

顺鑫农业 (000860)

公司研究/点评报告

毛利率下滑拉低利润增速，白酒业务结构升级仍可期

——顺鑫农业 (000860) 2019 年报点评

点评报告/食品饮料

2020 年 04 月 27 日

一、事件概述

公司发布 2019 年报，报告期内公司实现营业收入 149.00 亿元，同比+23.40%；实现归母净利润 8.09 亿元，同比+8.73%；基本 EPS 为 1.09 元。拟每股派现金红利 0.15 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 营收端增速平稳，毛利率下滑拖累利润端表现

2019 年公司实现营收/归母净利润 149.00/8.09 亿元，同比分别+23.40%/+8.73%。总体看，公司营收端增速保持稳定。利润端增速低于营收端增速的主要原因是白酒销售吨价同比下降、屠宰业务受成本影响毛利率下滑、地产业务亏损共同拉低整体利润端增速。2019 年，公司毛利率 36.20%，同比-3.76pct，白酒、屠宰业务毛利下滑，地产业务持续亏损是毛利率走低的主要原因。期间费用率 16.19%，同比-0.90pct；销售费用率 9.60%，同比-0.54pct；管理费用率 5.75%，同比-0.01pct；财务费用率 0.84%，同比-0.35pct。管理费用受赞助冬奥会、世园会等活动的预付开支提高影响，同比+23.16%，导致管理费用率与去年同期基本持平。

2019Q4 单季度营收/净利润分别为 38.38/1.45 亿元，同比+33.69%/-30.49%。Q4 单季度毛利率 39.91%，同比-5.85pct；期间费用率 17.60%，同比+2.39pct；销售费用率 10.37%，同比+1.36pct；管理费用率 6.63%，同比+1.34pct；财务费用率 0.61%，同比-0.32pct。

➤ 白酒收入稳步增长，产品结构仍有提升空间

2019 年，公司白酒业务实现收入 102.89 亿元，同比+10.91%；共销售白酒 71.76 万吨，同比+15.56%；销售吨价 1.43 万元/吨，同比-4.02%，2019 年白酒吨价下滑的主要原因是中高端产品销售占比略有下滑。从成本端看，白酒业务的包装材料/人工成本/折旧同比增速分别达到+20.59%/+18.74%/+22.12%，均高于营收端增速，拖累白酒业务毛利率及利润端增速。从销售结构看，白牛二占比大致在 65%左右，珍品陈酿等高端产品占比在 15%左右，低端产品占比仍然较高，产品升级仍有空间。2019 年末，公司预收账款余额为 61.91 亿元，同比+9.51%，环比+28.30%，公司预收款增加有助于保证今年动销的平稳增长。**销售端**，公司继续推进全国化，19 年外埠市场收入占比为 64.58%，同比+2.70pct。“1+4+N”样板市场培育成果显现，南京、长春、东莞、苏州外埠城市市场亿初具规模。**生产端**，山西吕梁生产基地挂牌成立，北京总部基地以外的三大外埠生产基地布局基本完成。预计未来公司白酒业务产能充足，高端产品占比将进一步提升，整体产品结构向上仍有提升空间。

➤ 屠宰业务以提效为目标，房地产加速退出

2019 年，公司猪肉业务板块收入 35.60 亿元，其中屠宰业务收入 33.70 亿元，同比+42.28%；生猪养殖业务收入 1.90 亿元。屠宰业务销量 16.96 万吨，同比+14.28%，销售均价 1.99 万元/吨，同比+24.50%。受猪肉价格上行影响，屠宰业务原材料支出同比增速达到+43.54%，一定程度抑制屠宰业务毛利率提高。目前公司屠宰及生猪养殖业务的发展目标是提效增利，19 年公司加强内部管理，在生猪价格大幅上行的背景下，适时补栏，提升养殖板块业绩，同时布局陕西汉中养殖基地。2019 年房地产业务仍然亏损，公司思路是存量房产去化和项目整体处置，预计处置进度将加快。

推荐

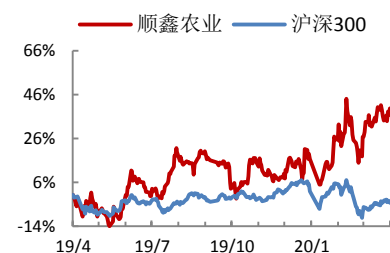
维持评级

当前价格： 62.80 元

交易数据 2020-04-24

近 12 个月最高/最低(元)	62.21/38.59
总股本 (百万股)	741.77
流通股本 (百万股)	741.77
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	465.83
流通市值 (亿元)	465.83

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1. 顺鑫农业 (000860) 2019 年三季度报
点评：Q3 结构性调整，看好白酒业务长期成长性

三、投资建议

结合公司经营情况，我们小幅下调盈利预测。预计 20-22 年收入为 167.95/190.75/215.26 亿元，同比 +12.7%/+13.6%/+12.9%；归母净利润 11.99/15.75/18.70 亿元，同比+48.2%/+31.3%/+18.7%，折合 EPS 为 1.62/2.12/2.52 元，对应 PE 为 39X/30X/25X。目前公司估值水平处于长期估值中枢位置，未来屠宰业务盈利能力强化、房地产业务完成剥离，估值仍有下行空间。但考虑公司白酒业务扩张的确定性，仍维持“推荐”评级。

四、风险提示

经济下滑拖累需求，业绩释放节奏不及预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,900	16,795	19,075	21,526
增长率（%）	23.4%	12.7%	13.6%	12.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	809	1,199	1,575	1,870
增长率（%）	8.7%	48.2%	31.3%	18.7%
每股收益（元）	1.09	1.62	2.12	2.52
PE（现价）	57.6	38.8	29.6	24.9
PB	6.3	5.5	4.7	4.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14,900	16,795	19,075	21,526
营业成本	9,507	10,665	12,055	13,518
营业税金及附加	1,710	2,077	2,274	2,614
销售费用	1,430	1,214	1,268	1,408
管理费用	838	934	1,040	1,119
研发费用	18	20	23	26
EBIT	1,397	1,885	2,415	2,841
财务费用	125	128	113	119
资产减值损失	(94)	13	6	6
投资收益	11	11	11	11
营业利润	1,186	1,725	2,291	2,704
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	1,185	1,723	2,290	2,702
所得税	366	533	708	836
净利润	818	1,190	1,582	1,867
归属于母公司净利润	809	1,199	1,575	1,870
EBITDA	1,646	2,116	2,641	3,058
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8079	6449	12189	8646
应收账款及票据	584	537	679	727
预付款项	222	257	286	324
存货	8160	12828	9439	16364
其他流动资产	480	480	480	480
流动资产合计	17557	20575	23094	26563
长期股权投资	0	11	22	33
固定资产	3030	2955	2858	2772
无形资产	731	691	652	615
非流动资产合计	4465	4161	3848	3542
资产合计	22022	24736	26942	30105
短期借款	3200	3200	3200	3200
应付账款及票据	269	341	363	419
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	12038	13666	14424	15869
长期借款	1856	1856	1856	1856
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	2523	2523	2523	2523
负债合计	14561	16189	16948	18393
股本	742	742	742	742
少数股东权益	28	18	25	21
股东权益合计	7460	8547	9994	11712
负债和股东权益合计	22022	24736	26942	30105

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	23.4%	12.7%	13.6%	12.9%
EBIT 增长率	7.0%	35.0%	28.1%	17.6%
净利润增长率	8.7%	48.2%	31.3%	18.7%
盈利能力				
毛利率	36.2%	36.5%	36.8%	37.2%
净利率	5.4%	7.1%	8.3%	8.7%
总资产收益率 ROA	3.7%	4.8%	5.8%	6.2%
净资产收益率 ROE	10.9%	14.1%	15.8%	16.0%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.8	0.6	0.9	0.6
现金比率	0.7	0.5	0.8	0.5
资产负债率	0.7	0.7	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	1.7	2.1	1.9	2.0
存货周转天数	310.0	354.0	332.0	343.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.6	2.1	2.5
每股净资产	10.0	11.5	13.4	15.8
每股经营现金流	1.8	(2.0)	7.9	(4.5)
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	57.6	38.8	29.6	24.9
PB	6.3	5.5	4.7	4.0
EV/EBITDA	27.2	22.0	15.5	14.5
股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	818	1,190	1,582	1,867
折旧和摊销	341	244	233	223
营运资金变动	20	(3,032)	3,973	(5,573)
经营活动现金流	1,301	(1,479)	5,891	(3,374)
资本开支	127	(101)	(95)	(98)
投资	10	0	0	0
投资活动现金流	(106)	101	95	98
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,125	0	0	0
筹资活动现金流	707	(251)	(247)	(267)
现金净流量	1,902	(1,629)	5,739	(3,543)

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。