

顺鑫农业(000860)/饮料制造
业绩符合预期, 牛栏山继续稳健增长
评级: 买入(维持)

市场价格: 58.19

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

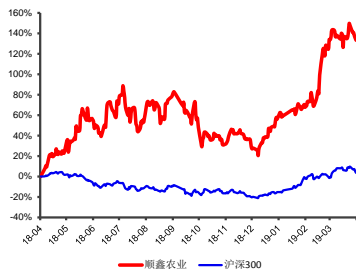
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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)	58.19
市值(百万元)	33,326
流通市值(百万元)	33,326

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)_三季报点评: 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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,734	12,074	13,970	16,519	18,857
增长率 yoy%	4.79%	2.90%	15.70%	18.24%	14.16%
净利润	438	744	1,295	1,682	1,998
增长率 yoy%	6.25%	69.78%	73.97%	29.93%	18.75%
每股收益(元)	0.77	1.30	2.27	2.95	3.50
每股现金流量	4.33	5.57	4.52	3.00	3.87
净资产收益率	6.18%	9.65%	12.74%	14.16%	14.78%
P/E	75.74	44.61	25.64	19.74	16.62
PEG	1.33	1.10	0.56	0.35	0.41
P/B	4.68	4.31	3.27	2.79	2.46

备注:

投资要点

- **事件: 2019年一季度公司实现营业收入47.65亿元, 同比增长19.95%; 实现归属净利润4.29亿元, 同比增长17.17%, 实现扣非后归属净利润4.29亿元, 同比增长16.78%; 基本每股收益0.75元, 同比增长17.16%。**
- **预收账款维持高位, 牛栏山稳健增长。**19Q1公司整体业绩符合预期, 收入同比增长17.17%, 母公司报表预收账款为40.86亿元, 同比增长30.38%, 环比下降12.47%, 维持高位水平。其中白酒主业收入增速约25%, 保持稳健增长势头, 渠道反馈省外最大的江浙沪市场继续保持50%左右的快速增长, 库存水平合理, 我们预计白酒产品结构上移推动净利率同比微升至12%左右。19Q1公司净利润同比增长17.17%, 慢于收入增速, 主要受肉类加工和房地产业务拖累, 我们预计一季度猪价大幅下行导致屠宰业务亏损约小几千万元, 但随着二季度猪价开始进入上行周期后, 预计后续屠宰盈利将会逐步改善; 预计房地产业务亏损约大几千万元, 但全年仍有望实现减亏。
- **毛利率下降明显, 期间费用率继续下行。**19Q1公司毛利率为38.38%, 同比大幅下降4.77pct, 主要是猪价回落导致屠宰业务成本显著上升所致。19Q1公司期间费用率为15.07%, 同比下降1.6pct, 其中销售费用率为9.44%, 同比下降0.24pct, 管理费用率为4.92%, 同比下降1.52pct, 财务费用率为0.71%, 同比下降0.32pct。19Q1公司净利率为9%, 同比下降0.19pct, 盈利能力小幅下降主要是屠宰业务成本短期提高所致。19Q1公司经营活动现金流量净额为2.37亿元, 同比下降72.93%, 主要是报告期内支付各项税费增加所致。
- **牛栏山长期增长潜力仍旧充足。**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, 预计全年白酒收入有望实现25%-30%增长。长期来看, 在千亿规模的低端酒市场上, 公司当前市占率不到10%, 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, 我们预计2019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: 重申“买入”评级, 持续重点推荐。**我们预计2019-2021年公司收入分别为139.70、165.19、188.57亿元, 同比增长15.70%、18.24%、14.16%; 实现净利润分别为12.95、16.82、19.98亿元, 同比增长73.97%、

29.93%、18.75%，对应 EPS 分别为 2.27、2.95、3.50 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,733.8	12,074.4	13,970.2	16,518.5	18,857.4	成长性					
减: 营业成本	7,753.4	7,249.6	7,856.2	9,053.9	10,421.4	营业收入增长率	4.8%	2.9%	15.7%	18.2%	14.2%
营业税费	1,292.9	1,600.3	1,816.1	2,147.4	2,451.5	营业利润增长率	16.3%	66.7%	80.2%	29.9%	18.8%
销售费用	1,149.6	1,223.8	1,327.2	1,651.9	1,791.5	净利润增长率	6.3%	69.8%	74.0%	29.9%	18.8%
管理费用	800.4	680.8	838.2	958.1	1,037.2	EBITDA增长率	2.7%	48.0%	54.1%	24.7%	15.5%
财务费用	157.7	143.6	182.2	185.0	167.2	EBIT增长率	-1.0%	60.7%	63.9%	27.4%	16.8%
资产减值损失	35.9	41.1	40.0	40.0	40.0	NOPLAT增长率	-12.0%	50.1%	73.8%	27.4%	16.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.7%	-34.7%	-17.9%	4.5%	0.0%
投资和汇兑收益	94.8	1.1	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	4.5%	8.4%	32.0%	17.1%	14.0%
营业利润	637.6	1,062.8	1,915.2	2,487.3	2,953.8	利润率					
加: 营业外净收支	-0.6	-3.4	-2.5	-2.2	-2.7	毛利率	33.9%	40.0%	43.8%	45.2%	44.7%
利润总额	637.1	1,059.4	1,912.6	2,485.1	2,951.1	营业利润率	5.4%	8.8%	13.7%	15.1%	15.7%
减: 所得税	194.7	331.3	598.2	777.2	922.9	净利率	3.7%	6.2%	9.3%	10.2%	10.6%
净利润	438.4	744.3	1,294.8	1,682.3	1,997.7	EBITDA/营业收入	8.7%	12.6%	16.7%	17.6%	17.8%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	6.8%	10.6%	15.0%	16.2%	16.6%
货币资金	5,095.7	6,172.4	11,176.1	13,214.8	15,085.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	100	94	79	62	51
应收账款	117.5	99.4	360.5	81.1	406.8	流动资产周转天数	134	99	45	29	33
应收票据	313.8	224.1	307.1	372.0	405.4	流动比率	413	435	469	501	510
预付款项	215.5	180.7	536.5	170.3	607.8	应收账款周转天数	5	3	6	5	5
存货	7,817.1	8,213.1	8,337.0	10,772.4	11,558.5	存货周转天数	240	239	213	208	213
其他流动资产	281.0	431.1	338.1	350.1	373.1	总资产周转天数	556	570	581	590	583
可供出售金融资产	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1	投资资本周转天数	255	203	126	98	88
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.2%	9.7%	12.7%	14.2%	14.8%
投资性房地产	41.0	39.8	-26.5	-51.5	-82.4	ROA	2.4%	3.7%	5.2%	5.9%	6.3%
固定资产	3,179.9	3,148.8	2,958.8	2,766.4	2,571.5	ROIC	6.6%	10.1%	26.8%	41.6%	46.4%
在建工程	303.6	235.1	265.1	295.1	315.1	费用率					
无形资产	771.5	751.0	711.0	670.4	629.9	销售费用率	9.8%	10.1%	9.5%	10.0%	9.5%
其他非流动资产	256.4	336.3	252.2	268.0	282.4	管理费用率	6.8%	5.6%	6.0%	5.8%	5.5%
资产总额	18,412.0	19,850.8	25,234.9	28,928.1	32,173.2	财务费用率	1.3%	1.2%	1.3%	1.1%	0.9%
短期债务	3,400.0	2,000.0	2,678.3	3,245.7	3,965.1	三费/营业收入	18.0%	17.0%	16.8%	16.9%	15.9%
应付账款	337.4	319.0	566.9	400.0	677.2	偿债能力					
应付票据	-	-	802.2	348.7	273.6	资产负债率	61.3%	61.1%	59.6%	58.7%	57.7%
其他流动负债	4,436.1	6,436.8	7,517.6	9,565.8	10,566.6	负债权益比	158.3%	156.8%	147.3%	142.2%	136.3%
长期借款	789.2	1,113.0	1,113.0	1,113.0	771.4	流动比率	1.69	1.75	1.82	1.84	1.84
其他非流动负债	2,322.1	2,253.3	2,352.8	2,309.4	2,305.2	速动比率	0.74	0.81	1.10	1.05	1.09
负债总额	11,284.9	12,122.1	15,030.9	16,982.5	18,559.0	利息保障倍数	5.05	8.91	11.51	14.44	18.67
少数股东权益	38.7	19.6	39.4	65.0	95.4	分红指标					
股本	570.6	570.6	570.6	570.6	570.6	DPS(元)	0.15	0.15	0.41	0.53	0.63
留存收益	5,517.8	6,138.5	9,594.0	11,310.0	12,948.2	分红比率	19.5%	11.5%	18.0%	18.0%	18.0%
股东权益	7,127.2	7,728.7	10,204.0	11,945.6	13,614.2	股息收益率	0.3%	0.3%	0.7%	0.9%	1.1%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	442.4	728.1	1,294.8	1,682.3	1,997.7	EPS(元)	0.77	1.30	2.27	2.95	3.50
加: 折旧和摊销	253.5	259.9	239.6	242.6	245.0	BVPS(元)	12.42	13.51	17.81	20.82	23.69
资产减值准备	35.9	41.1	-	-	-	PE(X)	75.7	44.6	25.6	19.7	16.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.7	4.3	3.3	2.8	2.5
财务费用	203.4	191.0	182.2	185.0	167.2	P/FCF	32.1	25.6	9.0	16.9	15.2
投资收益	-94.8	-1.1	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	2.8	2.7	2.4	2.0	1.8
少数股东损益	4.0	-16.2	19.7	25.6	30.4	EV/EBITDA	11.8	10.5	11.7	8.9	7.2
营运资金的变动	1,058.1	2,993.3	846.8	-418.8	-228.9	CAGR(%)	56.9%	40.7%	45.7%	56.9%	40.7%
经营活动产生现金	2,470.9	3,175.4	2,578.1	1,711.7	2,206.4	PEG	1.3	1.1	0.6	0.3	0.4
投资活动产生现金	-90.7	-234.6	31.8	-9.6	6.3	ROIC/WACC	0.7	1.1	3.0	4.6	5.2
融资活动产生现金	-423.4	-1,864.2	2,393.8	336.5	-341.6	REP	2.0	2.6	2.1	1.2	1.0

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。