

房地产减值致 2019Q4 业绩不及预期，中长期集中度提升逻辑不变

公司点评

● **事件：**公司公布年报，2019 年白酒销售量 71.76 万吨/+15.56%；实现营业总收入 149.00 亿元/+23.40%，归母净利润 8.09 亿元/+8.73%；预收账款 61.91 亿元/+9.1%；其中 2019Q4 实现营收 38.38 亿元/+33.69%，归母净利润 1.45 亿元/-30.49%，主要系计提 1.09 亿元房地产跌价准备所致

● 房地产计提存货减值准备及白酒包材等成本费用上升拖累全年业绩

2019 年公司毛利率 36.20%，同降 3.76pcts；销售费用率和管理费率分别为 9.60%和 5.75%，同降 0.54/0.01pcts；税金及附加占比 11.48%，同降 1.78pcts；净利率 5.49%，同降 0.54pcts，主要系：（1）低价位陈酿快速放量（预计销量增速 16%+）+低毛利猪肉板块收入提速+包材成本上涨（主要系玻璃瓶价格年内上涨约 15%）拖累毛利率；（2）房地产减值计提 1.09 亿元跌价准备所致。

● “白牛二”陈酿加速放量拉低吨价，预计 2020 提价将改善盈利能力

报告期内白酒板块营收 102.89 亿元/+10.91%，吨价 1.43 万元/-4.04%，主要系低价位“白牛二”等渠道下沉及节前经销商扩仓备货加速放量所致。2019 年公司推行“深分销、调结构、树样板”策略，打造了“北京+南京、长春、东莞、苏州”的“1+4+N”样本市场；预计北京市场收入稳中有增，2019 年营收 26 亿元+；长三角、珠三角销量保持 15%+快速增长。北京、廊坊、成都、吕梁生产基地的布局，夯实“牛二”全国化产能基础。受成本费用因素影响，公司于 2020 年 1 月 16 日对“白牛二”等主力产品进行提价，其中光瓶酒出厂价提高 0.5 元/瓶，预计增厚白酒业务利润约 30%，2020 年盈利将进一步改善。

● 主业聚焦白酒、猪肉，房地产剥离仍存不确定性

2019 年公司进一步聚焦白酒（103 亿元/+11%，占比 69%）、猪肉（35.60 亿元/+44%，占比 23%），房地产板块营收 8.73 亿元/+502%，目前账面余额约 60 亿元/-2%，主要包括北京、内蒙古、海南三地项目，存量房产去化和项目整体处置仍在推进，仍存一定不确定性。

● 光瓶酒集中度提升逻辑不变，牛栏山将持续收割低线光瓶酒，维持“强烈推荐”评级

我们预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 10.24/13.12/15.82 亿元，同比增长 26.5/28.2/20.6%；当前股价对应 PE 分别为 45.5/35.5/29.4 倍。京味儿文化输出赋能二锅头，需求刚性快消化，渠道高毛利、高周转，预计疫情冲击相对较小，期待加速推进体制机制改革，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**疫情时间拉长致需求持续下滑，产品结构升级不及预期，地产减值等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,074	14,900	16,845	19,228	21,643
增长率(%)	2.9	23.4	13.1	14.1	12.6
净利润(百万元)	744	809	1,024	1,312	1,582
增长率(%)	69.8	8.7	26.5	28.2	20.6
毛利率(%)	40.0	36.2	36.9	37.2	37.1
净利率(%)	6.2	5.4	6.1	6.8	7.3
ROE(%)	9.4	11.0	12.3	13.7	14.3
EPS(摊薄/元)	1.00	1.09	1.38	1.77	2.13
P/E(倍)	62.6	57.6	45.5	35.5	29.4
P/B(倍)	6.9	6.3	5.6	4.9	4.2

强烈推荐（维持评级）

孙山山（分析师）

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号：S0280520030002

王言海（联系人）

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号：S0280118100002

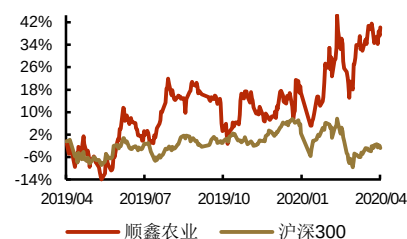
张向伟（联系人）

zhangxiangwei@xsdzq.cn

证书编号：S0280119090008

市场数据	时间 2020.04.24
收盘价(元):	62.8
一年最低/最高(元):	38.18/65.92
总股本(亿股):	7.42
总市值(亿元):	465.83
流通股本(亿股):	7.42
流通市值(亿元):	465.83
近 3 月换手率:	72.4%

股价一年走势



相关报告

《白酒业务稳增趋势不变，包材及费用确认致业绩波动》2019-10-27

《业绩稳增符合预期，品质+“京味”文化助力“牛二”深耕全国》2019-08-25

《产销两旺，预收大增，“牛二”开启深度全国化进程》2019-03-16

《顺鑫农业：全国化“光瓶酒”龙头品牌，营收加速上涨可期》2018-07-03

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	15321	17557	22675	24865	28709
现金	6172	8079	8422	9614	10821
应收票据及应收账款合计	298	584	396	731	532
其他应收款	26	32	33	41	42
预付账款	181	222	233	286	299
存货	8213	8160	13110	13713	16534
其他流动资产	431	480	480	480	480
非流动资产	4530	4465	4829	5282	5693
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3149	3030	3425	3897	4321
无形资产	751	731	689	649	609
其他非流动资产	630	704	716	736	763
资产总计	19851	22022	27505	30147	34403
流动负债	8756	12038	16801	18440	21507
短期借款	2000	3200	5307	6059	7851
应付票据及应付账款合计	258	269	406	308	525
其他流动负债	6497	8569	11088	12073	13130
非流动负债	3366	2523	2324	2115	1832
长期借款	2211	1856	1656	1448	1165
其他非流动负债	1155	668	668	668	668
负债合计	12122	14561	19125	20555	23339
少数股东权益	20	28	34	36	35
股本	571	742	742	742	742
资本公积	2798	2627	2627	2627	2627
留存收益	3340	4094	4973	6092	7457
归属母公司股东权益	7709	7433	8345	9556	11029
负债和股东权益	19851	22022	27505	30147	34403

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3175	1305	449	1461	552
净利润	728	818	1031	1314	1581
折旧摊销	260	249	220	231	257
财务费用	144	125	29	122	154
投资损失	-1	-11	-73	-45	-33
营运资金变动	1947	20	-759	-163	-1408
其他经营现金流	98	103	1	1	1
投资活动现金流	-235	-106	-513	-640	-637
资本支出	247	129	365	453	411
长期投资	0	10	0	0	0
其他投资现金流	12	33	-148	-187	-225
筹资活动现金流	-1864	707	-1699	-381	-500
短期借款	-1400	1200	0	0	0
长期借款	-612	-356	-200	-208	-283
普通股增加	0	171	0	0	0
资本公积增加	0	-171	0	0	0
其他筹资现金流	147	-137	-1500	-173	-217
现金净增加额	1077	1906	-1763	440	-585

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12074	14900	16845	19228	21643
营业成本	7250	9507	10635	12071	13611
营业税金及附加	1600	1710	2106	2403	2705
营业费用	1224	1430	1684	1769	1840
管理费用	681	838	1011	1019	1104
研发费用	14	18	21	24	26
财务费用	144	125	29	122	154
资产减值损失	41	-94	-16	-25	-37
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	11	73	45	33
营业利润	1063	1186	1448	1889	2271
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	4	2	3	2	2
利润总额	1059	1185	1446	1887	2269
所得税	331	366	415	573	688
净利润	728	818	1031	1314	1581
少数股东损益	-16	9	7	2	-1
归属母公司净利润	744	809	1024	1312	1582
EBITDA	1401	1508	1734	2243	2684
EPS(元)	1.00	1.09	1.38	1.77	2.13

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	2.9	23.4	13.1	14.1	12.6
营业利润(%)	66.7	11.6	22.1	30.4	20.2
归属于母公司净利润(%)	69.8	8.7	26.5	28.2	20.6
获利能力					
毛利率(%)	40.0	36.2	36.9	37.2	37.1
净利率(%)	6.2	5.4	6.1	6.8	7.3
ROE(%)	9.4	11.0	12.3	13.7	14.3
ROIC(%)	11.6	13.0	13.8	16.6	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	61.1	66.1	69.5	68.2	67.8
净负债比率(%)	-10.4	-7.8	-4.5	-10.2	-5.7
流动比率	1.7	1.5	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.5	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	34.3	33.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	27.0	36.1	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.09	1.38	1.77	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	4.07	1.50	0.60	1.97	0.74
每股净资产(最新摊薄)	9.04	10.02	11.25	12.88	14.87
估值比率					
P/E	62.6	57.6	45.5	35.5	29.4
P/B	6.9	6.3	5.6	4.9	4.2
EV/EBITDA	32.7	30.5	26.7	20.4	17.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017年9月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>