

顺鑫农业 (000860)

公司研究/点评报告

白酒业务保持高增长，屠宰业务弹性可期

——顺鑫农业 (000860) 2018 年度报告点评

点评报告/食品饮料行业

2019 年 3 月 15 日

一、事件概述

公司 3 月 14 日发布年度报告，2018 年实现营业收入 120.74 亿元，同比+2.9%；实现归母净利润 7.44 亿元，同比+69.78%。

二、分析与判断

➤ 2018Q4 利润修复明显，白酒业务成业绩核心支撑，地产业务占比下降明显

2018 年公司实现营收/净利润 121/7.4 亿元，同比+2.9%/+70%。Q4 单季度实现营收/净利润 28.7/2.1 亿元，同比-0.5%/+25%；Q4 整体毛利率 46%，同比上升 15 个百分点，白酒业务高增长及房地产业务加速剥离是业绩改善的主要原因。2018 年白酒/屠宰/房地产业务营收规模占比分别为 76.8%/19.6%/3.6%，收入分别同比+44%/-20%/-81%，地产业务占比下降明显，对整体业绩的负面影响降低。

➤ 白酒销量上升，毛利率小幅下滑，泛全国化布局加速推进

2018 年公司白酒业务实现营收/毛利 93/46 亿元，同比+44%/+30%；全年销售白酒 62.1 万千升，同比+45%；白酒业务毛利率 50%，同比-5.2 个百分点。受市场开发推广模式转变等因素影响，全年白酒毛利率小幅下滑。2018 年牛栏山已拥有亿元以上省级市场（含直辖市）22 个，长三角、珠三角发展迅速，泛全国化布局成效显著。2018 年公司成为 2022 年冬奥会、冬残奥会官方赞助商，有利于进一步加强品牌影响力。

➤ 主动调整生猪销售结构，增加猪肉库存，未来业绩弹性可期

2018 年，公司屠宰业务营收/毛利分别为 24/1.7 亿元，同比-20%/+27%；屠宰业务毛利率 7.19%，同比+2.7 个百分点。受生猪价格低迷影响，公司主动调整生猪销售结构，减少育肥猪销售，增加小店种猪销售。2018 年公司屠宰量 20.45 万吨，同比+2.64 万吨；销售猪肉 14.84 万吨，同比-2.69 万吨；猪肉库存同比+1.81 万吨，猪肉库存增加是为了供深加工使用。我们预计 2019 年随着猪肉价格上行，公司育肥猪和猪肉深加工业务将带来更高的业绩弹性。

三、盈利预测与投资建议

预计 19-21 年公司实现收入 136 /151 /168 亿元，同比+13%/+11%/+12%；归母净利润为 10 /14 /16 亿元，同比+39%/+32%/+16%，对应 EPS 为 1.82 元/2.40 元/2.77 元，目前股价对应 PE 为 25 倍/19 倍/16 倍。未来随着白酒业务持续高增长、猪肉业务复苏、地产业务剥离，公司整体业绩成长性较乐观。综上，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

白酒业务毛利率超预期下降，猪肉业务复苏较弱，食品安全问题等。

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,074	13,644	15,077	16,810
增长率（%）	2.9%	13.0%	10.5%	11.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	744	1,036	1,367	1,580
增长率（%）	69.8%	39.2%	31.9%	15.6%
每股收益（元）	1.30	1.82	2.40	2.77
PE（现价）	34.7	24.9	18.9	16.3
PB	3.3	3.0	2.6	2.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

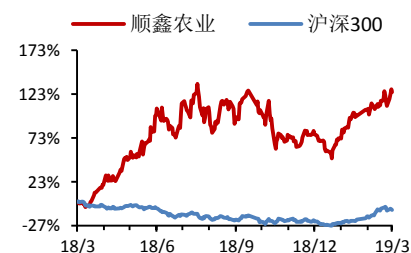
推荐

首次评级

当前价格：45.20

交易数据	2019-3-14
近 12 个月最高/最低	45.75/19.24
总股本（百万股）	570.59
流通股本（百万股）	570.59
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	257.91
流通市值（亿元）	257.91

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
 电话：010-85127513
 邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028
 电话：0755-22662056
 邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 【民生食品饮料】行业深度报告：高端酒增速换挡，重点关注次高端名酒及优质地产酒
2. 民生食品饮料 2019 年年度策略：关注调味品、啤酒成长机会，精选白酒、大众品个股

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	12,074	13,644	15,077	16,810
营业成本	7,250	8,118	8,744	9,666
营业税金及附加	1,600	1,600	1,787	2,011
销售费用	1,224	1,456	1,565	1,722
管理费用	681	884	968	1,066
EBIT	1,320	1,587	2,011	2,345
财务费用	144	143	139	127
资产减值损失	41	41	40	32
投资收益	1	72	89	64
营业利润	1,063	1,475	1,921	2,251
营业外收支	(3)	(4)	(4)	(4)
利润总额	1,059	1,474	1,919	2,249
所得税	331	425	541	668
净利润	728	1,048	1,378	1,580
归属于母公司净利润	744	1,036	1,367	1,580
EBITDA	1,580	1,813	2,244	2,588

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	6172	6774	8831	10529
应收账款及票据	298	462	500	549
预付款项	181	402	363	347
存货	8213	8957	9385	10437
其他流动资产	431	431	431	431
流动资产合计	15321	17045	19491	22244
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3149	3276	3443	3475
无形资产	751	709	670	631
非流动资产合计	4530	4317	4019	3690
资产合计	19851	21363	23510	25935
短期借款	2000	2000	2000	2000
应付账款及票据	258	375	394	424
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8756	9314	10186	11145
长期借款	1113	1113	1113	1113
其他长期负债	2253	2253	2253	2253
非流动负债合计	3366	3366	3366	3366
负债合计	12122	12680	13553	14511
股本	571	571	571	571
少数股东权益	20	32	43	44
股东权益合计	7729	8683	9957	11424
负债和股东权益合计	19851	21363	23510	25935

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	2.9%	13.0%	10.5%	11.5%
EBIT 增长率	78.9%	20.2%	26.8%	16.6%
净利润增长率	69.8%	39.2%	31.9%	15.6%
盈利能力				
毛利率	40.0%	40.5%	42.0%	42.5%
净利率	6.2%	7.6%	9.1%	9.4%
总资产收益率 ROA	3.7%	4.8%	5.8%	6.1%
净资产收益率 ROE	9.7%	12.0%	13.8%	13.9%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.8	1.9	2.0
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
现金比率	0.7	0.7	0.9	0.9
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	2.5	5.3	4.9	4.2
存货周转天数	403.5	401.1	388.6	390.2
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	1.8	2.4	2.8
每股净资产	13.5	15.2	17.4	19.9
每股经营现金流	5.6	1.3	3.8	3.2
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	34.7	24.9	18.9	16.3
PB	3.3	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	15.1	12.8	9.4	7.5
股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	728	1,048	1,378	1,580
折旧和摊销	301	266	272	274
营运资金变动	1,947	(683)	438	(137)
经营活动现金流	3,175	741	2,182	1,836
资本开支	236	17	(61)	(81)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(235)	54	149	145
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(1,447)	0	0	0
筹资活动现金流	(1,864)	(194)	(274)	(284)
现金净流量	1,077	602	2,057	1,697

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。