

## 消费升级与娱乐研究中心

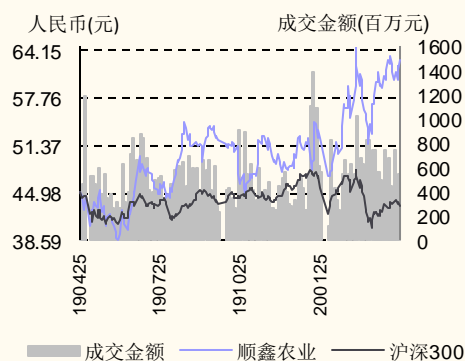
## 顺鑫农业 (000860.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 62.80 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.42
已上市流通 A 股(亿股)	7.42
总市值(亿元)	465.83
年内股价最高最低(元)	63.41/57.00
沪深 300 指数	3797
深证成指	10423



## 相关报告

1. 《低端龙头优势显著，成长空间可期-顺鑫农业公司深度研究》，2020.4.21

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchengqian@gjzq.com.cn

## 短期业绩略低于预期，长期格局依旧向好

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.304	1.091	1.310	1.705	2.201
每股净资产(元)	13.51	10.02	10.97	12.25	14.02
每股经营性现金流(元)	5.57	1.76	2.37	2.74	3.24
市盈率(倍)	24.45	48.29	47.95	36.84	28.53
净利润增长率(%)	69.78	8.73	20.05	30.16	29.10
净资产收益率(%)	9.65	10.89	11.94	13.91	15.70
总股本(百万股)	570.59	741.77	741.77	741.77	741.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 点评

- 公司发布 2019 年年报，总营收 149.00 亿元，同增 23.40%；归母净利润 8.09 亿元，同增 8.73%；其中 19Q4 营收 38.38 亿元，同增 33.69%；归母净利润 1.45 亿元，同降 30.49%。
- 白酒收入低于预期，猪肉业务实现高增长。1) 分板块看，2019 年白酒产业营收 102.89 亿元，同增 10.91%。Q4 预收款项 54.87 亿元，环增 18.16 亿元，同增 8.18 亿元。考虑预收账款变化，19 年白酒实际收入约 111.07 亿元。预计前三季度白酒收入增长 15%左右，Q4 增速持平或微降。19 年白酒销量同增 15.56%，单价同降 4.03%；毛利率 48.08%，同降 1.55pcts。主要系 18 年公司高端产品销售较好，19 年中低端光瓶贡献较大。屠宰业务销售收入 33.70 亿元，同增 42.28%；销量 16.96 万吨，同增 14.28%，单价同增 24.50%，系公司在猪源短缺、猪价高企的情势下，迅速启动补栏计划。2) 分地区看，2019 年北京市场销售收入同增 13.5%，销售占比为 35%，外埠市场销售收入同增 29.47%，占比增至 65%，拥有亿级市场约 22 个。
- 利润增速放缓主要系“成本因素、费用投放及减值计提”。1) 成本压力较大，包材、人工及折旧成本均增加 20%+，白酒毛利率下滑 1.55pcts。2) 19 年母公司销售费用同增 1.97 亿元，主要系春节提前导致销售费用前置，及赞助冬奥会、世园会等活动。3) 顺鑫佳宇地产 19 年亏损 3.39 亿元，主要系全年计提资产减值准备 0.94 亿元，其中房地产存货跌价准备为 0.89 亿元。我们预计猪肉业务全年利润 5500 万元，白酒净利润保持双位数增长。
- 合理降低短期业绩预期，核心关注中长期格局及竞争优势。四季度业绩受成本、费用及地产业务影响，一季度需求依旧承压，建议合理降低短期业绩预期。二季度餐饮逐步恢复，牛栏山需求有望率先回暖。2020 年步入“后百亿”时代，打造“京津冀+长三角+珠三角”发展区，省外扩张加速。“渠道利润丰厚+大单品规模效应+成本控制领先”，市占率有望持续提升。

## 盈利预测

- 考虑疫情影响，我们将 20-21 年业绩调整，新增 22 年：预计 20-21 年收入分别同比+12%/+17%，较上次预测分别+1.5%/-6%，22 年同比+15%；归母净利分别同比 20%/30%，较上次预测分别-7%/-2%，22 年同比 29%；对应 EPS 分别为 1.31/1.71/2.20 元，对应 PE 为 48X/37X/29X。

## 风险提示

- 食品安全风险；宏观经济下行；批价上涨不达预期；行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	11,734	12,074	14,900	16,688	19,525	22,454
增长率		2.9%	23.4%	12.0%	17.0%	15.0%
主营业务成本	-7,753	-7,250	-9,507	-10,514	-12,106	-13,910
%销售收入	66.1%	60.0%	63.8%	63.0%	62.0%	62.0%
毛利	3,980	4,825	5,393	6,175	7,420	8,544
%销售收入	33.9%	40.0%	36.2%	37.0%	38.0%	38.1%
营业税金及附加	-1,293	-1,600	-1,710	-1,936	-2,284	-2,537
%销售收入	11.0%	13.3%	11.5%	11.6%	11.7%	11.3%
销售费用	-1,150	-1,224	-1,430	-1,635	-1,913	-2,156
%销售收入	9.8%	10.1%	9.6%	9.8%	9.8%	9.6%
管理费用	-800	-681	-838	-968	-1,113	-1,235
%销售收入	6.8%	5.6%	5.6%	5.8%	5.7%	5.5%
研发费用	0	-14	-18	-23	-29	-34
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	738	1,306	1,397	1,613	2,079	2,582
%销售收入	6.3%	10.8%	9.4%	9.7%	10.7%	11.5%
财务费用	-158	-144	-125	-169	-218	-214
%销售收入	1.3%	1.2%	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-36	-41	-94	-52	-47	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	95	1	11	10	10	10
%税前利润	14.9%	0.1%	0.9%	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	638	1,063	1,186	1,401	1,822	2,352
营业利润率	5.4%	8.8%	8.0%	8.4%	9.3%	10.5%
营业外收支	-1	-3	-1	-3	-3	-3
税前利润	637	1,059	1,185	1,398	1,819	2,349
利润率	5.4%	8.8%	8.0%	8.4%	9.3%	10.5%
所得税	-195	-331	-366	-426	-555	-716
所得税率	30.6%	31.3%	30.9%	30.5%	30.5%	30.5%
净利润	442	728	818	972	1,265	1,633
少数股东损益	4	-16	9	0	0	0
归属于母公司的净利润	438	744	809	972	1,265	1,633
净利率	3.7%	6.2%	5.4%	5.8%	6.5%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	442	728	818	972	1,265	1,633
少数股东损益	4	-16	9	0	0	0
非现金支出	289	301	343	291	305	301
非经营收益	87	199	121	404	410	440
营运资金变动	1,652	1,947	20	88	52	33
经营活动现金净流	2,471	3,175	1,303	1,755	2,031	2,407
资本开支	-205	-236	-127	-556	-337	-378
投资	113	0	10	-20	-20	-10
其他	1	1	11	10	10	10
投资活动现金净流	-91	-235	-106	-566	-347	-378
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-9	-1,447	1,125	504	539	288
其他	-415	-417	-418	-614	-735	-777
筹资活动现金净流	-423	-1,864	707	-110	-196	-488
现金净流量	1,957	1,077	1,904	1,079	1,488	1,541

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,096	6,172	8,079	9,158	10,646	12,187
应收账款	431	323	616	717	785	864
存货	7,817	8,213	8,160	8,589	9,785	11,119
其他流动资产	496	612	702	705	763	817
流动资产	13,841	15,321	17,557	19,169	21,979	24,987
%总资产	75.2%	77.2%	79.7%	80.2%	81.9%	83.4%
长期投资	90	89	88	108	128	138
固定资产	3,483	3,384	3,315	3,368	3,422	3,496
%总资产	18.9%	17.0%	15.1%	14.1%	12.8%	11.7%
无形资产	811	768	745	744	745	747
非流动资产	4,571	4,530	4,465	4,745	4,848	4,961
%总资产	24.8%	22.8%	20.3%	19.8%	18.1%	16.6%
资产总计	18,412	19,851	22,022	23,913	26,827	29,948
短期借款	3,700	2,000	4,974	5,046	6,085	6,673
应付款项	4,136	5,986	6,542	6,975	8,185	9,450
其他流动负债	337	770	522	762	973	1,234
流动负债	8,174	8,756	12,038	12,783	15,243	17,356
长期贷款	789	1,113	1,856	2,156	1,756	1,556
其他长期负债	2,322	2,253	668	810	711	612
负债	11,285	12,122	14,561	15,749	17,709	19,524
普通股股东权益	7,088	7,709	7,433	8,137	9,090	10,396
其中：股本	571	571	742	742	742	742
未分配利润	2,220	2,726	3,361	4,065	5,018	6,324
少数股东权益	39	20	28	28	28	28
负债股东权益合计	18,412	19,851	22,022	23,913	26,827	29,948

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.768	1.304	1.091	1.310	1.705	2.201
每股净资产	12.423	13.511	10.020	10.970	12.255	14.016
每股经营现金净流	4.330	5.565	1.756	2.366	2.738	3.245
每股股利	0.190	0.250	0.330	0.360	0.420	0.440
回报率						
净资产收益率	6.18%	9.65%	10.89%	11.94%	13.91%	15.70%
总资产收益率	2.38%	3.75%	3.67%	4.06%	4.71%	5.45%
投入资本收益率	3.75%	7.51%	6.75%	7.29%	8.52%	9.62%
增长率						
主营业务收入增长率	4.79%	2.90%	23.40%	12.00%	17.00%	15.00%
EBIT 增长率	21.05%	77.01%	6.98%	15.48%	28.92%	24.18%
净利润增长率	6.25%	69.78%	8.73%	20.05%	30.16%	29.10%
总资产增长率	3.24%	7.81%	10.94%	8.59%	12.18%	11.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.3	2.5	1.7	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	367.6	403.5	314.3	300.0	298.0	295.0
应付账款周转天数	17.1	13.5	10.1	13.0	14.0	15.0
固定资产周转天数	98.9	95.2	74.2	67.0	57.5	50.1
偿债能力						
净负债/股东权益	20.03%	-25.37%	-16.74%	-23.96%	-30.77%	-37.97%
EBIT 利息保障倍数	4.7	9.1	11.2	9.6	9.5	12.1
资产负债率	61.29%	61.07%	66.12%	65.86%	66.01%	65.19%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	4	29
增持	0	0	0	0	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.22</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH