

证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

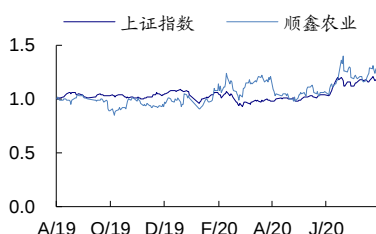
顺鑫农业(000860)
买入

2020 年中报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	742/742
总市值/流通(百万元)	49,238/49,238
上证综指/深圳成指	3,381/13,478
12 个月最高/最低(元)	75.20/44.00

相关研究报告:

《顺鑫农业-000860-2019 年三季报点评: 白酒稳健增长, 多因素致利润承压》——2019-10-28

《顺鑫农业-000860-2019 年中报: 业绩超预期, 牛栏山持续发力》——2019-08-26

《顺鑫农业-000860-2019 年一季报: 聚焦酒肉主业, 外埠市场持续发力》——2019-04-29

《顺鑫农业-000860-2018 年年报: 百亿目标已实现, 牛栏山进入新时代》——2019-03-15

《顺鑫农业-000860-2018 年三季报点评: 牛栏山保持高增, 冲击百亿目标》——2018-10-30

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 熊鹏

电话: 13012858690

E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

Q2 白酒收入略超预期, 下半年向好确定性高
● 外阜地区增速较好, Q2 白酒收入略超预期

公司 2020H1 营收 95.20 亿元 (+13.12%), 归母净利润 5.48 亿元 (-15.36%)。单 Q2 营收 39.96 亿元(+9.45%); 归母净利润 1.96 亿元 (-10.91%), 业绩基本符合预期。公司收入增长主要由猪肉(+71.83%)和地产(+51.83%)贡献, 2020H1 白酒收入 64.66 亿元, 同比下滑 2.89%, 预计单二季度白酒收入同比正增长, 环比有所改善。上半年白酒收入下滑主要系疫情影响下北京终端动销较少收入下滑幅度较大所致, 外阜地区由于自饮比例高, 收入增速高达 19.46%(主要为白酒), 略高于我们此前跟踪数据。截至 6 月底白酒预收款 30.25 亿元, 同比减少 8.21 亿元环比减少 6.33 亿元, 主要系疫情影响渠道打款需求所致。

● “中高端产品占比下滑+地产亏损加大”拉低公司毛利率净利率

2020H1 公司毛利率同比大幅下滑 7.58pct 至 29.24%, 主要原因为: 1) 疫情影响白酒聚饮消费(如餐饮端), 公司中高端产品增速放缓占比下降, 使得白酒业务毛利率下滑 5.7pct 至 38.89%; 2) 猪价上涨提高屠宰成本, 猪肉业务毛利率下滑 6.38pct 至 1.86%; 3) 地产业务逐步确认收入及成本, 财务成本较高拖累毛利率下滑 3.52pct 至 24.52%。受益于期间费用率减少, 上半年公司净利率仅下滑 1.91pct 至 5.84%。分业务来看, 2020H1 地产业务亏损 1.51 亿元, 亏损较去年同期扩大 0.35 亿元, 主要系财务成本确认影响; 猪肉业务预计盈利 5000 万左右; 白酒业务预计净利润下滑超过双位数, 二季度净利率预计在 9%-10%。

● “动销向好+提价效应+结构升级+五五落地”, 2020H2 向好确定性较高

根据最新渠道调研, 华东、山东、广东、安徽等地白酒销售恢复高速增长, 北京地区 8 月份终端动销恢复正常, 终端需求持续向好。我们认为, 在去年低基数+动销边际向好+新打款反应提价效应+产品结构改善等多重因素作用下, 下半年公司业绩向好确定性较高, 白酒净利率也将持续提升。同时随着新的五年规划落地, 公司长期目标及内生发展动力有望增强, 逻辑将进一步理顺。

● 投资建议: 看好公司中长期发展, 维持“买入”评级。

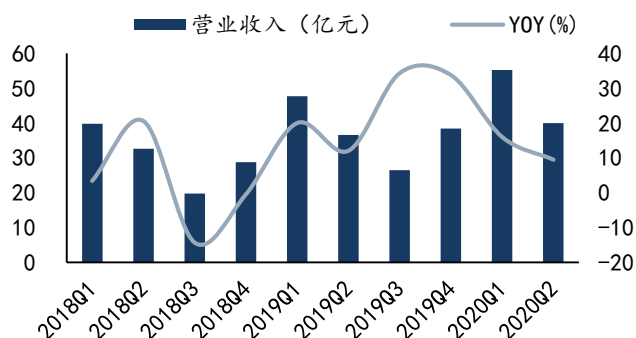
维持业绩预测, 预计 2020-2022 年归母净利润 10.04/12.57/15.17 亿元, 摊薄公司 EPS 为 1.35/1.69/2.05 元, 当前股价对应 PE=49/39/32x。维持“买入”评级。

● 风险提示: 疫情影响超预期; 产品结构升级不及预期
盈利预测和财务指标

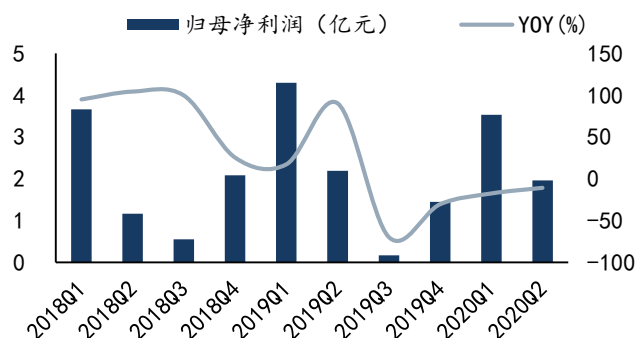
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,900	16,460	18,870	21,719
(+/-%)	23.4%	10.5%	14.6%	15.1%
净利润(百万元)	809	1004	1257	1517
(+/-%)	8.7%	24.1%	25.2%	20.7%
摊薄每股收益(元)	1.09	1.35	1.69	2.05
EBIT Margin	9.5%	9.1%	9.3%	9.2%
净资产收益率(ROE)	10.9%	10.8%	12.2%	13.1%
市盈率(PE)	60.85	49.04	39.18	32.46
EV/EBITDA	38.4	34.4	30.4	27.6
市净率(PB)	6.62	5.29	4.76	4.25

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

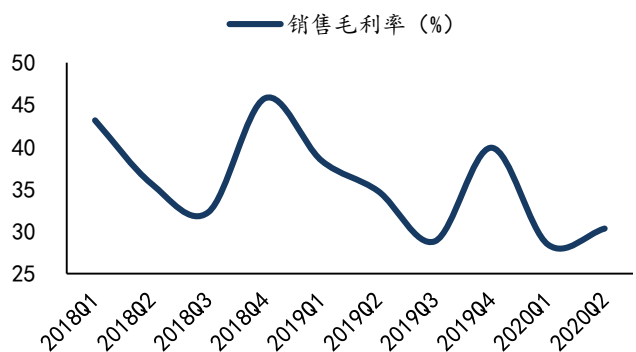
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 顺鑫农业分季度营业收入及同比增速


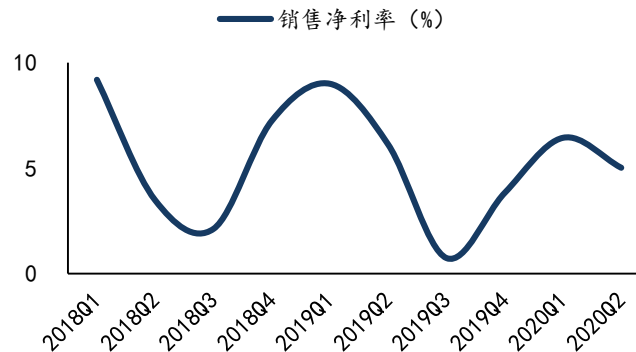
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 顺鑫农业分季度归母净利润及同比增速


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 顺鑫农业分季度毛利率


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 顺鑫农业分季度净利率


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2020 年 8 月 23 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
000596.SZ	古井贡酒	57.5	950	4.17	4.64	5.69	32.63	47.94	39.12	买入
603589.SH	口子窖	21.1	299	2.87	2.86	3.31	17.39	17.43	15.07	买入
603369.SZ	今世缘	41.9	589	1.16	1.31	1.62	40.42	35.86	29.08	买入
	平均	41.2	612.67	2.73	2.94	3.54	30.15	33.74	27.76	
000860.SZ	顺鑫农业	67.1	492	1.09	1.35	1.69	60.85	49.04	39.18	买入

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	8079	8230	10760	12597	营业收入	14900	16460	18870	21719
应收款项	616	589	675	837	营业成本	9507	10442	11961	13905
存货净额	8160	10591	12258	13679	营业税金及附加	1710	2058	2415	2737
其他流动资产	702	787	946	1074	销售费用	1430	1484	1622	1766
流动资产合计	17557	20197	24639	28186	管理费用	838	850	937	1003
固定资产	3291	2873	2716	2557	财务费用	125	124	57	30
无形资产及其他	731	711	691	671	投资收益	11	2	2	2
投资性房地产	39	39	39	39	资产减值及公允价值变动	94	54	64	89
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(209)	(107)	(127)	(178)
资产总计	22022	26998	26383	33152	营业利润	1186	1452	1816	2192
短期借款及交易性金融负债	4974	4995	4876	4935	营业外净收支	(1)	(2)	(2)	(2)
应付款项	269	353	399	450	利润总额	1185	1449	1813	2189
其他流动负债	6796	7589	9522	10560	所得税费用	366	435	544	657
流动负债合计	12038	12936	14796	15945	少数股东损益	9	8	8	8
长期借款及应付债券	1856	1856	1856	1856	归属于母公司净利润	809	1004	1257	1517
其他长期负债	668	741	891	803					
长期负债合计	2523	2596	2747	2659					
负债合计	14561	15533	17544	18604					
少数股东权益	28	38	50	66					
股东权益	7433	9344	10387	11646					
负债和股东权益总计	22022	26998	26383	33152					

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	809	1004	1257	1517
资产减值准备	53	54	64	89
折旧摊销	245	254	259	264
公允价值变动损失	(94)	(6)	(19)	(40)
财务费用	125	124	57	30
营运资本变动	(482)	(1540)	215	(714)
其它	(48)	(1155)	(3198)	(2891)
经营活动现金流	483	(1388)	(1424)	(1774)
资本开支	(300)	(200)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(300)	(220)	(100)	(100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	743	0	0	0
支付股利、利息	(416)	(438)	(553)	(649)
其它融资现金流	1069	21	(119)	59
融资活动现金流	1723	1658	(4219)	3709
现金净变动	1906	122	856	186
货币资金的期初余额	6172	6354	7125	8235
货币资金的期末余额	8079	8564	9268	9876
企业自由现金流	1520	1575	1873	2222
权益自由现金流	809	1004	1257	1517

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032