

顺鑫农业(000860)/饮料制造

无惧波动, 穿越时艰

评级: 买入(维持)

市场价格: 56.41

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

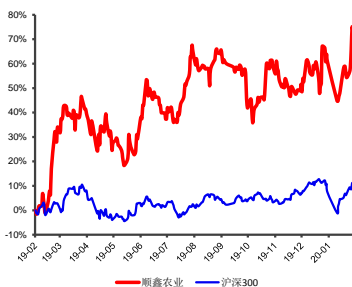
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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)	56.41
市值(百万元)	41,800
流通市值(百万元)	41,800

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)_点评报告: 调整带来布局良机

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	95.45	56.22	39.74	28.70	22.50
PEG	1.93	1.50	1.10	0.58	0.60
P/B	5.90	5.43	4.96	4.35	3.75

备注:

投资要点

- 近期我们调研了牛栏山华东样板市场渠道, 反馈春节淡季期间影响较小, 全年来看提价将一定程度对冲不利影响, 20元以上产品占比将进一步提升。我们认为公司短中长期成长逻辑清晰, 对公司未来3年白酒成长的信心仍足, 预计市值长期依旧具备翻倍的空间。
- 短期: 餐饮受损、商超受益, 淡季整体影响较小。整体而言, 由于牛栏山以自饮场景为主, 而春节白酒消费以走亲访友、宴席聚会为主, 故春节是牛栏山传统消费淡季, 疫情对牛栏山短期影响较小。具体分渠道而言, 餐饮渠道受冲击相对较大, 但餐饮渠道占比仅30%左右, 故对整体影响不大; 流通渠道受冲击较小, 烟酒店未营业的消费转移到商超, 且由于消费者“宅”家里自饮场景增多, 春节后来自商超的订单反而同比明显提升, 部分商超反馈出现断货情况。春节前公司开门红进展顺利, 开门红的货基本上80%已发至经销商仓库, 当前经销商库存约两个月, 终端库存较低, 后续消化节奏取决于外来人口回流进度与餐饮恢复营业的时间, 预计库存消化要延后一个多月(去年约为4月份消化完毕)。
- 全年: 提价对冲不利影响, 产品结构进一步升级。年前部分区域经销商发布提价通知, 大多产品提价约5%-10%, 大单品牛二提价6%, 我们预计疫情不会影响提价计划, 只是影响提价节奏, 我们预计提价将在经销商和终端层面分担, 终端价预计不变, 预计提价将带动公司整体净利率提升约2.5pct, 能在一定程度对冲全年不利影响。全年来看, 由于开门红库存延期消化会影响经销商后续的打款与进货, 疫情预计会小幅影响华东地区全年目标, 其中大单品牛二可能略受影响, 但20元以上升级产品仍将按原计划目标完成, 产品结构升级将进一步加速。
- 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, 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, 当前公司在低端酒市场上市占率仅约10%, 疫情将加剧地产酒生存难度, 有望进一步驱动份额向牛栏山集中, 未来公司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。**全年来看，考虑到提价将对冲疫情的不利影响，我们维持盈利预测；长期来看，公司在低端酒市场竞争优势显著，我们认为疫情将驱动份额加快向牛栏山集中。我们预计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。
- **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
营业总收入	11,734	12,074	14,531	16,857	19,180	货币资金	5,096	6,172	11,625	13,486	19,785
增长率	4.8%	2.9%	20.3%	16.0%	13.8%	应收款项	431	323	707	436	851
营业成本	-7,753	-7,250	-8,911	-10,222	-11,439	存货	7,817	8,213	10,560	11,016	13,496
%销售收入	66.1%	60.0%	61.3%	60.6%	59.6%	其他流动资产	496	612	971	515	1,062
毛利	3,980	4,825	5,620	6,635	7,741	流动资产	13,841	15,321	23,863	25,453	35,194
%销售收入	33.9%	40.0%	38.7%	39.4%	40.4%	%总资产	75.2%	77.2%	85.1%	86.5%	90.4%
营业税金及附加	-1,293	-1,600	-1,700	-1,905	-2,167	长期投资	60	59	-7	-32	-63
%销售收入	11.0%	13.3%	11.7%	11.3%	11.3%	固定资产	3,180	3,149	2,959	2,766	2,572
营业费用	-1,150	-1,224	-1,380	-1,517	-1,688	%总资产	17.3%	15.9%	10.6%	9.4%	6.6%
%销售收入	9.8%	10.1%	9.5%	9.0%	8.8%	无形资产	771	751	711	670	630
管理费用	-800	-681	-770	-843	-940	非流动资产	4,571	4,530	4,180	3,967	3,736
%销售收入	6.8%	5.6%	5.3%	5.0%	4.9%	%总资产	24.8%	22.8%	14.9%	13.5%	9.6%
息税前利润 (EBIT)	738	1,320	1,769	2,370	2,946	资产总计	18,412	19,851	28,043	29,420	38,929
%销售收入	6.3%	10.9%	12.2%	14.1%	15.4%	短期借款	3,400	2,000	2,464	41	0
财务费用	-158	-144	-182	-185	-167	应付款项	4,122	5,973	12,895	16,658	24,634
%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	30	30	30	流动负债	8,174	8,756	16,112	17,429	25,389
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	789	1,113	1,113	0	0
投资收益	95	1	1	1	1	其他长期负债	2,322	2,253	2,353	2,309	2,305
%税前利润	13.4%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	负债	11,285	12,122	19,578	19,738	27,694
营业利润	711	1,218	1,618	2,216	2,810	普通股股东权益	7,088	7,709	8,429	9,624	11,149
营业利润率	6.1%	10.1%	11.1%	13.1%	14.7%	少数股东权益	39	20	36	58	86
营业外收支	-1	-3	-3	-2	-3	负债股东权益合计	18,412	19,851	28,043	29,420	38,929
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%	比率分析					
所得税	-195	-331	-486	-674	-859		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税率	27.4%	27.3%	30.1%	30.4%	30.6%	每股指标					
净利润	442	728	1,069	1,480	1,888	每股收益(元)	0.59	1.00	1.42	1.97	2.51
少数股东损益	4	-16	16	22	28	每股净资产(元)	9.56	10.39	11.36	12.97	15.03
归属于母公司的净利润	438	744	1,053	1,458	1,860	每股经营现金净流(元)	3.33	4.28	6.39	8.00	9.48
净利率	3.7%	6.2%	7.2%	8.6%	9.7%	每股股利(元)	0.12	0.12	0.26	0.35	0.45
						回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	6.18%	9.65%	12.49%	15.15%	16.68%
净利润	442	728	1,069	1,480	1,888	总资产收益率	2.40%	3.67%	3.81%	5.03%	4.85%
加: 折旧和摊销	254	260	240	243	245	投入资本收益率	6.58%	10.05%	22.22%	79.81%	-89.80%
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	营业总收入增长率	4.79%	2.90%	20.35%	16.00%	13.78%
财务费用	203	191	182	185	167	EBIT增长率	-1.01%	60.70%	35.96%	34.51%	24.62%
投资收益	-95	-1	-1	-1	-1	净利润增长率	6.25%	69.78%	41.48%	38.46%	27.57%
少数股东损益	4	-16	16	22	28	总资产增长率	3.24%	7.81%	41.27%	4.91%	32.32%
营运资金的变动	1,058	2,993	3,250	4,030	4,734	资产管理能力					
经营活动现金净流	2,471	3,175	4,740	5,936	7,033	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	232.5	230.4	230.0
投资活动现金净流	-91	-235	28	-14	2	应付账款周转天数	16.9	13.3	16.1	15.4	15.0
股利分配	-86	-86	-190	-262	-335	固定资产周转天数	99.6	94.3	75.7	61.1	50.1
其他	-338	-1,779	875	-3,800	-401	偿债能力					
筹资活动现金净流	-423	-1,864	685	-4,062	-736	净负债/股东权益	4.92%	-95.92%	-95.38%	-185.79%	-125.00%
现金净流量	1,957	1,077	5,453	1,860	6,300	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%

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。