



2019-03-15

公司点评报告

买入/调高

顺鑫农业(000860)

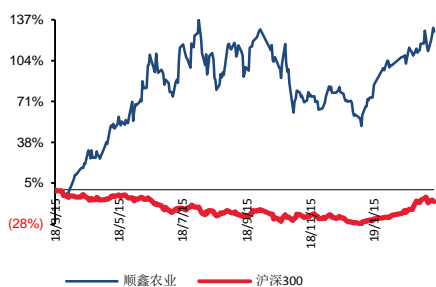
目标价: 59.1

昨收盘: 45.2

日常消费 食品、饮料与烟草

白酒高歌猛进，净利率持续提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	571/563
总市值/流通(百万元)	25,791/25,448
12个月最高/最低(元)	47.10/18.99

■ 相关研究报告:

顺鑫农业(000860)《白酒业务后劲十足，盈利空间提升巨大》——2018/10/28

顺鑫农业(000860)《白酒收入加速，净利率持续提升》——2018/08/27

顺鑫农业(000860)《顺鑫农业：大股东每一次增持都是一次价值重估》——2018/04/04

■ 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

■ 证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

事件：公司公布2018年年报，实现收入120.74亿、归母净利润7.44亿，分别同比增长2.9%、69.78%，EPS为1.30元/股，业绩增速符合此前60%-90%的预告区间。单四季度收入、归母净利润分别为28.71、2.08亿元，收入同比略下滑0.49%，利润增速为25.13%。每10股派发1.50元（含税），每10股转增3股。

■ 母公司预收款大幅增长，销售势头好，渠道打款意愿继续高涨：

白酒全年收入92.78亿，增长43.82%，Q4白酒收入同比有双位数增速，符合此前预期。其中北京受结构升级带动、增速在20%以上，外阜低端酒、大单品陈酿快速放量，增速高达50%以上。低端酒增速高于整体平均增速，陈酿增速快于低端酒整体。

受猪肉价格下行及非洲猪瘟影响，猪产业收入24.71亿下滑23.12%，其中养殖、屠宰收入1.03、23.68亿，分别下滑57.96%、20.24%。地产收入1.45亿略下滑。

母公司的预收款主要是酒，18年底预收款46.68亿、创历史新高，同比、环比分别增加13.81、24.16亿，增幅高达42%、107%。我们认为除了19年春节较去年提前11天，对预收款打款节奏略有影响外，主要和公司销售势头好、渠道打款积极有关。应收票据及应收账款3.09亿较平稳。受预收款大幅提升带动，Q4母公司现金流量表经营性现金流净额25.85亿，同比增长31.69%。

■ 中高端白酒备货增加带动库存商品环比大幅提升、消费税率回归合理水平：

母公司存货16.75亿元，同比略微下降1.24亿、环比增加6.36亿，较18年中期时降到7.49亿后(2010/2011年的水平)、连续两个季度增加。合并报表存货中的库存商品主要是酒和肉，18年底16.81亿，较18年中期增加12.39亿、较17年底增加1.83亿。白酒和屠宰18年底库存量分别为2.66(2011年的水平)、3.01万吨，白酒同比减少7.75万吨、考虑到将来猪价上行、公司提前储备导致屠宰部分年底库存同比增加1.82万吨。

库存商品较18年中期大幅增加，除去猪肉提前储备的因素外，主要还是由中高端白酒备货增加导致，与此对应的是18年下半年消费税率18.3%、较上半年12.1%有所增加，回到合理水平。

费用投放方式变化导致毛利率下降，白酒净利率进一步提升：

18年白酒收入/销量/成本增速分别为43.82%/44.66%/60.49%，吨酒售价微降、吨酒成本上涨10.94%，主要原因是17年下半年改变市场费用投放方式、原计入销售费用项改为成本项、对收入也有影响，同时包材的上涨，一起带动毛利率同比下降5.23个百分点至49.63%。18年下半年费用投放已是同口径，因此对毛利率影响减小，白酒下半年毛利率52.9%、同比提升4.1个百分点，主要由产品结构提升带动，因此预计19年在消除费用投放方式变化的影响下，毛利率将稳中有升。

Q4猪产业链亏损较前三季度进一步扩大，而母公司Q4净利率为13.2%、环比进一步提升，因此估计Q4白酒净利率进一步提升，全年白酒净利率估计在12%以上。

盈利预测及估值

公司在行业及名优酒企整体增速放缓、17Q4基数很高情况下，单四季度收入仍能保持不错的增长，创历史新高的预收款反映出渠道打款意愿高涨。春节期间了解到回款正常、需求较好。公司外阜市场发展势头迅猛，18年新增4个亿元市场达到22个。升级产品珍品陈酿等销售势头也非常好，积极的在北京以外诸如河北、华东地区推开。19年公司和分众合作，在全国化的重点市场投放广告，进一步积蓄品牌势能。

未来消费向龙头品牌集中趋势愈加明显，我们看好公司抓住光瓶酒消费升级机遇的能力以及在这一轮行业大调整中、逆势扩张积累起来的品牌、口碑壁垒。预计公司白酒业务将继续保持稳健增长，而随着产品结构提升、费用效率进一步提高，净利率仍将稳步提升。

我们预计2019~2021年公司白酒收入增速20%、20%、15%，净利率每年小幅提升。随着猪价企稳回升、猪产业链收入恢复增长，今年扭亏为盈，明后年恢复正常年份水平。预计整体收入146、174.7、198.2亿，净利润为11.21、14.71、17.66亿，给予今年30倍估值，目标价59.1元，买入评级。

风险提示：白酒销售不达预期；地产销售进度不达预期。

主要财务指标

	18年	2019年E	2020年E	2021年E
营业收入(百万元)	12074.37	14609.62	17474.36	19821.73
净利润(百万元)	744.26	1121.65	1471.13	1766.00
摊薄每股收益(元)	1.30	1.97	2.58	3.10

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。