

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

顺鑫农业 (000860.SZ)

维持评级

报告原因：年报点评

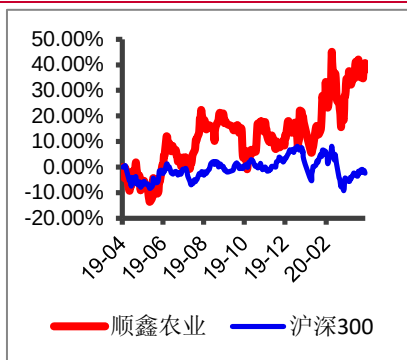
费用及资产减值损失拖累利润

买入

2020 年 4 月 26 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 4 月 24 日

收盘价(元):	62.80
年内最高/最低 (元):	44.40/22.63
流通 A 股/总股本(亿):	7.42/7.42
流通 A 股市值 (亿):	466
总市值 (亿):	466

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益	1.09
每股净资产(元):	10.02
净资产收益率:	10.69%

分析师:

和芳芳

执业证书编号: S0760519110004

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

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

事件描述

- 公司 2020 年 4 月 25 日发布 2019 年年报称, 2019 年归属于母公司所有者的净利润 8.09 亿元, 同比增长 8.73%; 营业收入 149 亿元, 同比增长 23.0%; 基本每股收益 1.09 元, 同比增长 9.0%。

事件点评

- 资产减值损失及总部费用确认拖累盈利。**报告期内, 公司 2019 年实现营业收入 149.00 亿元, 同比增长 23.40%; 实现归母净利润 8.09 亿元, 同比增长 8.73%。其中单 Q4 实现营业收入 38.38 亿元, 同比增长 33.68%, 归母净利润 1.45 亿元, 同比下滑 30.29%。全年利润低于预期。主要在于: 一是 2019 年毛利率下降, 2019 年毛利率为 36.20%, 同比下降 3.76pct; 二是 2019 年总部费用确认拖累盈利, 其中销售费用中的促销费用同比增加 0.8 亿元, 管理费用中宣传经费为 1.39 亿元, 同比增加 1.15 亿元; 四是 2019 年房地产业务净利润为-3.39 亿元, 亏损同比增加了 0.83 亿, 主要在于计提存货减值准备。
- 营销发展势头较好, 外埠市场销售收入占比提高。**2019 年公司继续贯彻“深分销、调结构、树样板”的总体思路, 营销工作发展势头良好: 一是全国化进程深入推进, 外埠市场销售收入占比提高, 2019 年外埠市场销售收入占比 64.58%, 同比增加 2.7pct; 二是“1+4+N”样板市场培育成果显现。公司重点培育以北京为中心, 以初具样板模式的南京、长春、东莞、苏州为多核, 以未来多个外埠样板市场为多点的“一心多核多点”的标准化、规范化的样板市场, 南京、长春、东莞、苏州四个样板市场已初具形成; 三是调结构初显成效, 产品结构进一步优化, 以“珍牛”、“中国牛”、“魁盛号”为代表的升级产品实现销售突破; 四是基地建设再添一员, 山西吕梁生产基地挂牌成立, 至此, 公司北京总部基地、三大外埠生产基地的布局完成, 为白酒全国化战略推进提供了坚实的产能支撑。
- 短期疫情影响有限, 公司战略明晰不改长期价值。**受新冠肺炎疫情影响, 预计 2020 年白酒收入受到一定的影响, 但是低端酒, 特别是光瓶酒, 由于价位较低, 主要是自饮和平时酒友的聚饮, 因此受疫情影响较小。同时, 公司战略明晰, 坚持以产业经营为基础, 资本运营为手段, 围绕“主业突出、业务清晰、同业整合、价值实现”的发展目标, 实施归核化发展战略, 聚焦酒业、肉食两大主业, 逐步剥离其他业务。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



同时，通过整合内外部资源，推动产业规模扩大、资产价值提升，推动企业持续发展。

投资建议

- 公司聚焦酒业、肉食两大主业，逐步剥离其他业务。我们认为公司战略目标明确，营销工作纵深发力，深耕全国化市场，推动白酒业务收入平稳增长，同时，加快推进猪肉业务产业链整合提升，从而增强猪肉板块整体实力，将保证公司持续稳健增长。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.12/1.44/1.72 元，对应当前股价，2020-2022 年 PE 分别为 56X/44X/36X，维持“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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	17,557	21,381	26,942	31,512	营业收入	14,900	16,688	19,405	22,242
现金	8,079	13,405	17,360	20,364	营业成本	9,507	10,343	12,027	13,786
应收账款	97	192	170	199	营业税金及附加	1,710	2,169	2,523	2,891
其他应收款	32	35	41	47	销售费用	1,430	1,660	1,931	2,213
预付账款	222	108	62	13	管理费用	838	1,010	1,096	1,212
存货	8,160	6,512	7,579	8,687	财务费用	125	109	36	(20)
其他流动资产	968	1,128	1,730	2,203	资产减值损失	(94)	12	6	(6)
非流动资产	4,465	4,307	4,262	4,142	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	11	60	60	60
固定资产	3,005	2,815	2,625	2,434	营业利润	1,186	1,445	1,846	2,225
无形资产	731	682	637	594	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	729	810	1,001	1,114	营业外支出	2	4	4	4
资产总计	22,022	25,688	31,204	35,655	利润总额	1,185	1,441	1,842	2,221
流动负债	12,038	12,284	14,135	15,758	所得税	366	418	534	644
短期借款	3,200	3,150	3,082	3,000	净利润	818	1,023	1,308	1,577
应付账款	269	344	390	432	少数股东损益	9	(1)	(5)	3
其他流动负债	8,569	8,790	10,664	12,326	归属母公司净利润	809	1,024	1,313	1,573
非流动负债	2,523	4,803	7,247	8,575	EBITDA	1,765	1,793	2,118	2,438
长期借款	1,856	1,856	1,856	1,856	EPS (元)	1.09	1.12	1.44	1.72
其他非流动负债	668	2,947	5,391	6,719					
负债合计	14,561	17,087	21,382	24,333	主要财务比率				
少数股东权益	28	27	22	25	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	742	913	913	913	成长能力				
资本公积	2,627	2,627	2,627	2,627	营业收入	23.40%	12.00%	16.28%	14.62%
留存收益	4,094	5,034	6,260	7,756	营业利润	11.58%	21.81%	27.76%	20.56%
归属母公司股东权益									
益	7,433	8,574	9,800	11,297	归属于母公司净利润	8.73%	26.48%	28.25%	19.87%
负债和股东权益	22,022	25,688	31,204	35,655	获利能力				
					毛利率(%)	36.20%	38.02%	38.02%	38.02%
现金流量表				单位:百万元	净利率(%)	5.43%	6.13%	6.76%	7.07%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	10.97%	11.89%	13.31%	13.93%
经营活动现金流	1,305	5,387	4,286	2,937	ROIC(%)	17.01%	18.31%	26.64%	65.87%
净利润	818	1,024	1,313	1,573	偿债能力				
折旧摊销	249	239	236	233	资产负债率(%)	66.12%	66.52%	68.52%	68.25%
财务费用	182	109	36	(20)	净负债比率(%)	-2.25%	-65.96%	-71.41%	-48.18%
投资损失	(11)	(60)	(60)	(60)	流动比率	1.46	1.74	1.91	2.00
营运资金变动	(571)	4,064	2,760	1,213	速动比率	0.78	1.21	1.37	1.45
其他经营现金流	637	11	1	(2)	营运能力				
投资活动现金流	(106)	60	60	60	总资产周转率	0.71	0.70	0.68	0.67
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	213.85	150.08	135.89	158.72
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	56.55	54.45	52.88	54.16
其他投资现金流	(106)	60	60	60	每股指标 (元)				



筹资活动现金流	707	(110)	(390)	6	每股收益(最新摊薄)	1.09	1.12	1.44	1.72
短期借款	1,200	(50)	(68)	(82)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	7.26	5.78	3.96
长期借款	743	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.02	11.56	13.21	15.23
普通股增加	171	171	0	0	估值比率				
资本公积增加	(171)	0	0	0	P/E	57.6	56.0	43.7	36.4
其他筹资现金流	(1,236)	(231)	(322)	88	P/B	6.3	5.4	4.8	4.1
现金净增加额	1,906	5,337	3,955	3,003	EV/EBITDA	21.34	29.99	23.57	19.45

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

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

