

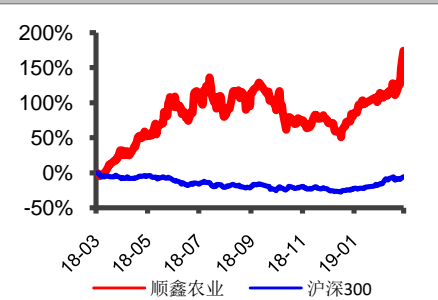
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	56.19
52周最高(元)	58.88
52周最低(元)	18.42
总市值(亿元)	321
流通市值(亿元)	321
总股本(亿股)	5.71
流通股本(亿股)	5.71

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏  
SAC 执业证书编号：S1340511010001  
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺  
SAC 执业证书编号：S1340118070002  
Email: gaohe@postoa.com.cn  
电话：010-67017788-9510

相关研究报告

顺鑫农业(000860.SZ)：品牌优势、价格优势、属性优势保增长 2018-11-21

顺鑫农业(000860.SH)：

白酒业务迅猛发展下仍有潜力，养殖业务向好

事件：

公司公告 2018 年年报，实现营业总收入 120.74 亿元，同比增长 2.90%；归母净利润 7.44 亿元，同比增长 69.78%；归母扣非净利润 7.93 亿元，同比增长 129.59%。第四季度，公司营业收入 28.71 亿元，同比增长-0.49%；归母净利润 2.08 亿元，同比增长 25.13%；归母扣非净利润 2.36 亿元，同比增长 230.59%。

核心观点：

● 白酒行业是主要利润来源

公司白酒行业/猪肉行业/其他行业营业收入分别为 92.78/23.68/4.28 亿元，同比增长 43.82%/-20.23%/-81.49%，各业务毛利率分别为 49.63%/7.19%/13.31%。养殖业的期间费用率(含资产减值)可参考数据 7.38%，可知白酒行业是公司的主要利润来源。

● 市场推广策略使收入增速、毛利率出现波动

2018 年，上半年、下半年公司白酒产业分别实现销售收入 57.74、35.04 亿元，分别同比增长 62.29%、21.09%，下半年增速出现放缓。毛利率方面，全年毛利率 49.63%，上半年 47.66%，下半年 52.88%，下半年毛利率高于上半年。

白酒增速、毛利率出现波动与公司的市场开发及推广策略有关。2017 年下半年开始，公司白酒业务改变了市场开发及推广投入的方式，市场开发及推广费用让经销商承担，然后给予经销商产品销售折扣。这种政策导致了经销商主动加大市场推广、增加进货额以获取更高折扣，使得上半年公司销售额较大、增速较好。但较大的销售额、较高的增长导致给与经销商更高的销售折扣，毛利率偏低。

● 预收账款增长，彰显下游经销商信心

公司 2018 年末预收款 56.54 亿元，同比增长 49.37%，母公司预收账款 46.68 亿元，同比增长 42%。经销商备货更加积极，按照销售改革后的历史经验，预期一季度白酒销售额将大增。

● **宁城老窖存在复苏可能**

公司旗下拥有牛栏山、宁城老窖二个酒厂，现在牛栏山二锅头家喻户晓，而作为曾有“塞外茅台”之称的宁城老窖如今并不为大众知晓。随着白酒行业复苏周期的拉长，宁城老窖具有重新被消费者认可的可能，进而冲击次高端。

● **猪行业处于新一轮景气周期**

2018年上半年因压栏生猪出栏，生猪价格下跌，5-7月生猪价格因消费提振而有所回暖，8月份爆发的非洲猪瘟疫情使得活猪调运受限，南北生猪供给失衡导致区域价差逐步拉大，而北方疫情频发省份猪价持续低迷。但随着四季度部分省份相继解除封锁，生猪调运的流通性进一步增加，生猪集中出栏造成猪价普遍下跌。非洲猪瘟疫情虽然短期给整个行业带来一定困难，但是也将倒逼行业在全国范围内重新洗牌和调整。整体来看，2019年生猪供给自下半年开始将呈现供给偏紧的状态，产能加速出清，猪价周期拐点有望提前，生猪养殖板块配置价值凸显。

公司生猪养殖产业以北京市为中心，形成了育种-养殖-屠宰-深加工-冷链产业链，鹏程食品在销区拥有较好口碑。2018年在猪价大幅下降的背景下，公司生猪产业稳定发展。生猪价格回暖虽然可能对公司利润贡献有限，但有利于扩展北京以外市场。

● **盈利预测与投资评级**

我们预计公司2019-2021年EPS分别为2.31元、3.07元和4.03元，对应的动态市盈率分别为24.35倍、18.30倍和13.95倍。给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示**

经济下滑，消费需求下降；行业政策风险；发生食品安全问题。

**盈利预测**

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	12074	14509	17429	20586
增长率	2.90%	20.16%	20.13%	18.11%
归母净利润（百万）	744	1317	1752	2298
增长率	69.78%	76.89%	33.09%	31.15%
EPS（元）	1.30	2.31	3.07	4.03
PE	43.08	24.35	18.30	13.95

数据来源：顺鑫农业公告、中邮证券研发部

**财务预测 (单位: 百万元)**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	6172	7716	9699	12283	营业总收入	12074	14509	17429	20586
应收款及预付款	479	527	633	747	营业总成本	10954	12661	14971	17341
存货	8213	9041	9951	10852	营业成本	7250	8296	9825	11413
其他流动资产	457	457	457	457	税金及附加	1600	1918	2302	2676
金融资产	19	19	19	19	销售费用	1224	1454	1741	2032
长期应收款	30	30	30	30	管理费用	695	773	884	1007
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	144	204	197	188
固定资产、无形资产	4135	4132	4139	4161	资产减值损失	41	1	4	5
其他非流动资产	346	346	346	346	<b>其他经营收益</b>	-58	17	18	18
<b>资产合计</b>	<b>19851</b>	<b>22267</b>	<b>25274</b>	<b>28895</b>	投资净收益	1	17	18	18
短期借款	2000	2000	2000	2000	其他收益	0	0	0	0
应付票据及应付账款	258	310	373	440	<b>营业利润</b>	<b>1063</b>	<b>1865</b>	<b>2476</b>	<b>3262</b>
预收款项及合同负债	5654	6793	8161	9639	加: 营业外收	0	76	84	92
其他应付款	844	844	844	844	减: 营业外支	4	48	53	58
一年内到期债务及其他流动负债	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1059</b>	<b>1893</b>	<b>2507</b>	<b>3296</b>
金融负债	1155	1155	1155	1155	减: 所得税	331	585	780	1022
长期借款和应付债券	2211	2211	2211	2211	<b>净利润</b>	<b>728</b>	<b>1308</b>	<b>1727</b>	<b>2274</b>
其他长期负债	0	0	0	0	减: 少数股东	-16	-9	-25	-24
<b>负债合计</b>	<b>12122</b>	<b>13314</b>	<b>14744</b>	<b>16289</b>	<b>归母净利润</b>	<b>744</b>	<b>1317</b>	<b>1752</b>	<b>2298</b>
股本	571	571	571	571					
资本公积	3799	3799	3799	3799	<b>财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
留存收益	3340	4573	6174	8274	<b>成长能力</b>				
归属于母公司所有者权益	7709	8942	10543	12643	营业收入增长率	2.90%	20.16%	20.13%	18.11%
少数股东权益	20	11	-14	-38	利润总额增长率	66.69%	75.50%	32.74%	31.75%
<b>权益合计</b>	<b>7729</b>	<b>8953</b>	<b>10530</b>	<b>12605</b>	归母净利润增长率	69.78%	76.89%	33.09%	31.15%
<b>负债权益合计</b>	<b>19851</b>	<b>22267</b>	<b>25274</b>	<b>28895</b>	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	39.96%	42.82%	43.63%	44.56%
					归母净利率	6.16%	9.07%	10.05%	11.16%
					ROE	9.42%	14.61%	16.40%	18.04%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	61.07%	59.79%	58.34%	56.37%
					利息保障倍数	5.29	8.93	11.54	14.90
					<b>营运能力</b>				
					存货周转率	0.88	0.92	0.99	1.05
					应收账款周转率	163.63	178.62	196.62	236.20
					总资产周转率	0.61	0.65	0.69	0.71
					<b>每股指标与估值</b>				
					EPS	1.30	2.31	3.07	4.03
					每股经营性现金流	5.57	3.67	4.59	5.75
					每股净资产	13.51	15.67	18.48	22.16
					PE	43.08	24.35	18.30	13.95
					PB	4.16	3.59	3.04	2.54

数据来源: wind、顺鑫农业公告、中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。