

顺鑫农业(000860)/饮料制造

调整带来布局良机

评级: 买入(维持)

市场价格: 48.18

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

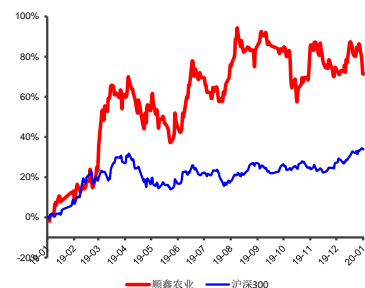
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理: 房昭强

Email: fangzq@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)	48.18
市值(百万元)	35,700
流通市值(百万元)	35,700

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)_点评报告: 样板市场表现强劲, 全国复制拓展可期
- 3 顺鑫农业(000860.SZ)_三季度报点评: 费用确认致利润波动, 白酒增长依旧稳健

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	14,531	16,857	19,180
增长率 yoy%	4.79%	2.90%	20.35%	16.00%	13.78%
净利润	438	744	1,053	1,458	1,860
增长率 yoy%	6.25%	69.78%	41.48%	38.46%	27.57%
每股收益(元)	0.77	1.30	1.42	1.97	2.51
每股现金流量	3.33	4.28	6.39	8.00	9.48
净资产收益率	6.18%	9.65%	12.49%	15.15%	16.68%
P/E	81.53	48.02	33.94	24.51	19.22
PEG	1.64	1.28	0.94	0.49	0.51
P/B	5.04	4.64	4.24	3.71	3.21

备注:

投资要点

- 近期顺鑫农业股价大幅调整, 主要基于两点担忧: 1、担忧地产业绩拖累; 2、担忧白酒主业增速放缓, 对此我们作如下解读:
- 地产业务依旧, 白酒主业保持稳健增长。我们认为, 短期市场的担心有些多余: 1) 地产方面, 公司地产业务没有发生明显的变化, 我们认为最坏的情况已经过去, 后续将继续按计划进行战略性剥离进行推进; 2) 白酒方面, 2019年白酒主业依旧保持稳健增长, 其中华东样板市场收入增速预计超40%, 其他市场如河南、内蒙等同样增长稳健, 从旺季表现来看, 华东样板市场开门红占比进一步提升, 约占全年的55%, 经销商打款积极, 且牛栏山实际动销依然保持旺盛, 同时公司仍致力于做大规模、提升市场覆盖率和占有率, 我们预计2019Q4和2020Q1白酒主业仍将取得稳健增长, 虽然短期业绩可能会有波折, 但是将预收款考虑在内后更能反映真实情况, 适当降低预期后未来白酒表现依然可期。
- 牛栏山竞争力依旧, 中长期利润率有望持续提升。从本质上来说, 牛栏山的竞争力与成长性没有发生变化。从竞争力来看, 公司在15-80元价位带的龙头地位已经很清晰, 具备超强品牌力与性价比优势, 渠道利润率明显高于竞品, 全国化扩张具备坚实基础。从成长性来看, 公司依旧具备较好的成长空间, 参照光瓶酒的增速情况以及公司现有的竞争力, 我们认为未来三年白酒业务仍将可以保持15%以上的增长, 同时随着公司规模持续扩大, 规模优势和产品结构升级有望持续推升利润率水平。此外从行业来看, 光瓶酒行业是未来白酒行业为数不多的景气赛道, 有望持续挤占盒装酒份额, 当前公司在低端酒市场上市占率仅约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。
- 投资建议: 维持“买入”评级, 持续重点推荐。当前春节开门红打款进度良好, 今年白酒业绩增速预计在25%以上, 当前公司股价对应2020年白酒的估值约21倍, 公司市值仍被低估, 股价调整带来布局良机, 我们持续重点推荐。考虑到地产项目的财务费用, 我们调整盈利预测, 预计2019-2021年公司收入分别为145.31、168.57、191.80亿元, 同比增长20.35%、16.00%、13.78%; 实现净利润分别为10.53、14.58、18.60亿元, 同比增长41.48%、38.46%、27.57%, 对应EPS分别为1.42、1.97、2.51元(前次为1.62、2.16、2.82元)。
- 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)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11,734	12,074	14,531	16,857	19,180
增长率	4.8%	2.9%	20.3%	16.0%	13.8%
营业成本	-7,753	-7,250	-8,911	-10,222	-11,439
%销售收入	66.1%	60.0%	61.3%	60.6%	59.6%
毛利	3,980	4,825	5,620	6,635	7,741
%销售收入	33.9%	40.0%	38.7%	39.4%	40.4%
营业税金及附加	-1,293	-1,600	-1,700	-1,905	-2,167
%销售收入	11.0%	13.3%	11.7%	11.3%	11.3%
营业费用	-1,150	-1,224	-1,380	-1,517	-1,688
%销售收入	9.8%	10.1%	9.5%	9.0%	8.8%
管理费用	-800	-681	-770	-843	-940
%销售收入	6.8%	5.6%	5.3%	5.0%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	738	1,320	1,769	2,370	2,946
%销售收入	6.3%	10.9%	12.2%	14.1%	15.4%
财务费用	-158	-144	-182	-185	-167
%销售收入	1.3%	1.2%	1.3%	1.1%	0.9%
资产减值损失	36	41	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	95	1	1	1	1
%税前利润	13.4%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
营业利润	711	1,218	1,618	2,216	2,810
营业利润率	6.1%	10.1%	11.1%	13.1%	14.7%
营业外收支	-1	-3	-3	-2	-3
税前利润	710	1,215	1,615	2,214	2,807
利润率	6.1%	10.1%	11.1%	13.1%	14.6%
所得税	-195	-331	-486	-674	-859
所得税率	27.4%	27.3%	30.1%	30.4%	30.6%
净利润	442	728	1,069	1,480	1,888
少数股东损益	4	-16	16	22	28
归属于母公司的净利润	438	744	1,053	1,458	1,860
净利率	3.7%	6.2%	7.2%	8.6%	9.7%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,096	6,172	11,625	13,486	19,785
应收款项	431	323	707	436	851
存货	7,817	8,213	10,560	11,016	13,496
其他流动资产	496	612	971	515	1,062
流动资产	13,841	15,321	23,863	25,453	35,194
%总资产	75.2%	77.2%	85.1%	86.5%	90.4%
长期投资	60	59	-7	-32	-63
固定资产	3,180	3,149	2,959	2,766	2,572
%总资产	17.3%	15.9%	10.6%	9.4%	6.6%
无形资产	771	751	711	670	630
非流动资产	4,571	4,530	4,180	3,967	3,736
%总资产	24.8%	22.8%	14.9%	13.5%	9.6%
资产总计	18,412	19,851	28,043	29,420	38,929
短期借款	3,400	2,000	2,464	41	0
应付款项	4,122	5,973	12,895	16,658	24,634
其他流动负债	651	783	753	729	755
流动负债	8,174	8,756	16,112	17,429	25,389
长期贷款	789	1,113	1,113	0	0
其他长期负债	2,322	2,253	2,353	2,309	2,305
负债	11,285	12,122	19,578	19,738	27,694
普通股股东权益	7,088	7,709	8,429	9,624	11,149
少数股东权益	39	20	36	58	86
负债股东权益合计	18,412	19,851	28,043	29,420	38,929

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.59	1.00	1.42	1.97	2.51
每股净资产 (元)	9.56	10.39	11.36	12.97	15.03
每股经营现金净流 (元)	3.33	4.28	6.39	8.00	9.48
每股股利 (元)	0.12	0.12	0.26	0.35	0.45
回报率					
净资产收益率	6.18%	9.65%	12.49%	15.15%	16.68%
总资产收益率	2.40%	3.67%	3.81%	5.03%	4.85%
投入资本收益率	6.58%	10.05%	22.22%	79.81%	-89.80%
增长率					
营业总收入增长率	4.79%	2.90%	20.35%	16.00%	13.78%
EBIT增长率	-1.01%	60.70%	35.96%	34.51%	24.62%
净利润增长率	6.25%	69.78%	41.48%	38.46%	27.57%
总资产增长率	3.24%	7.81%	41.27%	4.91%	32.32%
资产管理能力					
应收账款周转天数	5.3	3.2	5.9	4.8	4.7
存货周转天数	239.6	239.0	232.5	230.4	230.0
应付账款周转天数	16.9	13.3	16.1	15.4	15.0
固定资产周转天数	99.6	94.3	75.7	61.1	50.1
偿债能力					
净负债/股东权益	4.92%	-95.92%	-95.38%	-185.79%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	5.0	8.9	9.5	12.7	17.5
资产负债率	61.29%	61.07%	69.82%	67.09%	71.14%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	442	728	1,069	1,480	1,888
加: 折旧和摊销	254	260	240	243	245
资产减值准备	36	41	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	203	191	182	185	167
投资收益	-95	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	4	-16	16	22	28
营运资金的变动	1,058	2,993	3,250	4,030	4,734
经营活动现金净流	2,471	3,175	4,740	5,936	7,033
固定资本投资	70	100	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-91	-235	28	-14	2
股利分配	-86	-86	-190	-262	-335
其他	-338	-1,779	875	-3,800	-401
筹资活动现金净流	-423	-1,864	685	-4,062	-736
现金净流量	1,957	1,077	5,453	1,860	6,300

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。