

顺鑫农业(000860)/饮料制造

预收款大幅增长, 牛二加速全国化进程

评级: 买入(维持)

市场价格: 45.20

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

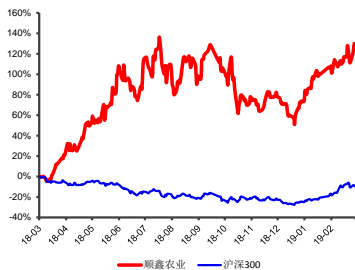
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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)	45.20
市值(百万元)	25,809
流通市值(百万元)	25,809

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)_三季度点评: 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	58.83	34.65	19.92	15.33	12.91
PEG	1.03	0.85	0.44	0.27	0.32
P/B	3.64	3.35	2.54	2.17	1.91

备注:

投资要点

- **事件: 2018年公司实现营业收入120.74亿元, 同比增长2.90%; 实现归属净利润7.44亿元, 同比增长69.78%, 实现扣非后归属净利润7.93亿元, 同比增长129.59%; 基本每股收益1.30元, 同比增长69.78%。**
- **预收款大增, 牛栏山持续高增。**2018年公司净利润7.44亿元, 落在业绩预告区间, 整体业绩符合预期, 扣非后净利润7.93亿元, 同比增长129.59%, 主要是处置固定资产产生-0.59亿元非经常性损益; 但母公司报表预收账款为46.68亿元, 同比大幅增长42.01%, 再创历史新高, 超出市场预期; 其中18Q4实现收入28.71亿元, 同比下降0.49%, 净利润2.08亿元, 同比增长25.13%, 整体收入下滑主要受屠宰业务拖累。分业务来看, 2018年白酒收入92.78亿元, 同比增长43.82%, 净利率11%-12%, 屠宰收入23.68亿元, 同比下降20.23%, 亏损约5千万-1亿元; 房地产亏损约2.5-3亿元; 其中白酒全国化市场布局继续加速推进, 目前牛栏山亿元以上省级(包括直辖市)销售市场已达22个, 长三角、珠三角市场发展更为迅猛, 我们预计长三角地区全年收入增速约60%。
- **毛利率大幅提升, 期间费用率小幅下降。**2018年公司毛利率为39.96%, 同比大幅提升6.04pct, 主要是肉制品和房地产业务盈利能力提升所致。2018年期间费用率为17.08%, 同比下降0.88pct, 其中销售费用率为10.14%, 同比提高0.34pct, 管理费用率为5.76%, 同比下降1.06pct, 财务费用率为1.19%, 同比下降0.15pct。2018年公司净利率为6.03%, 同比提高2.26pct, 盈利能力得到明显提升。2018年公司经营活动现金流量净额为31.75亿元, 同比增长28.52%, 主要是报告期内预收账款大幅增长所致。
- **2019年规划积极, 春节动销势头强劲。**根据渠道反馈, 2019年江浙沪地区收入规划35%增长, 我们预计春节期间完成全年目标的50%, 高于去年40%的完成率。库存方面, 目前库存1个多月低于往年水平, 预期4月即可全部消化, 比去年提早一个多月。产品方面, 2019年规划将老产品陈酿占比从72%降至65%, 新产品占比提升至25%以上。随着20-30元产品在省外逐步推广以及渠道进一步下沉, 我们预计2019年白酒收入增速仍有望实现20%-30%增长。考虑到原材料价格下行和房地产亏损减少的可能, 对应利润端增速有望更为积极。
- **长期来看, 牛栏山具备持续增长潜力。**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。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%	15.3%
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	-	-	-	-	-	固定资本周转天数	100	94	79	62	51
应收账款	117.5	99.4	360.5	81.1	406.8	流动资本周转天数	134	99	45	29	33
应收票据	313.8	224.1	307.1	372.0	405.4	流动资产周转天数	413	435	469	501	510
预付账款	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%	0.9%	1.2%	1.4%
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)	58.8	34.7	19.9	15.3	12.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.3	2.5	2.2	1.9
财务费用	203.4	191.0	182.2	185.0	167.2	P/FCF	24.9	19.9	7.0	13.1	11.8
投资收益	-94.8	-1.1	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4
少数股东损益	4.0	-16.2	19.7	25.6	30.4	EV/EBITDA	11.8	10.5	8.6	6.4	5.0
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	1.0	0.9	0.4	0.3	0.3
投资活动产生现金	-90.7	-234.6	31.8	-9.6	6.3	ROIC/WACC	0.8	1.2	3.1	4.8	5.4
融资活动产生现金	-423.4	-1,864.2	2,393.8	336.5	-341.6	REP	1.9	2.5	1.5	0.8	0.7

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。