

收盘价(元): 49.72

目标价(元): 61.20

顺鑫农业年报：白酒业务高增长

分析日期 2019年03月15日

投资评级：增持
证券分析师：江迎若

执业证书编号：S0630517040001

电话：20333452

邮箱：jyr@longone.com.cn

联系人：赵从栋

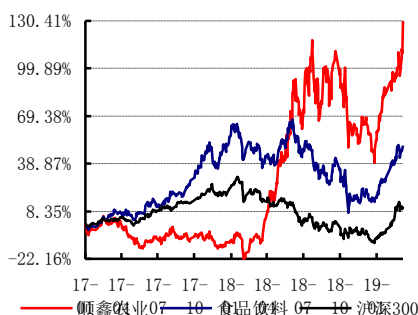
电话：20333784

邮箱：zhaocd@longone.com.cn

公司基本数据

总股本(万股)	57,059
流通A股/B股(万股)	57,059/0
资产负债率(%)	61.07%
每股净资产(元)	11.76
市净率(倍)	3.67
净资产收益率(加权)	10.04
12个月内最高/最低价	49.72/18.99

股价走势图



相关研究报告

◎事项：

2018年公司实现营业收入120.74亿元，同比增长2.90%；实现归母净利润7.44亿元，同比增长69.78%，实现扣非后归母净利润7.93亿元，同比增长129.59%。

◎主要观点：

◆**白酒板块保持高增长**。公司营收和净利润的增长均来自于白酒板块的业绩快速增长，2018年白酒板块营收92.78亿元，同比增长43.82%。白酒销量62.1万千升，同比增长44.66%，吨价同比下降0.6%，主因外埠市场推广以牛二为主造成吨酒价格小幅下滑。

◆**屠宰板块受猪瘟影响大**。屠宰板块2018年收入收入23.68亿元，同比下降20.23%，营收占比为19.62%，比去年下降5.68pct。

◆**地产板块有望触底反弹**。受政策及需求不足等因素影响，2018年地产板块业务亏损进一步加大。随着公司海南项目和下坡屯项目逐渐确认收入，预计2019年起地产板块亏损将有望减小，甚至带来盈利。

◆**盈利能力改善**。2018年公司毛利率为39.96%，同比大幅提升6.04pct。2018年公司净利率为6.03%，同比提高2.26pct，盈利能力得到明显提升。

◆**盈利预测及投资评级**。我们认为公司2019-2021年营收为148.21、171.25、和190.27亿元，增速为22.77%、15.55%和11.10%；归母净利润为11.62、14.20和15.97亿元，增速为56.18%、22.20%和12.46%；对应EPS为2.04、2.49和2.80元。当前公司PE为24.25倍，公司作为低端酒中龙头，白酒业务估值仍有提升空间，同时猪肉板块和地产板块预计扭亏为盈，我们给予公司30倍PE，目标价为61.20元。

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	11197	11734	12074	14821	17125	19027
同比增速(%)	16.18%	4.79%	2.90%	22.77%	15.55%	11.10%
净利润(百万)	413	438	744	1162	1420	1597
同比增速(%)	9.65%	6.25%	69.78%	56.18%	22.20%	12.46%
毛利率(%)	34.54%	33.92%	39.96%	39.13%	40.71%	40.15%
EPS(元)	0.72	0.76	1.30	2.04	2.49	2.80
ROE(%)	6.12%	6.18%	9.65%	13.10%	13.80%	13.43%
PE(倍)	30.43	25.00	24.45	22.20	18.17	16.15

1. 事项

2018 年公司实现营业收入 120.74 亿元，同比增长 2.90%；实现归母净利润 7.44 亿元，同比增长 69.78%，实现扣非后归母净利润 7.93 亿元，同比增长 129.59%。公司营收增速远低于扣非增速的主要原因是：1、公司在 2018 年剥离了一直亏损的建筑板块，2017 年建筑板块营收为 17.36 亿元；2、公司聚焦主业，白酒板块营收占比从 2017 年的 54.97% 提升至 2018 年 76.79%，同时白酒毛利率为 49.63%。3、受屠宰板块拖累，屠宰板块 2018 年营业收入 23.68 亿元，同比下降 20.23%。

2. 白酒板块保持高速增长

公司营收和净利润的增长均来自于白酒板块的业绩快速增长，2018 年白酒板块营收 92.78 亿元，同比增长 43.82%。白酒销量 62.1 万千升，同比增长 44.66%，吨价同比下降 0.6%，主因外埠市场推广以牛二为主造成吨酒价格小幅下滑。2018 年公司泛全国化市场布局继续加速推进，牛栏山现已拥有亿元以上省级（包括直辖市）销售市场 22 个，较 2017 年增加了 4 个，长三角、珠三角市场发展速度较快，泛全国化布局成效显著。和其他白酒上市公司预收账款同比下降相比，顺鑫农业母公司预收款达到 46.7 亿，同比增长 13.8 亿，环比增长 24.2 亿，超过市场预期，显示终端需求旺盛。顺鑫农业在三公消费紧缩时期所做的光瓶酒市场培育，在 18 年迎来收获期。长期来看，在 50 元以下的低端酒市场，公司的市占率不到 10%，预计未来白酒业绩还会继续保持 30% 左右的增长速度。

3. 屠宰板块受猪瘟影响大

屠宰板块 2018 年收入收入 23.68 亿元，同比下降 20.23%，营收占比为 19.62%，比去年下降 5.68pct。8 月份爆发的非洲猪瘟疫情使得活猪调运受限，南北生猪供给失衡导致区域价差逐步拉大，北方疫情频发省份猪价持续低迷。而公司的主要销售地是在北京附近，对公司的屠宰业务带来极大的不利影响。但是 2019 年生猪供给开始呈现供给偏紧的状态，产能加速出清，猪价周期拐点提前，生猪养殖板块配置价值凸显。

4. 地产板块有望触底反弹

受政策及需求不足等因素影响，2018 年地产板块业务收入仅 1.5 亿，顺鑫佳宇亏损 2.6 亿，幅度进一步加大。随着公司海南项目和下坡屯项目逐渐确认收入，预计 2019 年起地产板块亏损将有望减小，甚至带来盈利。同时公司最近几年一直在聚焦酒肉主业，预计地产板块会被加速剥离。

5. 盈利能力改善

2018 年公司毛利率为 39.96%，同比大幅提升 6.04pct，主要是肉制品和房地产业务盈利能力提升所致（白酒毛利率下降 5.23pct，系外埠市场大力推广牛二低端酒所致）。2018 年期间费用率为 17.08%，同比下降 0.88pct，其中销售费用率为 10.14%，同比提高 0.34pct，管理费用率为 5.76%，同比下降 1.06pct，财务费用率为 1.19%，同比下降 0.15pct。2018 年公司净利率为 6.03%，同比提高 2.26pct，盈利能力得到明显提升。

6. 盈利预测和投资评级

我们认为公司 2019-2021 年营收为 148.21、171.25、和 190.27 亿元,增速为 22.77%、15.55%和 11.10%; 归母净利润为 11.62、14.20 和 15.97 亿元, 增速为 56.18%、22.20%和 12.46%; 对应 EPS 为 2.04、2.49 和 2.80 元。当前公司 PE 为 24.25 倍, 公司作为低端酒中龙头, 白酒业务估值仍有提升空间, 同时猪肉板块和地产板块预计扭亏为盈, 我们给予公司 30 倍 PE, 目标价为 61.20 元

附录：三大报表预测值

[table_money]

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	15320	14086	17007	18891	营业收入	12074	14821	17125	19027
现金	6172	3710	5365	6690	营业成本	7250	9021	10154	11387
应收账款	298	352	411	435	营业税金及附加	1600	1690	2141	2445
其它应收款	25.66	41.42	43.16	40.66	销售费用	1224	1678	1846	1918
预付账款	181	207	254	273	管理费用	681	820	962	1010
存货	8213	9695	10914	11456	财务费用	144	-21	-43	-50
其他	431	431	431	431	资产减值损失	41	28	30	32
非流动资产	4530	4507	4507	4507	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	3127	3127	3127	3127	营业利润	1063	1602	2004	2249
无形资产	751	751	751	751	营业外收入	0.12	0.25	0.80	0.34
其他	398	375	375	375	营业外支出	3.55	1.35	2.81	2.53
资产总计	19851	18594	21516	23400	利润总额	1059	1601	2002	2247
流动负债	8755	9447	11452	11289	所得税	331	451	603	675
短期借款	2000	2000	2483	2009	净利润	728	1150	1399	1573
应付账款	258	334	399	421	少数股东损益	-16	-12	-20	-24
其他	74	99	10	136	归属母公司净利润	744	1162	1420	1597
非流动负债	3366	2267	2267	2267	EV/EBITDA	10.37	15.94	13.19	12.06
长期借款	1113	1113	1113	1113	EPS (元)	1.30	2.04	2.49	2.80
其他	2253	1154	1154	1154					
负债合计	12122	11715	13720	13558	主要财务比率				
少数股东权益	20	8	-12	-36		2018	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东权益	7709	8871	10291	11887	成长能力				
负债和股东权益	19851	20594	23999	25409	营业收入	12074	14821	17125	19027
					营业利润	1063	1602	2004	2249
					归属母公司净利	744	1162	1420	1597
					获利能力				
					毛利率	39.96%	39.13%	40.71%	40.15%
					净利率	6.03%	7.76%	8.17%	8.27%
					ROE	13.10%	13.80%	13.43%	13.10%
					ROIC	13.37%	12.85%	11.94%	13.37%
					净负债比率	61.1%	56.9%	57.2%	53.4%
					流动比率	1.75	1.49	1.31	1.28
					速动比率	0.79	0.44	0.34	0.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.77	0.90	0.99
					营业周期	400.66	378.79	378.02	353.74
					应付帐款周转天数	13.53	13.51	14.33	13.50
					每股指标(元)				
					每股收益	1.30	2.04	2.49	2.80
					每股经营现金	5.57	0.46	2.80	2.28
					每股净资产	13.51	15.55	18.04	20.83
					估值比率				
					P/E	24.45	22.20	18.17	16.15
					P/B	2.36	2.91	2.51	2.17
					EV/EBITDA	10.37	15.94	13.19	12.06

资料来源：WIND

分析师简介:

江迎若: 伦敦大学学院硕士, 具有两年以上行业研究经验。主要跟踪覆盖休闲服务、商业贸易、食品饮料行业超过二十家主要上市公司的经营动态和定向增发项目。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 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, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089