

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 顺鑫农业 (000860): 白酒收入破百亿, 净利率有望提升

2020年4月27日

### 分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

### 公司评级

当前价格(元): 56.52

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

### 公司基本数据

总股本(亿股): 7.42

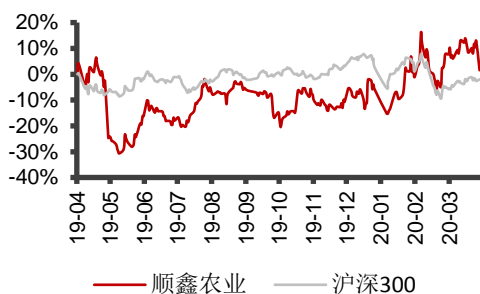
流通股本(亿股): 7.42

流通A股市值(亿元): 419

每股净资产(元): 10.02

资产负债率(%): 66.12

### 顺鑫农业与沪深300涨跌幅走势图



### 相关报告

- 1、疫情短期冲击板块, 积极应变趋势不改 20200221
- 2、顺鑫农业(000860): 品牌优势显著, 净利率有望持续提升 20191231

**事件:** 顺鑫农业发布2019年年报, 实现收入149.00亿元, 同比增长23.40%, 归母净利润8.09亿元, 同比增长8.73%, EPS为1.09元/股。2019年4季度公司实现收入38.38亿元, 同比增长33.69%, 归母净利润1.45亿元, 同比下滑30.49%。

**白酒收入达成百亿, 猪肉量价齐升。**公司2019年营收同比增长23.4%, 低于预期, 其中白酒、屠宰及其他业务收入增速分别为10.91%、42.28%及189.72%。白酒业务方面, 板块实现营收102.89亿元, 顺利达成百亿目标, 实现稳增长。白酒业务的收入占比为69.06%, 同比下降7.78个百分点, 这主要是由于猪周期处于上升期, 相关业务营收增速上升所致。量价方面, 公司白酒销售量同比提升15.56%, 销售规模进一步扩大, 全国化稳步推进; 吨价为14338元/千升, 较2018年下降4.03%, 虽部分地区产品结构升级, 但总体来说, 公司仍处于以低价酒拓展市场的阶段。

猪肉业务方面, 板块实现营收35.60亿元, 同比增长42.28%, 其中养殖、屠宰收入分别增长84.8%、42.31%。量价方面, 公司销量增长14.29%, 因此推算吨价上涨24.82%。2019年上半年, 在猪周期和非洲猪瘟疫情影响下, 养殖板块出现大幅亏损, 通过适时启动补栏实施计划, 下半年该业务业绩大概率大幅提升。

分地区看, 北京地区收入占总收入的35.42%, 收入同比增长14.68%, 实现稳增长, 外埠地区收入增速为28.78%, 保持高速增长, 主要由于白酒业务外埠市占率持续提升。

**毛利率下滑叠加地产拖累导致净利率下降。**2019年公司销售毛利率为36.2%, 同比下降3.76个百分点, 这一方面是由于白酒吨价下滑、包装材料成本显著增长, 另一方面则是因为毛利率较低的猪肉业务占比提升所致。分行业来看, 白酒、屠宰行业的毛利率分别为48.08%、6.92%, 分别下降1.55%及0.27%。费用方面, 公司销售、财务费用率

为9.6%、0.12%，同比下降0.54、0.35个百分点，管理及研发费用率分别为9.6%、5.63%，与2018年基本持平，费用率整体下降。房地产业务亏损3.4亿元，同时计提减值1.13亿元，其中开发产品1.09亿元，影响净利润表现。由于毛利率下降及地产业务拖累，2019年公司净利率为5.43%，同比下降0.73个百分点，其中我们估计白酒业务净利率在10-11%之间，较2018年小幅下降。

**预收账款创新高，收入质量保持优秀。**2019年末公司预收账款项为61.91亿元，同比增长9.51%，继续创历史新高，但增速同比有所放缓。公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长6.5%，增速慢于预收账款增长，主要是由于给予经销商更大的应收票据支持所致。总体来说，经销商打款积极，销售商品提供劳务收到的现金/营业收入为117.11，收入质量保持优秀。

**投资建议：**经过快速的全国化增长，公司营收增速2019年有所下滑，2019年12月，公司提出“深分销、调结构、树样板”的工作思路，净利率有望提升。渠道方面，一方面，“一心多核多点”的标准化、规范化的样板市场已经初步形成，另一方面，挑选优秀经销商加盟，公司正在快速增强渠道掌控力；产品方面，年初提价叠加大力推进升级产品销售，吨价有望加速提升。虽然短期受疫情影响，业绩将有所承压，但作为民酒龙头，公司市占率、盈利能力持续提升的逻辑并未改变。我们预计公司2020-22年EPS分别为1.42、1.77、2.41元，维持“推荐”评级。

**风险提示：**食品安全问题；国内外疫情超预期变化风险；公司经营业绩低于预期；公司改革效果不及预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；国内外宏观经济数据急剧恶化；美联储货币政策变化；国内外资本市场波动风险。

表：重点指标预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,900	16,519	18,682	21,099
增长率	23.40%	10.87%	13.09%	12.94%
归母净利（百万元）	809	1,053	1,311	1,791
增长率	8.73%	30.18%	24.45%	36.61%
每股收益（元）	1.09	1.42	1.77	2.41

资料来源：携宁、Wind，国开证券研究部

注：收盘价格日期为2020年4月27日，2020-2022年业绩为作者预测值。

**盈利预测:**

报表预测				
单位: 百万元				
<b>资产负债表</b>				
	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	8,079	8,355	9,818	11,988
应收票据	0	0	0	0
应收账款	519	634	742	867
存货	66	54	51	58
其他流动资产	8,160	8,591	9,621	10,513
流动资产合计	734	786	855	932
固定资产合计	3,005	2,845	3,015	2,825
在建工程	286	256	56	116
无形资产	731	711	691	671
商誉	5	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>22,022</b>	<b>22,667</b>	<b>25,281</b>	<b>28,396</b>
短期贷款	3,200	2,000	2,000	2,000
应付账款	269	286	321	350
应付职工薪酬	106	105	117	128
应交税费	416	413	467	527
其他流动负债	8,047	8,475	9,364	10,329
流动负债合计	12,038	11,279	12,268	13,334
长期借款	1,856	2,356	2,856	3,356
<b>负债合计</b>	<b>14,561</b>	<b>14,303</b>	<b>15,792</b>	<b>17,358</b>
归属于母公司的所有者权益	7,433	8,326	9,437	10,968
少数股东权益	28	38	51	70
<b>股东权益</b>	<b>7,460</b>	<b>8,364</b>	<b>9,489</b>	<b>11,038</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>22,022</b>	<b>22,667</b>	<b>25,281</b>	<b>28,396</b>
<b>现金流量表</b>				
	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	1305	1162	1355	2042
投资活动现金流净额	-106	-25	-192	-112
筹资活动现金流净额	707	-860	300	240
<b>现金净流量</b>	<b>1906</b>	<b>276</b>	<b>1463</b>	<b>2170</b>

**利润表**

单位: 百万元

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>14,900</b>	<b>16,519</b>	<b>18,682</b>	<b>21,099</b>
营业成本	9,507	10,452	11,706	12,790
毛利	5,393	6,067	6,976	8,309
毛利率	36%	37%	37%	39%
税金及附加	1,710	1,900	2,055	2,321
税金及附加/营业收入	11%	12%	11%	11%
销售费用	1,430	1,569	1,868	2,110
销售费用率	10%	10%	10%	10%
管理费用	838	925	1,028	1,160
管理费用率	6%	6%	6%	6%
研发费用	18	20	22	25
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用	125	116	109	106
财务费用率	1%	1%	1%	1%
<b>营业利润</b>	<b>1186</b>	<b>1536</b>	<b>1892</b>	<b>2584</b>
增长率	12%	30%	23%	37%
营业外收支	-1	-16	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1185</b>	<b>1520</b>	<b>1892</b>	<b>2584</b>
增长率	12%	28%	24%	37%
所得税费用	366	456	568	775
<b>净利润</b>	<b>818</b>	<b>1064</b>	<b>1324</b>	<b>1809</b>
<b>归母净利润</b>	<b>809</b>	<b>1053</b>	<b>1311</b>	<b>1791</b>
少数股东损益	9	11	13	18
EPS (元/股)	1.09	1.42	1.77	2.41

**基本指标**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>EPS (元)</b>	<b>1.09</b>	<b>1.42</b>	<b>1.77</b>	<b>2.41</b>
<b>BVPS (元)</b>	<b>10.02</b>	<b>11.22</b>	<b>12.72</b>	<b>14.79</b>
<b>PE (倍)</b>	<b>48.29</b>	<b>39.80</b>	<b>31.98</b>	<b>23.41</b>
<b>PEG</b>	<b>5.53</b>	<b>1.32</b>	<b>1.31</b>	<b>0.64</b>
<b>PB (倍)</b>	<b>5.26</b>	<b>5.04</b>	<b>4.44</b>	<b>3.82</b>
<b>EV/EBITDA</b>	<b>22.98</b>	<b>21.13</b>	<b>17.23</b>	<b>12.53</b>
<b>ROE</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>

数据来源: 携宁、wind, 国开证券研究部

注: 收盘价格日期为2020年4月27日, 2020-2022年业绩为作者预测值。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层