

白酒逆势增长，业绩弹性释放

买入 维持

事件:

公司发布三季报，2013 前三季度收入 65.61 亿，YoY 2.63%，归母净利润 1.59 亿，YoY 43.70%，EPS 0.36 元。

对此，我们点评如下：

- **外埠市场开拓顺利，白酒销售增长约 30%，预收账款环比增加 4.2 亿：**公司 3Q 单季度收入 17.73 亿，同比小幅下滑 4.3%，主要由于公司在原材料成本上升期间适当减少了屠宰量导致屠宰业务收入下滑。而白酒 3Q 继续高增长，预收账款环比增加 4.2 亿。**牛栏山的高增长主要受外埠市场驱动，外埠市场增速达 40%。受益于稳定增长的大众消费，出厂价 50 元以下的大众产品销量增速达 30%；**
- **3Q 毛利率提升 6.5 个百分点，单季度净利润增长 10 倍：**受益于低端消费群体收入的增长，公司占比超过 80%的中低端产品继续升级，毛利率维持提升趋势，推动 3Q 综合毛利率提升 6.5 个百分点。销售和管理费用正常增长（YoY 分别为 11%和 21%），期间费用率上升 1.8 个百分点，3Q 净利率同比提升 0.7 个百分点至 0.78%，在去年基数较低的情况下（净利率 0.07%），单季度净利润大增 1007%；
- **白酒实现独立行业的快速增长，今明两年都将是业绩爆发期：**白酒在行业调整期凭借大众定位和区域扩张实现了稳定增长，白酒收入今年有望达到 40 亿，且产品不断升级。猪肉产业链盈利能力也大幅改善，去年 1.57%的低净利率提供了很高的业绩弹性，今年有望实现业绩的快速增长。另外**房地产项目预计在 11 月可以拿到预售证，明年开始确认收入。**同时再融资将推动白酒与肉制品结构升级并减少利息费用，预计明年仍将保持业绩的快速增长；
- **盈利预测及投资建议：**预计 13-15 年收入分别为 9.2 亿、10.9 亿和 12.5 亿，YOY 为 10%、19%和 15%；归母净利润分别为 2.5 亿、4.4 亿和 6 亿，YOY 为 96%、76%和 38%；EPS 分别为 0.56 元、0.99 元和 1.37 元，目前股价仍未完全反映公司价值，继续维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	7,580	8,342	9,158	10,871	12,464
增长率 (%)	20.9%	10.0%	9.8%	18.7%	14.6%
归母净利润(百万)	307	126	247	435	599
增长率 (%)	15.6%	-59.0%	96.4%	76.2%	37.6%
每股收益	0.700	0.287	0.563	0.993	1.366
市盈率	19.99	57.86	29.46	16.72	12.15

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

《克明面业：淡季促销拖累业绩，4Q 高增长可期》

2013/10/24

《加加食品：植物油收入下滑拖累业绩》

2013/10/24

《山西汾酒：下滑短期见底，估值具吸引力》

2013/10/21

《食品坚守龙头，白酒关注优质个股》

2013/10/20

《中炬高新：消费升级+区域扩张，调味品高增长》

2013/9/16

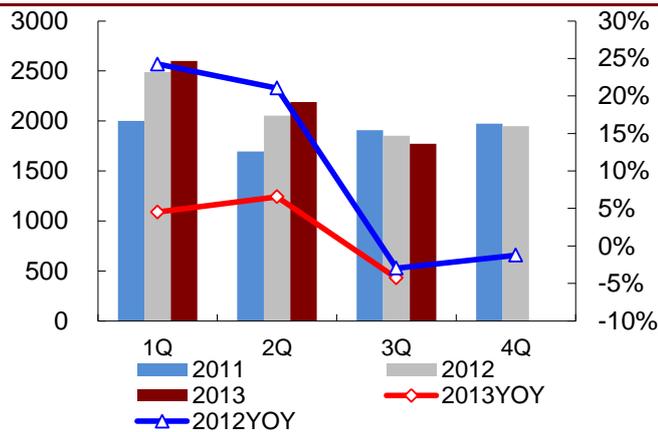
公司财务数据点评

图 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	2054	1852	1949	2600	2188	1773	-4%	-19%	屠宰收入下滑5%-6%，白酒销售增长30%左右
-营业成本	73%	73%	72%	60%	72%	67%	-6.5	-5.1	
=毛利	27%	27%	28%	40%	28%	33%	6.5	5.1	毛利率较高的白酒收入占比提升
-营业税金及附加	7%	7%	6%	2%	8%	11%	3.3	2.9	消费税、城建税等增加
-销售费用	8%	9%	11%	16%	10%	10%	1.4	0.5	收入下降，导致费用率上升
-管理费用	6%	6%	8%	6%	6%	8%	1.6	1.7	收入下降，导致费用率上升
-财务费用	3%	4%	2%	1%	2%	2%	-1.2	0.6	贷款利率同比降低
-资产减值损失	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2	0.2	
+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%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0	0.0	
+营业外收支	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1	-0.1	收到拆迁补偿等较去年减少，非流动性资产处置损失增加
=利润总额	2.6%	0.8%	1.2%	5.4%	2.9%	1.9%	1.2	-1.0	
-所得税费用	1.2%	0.6%	0.5%	1.3%	0.9%	1.1%	0.5	0.2	
-少数股东损益	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0. %	0.1%	0.0	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	1.3%	0.1%	0.8%	4.0%	1.9%	0.8%	0.7	-1.1	毛利率提升幅度较大

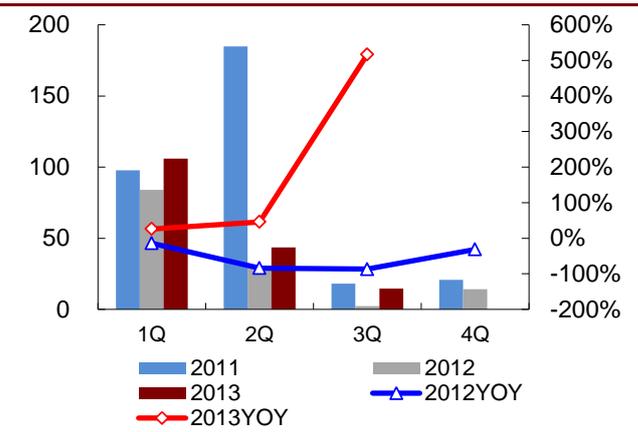
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



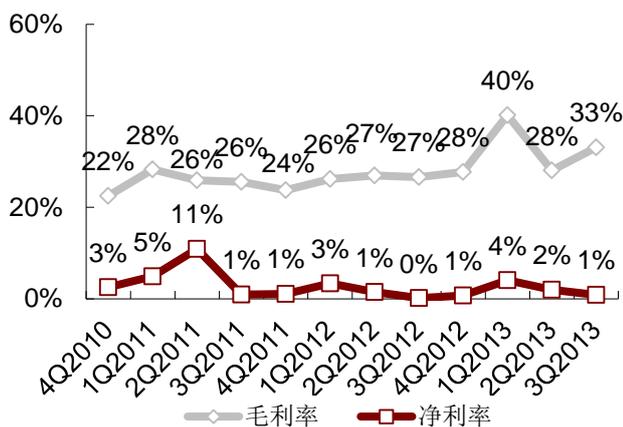
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



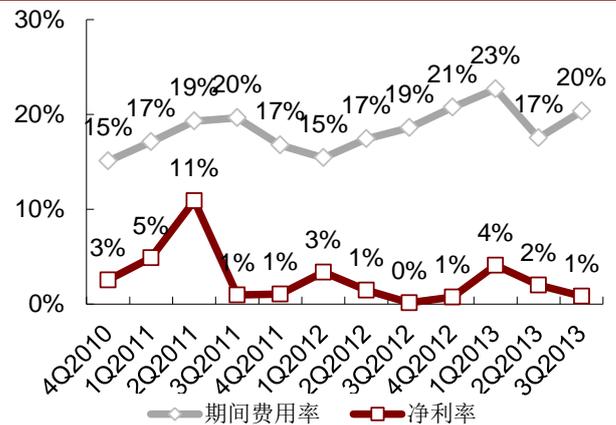
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

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

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
肉类加工						
销售收入 (百万元)	2730	3506	3262	2935	3082	3236
YoY	-4.0%	28.4%	-7.0%	-10.0%	5.0%	5.0%
销售成本 (百万元)	2597	3396	3077	2701	2820	2961
毛利 (百万元)	133	110	185	235	262	275
毛利率	4.9%	3.1%	5.7%	8.0%	8.5%	8.5%
白酒						
销售收入 (百万元)	1699	2504	3238	4048	4857	5489
YoY	26.8%	47.4%	29.3%	25.0%	20.0%	13.0%
销售成本 (百万元)	767	1081	1571	1822	2137	2360
毛利 (百万元)	932	1422	1667	2226	2720	3129
毛利率	54.9%	56.8%	51.5%	55.0%	56.0%	57.0%
建筑						

销售收入（百万元）	782.61	704.09	799.53	863.49	932.57	1007.17
YoY	5.2%	-10.0%	13.6%	8.0%	8.0%	8.0%
销售成本（百万元）	683.91	613.38	694.85	751.23	811.33	876.24
毛利（百万元）	98.69	90.71	104.68	112.25	121.23	130.93
毛利率	12.6%	12.9%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
房地产						
销售收入（百万元）	673.07	337.86	414.60	497.52	995.03	1492.55
YoY	-0.3%	-49.8%	22.7%	20.0%	100.0%	50.0%
销售成本（百万元）	439.75	209.59	350.34	373.14	746.27	1119.41
毛利（百万元）	233.32	128.27	64.25	124.38	248.76	373.14
毛利率	34.7%	38.0%	15.5%	25.0%	25.0%	25.0%
种猪						
销售收入（百万元）	108.26	193.29	300.21	270.19	324.23	389.07
YoY	-9.9%	78.5%	55.3%	-10.0%	20.0%	20.0%
销售成本（百万元）	69.16	125.87	226.54	243.17	259.38	311.26
毛利（百万元）	39.10	67.42	73.67	27.02	64.85	77.81
毛利率	36.1%	34.9%	24.5%	10.0%	20.0%	20.0%
其他						
其他收入（百万）	276	335	435	544	680	850
YoY	-24.3%	21.5%	29.9%	25%	25%	25%
其他成本（百万）	136	192	261	326	408	510
毛利率	50.6%	42.6%	40.0%	40%	40%	40%

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					资产负债表				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	8,342	9,158	10,871	12,464	货币资金	2307	1500	1500	1500
YOY	10%	10%	19%	15%	应收和预付款项	817	763	886	1007
营业成本	6,104	6,216	7,182	8,138	存货	5405	4257	4919	5574
毛利	2238	2942	3689	4325	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	824	946	1084	投资性房地产	203	221	221	221
% 营业收入	6.5%	9.0%	8.7%	8.7%	固定资产和在建工程	3371	3671	3971	4071
销售费用	753	1007	1152	1321	无形资产和开发支出	816	810	804	684
% 营业收入	9.0%	11.0%	10.6%	10.6%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	515	549	631	723	资产总计	12423	10620	11548	12144
% 营业收入	6.2%	6.0%	5.8%	5.8%	短期借款	5280	5308	5810	5641
财务费用	220	204	334	345	应付和预收款项	998	1183	1171	1334
% 营业收入	2.6%	2.2%	3.1%	2.8%	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	7388	7877	7871
投资收益	5	0	0	0	股本	439	439	439	439
营业利润	205	357	624	852	资本公积	1239	1239	1239	1239
% 营业收入	2.5%	3.9%	5.7%	6.8%	留存收益	1208	1444	1868	2457
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2886	3122	3546	4134
利润总额	205	357	624	852	少数股东权益	100	110	124	138
% 营业收入	2.5%	3.9%	5.7%	6.8%	股东权益合计	2986	3232	3670	4273
所得税费用	74	100	175	238	负债和股东权益合计	12480	10620	11548	12144
净利润	131	257	449	613					
归属于母公司所有者的净利润	126	247	435	599					
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	0	0	0	三费/销售收入	18%	19%	19%	19%
长期股权投资	0	5	0	0	EBIT/销售收入	5%	6%	9%	10%
无形资产投资	-544	-328	-310	-110	EBITDA/销售收入	7%	8%	10%	12%
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%	8%	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%	4%	7%	8%
股权融资	0	0	0	0	销售收入增长率	10%	10%	19%	15%
银行贷款增加(减少)	0	29	502	-169	EBIT 增长率	23%	32%	71%	25%
筹资成本	220	204	334	345	EBITDA 增长率	29%	21%	57%	32%
其他	-9	0	0	0	净利润增长率	-59%	97%	75%	36%
筹资活动现金流净额	1616	-1289	126	-556	总资产增长率	21%	-15%	9%	5%
现金净流量	1052	-807	0	0	股东权益增长率	-1143%	-391%	-78%	262%
					经营现金净流增长率	-1143%	-391%	-78%	262%
					流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2
					速动比率	0.4	0.4	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。