

“酒肉”业务稳中向好，地产减值拖累业绩 买入（维持）

2020 年 04 月 26 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,900	16,840	19,110	21,997
同比（%）	23.4%	13.0%	13.5%	15.1%
归母净利润（百万元）	809	1,111	1,334	1,552
同比（%）	8.7%	37.3%	20.1%	16.4%
每股收益（元/股）	1.09	1.50	1.80	2.09
P/E（倍）	57.56	41.93	34.91	30.01

事件

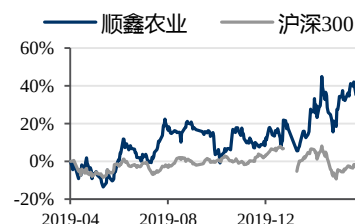
公司发布 2019 年年报，19 年实现营收 149 亿元（+23.4%），归母净利 8.09 亿元（+8.73%），扣非净利 8.0 亿元（+0.97%）。19Q4 实现营收 38.38 亿元（+33.69%），归母净利 1.45 亿元（-30.49%），扣非净利 1.34 亿元（-43.24%）。

投资要点

■ **聚焦“酒肉”主业，白酒资产优质：**公司 19 年实现营收 149.0 亿元（+23.4%），其中 19Q4 实现营收 38.38 亿元（+33.69%）。**分业务看**，公司白酒业务表现亮眼，营收突破百亿大关约为 102.9 亿（同比+10.9%），母公司期末回款状况良好预收账款为 54.9 亿（同比+8.2 亿元）；**拆分量价来看**，白酒产销两旺，其中产/销量分别为 68.8/71.8 万千升，同比+14.5/15.6%，而白酒吨价同比-4.1%，主因公司全国化进程顺利，外埠开拓主要以核心单品白牛二产品为主。**白酒业务分区域看**，据草根调研反馈，北京地区实现营收超 30 亿（同比+15-20%）；外埠方面，华东地区表现同样亮眼（实现营收约 27 亿元，同比增速超 30%），江苏等地区“调结构”顺利进行（部分核心市场黄龙、土豪金、百年增速均快于陈酿），同时南京、长春、东莞和苏州的样板市场已成，20 年公司全国化进程有望提速，外埠营收占比或将持续提升。**猪肉板块**，19 年公司猪肉业务实现营收 35.6 亿元（同比+44.0%），其中种蓄养殖/屠宰业务分别实现营收 1.9/33.7 亿元，同比+84/42%。面对上半年的猪周期和猪瘟疫情的不利影响，公司加强研判和内部生产管理，围绕北京核心市场布局，同时考虑到 18 年末猪肉板块低基数影响，19 年板块实现高增。**地产板块**，公司地产板块作为拟退出业务 19 年加进资金回笼，全年实现营收 8.7 亿元。

■ **拟逐步退出地产业务，计提资产减值拖累盈利：**公司 19 年归母净利 8.1 亿元（+8.7%），19Q4 归母净利 1.45 亿元（-30.49%）；公司 19 年毛利率 36.2%（同比-3.76pct），19Q4 毛利率为 40%（同比-5.9pct）。公司受地产业务拖累整体业绩，子公司顺鑫佳宇 19 年继续亏损 3.39 亿元（主因公司对房地产业务中存货及商誉大量计提减值），公司合计计提减值准备金 1.13 亿元，公司已明确地产业务退出节奏，预计未来减值影响将进一步减轻，业务剥离后公司或持续减负，而公司猪肉业务经下半年调整或实现由亏转盈，预计贡献利润约超 1 亿元。同时，19 年公司销售费用率 9.6%（-0.54pct），预计主要受全国化渠道铺设及确认世园会及冬奥会赞助约 1.3 亿费用影响。考虑到费用扰动和猪肉地产业务对利润影响，**估算白酒业务贡献净利润约 11 亿元，对应净利率水平约 11.1% 同比 18 年微增，20Q1 公司对旗下以白牛二为主的产品提价，预计直接增厚 20 年净利率约 1-1.5pct。**整体来看，一次性计提扰动影响下，公司 19 年净利率约为 5.4%，但考虑到公司规模效应逐步显现叠加产品涨价因素，长期看剔除费用扰动影响后，公司盈利能力提升可期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	62.80
一年最低/最高价	38.18/65.92
市净率(倍)	6.27
流通 A 股市值(百万元)	46582.97

基础数据

每股净资产(元)	10.02
资产负债率(%)	66.12
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)：提价有望增厚利润，白酒业务价值凸显》2020-01-20
- 2、《顺鑫农业 (000860)：Q3 白酒表现平稳，总部费用拖累业绩》2019-10-27
- 3、《顺鑫农业 (000860)：围绕“四五”战略前行，净利率继续拾级而上》2019-08-25

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年营收为 168.4/191.1/220.0 亿元，增速为 13.0/13.5/15.1%；归母净利润为 11.1/13.3/15.5 亿元，增速为 37.3/20.1/16.4%；对应 EPS 为 1.50/1.80/2.09 元。当前股价对应 PE 分别为 42/35/30X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**低端酒竞争加剧风险，生猪疫情风险，消费需求疲软

表 1：分季度财务数据一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业总收入	3,973	3,260	1,971	2,871	4,765	3,651	2,646	3,838
yoy	3.4%	20.5%	-14.3%	-0.5%	19.9%	12.0%	34.3%	33.7%
归母净利润	366	116	55	208	429	219	17	145
yoy	94.6%	104.0%	99.2%	25.1%	17.2%	89.9%	-69.7%	30.5%
毛利率 (%)	43.15	35.62	32.27	45.76	38.38	34.77	28.83	39.91
期间费用率 (%)	16.67	21.66	13.05	15.22	15.07	16.89	15.17	17.60
其中：销售费用率 (%)	9.20	15.81	4.28	9.01	9.44	11.13	6.66	10.37
管理费用率 (%)	6.44	4.43	7.26	5.28	4.92	4.59	7.57	6.63
财务费用率 (%)	1.03	1.42	1.51	0.93	0.71	1.17	0.95	0.61
归母净利率 (%)	9.21	3.54	2.79	7.24	8.99	6.01	0.63	3.77
ROE	5.03	1.55	0.73	2.73	5.77	3.05	0.23	1.96
pct	2.28	0.73	0.34	0.36	0.74	1.50	-0.51	-0.77
资产负债率 (%)	58.29	59.06	57.71	61.07	64.93	63.84	64.17	66.12
pct	-3.46	-2.79	-3.94	-0.22	6.64	4.78	6.46	5.06
存货	7,359	6,951	7,417	8,213	7,668	8,010	8,089	8,160
较上年同比增减	-271	-944	-773	396	310	1,059	672	-53
存货周转天数 (天)	302	305	361	398	243	275	306	310
较上年同比增减 (天)	10	-33	-15	35	-59	-30	-56	-88
应付账款及应付票据	235	469	344	258	329	242	232	269
较上年同比增减	-1,183	-1,048	-220	-21	94	-227	-112	10
预收账款	3,701	3,441	3,096	5,654	5,166	4,955	4,826	6,191
较上年同比增减	1,298	1,355	715	1,869	1,465	1,514	1,730	538
经营性现金流净额	874	610	-772	2,464	237	-401	-66	1,535
筹资性现金流净额	-887	372	-73	-1,276	992	-213	241	-314
资本开支	148	24	25	50	53	55	6	15

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)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17557	22775	22040	27690	营业收入	14900	16840	19110	21997
现金	8079	8420	9555	10998	减:营业成本	9507	10529	11653	13282
应收账款	66	175	250	484	营业税金及附加	1710	1987	2274	2816
存货	8160	13112	10671	14155	营业费用	1430	1684	2007	2310
其他流动资产	1253	1068	1564	2054	管理费用	838	977	1127	1298
非流动资产	4465	4828	5250	5787	财务费用	125	81	133	67
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-94	1	1	1
固定资产	3030	3424	3867	4407	加:投资净收益	11	11	11	11
在建工程	286	330	349	371	其他收益	0	0	0	0
无形资产	731	689	649	609	营业利润	1186	1592	1926	2235
其他非流动资产	419	386	385	400	加:营业外净收支	-1	-2	-2	-2
资产总计	22022	27603	27289	33480	利润总额	1185	1590	1924	2233
流动负债	12038	16833	15524	20505	减:所得税费用	366	492	595	690
短期借款	3200	5432	4266	5949	少数股东损益	9	-13	-5	-10
应付账款	269	647	366	962	归属母公司净利润	809	1111	1334	1552
其他流动负债	8569	10754	10891	13595	EBIT	1259	1662	1999	2278
非流动负债	2523	2323	2101	1878	EBITDA	1508	1882	2229	2536
长期借款	1856	1655	1433	1211	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	668	668	668	668	每股收益(元)	1.09	1.50	1.80	2.09
负债合计	14561	19156	17624	22384	每股净资产(元)	10.02	11.37	13.02	14.96
少数股东权益	28	15	10	-0	发行在外股份(百万 股)	742	742	742	742
归属母公司股东权益	7433	8432	9655	11097	ROIC(%)	5.8%	6.9%	8.4%	8.1%
负债和股东权益	22022	27603	27289	33480	ROE(%)	11.0%	13.0%	13.8%	13.9%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	36.2%	37.5%	39.0%	39.6%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	5.4%	6.6%	7.0%	7.1%
经营活动现金流	1305	434	3360	888	资产负债率(%)	66.1%	69.4%	64.6%	66.9%
投资活动现金流	-106	-572	-641	-787	收入增长率(%)	23.4%	13.0%	13.5%	15.1%
筹资活动现金流	707	-1752	-1719	-441	净利润增长率(%)	8.7%	37.3%	20.1%	16.4%
现金净增加额	1906	-1890	1000	-339	P/E	57.56	41.93	34.91	30.01
折旧和摊销	249	220	230	258	P/B	6.27	5.52	4.82	4.20
资本开支	129	363	422	537	EV/EBITDA	30.52	24.63	19.68	17.32
营运资本变动	20	-954	1679	-968					

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>