

牛二增速不减，净利拾级而上 买入（维持）

2019 年 03 月 14 日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,074	14,811	17,025	19,032
同比（%）	2.9%	22.7%	14.9%	11.8%
归母净利润（百万元）	744	1,186	1,425	1,607
同比（%）	69.8%	59.4%	20.1%	12.8%
每股收益（元/股）	1.30	2.08	2.50	2.82
P/E（倍）	34.65	21.74	18.10	16.05

事件

公司发布 18 年年报。18 年实现营收 120.7 亿元（+2.9%），归母净利 7.4 亿元（+69.8%），扣非净利 7.9 亿元（+129.6%）。18Q4 单季营收 28.7 亿元（-0.5%），归母净利 2.1 亿元（+25.1%），扣非净利 2.36 亿元（+230.6%）。

投资要点

■ **收入端：白酒延续高增，牛二全国化继续推进。分业务看**，18 年全年白酒实现收入 92.78 亿元，同比+43.82%，符合市场预期。考虑到母公司期末预收款 46.68 亿元（同比+13.81 亿元），回款口径表现亮眼。**拆分量价来看**，白酒销量 62.1 万千升，同比+44.66%，吨价同比-0.6%，主因外埠市场推广以白牛二为主，对冲本埠结构升级对吨价的提升。**白酒业务分区域看**，本埠（北京）市场白酒营收约为 22-23 亿元，贴近历史峰值，草根调研显示 18 年本埠消费升级持续，中高端产品保持约 30% 左右增速；外埠市场亦进入发力期，华东长三角区域预计保持 60% 左右增速，截至 2018 年底体量近 20 亿；华南珠三角市场亦接力进入高增期。2018 年底，公司拥有省级亿元市场 22 个，同比增加 4 个市场，5-10 亿元级别市场估计达到 5 个以上，全国化继续推进。**猪肉板块**，2018 年猪肉产业销售收入 24.71 亿元，其中种畜养殖业销售收入 1.03 亿元，同比-58%，屠宰业务销售收入 23.68 亿元，同比-20.23%。受上半年生猪价格低迷+下半年猪瘟疫情爆发影响，猪肉板块明显下滑。由于白酒业务延续高增、猪肉板块下滑及 17 年剥离鑫大禹，18 年白酒业务占比达 77%，同比+22pct，白酒+猪肉业务占比达 96%，同比+16pct，进一步聚焦酒肉主业，且白酒业务更为凸显。全年公司经营活动产生的现金净流量 31.75 亿元，现金流强劲，主因预收款增加，体现渠道信心。

■ **利润端：白酒净利率拾级而上，地产猪肉双双触底有望回升。具体来看**，我们估算 18 年白酒业务贡献净利润 11-11.5 亿，对应净利率 11.86%-12.39%，伴随规模效应，公司白酒净利率拾级而上，参考同类型消费品公司盈利水平及公司扩张速度，我们认为未来仍有提升空间；**地产板块**依旧拖累整体业绩，2018 年利息支出 1.9 亿，环比较为稳定，由于 2018 年房地产市场表现平淡，期末账面计提资产减值 0.4 亿，推算应是地产业务导致，预计伴随 2019 年北京项目开售后逐渐回款，财务包袱有望减轻，且在公司坚持酒肉主业背景下，不排除进一步剥离减负可能；**猪肉板块**，由于 2018 年受到猪瘟影响，养殖板块预计亏损 1 亿元以上，盈利水平位于历史低位，由于公司冷鲜肉和肉制品在北京市场占有率高达 50%，2019 年生猪价格上涨供需偏紧，参考历史盈利水平，利好猪肉板块盈利能力回升。此外，我们根据增值税税率下调对公司进行测算，虽然公司成本端农产品占比较高，但公司对下游强溢价权仍将助力减税利好纳入体内，净利率有较大改善空间。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.20
一年最低/最高价	18.42/47.90
市净率(倍)	3.84
流通 A 股市值(百万元)	25790.67

基础数据

每股净资产(元)	11.76
资产负债率(%)	61.07
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)：业绩靠预告上限，百亿目标可期》

2018-10-28

2、《顺鑫农业 (000860)：顺鑫农业：奔牛不息，加速不止》

2018-08-26

3、《被低估的白酒资产，进入业绩估值双升期》2018-04-25

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年营收为 148/170/190 亿元，增速为 23/15/12%；归母净利润为 12/14/16 亿元，增速为 59/20/13%；对应 EPS 为 2.1/2.5/2.8 元。当前股价对应 PE 分别为 22/18/16。考虑到公司全国化进行时，市占率+净利率进入双升通道，公司作为低端酒中龙头，白酒业务估值仍有提升空间，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。

表 1：顺鑫农业季度经营数据一览（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业总收入	3,843	2,705	2,301	2,885	3,973	3,260	1,971	2,871
yoy	5.8%	2.7%	-8.4%	19.3%	3.4%	20.5%	-14.3%	-0.5%
归母净利润	188	57	28	166	366	116	55	208
yoy	7.2%	2.3%	71.2%	0.2%	94.6%	104.0%	99.2%	25.1%
毛利率 (%)	38.21	33.24	32.08	30.32	43.15	35.62	32.27	45.76
销售费用率 (%)	13.39	11.60	9.71	3.39	9.20	15.81	4.28	9.01
管理费用率 (%)	7.05	5.88	8.37	6.17	6.44	4.43	7.26	4.78
财务费用率 (%)	1.16	2.06	0.71	1.43	1.03	1.42	1.51	0.93
归母净利率 (%)	4.89	2.09	1.20	5.76	9.21	3.54	2.79	7.24
ROE	2.75	0.82	0.40	2.37	5.03	1.55	0.73	2.73
pct	-0.45	-0.17	0.13	-0.12	2.28	0.73	0.34	0.36
资产负债率 (%)	61.85	61.65	60.50	61.29	58.29	59.06	57.71	61.07
pct	-6.15	-3.79	-1.79	-0.46	-3.56	-2.58	-2.79	-0.22
存货	7,630	7,895	8,190	7,817	7,359	6,951	7,417	8,213
较上年同比增减	101	596	706	18	-271	-944	-773	396
存货周转天数 (天)	292	338	376	363	302	305	361	398
较上年同比增减 (天)	-31	-6	18	-15	10	-33	-15	35
应收账款	258	233	215	92	104	115	104	74
较上年同比增减	23	-83	-111	-88	-155	-119	-112	-19
应收账款周转天数 (天)	5.14	5.69	6.05	4.19	2.22	2.58	2.88	2.48
较上年同比增减 (天)	-1.20	-2.82	-3.23	-3.16	-2.92	-3.12	-3.17	-1.71
应付账款及应付票据	1,418	1,517	565	279	235	469	344	258
较上年同比增减	800	866	-1,155	-1,170	-1,183	-1,048	-220	-21
预收账款	2,403	2,087	2,381	3,785	3,701	3,441	3,096	5,654
较上年同比增减	719	465	753	1,644	1,298	1,355	715	1,869

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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15321	18408	20983	22297	营业收入	12074	14811	17025	19032
现金	6172	7422	8512	9516	减:营业成本	7250	8787	10093	11401
应收账款	74	138	241	394	营业税金及附加	1600	1940	2220	2474
存货	8213	9539	11059	10251	营业费用	1224	1555	1754	1865
其他流动资产	861	1309	1171	2136	管理费用	681	815	936	1009
非流动资产	4530	5234	5683	6007	财务费用	144	-21	-53	-59
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	41	28	32	36
固定资产	3149	3788	4252	4625	加:投资净收益	1	1	1	1
在建工程	235	350	405	416	其他收益	0	0	0	0
无形资产	751	709	666	626	营业利润	1063	1707	2044	2307
其他非流动资产	395	386	359	340	加:营业外净收支	-3	-1	-2	-2
资产总计	19851	23642	26665	28304	利润总额	1059	1706	2042	2306
流动负债	8756	11581	13590	14152	减:所得税费用	331	534	639	721
短期借款	2000	2000	2483	2009	少数股东损益	-16	-14	-21	-22
应付账款	258	506	372	768	归属母公司净利润	744	1186	1425	1607
其他流动负债	6497	9076	10735	11375	EBIT	1141	1694	2003	2223
非流动负债	3366	3245	2942	2520	EBITDA	1401	1920	2267	2524
长期借款	2211	2090	1787	1365					
其他非流动负债	1155	1155	1155	1155	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	12122	14826	16532	16671	每股收益(元)	1.30	2.08	2.50	2.82
少数股东权益	20	6	-16	-38	每股净资产(元)	11.76	13.69	16.03	18.70
					发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
归属母公司股东权益	7709	8810	10149	11670	ROIC(%)	6.0%	8.0%	8.5%	9.1%
负债和股东权益	19851	23642	26665	28304	ROE(%)	9.4%	13.3%	13.8%	13.6%
					毛利率(%)	40.0%	40.7%	40.7%	40.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	6.2%	8.0%	8.4%	8.4%
经营活动现金流	3175	1841	1600	2511	资产负债率(%)	61.1%	62.7%	62.0%	58.9%
投资活动现金流	-235	-928	-712	-624	收入增长率(%)	2.9%	22.7%	14.9%	11.8%
筹资活动现金流	-1864	336	-380	-510	净利润增长率(%)	69.8%	59.4%	20.1%	12.8%
现金净增加额	1077	1250	508	1377	P/E	34.65	21.74	18.10	16.05
折旧和摊销	260	225	265	301	P/B	3.84	3.30	2.82	2.42
资本开支	247	704	449	324	EV/EBITDA	17.84	12.58	10.26	8.47
营运资本变动	1947	465	-13	686					

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>