中信证券 CITIC SECURITIES

白酒高增

顺鑫农业（000860）2018 年年报点评丨2019.3.18

中信证券研究部

薛缘
首席食品饮料分析师
S1010514080007

核心观点

2018 年，公司白酒业务表现优秀。看好公司激励改善下，牛栏山全国化进程继续向好，及猪价上涨改善盈利。

- **业绩回顾：2018 年收入/利润同增 2.9%/69.8%，白酒收入同增 43.8%、预收款大增超预期。**2018 年公司营业总收入 120.7 亿、同增 2.9%，归母净利润 7.4 亿元、同增 69.8%；其中 Q4 收入 28.7 亿元、同降 0.5%，归母净利润 2.1 亿元、同增 25.1%。白酒业务收入 92.8 亿元，同增 43.8%，预收款大幅提升反映实际动销优于报表表现，2018 年末母公司预收款 46.7 亿，较 2017 年末提升 13.8 亿，较 Q4 提升 24.2 亿。猪肉业务收入 24.7 亿元，同降 20.2%，主要系行业景气低迷。

- **业务解析：白酒维持高增，盈利能力持续提升；猪肉业务受非洲猪瘟影响盈利能力下滑。**白酒方面，整体实现销量 62.1 万吨、同增 44.7%，吨价 1.5 万元/吨，略下滑 0.6%。2018H1 毛利率同降 12Pcts，主要系 2017H2 开始公司改变白酒业务市场开发及推广投入的方式。2018H2 毛利率 52.9%，同增 3.9Pcts、环增 5.1Pcts，主要系白酒业务产品升级和全国化规模效应，预计全年白酒业务净利率超 11%，提升明显。猪肉业务方面，受非洲猪瘟影响，收入同降 20.2%，拆分来看，销量/吨价分别同降 15.3%/5.8%，毛利率约 7.2%、同降 2.7Pcts，主要系上游生猪价格下降。

- **未来展望：牛栏山全国化进程可期，激励改善有望激发企业运作活力。**2018 年公司全国化市场布局加速推进，牛栏山已拥有 22 个亿元以上省级销售市场，长三角、珠三角市场表现突出、发展迅猛。泛全国化布局成效显著，有望推动牛栏山在 2019 年维持稳健增长、持续提升市占率；另外，公司在 2018 年 12 月公布管理层薪酬调整方案，激励的改善有望进一步调动管理层的积极性、激发企业运作活力，促进公司快速发展。

- **风险因素：宏观经济下行风险、食品安全风险。**

- **投资建议：**维持 2019-2020 年 EPS 预测为 2.03/2.54 元，新增 2021 年 EPS 预测为 2.96 元，维持“买入”评级。

顺鑫农业	000860
评级	买入（维持）
当前价	49.72 元
总股本	571 百万股
流通股本	571 百万股
52 周最高/最低价	49.72/18.99 元
近 1 月绝对涨幅	23.99%
近 6 月绝对涨幅	25.84%
近 12 月绝对涨幅	152.35%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,733.84	12,074.37	13,996.03	15,573.17	17,111.50
营业收入增长率	5%	3%	16%	11%	10%
净利润(百万元)	439.49	744.26	1,141.63	1,446.86	1,687.88
净利润增长率	7%	69%	53%	27%	17%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.77	1.30	2.03	2.54	2.96
毛利率%	34%	40%	41%	42%	43%
净资产收益率 ROE%	6.20%	9.65%	13.02%	14.41%	14.67%
每股净资产（元）	12.42	13.51	15.36	17.60	20.17
PE	65	38	25	20	17
PB	4	4	3	3	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,734	12,074	13,996	15,573	17,112
营业成本	7,753	7,250	8,230	9,014	9,785
毛利率	33.92%	39.96%	41.20%	42.12%	42.81%
营业税金及附加	1,293	1,600	1,819	1,935	2,206
销售费用	1,150	1,224	1,440	1,569	1,711
营业费用率	9.80%	10.14%	10.29%	10.07%	10.00%
管理费用	800	681	896	979	1,046
管理费用率	6.82%	5.64%	6.40%	6.29%	6.11%
财务费用	158	144	24	8	(44)
财务费用率	1.34%	1.19%	0.17%	0.05%	-0.26%
投资收益	95	1	94	63	53
营业利润	639	1,063	1,595	2,061	2,388
营业利润率	5.44%	8.80%	11.39%	13.23%	13.96%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	4	3	2	3
利润总额	638	1,059	1,592	2,059	2,385
所得税	195	331	445	616	709
所得税率	30.51%	31.27%	27.93%	29.90%	29.70%
少数股东损益	4	(16)	6	(4)	(11)
归属于母公司股东的净利润	439	744	1,142	1,447	1,688
净利率	3.75%	6.16%	8.16%	9.29%	9.86%

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,096	6,172	6,136	7,184	8,047
存货	7,817	8,213	8,793	9,643	10,670
应收账款	92	74	142	126	139
其他流动资产	835	861	1,070	1,089	1,132
流动资产	13,841	15,321	16,140	18,042	19,988
固定资产	3,153	3,127	2,932	2,738	2,543
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	771	751	733	715	698
其他长期资产	647	652	654	655	655
非流动资产	4,571	4,530	4,320	4,108	3,897
资产总计	18,412	19,851	20,459	22,150	23,885
短期借款	3,400	2,000	2,433	1,806	1,054
应付账款	279	258	364	348	387
其他流动负债	4,495	6,497	5,505	6,567	7,560
流动负债	8,174	8,756	8,302	8,720	9,000
长期借款	789	1,113	1,113	1,113	1,113
其他长期负债	2,322	2,253	2,253	2,253	2,253
非流动性负债	3,111	3,366	3,366	3,366	3,366
负债合计	11,285	12,122	11,669	12,087	12,366
股本	571	571	571	571	571
资本公积	2,798	2,798	2,798	2,798	2,798
归属于母公司所有者权益合计	7,088	7,709	8,765	10,041	11,508
少数股东权益	39	20	26	22	11
股东权益合计	7,127	7,729	8,791	10,063	11,519
负债股东权益总计	18,412	19,851	20,459	22,150	23,885

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	638	1,059	1,592	2,059	2,385
所得税支出	-195	-331	-445	-616	-709
折旧和摊销	254	260	212	212	212
营运资金的变化	1,671	2,385	-1,757	201	-51
其他经营现金流	103	-197	-58	-65	-98
经营现金流合计	2,471	3,175	-455	1,791	1,739
资本支出	-208	-247	0	0	0
投资收益	95	1	94	63	53
其他投资现金流	23	11	0	0	0
投资现金流合计	-91	-235	94	63	53
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	8,528	12,885	433	-628	-752
股息支出	-86	-86	-86	-171	-221
其他融资现金流	-8,866	-14,664	-24	-8	44
融资现金流合计	-423	-1,864	324	-806	-929
现金及现金等价物净增加额	1,957	1,077	-37	1,048	864

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	4.79%	2.90%	15.92%	11.27%	9.88%
营业利润增长率	16.52%	66.40%	50.05%	29.22%	15.88%
净利润增长率	6.52%	69.35%	53.39%	26.74%	16.66%
毛利率	33.92%	39.96%	41.20%	42.12%	42.81%
EBITDA Margin	1.88%	40.60%	25.63%	25.27%	12.29%
净利率	3.75%	6.16%	8.16%	9.29%	9.86%
净资产收益率	6.20%	9.65%	13.02%	14.41%	14.67%
总资产收益率	2.39%	3.75%	5.58%	6.53%	7.07%
资产负债率	61.29%	61.07%	57.03%	54.57%	51.77%
所得税率	30.51%	31.27%	27.93%	29.90%	29.70%
股利支付率	19.47%	11.50%	14.93%	15.30%	13.91%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。