

## 食品饮料

2019年01月25日

# 顺鑫农业 (000860)

## ——牛栏山穿越周期 市占率与净利率仍将稳步提升

报告原因：有业绩公布需要点评

### 买入 (维持)

市场数据：2019年01月24日

收盘价(元)	39.37
一年内最高/最低(元)	47.9/16.6
市净率	3.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	22464
上证指数/深证成指	2591.69/7573.53

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2018年09月30日

每股净资产(元)	13.16
资产负债率%	57.71
总股本/流通A股(百万)	571/571
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《顺鑫农业(000860)点评：终端调查系列一：牛栏山相比于竞品具有更强的定价权 低库存高周转》2019/01/09

《顺鑫农业(000860)点评：18Q3点评：牛栏山增速略有放缓 全国化扩张仍将稳步推进》2018/10/29

### 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com

### 研究支持

周缘 A0230117120004  
zhouyuan@swsresearch.com

### 联系人

周缘  
(8621)23297818×转  
zhouyuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年业绩预告，预计 2018 年归母净利润 7.01-8.33 亿，同比增长 60%-90%。
- **投资评级与估值：**略下调盈利预测，预测 2018-2020 年 EPS 为 1.29 元、2.07 元、2.82 元（前次为 1.41 元、2.18 元、3.01 元），同比增长 68%、61%、36%，当前股价对应 2019-2020 年 PE 分别为 19x、14x。仅考虑白酒业务，预测 2018-2020 年白酒业务净利润分别为 11 亿、14 亿、16 亿，当前股价对应白酒业务 2019-2020 年 PE 分别为 16x、14x，维持买入评级。我们看好公司的核心逻辑是：1、聚焦酒肉主业，解决多元化问题。当前聚焦酒肉，地产业务预计随着存量项目的逐步销售，对主业的拖累将减少。2、白酒业务市占率与净利率提升空间仍大。牛栏山拥有强大的品牌力、产品力、渠道力，管理团队务实，2017 年下半年开始迎来增长提速，未来增长空间核心看全国化扩张，从市占率提升、价格提升、净利率提升三个角度看，白酒业务增长空间仍大。
- **牛栏山穿越周期，结构升级与全国化扩张仍稳步推进。**自 17Q4 起牛栏山增长明显提速，白酒业务高增持续到 18 年上半年，由于全年任务提前完成，18Q3 起进行控货降库存，同时高端产品受宏观大环境影响，白酒业务增长有所放缓。结合渠道反馈，2018 年牛栏山已经基本实现百亿目标，预计 18Q4 白酒业务收入增长 20%以上，全年实现 90-95 亿收入。受益于产品结构升级与全国化扩张带来的规模效应，预计 2018 年白酒净利率提升 1-2 个百分点。从 19 年春节销售情况来看，在 18Q4 轻库存的情况下，当前回款与动销情况向好，预计 2019 年白酒业务仍能实现 20%以上的收入增长。中长期看，随着牛栏山产品结构的升级与全国化扩张的持续推进，市占率与净利率仍将持续提升，增长空间仍大。
- **非洲猪瘟影响肉类业务盈利，预计 19 年地产盈利好转。**受非洲猪瘟影响，预计公司肉类业务 18 年有所亏损，拖累整体业绩。地产业务由于下坡屯项目仍然在建，18 年确认收入较少，同时负债较高，财务费用高企，导致亏损扩大。预计 19 年下坡屯项目逐步竣工，若顺利销售则确认收入，回款后偿还债务财务费用下降，地产业务盈利情况将明显好转。
- **考虑非经常性损益变化，预计扣非净利润增速更快。**17 年资产减值损失 3600 万（其中可供出售金融资产减值损失 3000 万），剥离鑫大禹产生投资收益 9337 万，考虑到非经常性损益的影响，预计 19 年扣非净利润增速更快。
- 股价表现的催化剂：非主业加速剥离，白酒增长超预期
- 核心假设风险：地产剥离低于预期，白酒增长低于预期

### 财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,734	9,203	12,367	14,965	17,675
同比增长率(%)	4.79	4.01	5.40	21.00	18.10
净利润(百万元)	438	536	736	1,182	1,608
同比增长率(%)	6.25	97.04	68.04	60.60	36.00
每股收益(元/股)	0.77	0.94	1.29	2.07	2.82
毛利率(%)	33.9	38.2	43.5	44.4	44.8
ROE(%)	6.2	7.1	9.4	13.1	15.1
市盈率	51		31	19	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,637	11,197	11,734	12,367	14,965	17,675
营业收入同比增长率 (yoy)	1.65%	16.18%	4.79%	5.40%	21.00%	18.10%
减: 营业成本	6,044	7,330	7,753	6,992	8,315	9,750
毛利率 (%)	37.28%	34.54%	33.92%	43.50%	44.40%	44.80%
减: 营业税金及附加	1,079	1,279	1,293	1,688	1,945	2,298
主营业务利润	2,514	2,588	2,688	3,687	4,705	5,627
主营业务利润率 (%)	26.08%	23.12%	22.90%	29.81%	31.44%	31.84%
减: 销售费用	1,139	1,223	1,150	1,447	1,721	2,033
减: 管理费用	645	756	800	878	1,033	1,167
减: 财务费用	171	256	158	218	218	163
经营性利润	558	353	580	1,144	1,733	2,264
经营性利润同比增长率 (yoy)	3.25%	-36.80%	64.32%	97.31%	51.49%	30.64%
经营性利润率 (%)	5.79%	3.15%	4.94%	9.25%	11.58%	12.81%
减: 资产减值损失	5	-9	36	50	0	0
加: 投资收益及其他	4	186	95	0	0	60
营业利润	557	548	638	1,094	1,733	2,326
加: 营业外净收入	3	-4	-1	-2	-2	-4
利润总额	560	545	637	1,092	1,731	2,322
减: 所得税	177	120	195	344	537	701
净利润	383	425	442	748	1,194	1,621
少数股东损益	7	12	4	12	12	13
归属于母公司所有者的净利润	376	413	438	736	1,182	1,608
净利润同比增长率 (yoy)	4.68%	9.65%	6.25%	68.04%	60.60%	36.00%
全面摊薄总股本	571	571	571	571	571	571
每股收益 (元)	0.66	0.72	0.77	1.29	2.07	2.82
归属母公司所有者净利润率 (%)	3.90%	3.68%	3.74%	-	-	-
ROE	6.97%	6.12%	6.18%	9.40%	13.10%	15.10%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。