



2020-04-27

公司点评报告

买入/维持

顺鑫农业(000860)

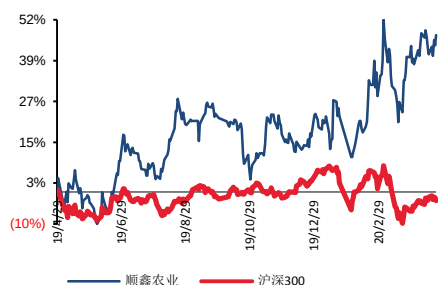
目标价: 69

昨收盘: 62.8

日常消费 食品、饮料与烟草

顺鑫农业：白酒跨入百亿，预收款创新高

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	742/742
总市值/流通(百万元)	46,583/46,583
12个月最高/最低(元)	64.73/38.59

相关研究报告：

顺鑫农业(000860)《顺鑫农业 2019 年三季报点评：白酒稳健增长，费用增加和地产亏损影响净利》
--2019/10/27

顺鑫农业(000860)《顺鑫农业 2019 年中报点评：白酒稳健增长，盈利增长加速》
--2019/08/25

顺鑫农业(000860)《白酒高歌猛进，净利率持续提升》
--2019/03/15

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

事件：公司发布 2019 年年报，实现收入 149 亿元增长 23.4%、归母净利润 8.09 亿元增长 8.73%，EPS 为 1.09 元/股。单四季度收入 38.38 亿元增长 33.69%、归母净利润 1.45 亿元下滑 30.49%。

白酒保持两位数增长，净利率平稳，预收款创历史新高

19 年白酒收入 102.89 亿+10.91%，产量 68.80 万吨+14.45%，销量 71.76 万吨+15.56%、年底库存 5.46 万吨下降 35.21%。单四季度白酒收入略下滑，我们估计与公司提前一年实现“四五”规划白酒百亿目标、经营节奏略有放缓有关。

母公司的预收款反应白酒情况，年末为 54.87 亿、继续创历史新高，同比增长 8.19 亿，环比增长 18.16 亿。18 年底环比三季度增加了 24.16 亿，19 年四季度环比增加低于 18 年，一个是山西吕梁生产基地投入使用辐射周边地区、产能增加后相应预收款水平会回落，此外渠道反馈有些销售区域调整年度激励至平时、19 年底无需冲任务，另外 19 年有部分强势区域销售势头较好、提前关账、Q3 季度末预收款较高均有关。单四季度白酒收入和预收款的变化，叠加给予经销商略加大应收票据支持（季度末环比增加 2.4 亿，同期 18 年底环比增加 1.37 亿），导致母公司四季度销售商品收现下降 8.67%。

白酒全年净利润稳健增长，净利率处于 12%-13%之前，基本和 18 年持平。全年白酒毛利率下滑 1.55 个点至 48.08%，与低端酒陈酿继续放量、占比提升有关。白酒消费税率下降 0.4 个点至 14%，增值税下调估计正向贡献 0.5 个点，期间费用率稳中有降。白酒净利润上半年增长、下半年下滑，和消费税确认时点季度间的波动有关，其次和 2020 年春节提前、整体市场费用投放下半年都较高、以及加大在升级产品上的费用投放有关。

受益猪价、猪产业链扭亏为盈，计提减值导致地产亏损加大

猪肉产业全年收入 35.60 亿元，其中养殖收入 1.90 亿元+84.8%，屠宰收入 33.70 亿元+42.28%，屠宰产量 16.89 万吨下滑 17.43%，销量 16.96 万吨+14.28%，18 年底趁低价大量囤冻肉（18 年底屠宰库存 3 万吨）、逐步释放、同时随着猪价上涨随用、随囤，19 年底仍然保持 2.94 万吨的高库存确保供应。全年扭亏为盈、贡献几千万的利润。地产全年收

执业资格证书编码: S1190517050002

入 8.73 亿+500%，全年计提减值 1.09 亿、扩大亏损至 3.39 亿（18 年亏损 2.56 亿）。母公司层面投入费用因赞助世国会、冬奥会摊销，进一步扩大。

盈利预测与评级：

公司提前一年完成四五战略，实现白酒百亿收入，百亿俱乐部再增加一员。北京白酒收入个位数稳健增长，外阜双位数以上增长、外阜市场占比进一步提升，坚持“深分销、调结构、树样板”的营销思路，南京、长春、东莞、苏州市场已初具样板模式，全国化趋势稳步推进。光瓶酒市场中以系统的品牌运作思路及具备优势的品质，将竞品越来越拉开差距，同时新一代、珍品等升级产品也在优势市场表现非常好的势头，精准承接光瓶酒消费升级以及低端盒装酒消费者的需求转移，占比整体收入稳步提升。

我们看好公司全国化进程以及光瓶酒升级趋势，短期估计疫情会对盒装酒消费有所影响，中高端占比高的北京市场受影响相对较大，但占比收入 70%-80%的光瓶酒自饮比重高、受影响较小。年初提价带来的增量预计会加大对升级产品的费用投放力度。全年预计白酒稳健增长，净利率平稳。预计 2020-2021 年整体收入 12.5%、13%，利润增速 26%、26.2%，EPS 为 1.37、1.73 元/股，白酒净利润为 14.28、17.08 亿元，给予龙头一定的估值溢价，明年 30 倍 PE 对应市值 512.4 亿，目标价 69 元，维持买入评级。

风险提示

白酒销售低于预期；房地产销售低于预期；

■ 主要财务指标				
	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入(亿元)	12074.37	14900.14	16756.90	18930.69
同比增长	2.9%	23.4%	12.5%	13.0%
净利润(亿元)	744.26	809.23	1019.25	1286.31
同比增长	69.8%	8.7%	26.0%	26.2%
摊薄每股收益(元)	1.00	1.09	1.37	1.73
PE	63	58	46	36
资料来源: Wind, 太平洋证券				

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。