

围绕“四五”战略前行，净利率继续拾级而上

买入（维持）

2019年08月25日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,074	14,812	17,009	19,017
同比（%）	2.9%	22.7%	14.8%	11.8%
归母净利润（百万元）	744	1,187	1,427	1,610
同比（%）	69.8%	59.5%	20.2%	12.8%
每股收益（元/股）	1.00	1.60	1.92	2.17
P/E（倍）	53.60	33.61	27.96	24.78

事件：公司发布2019年中报，19H1实现营收84.16亿元（+16.36%），归母净利6.48亿元（+34.64%），扣非净利6.49亿元（+34.35%）。19Q2实现营收36.51亿元（+11.99%），归母净利2.19亿元（+89.94%），扣非净利2.2亿元（+90.2%）。

投资要点

■ **牛二稳步扩张，母公司预收款/白酒收入处于半年报最高水平，围绕“四五”部署稳步向前：**19H1实现营收84.16亿元（+16.36%），其中19Q2实现营收36.51亿元（+11.99%）。**分业务看，白酒业务收入**66.6亿元，同增15.3%，稳健增长。我们测算Q2白酒业务保持个位数增长，增速环比有所回落。期末母公司预收款38.46亿，环比19Q1末40.86亿回落5.9%，但仍处于高位；19H1母公司预收款/白酒业务收入这一指标为57.8%，处于历史上半年报最高水平。考虑到外埠拓展期多数区域周转率提升，预收款水平仍保持高位彰显对下游议价能力和公司余力。全年来看，公司白酒紧紧围绕“四·五”战略部署，四五末期，公司“深分销、调结构、树样板”，1)从全国化扩张向市场纵深发展转变；2)实现从大单品一枝独秀到明星产品多头并进转变；3)从深耕北京到同步打造外埠样板市场转变。我们判断在全国化同时，公司加深优势市场布局，做深做透市场，同时加大40-50元价格带大单品布局，外埠打造多个5-10亿级别样板市场，市场工作扎实落地，“四·五”战略完成可期。

■ **猪肉业务，**19H1屠宰业务收入14.3亿元，同增16.2%，非洲猪瘟疫情下，上半年受到跨省生猪调运政策限制，预计公司猪肉板块盈利承压。

■ **房地产业务，**房地产子公司营收2亿元，同比增加1.3亿元，从合并报表预收款看，地产板块预收款约为11亿元，北京颐和天璟项目（1期）、海南富海家园项目和包头的望潮苑项目在售，预计北京、海南去化速度有望加快。

■ **分区域看，**19H1本埠、外埠收入增速分别为37.4/2.3%，主因屠宰业务受到生猪跨省禁运政策影响，同比确认更多收入于本埠业务。

■ **消费税率降低+增值税降税助力盈利水平走高。**我们测算上半年白酒业务净利率约为11.9%，同比18H1提升1.6pct，延续净利拾级而上趋势。拆分来看，税率调整为上半年主要增量。1) **消费税率。**19H1白酒消费税率为10.4%，同比-1.7pct，主因上半年出售部分已纳税成品酒；2) **增值税。**4月起增值税率下调预计贡献单二季度0.8-1.1%净利率提升；3) **毛利率与费率双降。**19H1白酒毛利率44.59%，同比-3.07pct，主因17年下半年公司白酒业务市场开发及推广费用改由经销商承担，给予经销商产品销售折扣所致。与之对应的是，外埠扩张规模化效益驱动白酒广宣费/运输费用率分别下行2.17pct/0.3pct至7%/3.1%（假设母公司报表中销售费用主要投向为白酒）。管理费用规模效应下也有0.76pct回落。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	53.78
一年最低/最高价	22.63/55.00
市净率(倍)	5.49
流通A股市值(百万元)	39892.23

基础数据

每股净资产(元)	9.80
资产负债率(%)	63.84
总股本(百万股)	741.77
流通A股(百万股)	741.77

相关研究

- 1、《顺鑫农业（000860）：业绩符合预期，猪肉地产略有拖累》2019-04-28
- 2、《顺鑫农业（000860）：牛二增速不减，净利拾级而上》2019-03-15
- 3、《顺鑫农业（000860）：业绩靠预告上限，百亿目标可期》2018-10-28

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年营收为 148/170/190 亿元，增速为 23/15/12%；归母净利润为 12/14/16 亿元，增速为 59/20/13%；对应 EPS 为 1.6/1.9/2.2 元。当前股价对应 PE 分别为 34/28/25。考虑到公司全国化进行时，市占率+净利率进入双升通道，公司作为低端酒中龙头，白酒业务估值仍有提升空间，维持“买入”评级。

风险提示：低端酒竞争加剧风险，经济消费需求疲软。

表 1：公司单季经营数据概览

单位：百万元	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	2,301	2,885	3,973	3,260	1,971	2,871	4,765	3,651
yoy	-8.4%	19.3%	3.4%	20.5%	-14.3%	-0.5%	19.9%	12.0%
归母净利润	28	166	366	116	55	208	429	219
yoy	71.2%	0.2%	94.6%	104.0%	99.2%	25.1%	17.2%	89.9%
毛利率 (%)	32.08	30.32	43.15	35.62	32.27	45.76	38.38	34.77
期间费用率 (%)	18.78	10.98	16.67	21.66	13.05	14.72	15.07	16.89
其中：销售费用率 (%)	9.71	3.39	9.20	15.81	4.28	9.01	9.44	11.13
管理费用率 (%)	8.37	6.17	6.44	4.43	7.26	4.78	4.92	4.59
财务费用率 (%)	0.71	1.43	1.03	1.42	1.51	0.93	0.71	1.17
归母净利率 (%)	1.20	5.76	9.21	3.54	2.79	7.24	8.99	6.01
ROE	0.40	2.37	5.03	1.55	0.73	2.73	5.77	3.05
pct	0.13	-0.12	2.28	0.73	0.34	0.36	0.74	1.50
资产负债率 (%)	60.50	61.29	58.29	59.06	57.71	61.07	64.93	63.84
pct	-1.79	-0.46	-3.56	-2.58	-2.79	-0.22	6.64	4.78
存货	8,190	7,817	7,359	6,951	7,417	8,213	7,668	8,010
较上年同比增减	706	18	-271	-944	-773	396	310	1,059
存货周转天数 (天)	376	363	302	305	361	398	243	275
较上年同比增减 (天)	18	-15	10	-33	-15	35	-59	-30
应付账款及应付票据	565	279	235	469	344	258	329	242
较上年同比增减	-1,155	-1,170	-1,183	-1,048	-220	-21	94	-227
预收账款	2,381	3,785	3,701	3,441	3,096	5,654	5,166	4,955
较上年同比增减	753	1,644	1,298	1,355	715	1,869	1,465	1,514
经营性现金流净额	-30	1,870	874	610	-772	2,464	237	-401
筹资性现金流净额	-870	475	-887	372	-73	-1,276	992	-213
资本开支	32	54	148	24	25	50	53	55

数据来源：Wind，东吴证券研究所

顺鑫农业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15321	18384	20989	22250	营业收入	12074	14812	17009	19017
现金	6172	7429	8504	9509	减:营业成本	7250	8772	10086	11388
应收账款	74	138	240	394	营业税金及附加	1600	1940	2218	2472
存货	8213	9508	11075	10211	营业费用	1224	1555	1752	1864
其他流动资产	861	1309	1169	2136	管理费用	681	829	927	1008
非流动资产	4530	5234	5678	6003	财务费用	144	-21	-53	-62
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	41	28	32	36
固定资产	3149	3789	4248	4621	加:投资净收益	1	1	1	1
在建工程	235	350	404	415	其他收益	0	0	0	0
无形资产	751	709	666	626	营业利润	1063	1709	2048	2312
其他非流动资产	395	386	359	340	加:营业外净收支	-3	-1	-2	-2
资产总计	19851	23619	26667	28253	利润总额	1059	1708	2046	2310
流动负债	8756	11557	13616	14147	减:所得税费用	331	534	640	723
短期借款	2000	2000	2498	2038	少数股东损益	-16	-13	-21	-22
应付账款	258	504	373	766	归属母公司净利润	744	1187	1427	1610
其他流动负债	6497	9053	10746	11342	EBIT	1141	1696	2007	2230
非流动负债	3366	3245	2940	2518	EBITDA	1401	1921	2271	2530
长期借款	2211	2090	1785	1363					
其他非流动负债	1155	1155	1155	1155	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	12122	14802	16556	16665	每股收益(元)	1.00	1.60	1.92	2.17
少数股东权益	20	6	-15	-37	每股净资产(元)	9.04	10.53	12.30	14.32
					发行在外股份(百万股)	571	742	742	742
归属母公司股东权益	7709	8811	10126	11625	ROIC(%)	6.0%	8.0%	8.5%	9.1%
负债和股东权益	19851	23619	26667	28253	ROE(%)	9.4%	13.3%	13.9%	13.7%
					毛利率(%)	40.0%	40.8%	40.7%	40.1%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	6.2%	8.0%	8.4%	8.5%
经营活动现金流	3175	1848	1594	2520	资产负债率(%)	61.1%	62.7%	62.1%	59.0%
投资活动现金流	-235	-928	-707	-624	收入增长率(%)	2.9%	22.7%	14.8%	11.8%
筹资活动现金流	-1864	337	-410	-532	净利润增长率(%)	69.8%	59.5%	20.2%	12.8%
现金净增加额	1077	1257	478	1364	P/E	53.60	33.61	27.96	24.78
折旧和摊销	260	225	264	300	P/B	5.95	5.11	4.37	3.75
资本开支	247	704	443	325	EV/EBITDA	27.91	19.91	16.46	14.04
营运资本变动	1947	471	-22	695					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>