

2020年08月22日

顺鑫农业 (000860.SZ)

公司快报

食品饮料 | 白酒 III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2020-08-21)

66.38 元

交易数据

总市值(百万元) 49,238.49

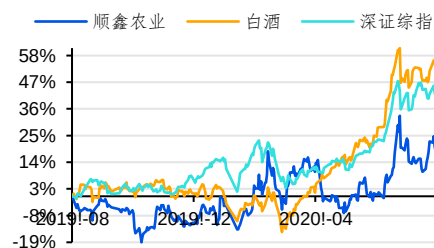
流通市值(百万元) 49,238.49

总股本(百万股) 741.77

流通股本(百万股) 741.77

12个月价格区间 44.00/75.20 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.32	-0.64	-17.64
绝对收益	-1.54	25.15	25.43

分析师

周蓉

 SAC 执业证书编号: S0910520030001
 zhourong@huajinsc.cn

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenchenzhi@huajinsc.cn
 021-20377051

相关报告

上半年白酒增速略放缓 长期增长逻辑依然清晰

事件: 2020 年上半年公司实现营业收入 95.20 亿元, 同比增长 13.12%。实现归属净利润 5.48 亿元, 同比减少 15.36%; 二季度公司实现营业收入 39.96 亿元, 同比增长 9.45%, 实现归属净利润 1.96 亿元, 同比减少 10.91%。

投资要点

◆ **上半年白酒增速略有放缓, 猪肉表现超预期。** 公司上半年受全国疫情影响及叠加北京二次疫情, 白酒略有下滑, 实现营业收入 64.66 亿元, 同比减少 2.89%。同时受益于猪肉价格持续上涨, 目前补栏需求较好, 猪肉业务大幅增长, 实现营业收入 26.64 亿元, 同比增长 80.32%。其中屠宰业务实现收入 24.59 亿元, 同比增长 71.83%, 种畜养殖业务实现收入 2.05 亿元, 同比增长 341.76%。从收入规模来看, 白酒和猪肉业务仍然是公司主要的两个业务板块, 2020H1 白酒收入占总营业收入 67.92%, 同比-11.2pcts; 猪肉收入占总营业收入 27.98%, 同比+10.4pcts。控股顺鑫佳宁地产公司实现营业收入 3.3 亿元, 净利润减少 1.51 亿元。

◆ **受收入结构及疫情洪灾影响, 上半年毛利略有下滑。** 公司 2020H1 毛利率 29.24%, 较 19 年同期-7.6pcts。其中 Q2 毛利率 30.34%, 较 Q1+1.9pcts。公司综合毛利率下降主要受三个因素影响: 1) 白酒业务因疫情影响下, 餐饮渠道受限公司高端化放缓, 低端产品放量拉低毛利率; 2) 疫情及南方洪灾因素, 物流放缓及成本上升, 导致毛利率有所下降; 3) 猪肉业务占比提升, 其毛利水平较低, 致公司综合毛利率有所下降。公司 2020H1 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 7.18%/3.77%/1.65%, 同比-3.0/-0.9/+0.7 pcts, 销售费用率、管理费用率下降主要受疫情影响, 广宣等费用减少所致, 财务费用率上升主要受停止资本化利息所致。预收款项(合同负债)较去年同期减少 13.93 亿元, 主要系疫情影响之下, 适度放缓经销商打款所致。

◆ **二季度动销基本恢复, 长期核心增长逻辑不变。** 短期看, 自 2020 年二季度末开始, 白酒在北京地区销售基本恢复到正常水平; 外埠市场方面, 二季度动销已明显恢复, 部分区域销售或实现同比增长。下半年是白酒动销旺季, 加之外部因素影响逐步消退, 预计公司白酒业务将能够实现正增长。总体而言, 公司定位 2020 年是长期发展战略中的调整年&巩固年, 持续聚焦产品结构&市场结构调整。价格方面, 考虑到成本提升, 公司 20 年春节前夕曾下发文件对部分产品进行提价, 但由于疫情影响没有执行到位, 随着防疫常态化及动销恢复, 提价动作有望在下半年落地。产品方面, 公司将坚持结构升级战略, 目前陈酿系列占总销量 60%左右, 疫情期间中高端产品销量有所下滑, 但 20-50 元及 50 元以上产品的销售比例提升是大概率事件。渠道方面, 公司仍将继续沿用较为成功的大商制, 主张与经销商共同享受发展成果, 从而调动经销商市场推动的积极性。

同时, 根据公司战略定位, 地产业务将会逐步剥离, 公司在前期整体打包剥离难度较大的情况下调整策略为分块处置, 7 月 8 日已经公告海南文昌市有偿收回公司持有的两宗土地使用权, 体现出分块处置策略的有效性, 未来地产逐步剥离后将能够极大缓解公司的财务压力。公司在肉类业务的全产业链优势不断得到增强, 预

计下半年将延续 H1 盈利态势，对公司业绩构成较好贡献。

长期从行业层面来看，在外部因素影响下，低端酒地方小企业及其渠道体系由于抗风险能力较弱，预计将加速退出，竞争环境优化后，公司作为百元价位段内的龙头，将能够充分享受行业加速集中红利，长期看白酒成长空间仍然存在。

- ◆ **投资建议：**预计公司下半年动销将较快恢复，提价政策将逐步落实，叠加产品结构升级策略及地产业务逐步剥离，我们预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.35、1.75 和 2.17 元。对应 PE 分别为 49.2X/37.8X/30.6X，给予公司“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示：**国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期等。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,074	14,900	16,513	18,707	21,583
YoY(%)	2.9	23.4	10.8	13.3	15.4
净利润(百万元)	744	809	1,002	1,302	1,607
YoY(%)	69.8	8.7	23.8	30.0	23.4
毛利率(%)	40.0	36.2	37.0	38.0	38.6
EPS(摊薄/元)	1.00	1.09	1.35	1.75	2.17
ROE(%)	9.4	11.0	12.1	13.6	14.5
P/E(倍)	66.2	60.8	49.2	37.8	30.6
P/B(倍)	7.3	6.6	5.9	5.2	4.5
净利率(%)	6.2	5.4	6.1	7.0	7.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	15321	17557	20286	22383	26254	营业收入	12074	14900	16513	18707	21583
现金	6172	8079	9393	10641	12277	营业成本	7250	9507	10407	11606	13247
应收票据及应收账款	298	584	393	714	564	营业税金及附加	1600	1710	1895	2147	2477
预付账款	181	222	224	281	302	营业费用	1224	1430	1673	1796	2072
存货	8213	8160	9763	10226	12588	管理费用	681	838	929	1053	1215
其他流动资产	457	512	512	520	523	研发费用	14	18	20	23	26
非流动资产	4530	4465	4616	4895	5296	财务费用	144	125	137	203	230
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	41	-94	0	0	0
固定资产	3149	3030	3244	3552	3967	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	751	731	689	649	609	投资净收益	1	11	11	11	11
其他非流动资产	630	704	684	694	720	营业利润	1063	1186	1462	1889	2326
资产总计	19851	22022	24902	27278	31551	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	8756	12038	14339	15798	18840	营业外支出	4	2	3	2	2
短期借款	2000	3200	6260	6743	8539	利润总额	1059	1185	1460	1887	2324
应付票据及应付账款	258	269	308	335	399	所得税	331	366	451	583	719
其他流动负债	6497	8569	7771	8720	9902	税后利润	728	818	1008	1303	1606
非流动负债	3366	2523	2206	1921	1655	少数股东损益	-16	9	7	2	-1
长期借款	2211	1856	1539	1253	987	归属母公司净利润	744	809	1002	1302	1607
其他非流动负债	1155	668	668	668	668	EBITDA	1401	1508	1755	2241	2715
负债合计	12122	14561	16545	17719	20495	主要财务比率					
少数股东权益	20	28	34	36	34	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	571	742	742	742	742	成长能力					
资本公积	2798	2627	2627	2627	2627	营业收入(%)	2.9	23.4	10.8	13.3	15.4
留存收益	3340	4094	4954	6064	7450	营业利润(%)	66.7	11.6	23.3	29.2	23.2
归属母公司股东权益	7709	7433	8323	9523	11021	归属于母公司净利润(%)	69.8	8.7	23.8	30.0	23.4
负债和股东权益	19851	22022	24902	27278	31551	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	40.0	36.2	37.0	38.0	38.6
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	6.2	5.4	6.1	7.0	7.4
经营活动现金流	3175	1305	565	1814	1036	ROE(%)	9.4	11.0	12.1	13.6	14.5
净利润	728	818	1008	1303	1606	ROIC(%)	6.0	5.8	6.2	7.5	7.9
折旧摊销	260	249	214	215	234	偿债能力					
财务费用	144	125	137	203	230	资产负债率(%)	61.1	66.1	66.4	65.0	65.0
投资损失	-1	-11	-11	-11	-11	流动比率	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
营运资金变动	1947	20	-785	102	-1024	速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
其他经营现金流	98	103	1	1	1	营运能力					
投资活动现金流	-235	-106	-356	-484	-626	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
筹资活动现金流	-1864	707	-1954	-566	-569	应收账款周转率	34.3	33.8	33.8	33.8	33.8
每股指标 (元)						应付账款周转率	27.0	36.1	36.1	36.1	36.1
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.09	1.35	1.75	2.17	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	4.28	1.76	0.76	2.45	1.40	P/E	66.2	60.8	49.2	37.8	30.6
每股净资产(最新摊薄)	9.04	10.02	11.22	12.84	14.86	P/B	7.3	6.6	5.9	5.2	4.5
						EV/EBITDA	34.6	32.3	27.8	21.3	17.5

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn