

顺鑫农业(000860)/饮料制造

业绩符合预期, 牛二全国化空间仍足

评级: 买入(维持)

市场价格: 39.37

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐
执业证书编号: S0740518070005

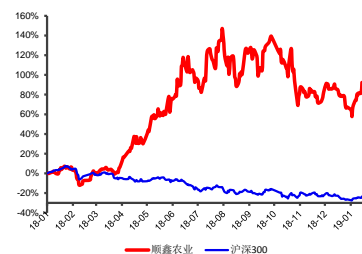
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理: 熊欣慰

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	571
流通股本(百万股)	571
市价(元)	39.37
市值(百万元)	22,480
流通市值(百万元)	22,480

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 顺鑫农业(000860.SZ)_深度报告: 牛二依旧牛, 再论顺鑫的成长性
- 2 顺鑫农业(000860.SZ)_三季度点评: 牛栏山继续高增, 成长潜力仍足
- 3 顺鑫农业(000860.SZ)_中报点评: 牛栏山继续加速增长, 未来成长空间仍足

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,197.23	11,733.84	11,853.18	14,195.29	16,263.66
增长率 yoy%	16.18%	4.79%	1.02%	19.76%	14.57%
净利润	412.57	438.37	769.52	1,157.30	1,639.44
增长率 yoy%	9.65%	6.25%	75.54%	50.39%	41.66%
每股收益(元)	0.72	0.77	1.35	2.03	2.87
每股现金流量	1.77	4.33	3.22	4.03	5.22
净资产收益率	6.12%	6.18%	11.48%	15.17%	18.34%
P/E	52.9	49.8	28.4	18.9	13.3
PEG	1.3	0.9	1.1	0.5	0.2
P/B	3.2	3.1	3.3	2.9	2.4

备注:

投资要点

- **事件:** 公司预计 2018 年度实现归母净利润约 7.01~8.33 亿元, 同比增长 60%-90%, 每股盈利约 1.23~1.46 元/股。
- **业绩符合我们预期。** 2018 年公司预计归母净利润中值约为 7.67 亿元, 接近我们给出的盈利预测(7.69 亿元)。其中, 我们预计全年酒类业务收入约为 95 亿元, 净利率同比略有提升接近 11%, 省外持续高增长, 其中江浙沪地区增速约为 50%; 地产业务预计亏损约为 2.5 亿元, 主要是项目未交房无法确认收入, 预计全年利息费用产生的亏损比去年略多; 肉类业务预计亏损约几千万元, 主要受猪价下行影响。
- **19 年规划积极, 春节备货完成情况良好。** 据渠道反馈, 19 年江浙沪地区收入规划 35% 增长, 目前春节备货阶段已结束, 预计完成全年目标的 50%, 高于去年 40% 的完成率。库存方面, 目前库存 1 个多月低于往年水平, 预期 4 月即可全部消化, 比去年提早一个多月。产品方面, 19 年规划将老产品陈酿占比从 72% 降至 65%, 新产品占比提升至 25% 以上。随着 20-30 元产品在省外逐步推广以及渠道进一步下沉, 我们预计 19 年白酒收入增速仍有望实现 20%-30% 增长。考虑到原材料价格下行和房地产亏损减少的可能, 对应利润端增速有望更为积极。
- **长期来看, 牛栏山具备持续增长潜力。** 短期来看, 我们认为牛栏山低库存模式+刚性需求属性+高性价比优势有助于公司平稳穿越周期, 省外市场持续高增驱动业绩增长。长期来看, 在千亿规模的低端酒市场上, 公司当前市占率仅约为 5%, 未来有望凭借渠道下沉壁垒+品牌优势+自然动销模式持续收割地产酒和竞品的市场份额。同时, 随着公司海南项目和下坡屯项目逐渐确认收入, 预计 19 年起公司财务压力与地产业务亏损将有望减小。随着公司主业逐步清晰, 业绩弹性有望得到充分体现, 公司市值仍被低估, 我们持续重点推荐。
- **投资建议: 维持“买入”评级。** 我们预计 2018-2020 年公司收入分别为 118.53、141.95、162.64 亿元, 同比增长 1.02%、19.76%、14.57%; 实现净利润分别为 7.70、11.57、16.40 亿元, 同比增长 75.54%、50.39%、41.66%, 对应 EPS 分别为 1.35、2.03、2.87 元。
- **风险提示:** 房地产业务剥离速度放缓、公司机制改善进度低于预期、低端酒竞争加剧。

图表 1: 顺鑫农业三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,197.2	11,733.8	11,853.2	14,195.3	16,263.7	成长性					
减: 营业成本	7,329.6	7,753.4	7,327.6	8,356.2	9,178.4	营业收入增长率	16.2%	4.8%	1.0%	19.8%	14.6%
营业税费	1,279.2	1,292.9	1,351.3	1,618.3	1,854.1	营业利润增长率	-1.7%	16.3%	76.0%	50.1%	41.6%
销售费用	1,223.2	1,149.6	1,066.8	1,419.5	1,707.7	净利润增长率	9.6%	6.3%	75.5%	50.4%	41.7%
管理费用	756.0	800.4	770.5	993.7	1,105.9	EBITDA增长率	8.0%	2.7%	50.7%	30.5%	30.3%
财务费用	256.5	157.7	190.0	98.3	8.0	EBIT增长率	10.4%	-1.0%	64.7%	35.9%	34.2%
资产减值损失	-8.9	35.9	30.0	30.0	30.0	NOPLAT增长率	25.9%	-12.0%	65.0%	35.9%	34.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.1%	-1.6%	-10.1%	-14.1%	-20.8%
投资和汇兑收益	186.4	94.8	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	23.9%	4.5%	-5.3%	13.9%	17.3%
营业利润	548.2	637.6	1,122.1	1,684.3	2,384.6	利润率					
加: 营业外净收支	-3.6	-0.6	-3.7	-2.3	-1.9	毛利率	34.5%	33.9%	38.2%	41.1%	43.6%
利润总额	544.6	637.1	1,118.4	1,681.9	2,382.6	营业利润率	4.9%	5.4%	9.5%	11.9%	14.7%
减: 所得税	119.9	194.7	341.8	514.0	728.1	净利率	3.7%	3.7%	6.5%	8.2%	10.1%
净利润	424.6	442.4	776.5	1,167.9	1,654.4	EBITDA/营业收入	8.9%	8.7%	13.0%	14.2%	16.1%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	7.2%	6.8%	11.1%	12.6%	14.7%
货币资金	4,139.0	5,095.7	8,297.2	3,233.9	9,758.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	94	99	93	72	58
应收账款	226.4	117.5	406.7	184.9	439.7	流动营业资本周转天数	148	134	123	87	54
应收票据	164.5	313.8	25.5	438.8	114.7	流动资产周转天数	388	413	482	400	387
预付账款	468.9	215.5	738.6	234.7	790.0	应收账款周转天数	9	5	8	8	7
存货	7,798.9	7,817.1	8,254.7	9,298.9	10,000.4	存货周转天数	247	240	244	223	214
其他流动资产	302.2	281.0	194.4	259.2	244.9	总资产周转天数	542	556	617	506	475
可供出售金融资产	51.7	19.1	19.1	19.1	19.1	投资资本周转天数	269	254	237	174	126
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.1%	6.2%	11.5%	15.2%	18.3%
投资性房地产	48.5	41.0	41.0	41.0	41.0	ROA	2.4%	2.4%	3.5%	6.6%	6.6%
固定资产	3,283.3	3,152.8	2,940.5	2,728.3	2,516.0	ROIC	7.5%	6.6%	11.1%	16.8%	26.2%
在建工程	238.1	303.6	303.6	303.6	303.6	费用率					
无形资产	791.9	771.5	751.6	731.8	712.0	销售费用率	10.9%	9.8%	9.0%	10.0%	10.5%
其他非流动资产	321.2	283.5	237.8	238.5	238.5	管理费用率	6.8%	6.8%	6.5%	7.0%	6.8%
资产总额	17,834.6	18,412.0	22,210.7	17,712.7	25,178.1	财务费用率	2.3%	1.3%	1.6%	0.7%	0.0%
短期债务	3,171.0	3,400.0	5,610.0	-	2,070.0	三费/营业收入	20.0%	18.0%	17.1%	17.7%	17.3%
应付账款	570.3	337.4	584.1	456.2	667.6	偿债能力					
应付票据	1,000.0	-	869.5	314.3	876.7	资产负债率	61.8%	61.3%	69.6%	56.6%	64.2%
其他流动负债	2,967.4	4,436.1	4,430.1	6,821.1	8,361.0	负债权益比	161.4%	158.3%	229.1%	130.4%	179.4%
长期借款	821.4	789.2	1,468.1	-	1,771.1	流动比率	1.70	1.69	1.56	1.80	1.78
其他非流动负债	2,483.0	2,322.1	2,499.0	2,434.7	2,418.6	速动比率	0.69	0.74	0.84	0.57	0.95
负债总额	11,013.1	11,284.9	15,460.8	10,026.4	16,165.1	利息保障倍数	3.14	5.05	6.91	18.13	298.03
少数股东权益	76.4	38.7	45.8	56.4	71.5	分红指标					
股本	570.6	570.6	570.6	570.6	570.6	DPS(元)	0.10	0.15	0.27	0.41	0.57
留存收益	5,174.5	5,517.8	6,133.5	7,059.3	8,370.8	分红比率	13.8%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	6,821.5	7,127.2	6,749.9	7,686.3	9,012.9	股息收益率	0.3%	0.4%	1.3%	2.0%	2.8%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	424.7	442.4	769.5	1,157.3	1,639.4	EPS(元)	0.72	0.77	1.35	2.03	2.87
加: 折旧和摊销	231.1	253.5	232.1	232.1	232.1	BVPS(元)	11.82	12.42	11.75	13.37	15.67
资产减值准备	-8.9	35.9	-	-	-	PE(X)	52.9	49.8	28.4	18.9	13.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	3.1	3.3	2.9	2.4
财务费用	275.0	203.4	190.0	98.3	8.0	P/FCF	37.3	21.2	5.1	-4.5	3.2
投资收益	-186.4	-94.8	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	1.9	1.9	1.8	1.5	1.3
少数股东损益	12.1	4.0	7.1	10.6	15.1	EV/EBITDA	13.3	12.4	14.6	10.2	6.8
营运资金的变动	-893.3	1,063.4	645.2	808.0	1,087.5	CAGR(%)	40.1%	55.2%	26.5%	40.1%	55.2%
经营活动产生现金流量	1,008.2	2,470.9	1,838.8	2,301.4	2,977.1	PEG	1.3	0.9	1.1	0.5	0.2
投资活动产生现金流量	35.1	-90.7	5.0	5.0	5.0	ROIC/WACC	0.9	0.8	1.3	2.0	3.1
融资活动产生现金流量	-401.0	-423.4	1,357.7	-7,369.7	3,542.2	REP	1.8	2.0	2.3	1.6	1.1

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。