，牛二竞争力较强**

牛栏山二锅头 2017 年销售 43 万吨，酒类收入 64.5 亿元，平均出厂价 7.5 元/500ml。根据我们对零售端的调查，主力产品绿牛二、白牛二售价分别为 10、14 元/瓶（500ml），在此价位，主要有红星二锅头、衡水老白干、泸州老窖二曲、老村长等。以二锅头、老白干、泸州老窖二曲为代表的知名品牌，不需要促销就可以保持较好销量，而像新兴品牌老村长等，需要促销拉动。

- **无包装光瓶酒非劣势，价格上探存空间**

我们认为白酒未来的包装将更加简单，这不仅是环保要求、成本节约考量，而且是回归消费本质、注重产品质量体现，就像国外奢侈品行业一样，包装简单，以产品本身的设计取胜。近年来，白酒消费目的的转变和对品质的追求，使得光瓶酒价格已上探至数百元，证明了增长行业潜力。牛栏山主要产品为光瓶酒，知名度高，历史悠久，一定程度上具有无法形容的竞争优势。牛二本身单品价格较低，提价或推出新品很容易为市场接受，是很多白酒消费者的理想选择。

- **消费属性强，不易受经济周期影响**

牛栏山二锅头虽然保质期较长，但消费者购买后大多数会即时饮用，相比于高端白酒，性质上更接近啤酒、面包这类快消品。这种商品性质就决定了公司销售波动较小、理论上增速更加可以维系。历史以来，公司白酒业务增速经历了增长、减速、增长三个阶段，在白酒行业销量萎缩时期依旧保持 10%以上的正增长，验证了公司产品的消费属性。

- **盈利预测与投资评级**

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.52 元、1.90 元和 2.53 元，对应的动态市盈率分别为 22.33 倍、17.96 倍和 13.44 倍。给予“谨慎推荐”的投资评级。

- **风险提示**

经济下滑，消费需求下降；行业政策风险；发生食品安全问题。

盈利预测

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	11734	12788	14224	16110
增长率（%）	4.79%	8.98%	11.23%	13.26%
归母净利润（百万）	438	870	1082	1446
增长率（%）	6.25%	98.48%	24.34%	33.62%
EPS（元）	0.77	1.52	1.90	2.53
PE	44.32	22.33	17.96	13.44

数据来源：顺鑫农业公告、中邮证券研发部

财务预测（单位：百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	5096	5293	6375	7982
应收款及预付款	622	442	491	557
存货	7817	7895	7974	8054
其他流动资产	306	365	365	365
金融资产	19	0	0	0
长期应收款	30	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产、无形资产	4255	4318	4412	4532
其他非流动资产	267	276	276	276
资产合计	18412	18589	19894	21766
短期借款	3400	3250	3250	3250
应付票据及应付账款	279	304	338	383
预收款项及合同负债	3785	3596	3999	4530
其他应付款	409	275	274	275
一年内到期债务及其他流动负债	300	0	0	0
金融负债	0	0	0	0
长期借款和应付债券	2823	3099	3099	3099
其他长期负债	288	210	210	210
负债合计	11285	10764	11201	11915
股本	571	571	571	571
资本公积	3799	3799	3799	3799
留存收益	2719	3415	4281	5437
归属于母公司所有者权益	7088	7784	8651	9806
少数股东权益	39	41	43	45
权益合计	7127	7825	8694	9851
负债权益合计	18412	18589	19894	21766

现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	442	872	1084	1448
资产减值、折旧、摊销	264	235	239	244
资产处置损失、投资损失、利息	108	267	257	257
存货、经营性项目净减少	1654	-197	309	430
经营活动产生的现金流量净额	2469	1178	1889	2379
固定资产、无形资产净投资	205	298	333	364
投资净支出	0	67	0	0
投资收益收到的现金	1	13	16	154
其他投资现金净流入	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	-204	-352	-317	-210
分配股利、偿还利息支出	409	455	489	562
其他净流入	-14	-174	0	0
筹资活动产生的现金流量	-423	-628	-489	-562
现金净增加额	1957	197	1082	1607

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	11734	12788	14224	16110
营业总成本	11190	11598	12744	14131
营业成本	7753	7859	8615	9501
税金及附加	1293	1535	1707	1933
销售费用	1150	1279	1422	1611
管理费用	800	767	853	967
财务费用	158	153	140	113
资产减值损失	36	6	6	6
其他经营收益	94	20	23	161
投资净收益	95	13	16	154
其他收益	0	7	7	7
营业利润	638	1197	1487	1986
加：营业外收	0	1	1	1
减：营业外支	1	3	3	4
利润总额	637	1195	1485	1983
减：所得税	195	323	401	535
净利润	442	872	1084	1448
减：少数股东	4	2	2	2
归母净利润	438	870	1082	1446

财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	4.79%	8.98%	11.23%	13.26%
利润总额增长率	16.31%	87.68%	24.26%	33.52%
归母利润增长率	6.25%	98.48%	24.34%	33.62%
盈利能力				
毛利率	33.92%	38.54%	39.43%	41.02%
归母净利率	3.74%	6.80%	7.61%	8.97%
ROE	6.21%	11.14%	12.47%	14.69%
偿债能力				
资产负债率	61.29%	57.90%	56.30%	54.74%
利息保障倍数	5.51	5.26	6.44	8.26
营运能力				
存货周转率	0.99	1.00	1.08	1.18
应收账款周转率	126.85	126.85	126.85	126.85
总资产周转率	0.64	0.69	0.71	0.74
每股指标与估值				
EPS	0.77	1.52	1.90	2.53
每股经营性现金流	4.33	2.06	3.31	4.17
每股净资产	12.42	13.64	15.16	17.19
PE	44.32	22.33	17.96	13.44
PB	2.74	2.50	2.25	1.98

数据来源：wind、顺鑫农业公告、中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

推荐：　　预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；

谨慎推荐：　预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；

中性：　　预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；

回避：　　预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

强于大市：　预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：　　预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；

弱于大市：　预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

推荐：　　预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；

谨慎推荐：　预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；

中性：　　预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；

回避：　　预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 40.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。