

顺鑫农业(000860)/饮料制造
牛栏山稳健增长，产品迭代初显成效
评级：买入(维持)

市场价格：53.78

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

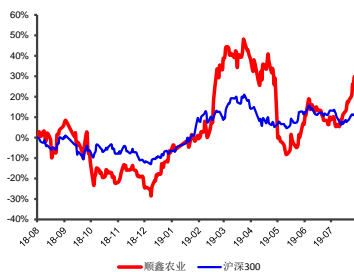
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理：熊欣慰

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	742
流通股本(百万股)	742
市价(元)	53.78
市值(百万元)	39,892
流通市值(百万元)	39,892

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)_一季报点评：业绩符合预期，牛栏山继续稳健增长
- 3 顺鑫农业(000860.SZ)_年报点评：预收款大幅增长，牛二加速全国化进程

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	1.75	2.27	2.69
每股现金流量	3.33	4.28	3.48	2.31	2.97
净资产收益率	6.18%	9.65%	12.53%	13.96%	14.59%
P/E	91.00	53.60	30.81	23.71	19.97
PEG	1.60	1.32	0.67	0.42	0.49
P/B	5.63	5.17	3.86	3.31	2.91

备注：

投资要点

- **事件：2019年上半年公司实现营业收入84.16亿元，同比增长16.36%；实现归属净利润6.48亿元，同比增长34.64%；基本每股收益0.87元，同比增长34.63%。二季度公司实现营业收入36.51亿元，同比增长11.99%，实现归属净利润2.19亿元，同比增长89.94%。**
- **牛栏山保持稳健增长，预收款维持高水平。**19H1公司整体业绩符合预期，母公司预收账款为38.46亿元，环比下降5.87%，同比增长38.84%，继续维持高水平，回款势头依旧强劲。分业务来看，上半年白酒收入66.58亿元，同比增长15.31%，增速放缓主要受去年同期基数较高影响，我们预计增长主要来自于阜外市场，渠道反馈江浙沪地区增速在40%以上，山东和华南地区增速在20%-30%，目前牛栏山库存水平良性；肉制品加工收入14.31亿元，同比增长16.22%，房地产业务收入2亿元，同比增长172.67%。19H1公司净利润增长34.64%，我们预计利润增速快于收入主要得益于白酒产品结构升级和减税红利，预计上半年白酒业务净利润增速在30%以上，净利率同比略有提升；受种猪养殖拖累肉制品业务整体亏损几千万元，但随着猪价大幅上涨下半年盈利有望得到改善；房地产业务亏损1.16亿元，与去年持平。
- **毛利率下降+费用率下行，驱动盈利能力提升。**19H1公司毛利率为36.82%，同比下降2.93pct，主要是原材料价格上涨导致成本端上升所致。19H1公司期间费用率为15.86%，同比下降3.06pct，其中销售费用率为10.17%，同比下降2.01pct，管理费用率为4.78%，同比下降0.76pct，财务费用率为0.91%，同比下降0.30pct。19H1公司净利率为7.75%，同比提高1.13pct，主要是减税和费用管控力度加大所致。19H1公司经营活动现金流量净额为-1.64亿元，同比下降111.05%，主要是由于本报告期购买原材料导致购买商品、接受劳务支付的现金增加，我们预计与加大冻肉储备有关。
- **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保持稳健增长。长期来看，在千亿规模的低端酒市场上，目前公司市占率约10%，公司产品结构梯次逐步向上引导，未来20-50元价位产品是重点发展方向，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，我们持续推荐。

- **投资建议：维持“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 1.75、2.27、2.69 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)

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,734	12,074	13,970	16,519	18,857	货币资金	5,096	6,172	11,176	13,215	15,086
增长率	4.8%	2.9%	15.7%	18.2%	14.2%	应收款项	431	323	668	453	812
营业成本	-7,753	-7,250	-7,856	-9,054	-10,421	存货	7,817	8,213	8,337	10,772	11,559
%销售收入	66.1%	60.0%	56.2%	54.8%	55.3%	其他流动资产	496	612	875	520	981
毛利	3,980	4,825	6,114	7,465	8,436	流动资产	13,841	15,321	21,055	24,961	28,438
%销售收入	33.9%	40.0%	43.8%	45.2%	44.7%	%总资产	75.2%	77.2%	83.4%	86.3%	88.4%
营业税金及附加	-1,293	-1,600	-1,816	-2,147	-2,451	长期投资	60	59	-7	-32	-63
%销售收入	11.0%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%	固定资产	3,180	3,149	2,959	2,766	2,572
营业费用	-1,150	-1,224	-1,327	-1,652	-1,791	%总资产	17.3%	15.9%	11.7%	9.6%	8.0%
%销售收入	9.8%	10.1%	9.5%	10.0%	9.5%	无形资产	771	751	711	670	630
管理费用	-800	-681	-838	-958	-1,037	非流动资产	4,571	4,530	4,180	3,967	3,736
%销售收入	6.8%	5.6%	6.0%	5.8%	5.5%	%总资产	24.8%	22.8%	16.6%	13.7%	11.6%
息税前利润 (EBIT)	738	1,320	2,132	2,707	3,156	资产总计	18,412	19,851	25,235	28,928	32,173
%销售收入	6.3%	10.9%	15.3%	16.4%	16.7%	短期借款	3,400	2,000	2,507	3,074	3,794
财务费用	-158	-144	-182	-185	-167	应付款项	4,122	5,973	8,133	9,585	10,762
%销售收入	1.3%	1.2%	1.3%	1.1%	0.9%	其他流动负债	651	783	753	729	755
资产减值损失	36	41	40	40	40	流动负债	8,174	8,756	11,394	13,389	15,311
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	789	1,113	1,113	1,113	771
投资收益	95	1	5	5	5	其他长期负债	2,322	2,253	2,353	2,309	2,305
%税前利润	13.4%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	负债	11,285	12,122	14,860	16,811	18,388
营业利润	711	1,218	1,995	2,567	3,034	普通股股东权益	7,088	7,709	10,336	12,052	13,690
营业利润率	6.1%	10.1%	14.3%	15.5%	16.1%	少数股东权益	39	20	39	65	95
营业外收支	-1	-3	-3	-2	-3	负债股东权益合计	18,412	19,851	25,235	28,928	32,173
税前利润	710	1,215	1,993	2,565	3,031						
利润率	6.1%	10.1%	14.3%	15.5%	16.1%	比率分析					
所得税	-195	-331	-598	-777	-923		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税率	27.4%	27.3%	30.0%	30.3%	30.4%	每股指标					
净利润	442	728	1,314	1,708	2,028	每股收益 (元)	0.59	1.00	1.75	2.27	2.69
少数股东损益	4	-16	20	26	30	每股净资产 (元)	9.56	10.39	13.93	16.25	18.46
归属于母公司的净利润	438	744	1,295	1,682	1,998	每股经营现金净流 (元)	3.33	4.28	3.48	2.31	2.97
净利率	3.7%	6.2%	9.3%	10.2%	10.6%	每股股利 (元)	0.12	0.12	0.31	0.41	0.48
						回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	6.18%	9.65%	12.53%	13.96%	14.59%
净利润	442	728	1,314	1,708	2,028	总资产收益率	2.40%	3.67%	5.21%	5.90%	6.30%
加: 折旧和摊销	254	260	240	243	245	投入资本收益率	6.58%	10.05%	26.78%	41.56%	46.44%
资产减值准备	36	41	0	0	0	增长率					
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	营业收入增长率	4.79%	2.90%	15.70%	18.24%	14.16%
财务费用	203	191	182	185	167	EBIT增长率	-1.01%	60.70%	63.87%	27.41%	16.79%
投资收益	-95	-1	-5	-5	-5	净利润增长率	6.25%	69.78%	73.97%	29.93%	18.75%
少数股东损益	4	-16	20	26	30	总资产增长率	3.24%	7.81%	27.12%	14.64%	11.22%
营运资金的变动	1,058	2,993	847	-419	-229	资产管理能力					
经营活动现金净流	2,471	3,175	2,578	1,712	2,206	应收账款周转天数	5.3	3.2	5.9	4.8	4.7
固定资本投资	70	100	-60	-60	-50	存货周转天数	239.6	239.0	213.2	208.2	213.2
投资活动现金净流	-91	-235	32	-10	6	应付账款周转天数	16.9	13.3	16.1	15.4	15.0
股利分配	-86	-86	-233	-303	-360	固定资产周转天数	99.6	94.3	78.7	62.4	51.0
其他	-338	-1,779	2,627	639	18	偿债能力					
筹资活动现金净流	-423	-1,864	2,394	337	-342	净负债/股东权益	4.92%	-90.11%	-74.79%	-75.45%	-125.00%
现金净流量	1,957	1,077	5,004	2,039	1,871	EBIT利息保障倍数	5.0	8.9	11.5	14.4	18.7
						资产负债率	61.29%	61.07%	58.89%	58.11%	57.15%

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。