

证券研究报告

食品饮料

报告原因:三季报点评

顺鑫农业(000860.SZ)

首次评级

公司研究/点评报告

白酒业务稳健增长,费用前置承压利润

买入

2019年10月28日

公司近一年市场表现



市场数据: 2019年10月28日

收盘价(元): 47.45 年内最高/最低(元): 55.50/22.63 流通 A 股/总股本(亿): 7.42/7.42 流通 A 股市值(亿): 352 总市值(亿): 352

基础数据: 2018年12月31日

基本每股收益1.30每股净资产(元):11.76净资产收益率:10.06%

分析师:

曹玲燕

执业证书编号: S0760511010002 邮箱: caolingyan@sxzq.com

研究助理:

和芳芳: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层 北京市西城区平安里西大街 28 号中海国 际中心七层

MY 1 10 6/A

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

▶ 公司晚间发布三季度业绩公告称,前三季度净利润 6.65 亿元,同比增长 23.93%;营业收入 110.62 亿元,同比增长 20.19%;基本每股收益 0.8961 元,同比增长 23.94%。

事件点评

- ▶ Q3 净利润大幅下滑,主要在于费用前置拖累盈利。公司 19 年前三季度实现营业收入 110.61 亿元,同比+20.19%,归母净利润 6.65 亿元,同比+23.93%,单 Q3 公司实现营业收入 26.46 亿元,同比+34.25%,实现归属净利润 0.17 亿元,同比下降 69.70%,三季度公司利润大幅下滑,主要在于:一是总部费用确认拖累盈利,确认世园会和冬奥会赞助等费用 3000-4000 万;二是酒厂为了应对四季度以及春节提前等因素,在三季度加大了市场投入(6000-7000 万元)包括线上广告费用增加,线下市场推广;三是白酒销售结构也发生变化了,上半年可能是中高端酒销售占比高点,三季度可能是低端酒销售占高点,影响了白酒的毛利率,从而影响了公司的利润水平。
- ▶ 白酒收入平稳增长,肉类业务年底有望扭亏。从单季度来看,公司前三季度营收同比增速分别为19.95%、11.99%、34.25%,环比加速主要是肉制品和房地产业务驱动,白酒主业收入继续保持15%左右增长;,预计白酒收入增长主要来自于阜外市场,江浙沪地区增速在40%%左右;屠宰业务1-9月份整体亏了1000万左右,但是同比去年大幅减亏,年底有望扭亏;地产业务加速去库存,预收账款约11亿,目前营收确认2亿左右,但是全年判断比去年要比较乐观。
- Q3 毛利率下降,全年净利率有望保持稳健。公司前三季度净利率6.07%,同比+0.42pct,前三季度毛利率34.91%,同比下降3.24pct,其中Q3 毛利率28.83%,同比下降3.44pct,主要在于:一是三季度收入增长比较多是房地产和肉类,而房地产和肉类的毛利率比白酒低;二是白酒这块的成本有一定幅度的上涨。另外,前三季度期间费用率为15.69%,同比减少1.97 pct,前三季度销售/管理/财务费率分别为9.33%/5.45%/0.92%,分别同比-1.16/-0.45/-0.35pct,其中单Q3销售费用率为6.66%,同比提高2.38pct,主要在于总部费用确认和三季度加大对白酒市场投入;管理费用率为7.37%,同比提高0.11pct;财务费用率为0.95%,同比下降0.56pct。



投资建议

▶ 2019年,公司加速"深分销、调结构、树样板"三大转变,季度间的费用确认节奏属于公司正常的发展战略。因此我们认为公司聚焦酒业、肉食两大主业,逐步剥离其他业务,战略目标明确,且白酒业务收入平稳增长,肉类业务年底有望扭亏,将保证公司稳健增长。预计2019-2021年 EPS 分别为 1.48/1.89/2.38 元,对应公司 10 月 28 日收盘价 47.45 元,2019-2021年 PE 分别为 32X/25X/20X,首次"买入"评级。

存在风险

▶ 行业需求低于预期,原材料价格波动风险,食品安全风险



资产负债表	单位:百万元				利润表 单位:百万元				位:百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	15,321	18,524	22,963	29,684	营业收入	12,074	14,484	16,842	19,305
现金	6,172	11,564	14,754	19,993	营业成本	7,250	8,789	10,186	11,598
应收账款	99	176	171	197	营业税金及附加	1,600	1,883	2,190	2,510
其他应收款	26	40	39	47	销售费用	1,224	1,441	1,625	1,824
预付账款	181	62	(111)	(247)	管理费用	681	876	952	1,052
存货	8,256	5,534	6,419	7,309	财务费用	144	33	(34)	(100)
其他流动资产	586	1,148	1,692	2,387	资产减值损失	41	(33)	5	8
非流动资产	4,530	4,403	4,308	4,288	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	60	60	60
固定资产	3,127	2,929	2,731	2,533	营业利润	1,063	1,555	1,978	2,473
无形资产	751	701	654	611	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	652	773	924	1,144	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	19,851	22,927	27,272	33,972	利润总额	1,059	1,551	1,974	2,469
流动负债	8,756	9,407	10,314	12,148	所得税	331	450	573	716
短期借款	2,000	1,959	1,906	1,829	净利润	728	1,101	1,402	1,753
应付账款	258	389	394	458	少数股东损益	(16)	6	(4)	(12)
其他流动负债	6,497	7,058	8,015	9,860	归属母公司净利润	744	1,096	1,406	1,765
非流动负债	3,366	5,686	7,900	11,234	EBITDA	1,517	1,836	2,189	2,615
长期借款	1,113	1,113	1,113	1,113	EPS (元)	1.00	1.48	1.89	2.38
其他非流动负债	2,253	4,573	6,787	10,121					
负债合计	12,122	15,092	18,214	23,382	主要财务比率				
少数股东权益	20	25	22	10	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	571	742	742	742	成长能力				
资本公积	2,798	2,779	2,779	2,779	营业收入	2.90%	19.96%	16.28%	14.62%
留存收益	3,340	4,288	5,515	7,059	营业利润	66.69%	46.32%	27.20%	25.03%
归属母公司股东权									
益	7,709	7,809	9,037	10,580	归属于母公司净利润	69.78%	47.23%	28.27%	25.56%
负债和股东权益	19,851	22,927	27,272	33,972	获利能力				
					毛利率(%)	39.96%	39.32%	39.52%	39.92%
现金流量表			单位	注:百万元	净利率(%)	6.16%	7.57%	8.35%	9.14%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	9.42%	14.06%	15.48%	16.56%
经营活动现金流	3,175	5,685	3,406	5,570	ROIC(%)	10.43%	20.28%	36.73%	84.80%
净利润	728	1,096	1,406	1,765	偿债能力				
折旧摊销	260	248	245	242	资产负债率(%)	61.07%	65.83%	66.79%	68.83%
财务费用	191	33	(34)	(100)	净负债比率(%)	-18.25%	-46.63%	-50.44%	-61.89%
投资损失	(1)	(60)	(60)	(60)	流动比率	1.75	1.97	2.23	2.44
营运资金变动	2,561	4,396	1,848	3,728	速动比率	0.81	1.38	1.60	1.84
其他经营现金流	(564)	(27)	2	(4)	营运能力				
投资活动现金流	(235)	79	60	60	总资产周转率	0.63	0.68	0.67	0.63
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	145.23	138.01	125.96	137.26
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	44.94	44.74	43.04	45.32
其他投资现金流	(235)	79	60	60	每股指标 (元)				



证券研究报告:公司研究/点评报告

筹资活动现金流	(1,864)	668	(277)	(390)	每股收益(最新摊薄)	1.00	1.48	1.89	2.38
短期借款	(1,400)	(41)	(54)	(76)	每股经营现金流(最新摊薄)	4.28	7.66	4.59	7.51
长期借款	324	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.39	10.53	12.18	14.26
普通股增加	0	171	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	(19)	0	0	P/E	47.3	32.1	25.0	19.9
其他筹资现金流	(788)	556	(224)	(314)	P/B	4.6	4.5	3.9	3.3
现金净增加额	1,077	6,432	3,188	5,240	EV/EBITDA	10.57	16.96	12.86	8.76

分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明:

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上 增持: 相对强于市场表现 5~20%

中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现

中性: 行业与整体市场表现基本持平

看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称"本公司")具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所:

太原 北京

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层 北京市西城区平安里西大街 28 号中海

邮编: 030002 国际中心七层 电话: 0351-8686981 邮编: 100032

http://www.i618.com.cn 电话: 010-83496336

