

# 产销两旺，预收大增，“牛二”开启深度全国化进程

## 年报点评报告

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

王言海(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

### ● 事件:

公司发布2018年年报,2018年实现营业收入120.74亿元,同比增长2.90%,归母净利润7.44亿元,同比增长69.78%。公司拟每10股派发现金红利1.5元(含税),并拟以公积金转增股本,每10股转增股本3股。

### ● 主业进一步聚焦“酒肉”,白酒产销两旺:

2018年,公司白酒业务产销两旺,产量60.11万千升,销量62.1万千升,全年收入92.78亿元,同比增长43.82%,营收占比由2017年46.48%快速提升至76.84%。猪肉业务受到毛猪价格大幅下跌、非洲猪瘟疫情以及国家禁止生猪跨省调运的政策影响,收入24.71亿元,同比下降23.13%,营收占比由2017年31.03%下降至19.62%;其中种畜养殖业收入1.03亿元,屠宰业务收入23.68亿元,产量20.45万吨,销量14.84万吨。地产等其他业务收入4.28亿元,同比大幅下降81.49%,业务占比下降至3.55%。

### ● 精准对接目标消费群,“牛二”开启深度全国化进程:

2018年,“牛二”实现22个省(直辖市)销售过亿,精准对接城市基层消费及进城务工群体需求,推动了长三角、珠三角板块市场深耕与高速成长,推测长三角地区不低于20亿元。在消费升级背景下,品牌“头部集中”特征显著,期待改革强化机制保障,实现“珍牛”等产品在30元以上高线价位更大突破。

### ● 预收款大增彰显市场信心,业务结构优化,盈利能力提升可期:

“牛二”产品“高毛利、高周转、低库存”快消属性强,预收款大增彰显市场信心。2018年公司预收款项56.54亿元,同比增长49.38%;实现经营性现金流31.75亿元,同比增长28.52%。公司整体业务毛利率为39.96%,同比增长6.04pct;净利率为6.03%,同比增长2.26pct,盈利能力提升明显。全年期间费用率为17.08%,同比下降0.88pct;其中管理费用率下降1.06pct,财务费用率下降0.15pct。白酒业务实现毛利率49.63%,同比下滑5.23%,分析原因主要是原材料、包材涨价推升营业成本,以及培育新品珍牛等销售费用增加所致;随着地产等其他业务剥离,主业白酒产品结构升级,盈利能力提升可期。

### ● 盈利预测与估值:

“光瓶酒”集中度快速提升背景下,牛栏山深度全国化进程开启,对杂牌酒替代效应显著,同时,“珍牛”“百年”结构升级趋势逐步确立,我们预计公司2019-2021年归母净利润为12.07/15.32/18.48亿元,对应EPS为2.12/2.68/3.24元,维持“强烈推荐”评级。

### ● 风险提示: 食品安全问题、新品培育不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11734	12,074	14,285	16,624	18,859
增长率(%)	4.8	2.9	18.3	16.4	13.4
净利润(百万元)	438	744	1,207	1,532	1,848
增长率(%)	6.3	69.8	62.2	26.9	20.6
毛利率(%)	33.9	40.0	40.0	39.8	39.2
净利率(%)	3.7	6.2	8.5	9.2	9.8
ROE(%)	6.2	9.4	13.7	14.9	15.3
EPS(摊薄/元)	0.77	1.30	2.12	2.68	3.24
P/E(倍)	58.8	34.7	21.4	16.8	14.0
P/B(倍)	4.2	3.8	3.3	2.8	2.3

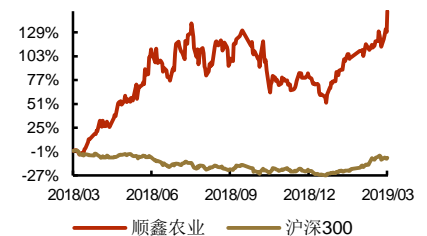
## 强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.03.15

收盘价(元):	49.72
一年最低/最高(元):	18.51/49.72
总股本(亿股):	5.71
总市值(亿元):	283.7
流通股本(亿股):	5.71
流通市值(亿元):	283.7
近3月换手率:	77.15%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	7.9	18.49	155.92
绝对	20.07	36.78	147.35

### 相关报告

《顺鑫农业: 全国化“光瓶酒”龙头品牌, 营收加速上涨可期》2018-07-03

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	13841	15321	17701	22819	23981	<b>营业收入</b>	<b>11734</b>	<b>12074</b>	<b>14285</b>	<b>16624</b>	<b>18859</b>
现金	5096	6172	5714	9377	7544	营业成本	7753	7250	8577	10003	11469
应收账款	92	74	123	106	154	营业税金及附加	1293	1600	1571	1829	2074
其他应收款	25	0	30	5	34	营业费用	1150	1224	1423	1495	1567
预付账款	215	181	288	257	361	管理费用	800	681	1000	1164	1132
存货	<b>7817</b>	<b>8213</b>	<b>10753</b>	<b>11365</b>	<b>13996</b>	财务费用	158	144	70	74	48
其他流动资产	595	681	793	1709	1893	资产减值损失	36	41	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4571	4530	5067	5561	6069	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	95	1	72	89	64
固定资产	3180	3149	3643	4145	4605	<b>营业利润</b>	638	1063	1716	2149	2633
无形资产	771	751	709	666	626	营业外收入	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他非流动资产	<b>620</b>	<b>630</b>	<b>715</b>	<b>750</b>	<b>837</b>	营业外支出	1	4	4	3	3
<b>资产总计</b>	<b>18412</b>	<b>19851</b>	<b>22768</b>	<b>28380</b>	<b>30050</b>	<b>利润总额</b>	637	1059	1711	2146	2630
<b>流动负债</b>	8174	8756	10739	15164	15404	所得税	<b>195</b>	<b>331</b>	<b>494</b>	<b>605</b>	<b>781</b>
短期借款	3400	2000	6801	3400	6358	<b>净利润</b>	442	728	1218	1541	1848
应付账款	279	258	377	364	486	少数股东损益	<b>4</b>	<b>-16</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>1</b>
其他流动负债	<b>4495</b>	<b>6497</b>	<b>3560</b>	<b>11400</b>	<b>8560</b>	<b>归属母公司净利润</b>	438	744	1207	1532	1848
<b>非流动负债</b>	3111	3366	3169	2907	2586	EBITDA	<b>1130</b>	<b>1401</b>	<b>2090</b>	<b>2548</b>	<b>3020</b>
长期借款	2823	2211	2014	1752	1431	EPS (元)	0.77	1.30	2.12	2.68	3.24
其他非流动负债	<b>288</b>	<b>1155</b>	<b>1155</b>	<b>1155</b>	<b>1155</b>						
<b>负债合计</b>	<b>11285</b>	<b>12122</b>	<b>13907</b>	<b>18071</b>	<b>17990</b>						
少数股东权益	39	20	30	39	40	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	571	571	742	742	742	<b>成长能力</b>					
资本公积	2798	2798	2627	2627	2627	营业收入(%)	4.8	2.9	18.3	16.4	13.4
留存收益	2719	3340	4375	5685	7252	营业利润(%)	16.3	66.7	61.4	25.3	22.5
归属母公司股东权益	7088	7709	8831	10270	12020	归属于母公司净利润(%)	6.3	69.8	62.2	26.9	20.6
<b>负债和股东权益</b>	<b>18412</b>	<b>19851</b>	<b>22768</b>	<b>28380</b>	<b>30050</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	33.9	40.0	40.0	39.8	39.2
						净利率(%)	3.7	6.2	8.5	9.2	9.8
						ROE(%)	6.2	9.4	13.7	14.9	15.3
						ROIC(%)	4.4	6.0	6.9	9.6	8.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	61.3	61.1	61.1	63.7	59.9
						净负债比率(%)	20.0	(25.4)	40.7	(35.5)	7.2
						流动比率	1.7	1.7	1.6	1.5	1.6
						速动比率	0.7	0.8	0.6	0.8	0.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
						应收账款周转率	85.9	145.2	145.2	145.2	145.2
						应付账款周转率	21.3	27.0	27.0	27.0	27.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.77	1.30	2.12	2.68	3.24
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	5.18	-8.28	14.18	-6.39
						每股净资产(最新摊薄)	10.67	11.76	13.72	16.25	19.31
						<b>估值比率</b>					
						P/E	58.83	34.65	21.36	16.84	13.96
						P/B	4.24	3.84	3.29	2.78	2.34
						EV/EBITDA	31.22	23.4	18.3	12.2	11.8

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	2471	3175	-4724	8093	-3645
净利润	442	728	1218	1541	1848
折旧摊销	254	260	221	257	296
财务费用	158	144	70	74	48
投资损失	-95	-1	-72	-89	-64
营运资金变动	1652	1947	-6160	6310	-5773
其他经营现金流	60	98	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-91	-235	-686	-662	-740
资本支出	<b>208</b>	<b>247</b>	<b>537</b>	<b>494</b>	<b>508</b>
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	118	12	-149	-168	-232
<b>筹资活动现金流</b>	-423	-1864	1551	-368	-406
短期借款	<b>229</b>	<b>-1400</b>	<b>1400</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	-32	-612	-198	-262	(321)
普通股增加	0	0	171	0	0
资本公积增加	0	0	-171	0	0
其他筹资现金流	<b>-620</b>	<b>147</b>	<b>348</b>	<b>-106</b>	<b>-85</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>1957</b>	<b>1077</b>	<b>-3859</b>	<b>7063</b>	<b>-4791</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>