

顺鑫农业 (000860)

公司研究/点评报告

Q1 业绩增速稳健，看好白酒业务长期成长性

——顺鑫农业 (000860) 2019 年一季报点评

点评报告/食品饮料行业

2019 年 4 月 29 日

一、事件概述

顺鑫农业公布 2019 年一季报，报告期内公司实现营业收入 47.65 亿元，同比 +19.95%；实现归属上市公司净利润 4.29 亿元，同比 +17.17%，折合 EPS0.75 元。

二、分析与判断

➤ 牛栏山产品结构升级+全国化继续推进，持续放量可期

Q1 实现收入/归母净利 47.65/4.29 亿元，同比 +20%/17%。主要是公司快速拓展外埠市场，带动白酒销量增长。19Q1 末预收账款 51.66 亿元，同比 +40%，仅比 18 年末历史最高水平 56.54 亿元小幅减少 4.88 亿元（母公司 19Q1/18 年预收账款 40.86/46.68 亿元），最新预收账款余额/19Q1 报表收入比例高达 108%，旺盛需求持续，也说明后续业绩可释放空间仍然较大。

市场端，18 年公司已拥有 22 个亿级以上市场，其中京津市场、华北、珠三角、长三角是公司核心市场，泛全国化扩张进程顺利。产品端，公司在现有产品 10~20 元价格带基础上，通过珍品陈酿、银牛等产品上攻 50 元价格带。品牌端，公司成为 2022 年冬奥会、冬残奥会官方赞助商，产品形象有望得到重塑。未来，公司聚焦白酒主业战略持续实施，积极推进白酒产品结构升级（跨系列升级+同系列品种间升级），公司白酒业务长期成长逻辑依然坚挺。

➤ 毛利率及税金及附加比率、三费率同步下降，净利率得以保持

Q1 综合毛利率 38.38%，同比下降 4.76ppt、环比下降 1.57 ppt，部分原因受一季度猪肉收储影响。Q1 销售/管理/财务费率分别为 9.4%/4.85%/0.7%，三费率同比下降 1.7ppt。其中销售费率同比 +0.24pp；管理费费率同比 -1.52ppt；报告期内偿还借款，财务费率同比 -0.32ppt。税金及附加比率同比下降 3.4ppt。净利率同比略减 0.21ppt、环比增 1.76ppt。Q1 经营活动现金净流量同比减少 6.37 亿元，同比 -72.93%，主要是公司支付各项税费所致。

➤ 地产业务将减亏，猪肉业务盈利有望回升

进入 19 年，17 年底建筑板块资产剥离带来的收入基数问题将不复存在。地产业务北京项目预售较好，加速去库，2019 年可逐渐确认收入，预计同比减亏；若剥离事项谈妥，则财务费用、减值也能相应减少，净利率有望提升。猪肉业务，随着生猪涨价，2019 年盈利有望显著回暖。

三、盈利预测与投资建议

预计 2019-2021 年收入 136.44 亿元/150.77 亿元/168.1 亿元，同比增长 13%/10.5%/11.5%。归属上市公司净利润 10.22 亿元/12.77 亿元/15.11 亿元，同比增长 37.4%/24.9%/18.3%，折合 EPS 1.79 元/2.24 元/2.65 元，对应 PE 分别为 32X/26X/22X。公司估值略高于行业均值（31），考虑公司在业内具有很好的成长性，给予推荐评级。

四、风险提示：

经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

推荐

维持评级

当前价格：

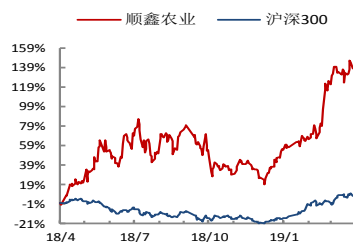
58.19

交易数据

2019-4-26

近 12 个月最高/最低	62.26/24.83
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）	334.99
流通市值（亿元）	334.99

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：赵梦秋

执业证号：S0100117110078
电话：010-85127433
邮箱：zhaomengqiu@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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018E	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	1,022	1,277	1,511
增长率 (%)	69.8%	37.4%	24.9%	18.3%
每股收益 (元)	1.30	1.79	2.24	2.65
PE (现价)	24	32	26	22
PB	2	4	3	3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018E	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	1,656	1,914	2,087
销售费用	1,224	1,360	1,515	1,683
管理费用	681	844	891	1,017
EBIT	1,306	1,652	1,995	2,340
财务费用	144	137	137	137
资产减值损失	41	43	28	32
投资收益	1	1	1	1
营业利润	1,063	1,473	1,831	2,172
营业外收支	-3	-3	-4	-5
利润总额	1,059	1,470	1,827	2,167
所得税	331	455	568	672
净利润	728	1,016	1,259	1,495
归属于母公司净利润	744	1,022	1,277	1,511
EBITDA	1,565	1,652	1,995	2,340

资产负债表 (百万元)	2018E	2019E	2020E	2021E
货币资金	6,172	5,393	6,814	7,797
应收账款及票据	298	417	450	508
预付款项	181	214	224	251
存货	8,213	8,575	9,452	10,329
其他流动资产	457	466	466	472
流动资产合计	15,321	15,065	17,407	19,358
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,127	3,127	3,127	3,127
无形资产	751	751	751	751
非流动资产合计	4,530	4,506	4,471	4,453
资产合计	19,851	19,572	21,878	23,811
短期借款	2,000	2,000	2,000	2,000
应付账款及票据	258	603	487	628
其他流动负债	6,497	6,099	7,420	7,889
流动负债合计	8,756	8,702	9,907	10,517
长期借款	1,113	1,113	1,113	1,113
其他长期负债	2,253	1,155	1,155	1,155
非流动负债合计	3,366	2,268	2,268	2,268
负债合计	12,122	10,970	12,175	12,785
股本	571	571	571	571
少数股东权益	20	13	-5	-21
股东权益合计	7,729	8,602	9,704	11,026
负债和股东权益合计	19851	19572	21878	23811

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018E	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	77.0%	26.5%	20.7%	17.3%
净利润增长率	69.8%	37.4%	24.9%	18.3%
盈利能力				
毛利率	40.0%	40.5%	42.0%	42.5%
净利率	6.0%	7.4%	8.3%	8.9%
总资产收益率 ROA	3.7%	5.2%	5.8%	6.3%
净资产收益率 ROE	9.7%	11.9%	13.2%	13.7%
偿债能力				
流动比率	1.75	1.73	1.76	1.84
速动比率	0.79	0.72	0.78	0.83
现金比率	0.70	0.62	0.69	0.74
资产负债率	61.1%	56.0%	55.6%	53.7%
经营效率				
应收账款周转天数	10.64	11.17	10.90	11.04
存货周转天数	403.54	385.55	394.55	390.05
总资产周转率	0.63	0.69	0.73	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	1.30	1.79	2.24	2.65
每股净资产	13.51	15.05	17.02	19.36
每股经营现金流	5.57	1.02	2.95	2.25
每股股利	0.15	0.25	0.28	0.30
估值分析				
PE	24.45	32.47	26.01	21.98
PB	2.36	3.87	3.42	3.01
EV/EBITDA	10.37	18.72	14.79	12.19
股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%

现金流量表 (百万元)	2018E	2019E	2020E	2021E
净利润	728	1,016	1,259	1,495
折旧和摊销	260	0	0	0
营运资金变动	1,947	-621	256	-390
经营活动现金流	3,175	579	1,686	1,281
资本开支	-236	21	31	13
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-235	22	32	14
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	-1,381	-297	-313
现金净流量	1,077	-780	1,421	983

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。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计事务所建筑能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究，现为食品饮料&农业研究助理。

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。