



低端升级+环京扩张，白酒快速增长

买入 维持

目标价格：暂无

事件：

公司公布2013年中报，上半年营业收入47.9亿元，YoY 5.4%，归母净利润1.5亿元，YoY 32.7%，EPS 0.331元。

对此，我们点评如下：

- **环北京市场开拓顺利，白酒收入实现27%高增长：**公司2Q收入21.9亿，YoY 6.6%，增速环比提升2个百分点。其中白酒上半年收入23.6亿，同比增长27.1%，白酒收入占比提升至49%，同比提升8个百分点。牛栏山的高增长主要归功于公司的“1+4+5”亿元板块联动战略，推动外埠市场销售占比提高至49%。公司另外一个主要业务屠宰业收入下滑-9%，主要由于猪肉价格下降，实际屠宰量仍有上升；
- **低端市场升级明显，白酒毛利率大幅提升10个百分点：**受益于农民等低收入群体收入的快速增长，白酒行业50元以下的产品消费升级明显。公司50元以下产品占比超过80%，因此受益低端升级，上半年白酒毛利率提升10个百分点至57.6%。屠宰由于开工率提高，毛利率也提高2.4个百分点至8.2%，2Q综合毛利率提高1.1个百分点。由于增加对外埠市场的投入，2Q销售费用率提升1.5个百分点。公司2Q净利率同比提升0.6个百分点，净利润增长54.3%；
- **今年业绩弹性大，并有望受益地产政策放松重启再融资：**公司去年净利率仅1.57%，今年白酒升级以及地产扭亏，有望释放业绩弹性实现高增长。目前住宅项目已有2/3预售，商业地产也有大集团订购，另外地产再融资的审批开闸，公司也有望重启再融资进程，解决目前白酒扩产、种猪基地建设等发展急需的资金问题，降低财务费用；
- **盈利预测及投资建议：**预计13-15年收入分别为9.6亿、11亿和12.3亿，YOY为15%、14%和13%；归属母公司的净利润分别为2.8亿、4.3亿和6亿，YOY为120%、54%和40%；EPS分别为0.63元、0.97元和1.36元，维持“买入”评级。

食品饮料行业

分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理：

陈嵩昆

电话：021-51782231

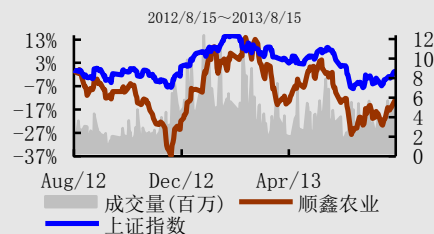
Email: chensongkun@hysec.com

刘洋

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《五粮液：渠道压力仍大，关注旺季去库效果》

2013/8/15

《加加食品：产能即将释放，期待新品推广》

2013/8/15

《贝因美：费用控制提升业绩，看好政策红利》

2013/8/15

《乳品涨幅领先，白酒可增加配置》

2013/8/5

《白酒建议提高仓位，食品看好龙头》

2013/8/2

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	7580.21	8341.95	9,606	10,956	12,321
增长率(%)	20.93	10.05	15.1%	14.1%	12.5%
归母净利润(百万)	306.84	125.82	277	426	598
增长率(%)	15.64	-58.99	120.1%	53.6%	40.4%
每股收益	0.70	0.29	0.632	0.970	1.363
市盈率	27.71	67.58	22.17	14.43	10.27

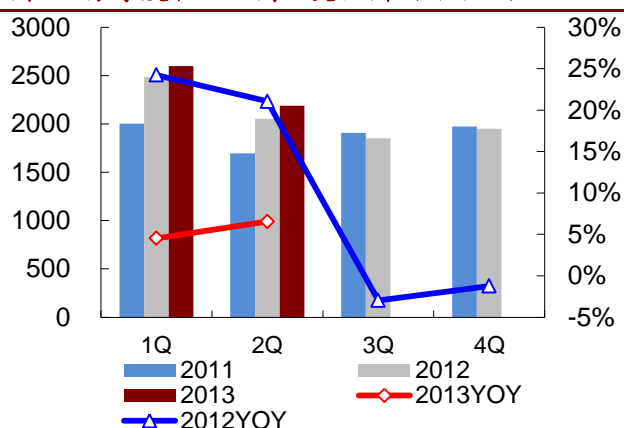
公司财务数据点评

图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1Q12	1H12	3Q12	2012	1Q13	2Q13	同比	环比	点评
营业收入(百万元)	2487	2054	1852	1949	2600	2188	7%	-16%	白酒增长 27.1%
-营业成本	74%	73%	73%	72%	60%	72%	-1.1	12.1	
=毛利	26%	27%	27%	28%	40%	28%	1.1	-12.1	白酒产品升级，屠宰开工率提升
-营业税金及附加	6%	7%	7%	6%	12%	8%	0.8	-4.4	
-销售费用	8%	8%	9%	11%	16%	10%	1.5	-6.1	大力在各地市场进行宣传促销，白酒外地销售规模日益增大，使得运输费及广告费等费用大幅增加
-管理费用	5%	6%	6%	8%	6%	6%	-0.1	0.5	研发投入增长
-财务费用	2%	3%	4%	2%	1%	2%	-1.3	0.5	2013 年贷款利率比去年同期降低
-资产减值损失	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0	0.0	
+营业外收支	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
=利润总额	4.5%	2.6%	0.8%	1.2%	5.4%	2.9%	0.2	-2.5	
-所得税费用	1.2%	1.2%	0.6%	0.5%	1.3%	0.9%	-0.3	-0.4	
-少数股东损益	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	3.3%	1.3%	0.1%	0.8%	4.0%	1.9%	0.6	-2.1	去年净利率基数较低

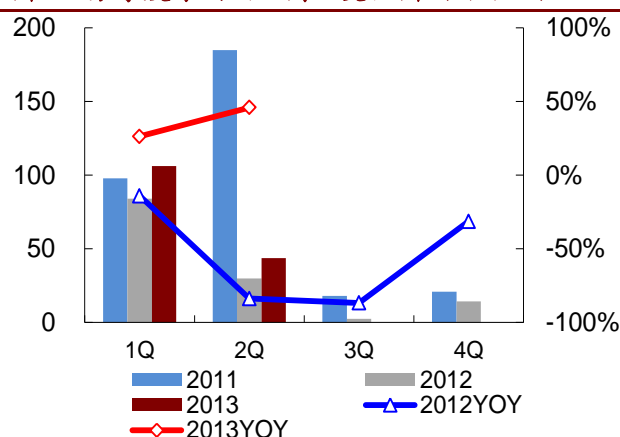
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 2：分季度收入及同比变化图（百万元）



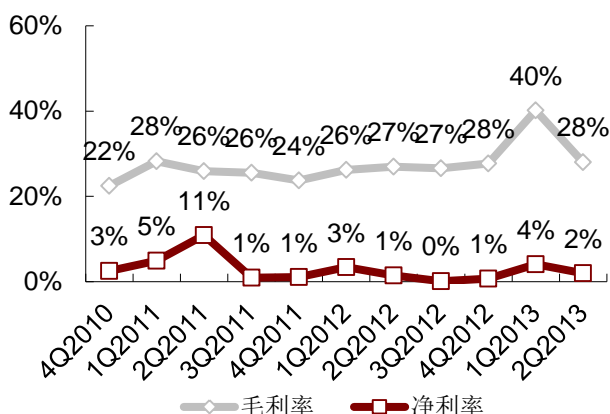
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：分季度净利润及同比变化图（百万元）



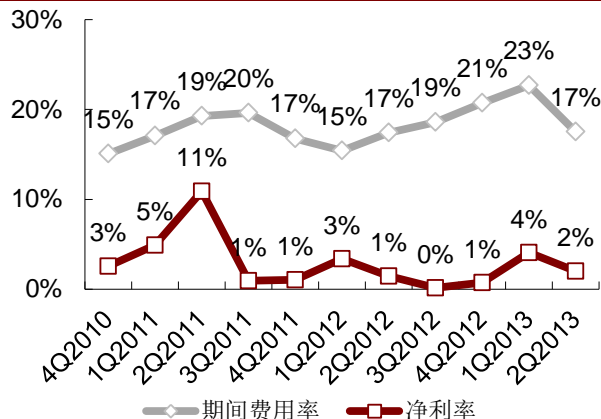
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 4：分季度毛利率与净利率关系图



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 5：分季度期间费用率与净利率关系图



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 6：分产品收入预测

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
肉类加工							
销售收入（百万元）	2843	2730	3506	3262	3425	3596	3776
YoY	-6.4%	-4.0%	28.4%	-7.0%	5.0%	5.0%	5.0%
销售成本（百万元）	2770	2597	3396	3077	3236	3398	3568
毛利（百万元）	73	133	110	185	188	198	208
毛利率	2.6%	4.9%	3.1%	5.7%	5.5%	5.5%	5.5%
白酒							
销售收入（百万元）	1340	1699	2504	3238	3886	4663	5363
YoY	24.7%	26.8%	47.4%	29.3%	20.0%	20.0%	15.0%
销售成本（百万元）	643	767	1081	1571	1943	2332	2681
毛利（百万元）	697	932	1422	1667	1943	2332	2681
毛利率	52.0%	54.9%	56.8%	51.5%	50.0%	50.0%	50.0%
建筑							

销售收入（百万元）	744.21	782.61	704.09	799.53	863.49	932.57	1007.17
YoY	83.2%	5.2%	-10.0%	13.6%	8.0%	8.0%	8.0%
销售成本（百万元）	559.53	683.91	613.38	694.85	751.23	811.33	876.24
毛利（百万元）	184.68	98.69	90.71	104.68	112.25	121.23	130.93
毛利率	24.8%	12.6%	12.9%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
房地产							
销售收入（百万元）	675.01	673.07	337.86	414.60	497.52	597.02	716.42
YoY	155.8%	-0.3%	-49.8%	22.7%	20.0%	20.0%	20.0%
销售成本（百万元）	593.02	439.75	209.59	350.34	373.14	447.76	537.32
毛利（百万元）	81.99	233.32	128.27	64.25	124.38	149.25	179.11
毛利率	12.1%	34.7%	38.0%	15.5%	25.0%	25.0%	25.0%
种猪							
销售收入（百万元）	120.21	108.26	193.29	300.21	390.28	487.84	609.80
YoY	12.0%	-9.9%	78.5%	55.3%	30.0%	25.0%	25.0%
销售成本（百万元）	66.79	69.16	125.87	226.54	292.71	365.88	457.35
毛利（百万元）	53.41	39.10	67.42	73.67	97.57	121.96	152.45
毛利率	44.4%	36.1%	34.9%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
其他							
其他收入（百万）	364	276	335	435	544	680	850
YoY	27.3%	-24.3%	21.5%	29.9%	25%	25%	25%
其他成本（百万）	200	136	192	261	326	408	510
毛利率	45.1%	50.6%	42.6%	40.0%	40%	40%	40%
销售总收入（百万元）	6,087	6,268	7,580	8,449	9,606	10,956	12,321
销售总成本（百万元）	4,833	4,693	5,618	6,180	6,923	7,763	8,630
毛利（百万元）	1,254	1,575	1,962	2,269	2,683	3,194	3,691
平均毛利率	20.61%	25.13%	25.88%	26.85%	27.93%	29.15%	29.96%

资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 7：三张财务报表分析摘要

财务报表预测（单位：百万元）

利润表	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	8,342	9,606	10,956	12,321	货币资金	2307	1500	1500	1500
YOY	10%	15%	14%	12%	应收和预付款项	817	912	1024	1142
营业成本	6,104	6,923	7,763	8,630	存货	5405	4742	5317	5911
毛利	2238	2683	3194	3691	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	27%	28%	29%	30%	长期股权投资	55	50	50	50
营业税金及附加	545	576	657	739	投资性房地产	203	221	221	221
% 营业收入	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	固定资产和在建工程	3371	3671	3971	4071
销售费用	753	865	986	1109	无形资产和开发支出	816	810	804	684
% 营业收入	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	515	576	657	739	资产总计	12423	11254	12084	12615
% 营业收入	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	短期借款	5280	6031	6293	6083
财务费用	220	332	374	376	应付和预收款项	998	1066	1204	1345
% 营业收入	2.6%	3.5%	3.4%	3.0%	长期借款	896	896	896	896
资产减值损失	4	0	2	0	其他负债	2320	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	9494	7993	8393	8324
投资收益	5	0	0	0	股本	439	439	439	439
营业利润	205	334	517	728	资本公积	1239	1239	1239	1239
% 营业收入	2.5%	3.5%	4.7%	5.9%	留存收益	1208	1474	1888	2475
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2886	3152	3566	4153
利润总额	205	334	517	728	少数股东权益	100	110	124	138
% 营业收入	2.5%	3.5%	4.7%	5.9%	股东权益合计	2986	3262	3690	4291
所得税费用	74	47	78	116	负债和股东权益合计	12480	11254	12084	12615
净利润	131	287	440	612					
归属于母公司所有者的净利润	126	277	426	598					
少数股东损益	5	10	14	14					
现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428	毛利率	27%	28%	29%	30%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	18%	18%	18%	18%
长期股权投资	0	5	0	0	EBIT/销售收入	5%	7%	8%	9%
无形资产投资	-544	-328	-310	-110	EBITDA/销售收入	7%	9%	10%	11%
固定资产投资	0	-300	-300	-100	销售净利率	2%	3%	4%	5%
其他	0	-17	0	0	ROE	4%	9%	12%	14%
投资活动现金流净额	-281	-341	-310	-110	ROA	1%	2%	4%	5%
债券融资	2190	-1008	0	0	ROIC	3%	6%	7%	8%
股权融资	0	0	0	0	销售收入增长率	10%	15%	14%	12%
银行贷款增加（减少）	0	751	263	-210	EBIT 增长率	23%	57%	34%	24%
筹资成本	220	332	374	376	EBITDA 增长率	29%	38%	29%	31%
其他	-9	0	0	0	净利润增长率	-59%	120%	53%	39%
筹资活动现金流净额	1616	-695	-153	-628	总资产增长率	21%	-9%	7%	4%
现金净流量	1052	-807	0	0	股东权益增长率	-1143%	-181%	102%	59%
					经营现金净流增长率	-1143%	-181%	102%	59%
					流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2
					速动比率	0.4	0.3	0.3	0.4
					应收账款周转天数	6.4	6.4	6.4	6.4

资料来源：Wind，宏源证券研究所

作者简介：

苏青青：宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师，上海交通大学材料学硕士，曾任职于国金证券，2010年新财富团队成员，2011年加盟宏源证券研究所，2012年获新财富最佳分析师第四名，水晶球公募类第五、非公募第三名。

陈嵩昆：宏源证券研究所食品饮料行业分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，曾任职于国金证券，2012年加盟宏源证券研究所，2012年新财富团队成员，水晶球团队成员。

机构销售团队

公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。