

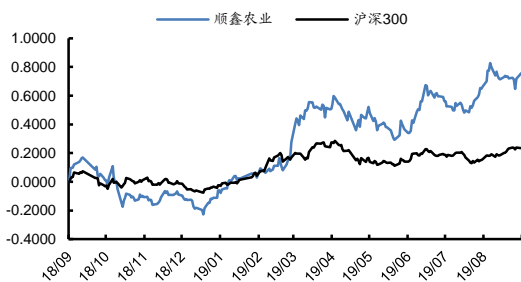
牛栏山外阜市场仍有较大发展空间，种猪屠宰业务下半年有望扭亏为盈

——顺鑫农业（000860）调研简报

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
顺鑫农业	6.6	28.6	73.3
沪深300	6.7	8.3	22.1

市场数据

2019/9/16

当前价格（元）	52.52
52周价格区间（元）	29.5-63.48
总市值（百万）	38957.60
流通市值（百万）	38957.60
总股本（万股）	74176.70
流通股（万股）	74176.70
日均成交额（百万）	446.33
近一月换手（%）	25.83

相关报告

《顺鑫农业（000860）年报点评：受非洲猪瘟影响养殖屠宰业绩亏损，牛栏山全国化发展趋势仍然向好》——2019-03-15

《顺鑫农业（000860）深度报告：铺市提高+结构升级，牛栏山外阜市场仍有较大增长空间》——2018-11-12

《顺鑫农业（000860）中报点评：产品性价比优势凸显，全国化稳步推进》——2018-08-27

《顺鑫农业（000860）动态点评：白酒业务是公司核心业务，全国化格局有望快速提升》——

投资要点：

■ **牛栏山白酒全国化趋势继续向好。**公司牛栏山白酒作为低端白酒，相比较于很多竞品，品质好，品牌知名度高，性价比更高，有相对的竞争优势。目前北京地区及环北京周边市场相对成熟，市场增长主要走结构升级。而全国其他市场正在快速铺市，市场全国化正在路上，目前已经有22个省份年销售额过亿，长三角地区预计2019年上半年增速在40%-50%以上，珠三角地区预计2019年上半年增速在20%-30%以上。外阜市场的增长来源，一方面是铺货率提升，低端陈酿通过渠道下沉和中高端百年牛栏山对中高端餐饮店等终端的覆盖面提升。另一方面是结构升级，金标、珍品牛栏山增长较快。未来，随着公司产品线的向上延伸，牛栏山白酒有望持续取代传统白酒企业50~100元性价比较低的盒装产品。

随着牛栏山铺市率提高，品牌效应增强，单店动销率提高，以及经济增长下的消费结构升级。未来几年，我们预计牛栏山白酒仍能保持15%-20%左右的较好增长。

■ **非洲猪瘟事件对公司短期是“双杀”，下半年随着猪价上涨肉类业务有望实现盈亏平衡。**非洲猪瘟事件，北方养殖户居多，同时政府跨省调运限制，以及居民因非洲猪瘟对猪肉消费的下降，导致整体上猪肉需求和价格下降较多，对公司屠宰业务负面影响较大。同时因为非洲猪瘟，养殖户补栏少，生猪价格也上不去，公司种猪养殖业务也受到较大的负面影响。下半年，随着猪价上涨，尤其是政府放开生猪禁运和对生猪养殖的鼓励和支持，公司屠宰和种猪业务有望实现盈利，全年实现盈亏平衡。

■ **盈利预测和投资评级：维持“增持”评级** 我们预测2019-2021年EPS分别为1.43/1.90/2.25元，对应PE分别为36.65/27.65/23.36倍，维“增持”评级。

■ **风险提示：**非洲猪瘟事件继续维持或扩大；地产业务利息支出继续扩大；牛栏山市场全国化受阻；食品安全事件；宏观经济下行；肉制品和白酒行业竞争加剧。

2018-08-16

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	12074	14215	15675	17180
增长率(%)	3%	18%	10%	10%
净利润(百万元)	744	1063	1409	1668
增长率(%)	70%	43%	33%	18%
摊薄每股收益(元)	1.30	1.43	1.90	2.25
ROE(%)	9.63%	12.20%	14.06%	14.41%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：顺鑫农业盈利预测表

证券代码:	000860.SZ				股价:	52.52	投资评级:	增持	日期:	2019-09-16
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E	
盈利能力					每股指标					
ROE	10%	12%	14%	14%	EPS	1.30	1.43	1.90	2.25	
毛利率	40%	41%	42%	42%	BVPS	13.51	11.75	13.56	15.70	
期间费率	30%	14%	14%	14%	估值					
销售净利率	6%	7%	9%	10%	P/E	40.26	36.65	27.65	23.36	
成长能力					P/B	3.89	4.47	3.87	3.35	
收入增长率	3%	18%	10%	10%	P/S	2.48	2.74	2.49	2.27	
利润增长率	70%	43%	33%	18%						
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.61	0.63	0.61	0.59	营业收入	12074	14215	15675	17180	
应收账款周转率	37.33	31.47	34.15	32.75	营业成本	7250	8451	9117	9884	
存货周转率	0.88	0.88	0.88	0.88	营业税金及附加	1600	1884	2078	2277	
偿债能力					销售费用	1224	1393	1489	1615	
资产负债率	61%	61%	61%	60%	管理费用	681	782	846	911	
流动比	1.75	1.74	1.75	1.79	财务费用	144	138	120	100	
速动比	0.81	0.62	0.71	0.80	其他费用 / (-收入)	(40)	(50)	(14)	(14)	
					营业利润	1063	1518	2011	2379	
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业外净收支	(3)	(4)	(4)	(4)	
现金及现金等价物	6172	5259	7391	9769	利润总额	1059	1514	2007	2375	
应收款项	323	452	459	524	所得税费用	331	473	628	743	
存货净额	8213	11708	12682	13777	净利润	728	1040	1379	1632	
其他流动资产	612	720	794	870	少数股东损益	(16)	(23)	(30)	(36)	
流动资产合计	15321	18139	21326	24941	归属于母公司净利润	744	1063	1409	1668	
固定资产	3127	2814	2883	2594						
在建工程	235	410	235	235	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	
无形资产及其他	751	732	713	695	经营活动现金流	3175	(708)	2346	2426	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	728	1040	1379	1632	
资产总计	19851	22513	25575	28883	少数股东权益	(16)	(23)	(30)	(36)	
短期借款	2000	2000	2000	2000	折旧摊销	237	331	300	306	
应付款项	258	928	2760	3332	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	5654	6660	6580	7768	营运资金变动	2227	(5407)	(2808)	(2996)	
其他流动负债	844	844	844	844	投资活动现金流	(235)	138	106	288	
流动负债合计	8756	10431	12184	13944	资本支出	95	138	106	288	
长期借款及应付债券	2211	2211	2211	2211	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	1155	1155	1155	1155	其他	(329)	0	0	0	
长期负债合计	3366	3366	3366	3366	筹资活动现金流	(3854)	(53)	(70)	(83)	
负债合计	12122	13797	15550	17310	债务融资	(2012)	0	0	0	
股本	571	742	742	742	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	7729	8716	10024	11573	其它	(1842)	(53)	(70)	(83)	
负债和股东权益总计	19851	22513	25575	28883	现金净增加额	(913)	(623)	2382	2631	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，9年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。