

顺鑫农业(000860)/饮料制造

费用确认致利润波动,白酒增长依旧稳健

评级: 买入(维持)

市场价格: 46.50

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

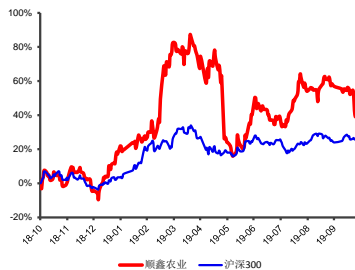
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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)	46.50
市值(百万元)	34,503
流通市值(百万元)	34,503

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)_中报点评: 牛栏山稳健增长,产品迭代初显成效
- 3 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

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	1,203	1,603	2,090
增长率 yoy%	6.25%	69.78%	61.59%	33.25%	30.40%
每股收益(元)	0.77	1.30	1.62	2.16	2.82
每股现金流量	3.33	4.28	6.91	8.09	10.27
净资产收益率	6.18%	9.65%	14.73%	16.91%	18.67%
P/E	78.68	46.34	28.68	21.52	16.51
PEG	1.45	1.08	0.68	0.40	0.39
P/B	4.87	4.47	4.23	3.64	3.08

备注:

投资要点

- **事件: 2019年前三季度公司实现营业收入110.62亿元,同比增长20.19%;实现归属净利润6.65亿元,同比增长23.93%;单三季度公司实现营业收入26.46亿元,同比增长34.25%,实现归属净利润0.17亿元,同比下降69.70%。**
- **牛栏山保持稳健增长,预收款持续靓丽,费用确认导致利润波动较大。**19Q3公司收入同比增长34.25%,环比加速主要是肉制品和房地产业务驱动,白酒主业收入继续保持15%左右增长;母公司预收账款为36.71亿元,环比下降4.55%,同比增长62.97%,销售商品、提供劳务收现同比增长39.87%,显示回款势头强劲,基本面依旧扎实。对于牛栏山,我们预计白酒收入增长主要来自于阜外市场,三季度渠道反馈江浙沪地区增速在40%左右,山东和华南地区增速在25%-30%,中秋后全年回款任务基本完成,完成进度较去年还略微提前,节后渠道库存良性,新品如珍品和精品陈酿等动销明显好于去年,预计全年白酒收入增速有望达20%。19Q3公司净利润同比下降69.70%,主要受冬奥会和世园会广告投入带来的约3-4千万元费用确认影响,同时猪价大幅上涨导致屠宰业务亏损,全年来看肉制品业务有望盈亏平衡;牛栏山产品结构加快上移,我们预计白酒净利率同比仍在提升,过往来看三季度公司利润占全年比例很低,全年业绩表现更为客观。
- **毛利率下降+费用率上行,影响短期盈利能力。**19Q3公司毛利率为28.83%,同比下降3.44pct,主要是屠宰成本明显上升所致。19Q3公司期间费用率为14.98%,同比提高1.93pct,其中销售费用率为6.66%,同比提高2.38pct,管理费用率为7.37%,同比提高0.11pct,财务费用率为0.95%,同比下降0.56pct。19H1公司净利率为0.74%,同比下降1.38pct,主要是屠宰成本端承压和广告费用投入所致。19Q3公司经营活动现金流量净额为-0.66亿元,主要是购买商品、接受劳务支付的现金增加所致,与去年同期相比已明显好转。
- **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上移趋势显著,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,公司主业愈加清晰,我们

预计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：**维持“买入”评级，持续重点推荐。我们微调盈利预测，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12.03、16.03、20.90亿元，同比增长61.59%、33.25%、30.40%，对应EPS分别为1.62、2.16、2.82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	20,339
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	-8,792	-10,026	-11,119	存货	7,817	8,213	10,308	10,852	12,973
%销售收入	66.1%	60.0%	60.5%	59.5%	58.0%	其他流动资产	496	612	960	511	1,043
毛利	3,980	4,825	5,739	6,831	8,062	流动资产	13,841	15,321	23,601	25,285	35,206
%销售收入	33.9%	40.0%	39.5%	40.5%	42.0%	%总资产	75.2%	77.2%	85.0%	86.4%	90.4%
营业税金及附加	-1,293	-1,600	-1,700	-1,972	-2,244	长期投资	60	59	-7	-32	-63
%销售收入	11.0%	13.3%	11.7%	11.7%	11.7%	固定资产	3,180	3,149	2,959	2,766	2,572
营业费用	-1,150	-1,224	-1,308	-1,433	-1,573	%总资产	17.3%	15.9%	10.7%	9.5%	6.6%
%销售收入	9.8%	10.1%	9.0%	8.5%	8.2%	无形资产	771	751	711	670	630
管理费用	-800	-681	-741	-843	-959	非流动资产	4,571	4,530	4,180	3,967	3,736
%销售收入	6.8%	5.6%	5.1%	5.0%	5.0%	%总资产	24.8%	22.8%	15.0%	13.6%	9.6%
息税前利润 (EBIT)	738	1,320	1,990	2,583	3,286	资产总计	18,412	19,851	27,780	29,252	38,941
%销售收入	6.3%	10.9%	13.7%	15.3%	17.1%	短期借款	3,400	2,000	2,491	31	0
财务费用	-158	-144	-182	-185	-167	应付款项	4,122	5,973	12,870	16,643	24,596
%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	16,114	17,403	25,352
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	19,579	19,713	27,657
营业利润	711	1,218	1,839	2,429	3,150	普通股股东权益	7,088	7,709	8,163	9,477	11,190
营业利润率	6.1%	10.1%	12.7%	14.4%	16.4%	少数股东权益	39	20	38	62	94
营业外收支	-1	-3	-3	-2	-3	负债股东权益合计	18,412	19,851	27,780	29,252	38,941
税前利润	710	1,215	1,837	2,427	3,147						
利润率	6.1%	10.1%	12.6%	14.4%	16.4%						
所得税	-195	-331	-556	-740	-965						
所得税率	27.4%	27.3%	30.3%	30.5%	30.7%						
净利润	442	728	1,221	1,627	2,122						
少数股东损益	4	-16	18	24	32						
归属于母公司的净利润	438	744	1,203	1,603	2,090						
净利率	3.7%	6.2%	8.3%	9.5%	10.9%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	442	728	1,221	1,627	2,122	每股指标					
加: 折旧和摊销	254	260	240	243	245	每股收益 (元)	0.59	1.00	1.62	2.16	2.82
资产减值准备	36	41	0	0	0	每股净资产 (元)	9.56	10.39	11.00	12.78	15.09
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	3.33	4.28	6.91	8.09	10.27
财务费用	203	191	182	185	167	每股股利 (元)	0.12	0.12	0.29	0.39	0.51
投资收益	-95	-1	-1	-1	-1	回报率					
少数股东损益	4	-16	18	24	32	净资产收益率	6.18%	9.65%	14.73%	16.91%	18.67%
营运资金的变动	1,058	2,993	3,487	3,946	5,086	总资产收益率	2.40%	3.67%	4.39%	5.56%	5.45%
经营活动现金净流	2,471	3,175	5,129	6,000	7,619	投入资本收益率	6.58%	10.05%	25.05%	98.68%	-93.81%
固定资本投资	70	100	-60	-60	-50	增长率					
投资活动现金净流	-91	-235	28	-14	2	营业总收入增长率	4.79%	2.90%	20.35%	16.00%	13.78%
股利分配	-86	-86	-216	-288	-376	EBIT增长率	-1.01%	60.70%	53.24%	30.24%	27.50%
其他	-338	-1,779	513	-3,837	-391	净利润增长率	6.25%	69.78%	61.59%	33.25%	30.40%
筹资活动现金净流	-423	-1,864	296	-4,126	-767	总资产增长率	3.24%	7.81%	39.94%	5.30%	33.12%
现金净流量	1,957	1,077	5,453	1,860	6,854	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	229.4	225.9	223.6
						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%	-98.12%	-194.49%	-125.00%
						EBIT利息保障倍数	5.0	8.9	10.8	13.8	19.5
						资产负债率	61.29%	61.07%	70.48%	67.39%	71.02%

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。