



定向增发, 助力中高端产品升级

买入 维持

目标价格: 暂无

事件:

公司公告非公开增发预案, 拟以不低于 11.86 元/股的价格向不超过 10 名特定对象增发 1.47 亿股, 募集资金不超过 17.4 亿元, 用于牛栏山酒厂改造、熟食产业升级、白酒品牌媒体推广和补充流动资金 4 个项目。

对此, 我们点评如下:

- **牛栏山品牌将再获提升, 产能向中端升级, 并进军保健酒市场:**
 - 公司产品定位大众消费, 因此在白酒行业不景气的背景下上半年仍然实现了 27% 的增长。增长一方面来自于产品结构低端向中端升级, 一方面来自于“1+4+5”外埠市场扩张。2012 年产销量达到 17 万吨, 中端产品供不应求;
 - 本次酒厂改造项目投入 13.2 亿元(增发资金 9.3 亿元), 在保持总产量不变的前提下, 将 6000 吨低档白酒向中档白酒转型, 新增高品质基酒储存能力 1.2 万吨。同时抓住保健酒市场快速发展的机遇, 新增配制酒灌装能力 5 万吨。项目建设期 5 年, 实施后年均可增加利润总额 2.5 亿元(去年 16.7 亿元);
 - 分 3 年投入 11 亿元, 在电视、广播、户外、报刊杂志等媒体宣传牛栏山品牌, 将公司由中低端品牌提升至中端优质品牌。同时配合“1+4+5”亿元板块战略, 提高在外埠的知名度和影响力。
- **向低温、高端肉制品转型, 完善屠宰产业链:** 公司在北京肉制品份额第一。本次计划用 2 年, 投资 1.45 亿元, 扩大高端产品产能, 可与屠宰互补抵御猪价波动对盈利的影响, 年均可实现利润总额 0.4 亿元。
- **增发可减少利息费用, 明年起增厚 EPS:** 公司有息负债 72 亿, 资产负债率 76%, 13H1 利息支出占营业利润 37%, 严重影响盈利。按照去年 3.1% 的利率, 增发后可节约利息 5300 万元, 连同白酒和肉制品, 利润总额将增加 3.4 亿元, 增发部分 EPS 1.73 元, 增发价对应 7XPE。
- **盈利预测及投资建议:** 预计 13-15 年收入分别为 9.2 亿、10.5 亿和 11.7 亿, YOY 为 10%、14% 和 12%; 归母净利润分别为 3.1 亿、6.1 亿和 8.2 亿, YOY 为 143%、101% 和 33%; 全面摊薄 EPS 分别为 0.52 元、1.05 元和 1.39 元, 维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	7580.21	8341.95	9,158	10,473	11,687
增长率 (%)	20.93	10.05	9.8%	14.4%	11.6%
归母净利润(百万)	306.84	125.82	305	612	816
增长率 (%)	15.64	-58.99	142.7%	100.6%	33.3%
每股收益	0.70	0.29	0.522	1.046	1.394
市盈率	27.71	67.58	26.11	13.02	9.77

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

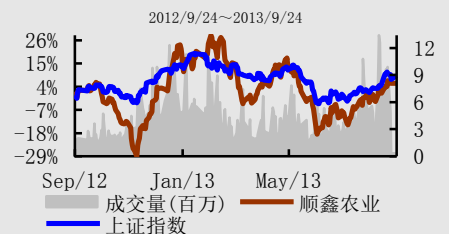
Email: chensongkun@hysec.com

刘洋

电话: 021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《产业链调研之五: 上海地区四家白酒经销商调研》

2013/9/17

《伊利股份: 投资辉山乳业, 保障原料奶供应》

2013/9/10

《伊力特: 白酒快速恢复, 煤化工重组减亏》

2013/9/5

《贵州茅台: 基本面最差时点已经过去》

2013/9/2

《白酒中报风险释放后出现投资机会》

2013/9/1

图 1：本次增发募集资金项目投向及回报情况

项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）	项目建设期	年均增加利润总额（万元）
牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目（一期、二期）	131,540.00	93,222.57	5 年	25,008
熟食产业技术升级项目	14,500.00	13,483.42	2 年	4,040
白酒品牌媒体推广项目	110,600.00	30,000.00	3 年	
补充流动资金	34,000.00	34,000.00		5,300
合计	290,640.00	170,705.99		34,348

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2：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	2935	3082	3236
YoY	-6.4%	-4.0%	28.4%	-7.0%	-10.0%	5.0%	5.0%
销售成本（百万元）	2770	2597	3396	3077	2701	2820	2945
毛利（百万元）	73	133	110	185	235	262	291
毛利率	2.6%	4.9%	3.1%	5.7%	8.0%	8.5%	9.0%
白酒							
销售收入（百万元）	1340	1699	2504	3238	4048	4857	5489
YoY	24.7%	26.8%	47.4%	29.3%	25.0%	20.0%	13.0%
销售成本（百万元）	643	767	1081	1571	1822	2137	2360
毛利（百万元）	697	932	1422	1667	2226	2720	3129
毛利率	52.0%	54.9%	56.8%	51.5%	55.0%	56.0%	57.0%
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	270.19	324.23	389.07
YoY	12.0%	-9.9%	78.5%	55.3%	-10.0%	20.0%	20.0%
销售成本（百万元）	66.79	69.16	125.87	226.54	243.17	259.38	311.26

毛利 (百万元)	53.41	39.10	67.42	73.67	27.02	64.85	77.81
毛利率	44.4%	36.1%	34.9%	24.5%	10.0%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 3: 三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	8,342	9,158	10,473	11,687	货币资金	2307	1500	1500	1500
YOY	10%	10%	14%	12%	应收和预付款项	817	763	850	936
营业成本	6,104	6,216	6,884	7,540	存货	5405	4257	4715	5164
毛利	2238	2942	3589	4148	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	27%	32%	34%	35%	长期股权投资	55	50	50	50
营业税金及附加	545	733	838	935	投资性房地产	203	221	221	221
% 营业收入	6.5%	8.0%	8.0%	8.0%	固定资产和在建工程	3371	3671	3971	4071
销售费用	753	916	1047	1169	无形资产和开发支出	816	810	804	684
% 营业收入	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	515	549	628	701	资产总计	12423	10620	11306	11660
% 营业收入	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	短期借款	5280	3540	3670	3089
财务费用	220	308	206	191	应付和预收款项	998	1186	1129	1249
% 营业收入	2.6%	3.4%	2.0%	1.6%	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	5622	5696	5234
投资收益	5	2	2	2	股本	439	586	586	586
营业利润	205	438	870	1153	资本公积	1239	2803	2803	2803
% 营业收入	2.5%	4.8%	8.3%	9.9%	留存收益	1208	1499	2097	2898
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2886	4887	5485	6287
利润总额	205	438	870	1153	少数股东权益	100	110	124	138
% 营业收入	2.5%	4.8%	8.3%	9.9%	股东权益合计	2986	4998	5610	6425
所得税费用	74	123	244	323	负债和股东权益合计	12480	10620	11306	11660
净利润	131	315	626	830					
归属于母公司所有者的净利润	126	305	612	816					
少数股东损益	5	10	14	14					
现金流量表					财务指标				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428	毛利率	27%	32%	34%	35%
取得投资收益收回现金	0	2	2	2	三费/销售收入	18%	19%	18%	18%
长期股权投资	0	5	0	0	EBIT/销售收入	5%	8%	10%	11%
无形资产投资	-544	-328	-310	-110	EBITDA/销售收入	7%	10%	12%	14%
固定资产投资	0	-300	-300	-100	销售净利率	2%	3%	6%	7%
其他	0	-17	0	0	ROE	4%	6%	11%	13%
投资活动现金流净额	-281	-339	-308	-108	ROA	1%	3%	5%	7%
债券融资	2190	-1008	0	0	ROIC	3%	6%	8%	9%
股权融资	0	1711	0	0	销售收入增长率	10%	10%	14%	12%
银行贷款增加(减少)	0	-1740	131	-582	EBIT 增长率	23%	75%	45%	25%
筹资成本	220	308	206	191	EBITDA 增长率	29%	51%	38%	31%
其他	-9	0	0	0	净利润增长率	-59%	142%	99%	33%
筹资活动现金流净额	1616	-1451	-121	-818	总资产增长率	21%	-15%	6%	3%
现金净流量	1052	-807	0	0	股东权益增长率	-1143%	-448%	-56%	116%
					经营现金净流增长率	-1143%	-448%	-56%	116%
					流动比率	1.1	1.4	1.5	1.8
					速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6
					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

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
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@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
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。