

# 低端白酒高增长，14年可持续

## 买入 维持

目标价格：暂无

### 事件：

公司发布2013年年报，全年实现收入90.72亿，YoY 8.76%，归母净利润1.98亿，YoY 57.09%，EPS 0.45元，每10股派1元（含税）。

### 对此，我们点评如下：

- **低端产品放量+外埠市场发力，白酒逆势高增长：**公司13年白酒销量21.8万千升，同比增长28%，收入增长15.6%至37.4亿，预收账款环比提升4亿至17亿，考虑预收账款影响，13年白酒实际收入同比增长**42%**。高端下滑，中端略有增长，而以陈酿为代表的低端大众消费产品预计增长**40%**以上。分区域来看，以天津、内蒙、辽宁、山西等为代表的外埠市场增速约**30%**，收入都已过亿。公司实际屠宰量微增，但受猪肉价格下滑影响，屠宰收入下降7%至29.8亿。
- **规模效应和低端升级带动毛利率提升，剔除房地产影响公司净利润同比增长43%：**低端酒快速增长导致吨酒价格由12年的1.9万元降至1.71万元，但规模效应及中低端酒产品结构升级，白酒毛利率同比提升8.9个百分点至60.4%（公司低端酒盈利性非常好）。白酒区域扩张致销售费用率提升1.6个百分点至10.6%，综合影响下，净利率提升1.7个百分点至2.3%。房地产仍未结算，亏损9641万，剔除地产影响归母净利润13年同比增长43%。
- **依靠低端品牌优势抢占小品牌份额，顺应低端品牌升级趋势，增长可**持续**：**低端市场过去被名酒忽视，老村长等低端酒横行，公司产品依靠品牌力与大众定位，在外埠市场不断挤占地产光瓶酒的份额，实现收入的快速增长。猪肉产业链盈利能力逐年改善，同时房地产项目预计14年上半年拿到预售证便可确认收入。另外再融资将推动产品结构升级与减少财务费用，公司14年业绩仍将保持高速增长。
- **盈利预测及投资建议：**预计14-15年收入分别为109.5亿和113.8亿，YOY为21%和3.9%；归母净利润分别为5.5亿和6.4亿，YOY为176%和16.8%；全面摊薄EPS分别为1.24元和1.45元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万)	7,580	8,342	9,072	10,953	11,378
增长率(%)	20.9%	10.0%	8.8%	20.7%	3.9%
归母净利润(百万)	307	126	198	546	637
增长率(%)	15.6%	-59.0%	57.1%	176.0%	16.8%
每股收益	0.700	0.287	0.451	1.244	1.453
市盈率	19.99	51.13	32.55	11.79	10.10

### 食品饮料研究组

#### 分析师：

**陈嵩昆(S1180513080001)**

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

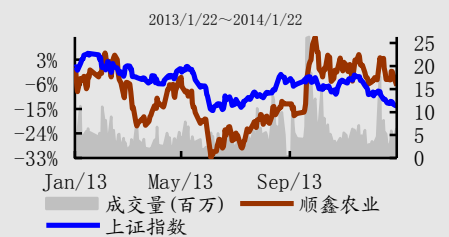
#### 研究助理：

**刘洋**

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《海天味业：渠道下沉+品类扩张推动未来成长》

2014/1/20

《麦趣尔：乳业烘焙疆内领先，双轮驱动成长》

2014/1/14

《三全食品：激励彰显增长信心，助力长期发展》

2014/1/6

《山西汾酒：2014创新发力，拥抱大众酒的春天》

2013/12/29

《变革求生，14年白酒有望跨过寒冬》

2013/12/23

《将进酒：2014年白酒投资机会凸显》

2013/12/10

## 白酒业务点评

### 1、13 年考虑预收款影响后的白酒实际收入增长 42%，主要是低端酒驱动

近 10 年来公司白酒业务一直保持稳定增长趋势，13 年全年白酒实现收入 37.4 亿，同比增长 15.6%。而预收账款由 12 年底的 6.05 亿大幅增至 13 年底的 16.91 亿。如果预收账款的增加全部由白酒业务贡献，则 13 年经过预收账款调节后的实际收入为 46.7（37.4+10.86/1.17）亿，相比较 12 年的实际收入 32.9（32.4+0.54/1.17）亿增长 42%。

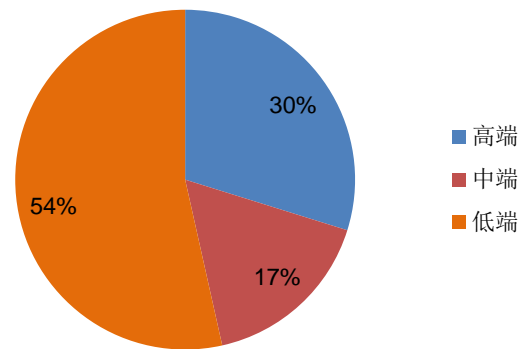
公司白酒收入逆势高增长主要是由低端酒驱动：分产品看，公司低端产品（出厂价 10 元以下）增速较快，达 40% 以上。高端产品受三公影响出现个位数的下滑，中端产品保持稳定略有增长。我们预计，2013 年公司牛栏山酒厂收入结构中，低端酒收入占比超过 50%。

图 1：公司白酒收入高增长主要是受低端酒驱动

档次	出厂价	代表产品	2013 年收入预计	收入增速
低端	10 元以下	陈酿	20 亿左右	40% 以上
中端	10-50 元	百年红，珍品	6 亿左右	持平或略有增长
高端	50 元以上	小百年，黄瓷	10 亿左右	下滑在 10% 以内

资料来源：宏源证券研究所

图 2：预计牛栏山酒厂低端产品收入占比超 50%



资料来源：宏源证券研究所

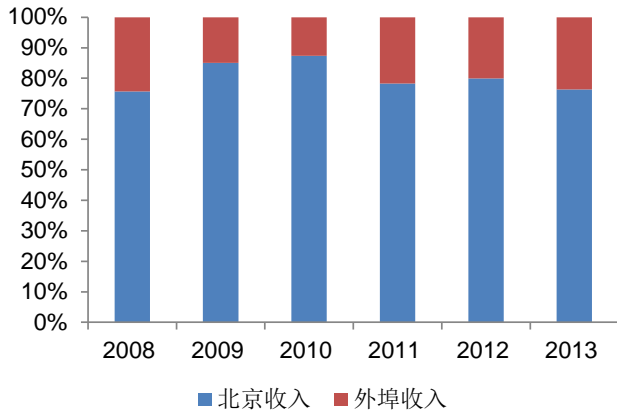
### 2、低端白酒市场被名酒忽视，牛栏山依靠品牌力实现区域快速扩张

公司在北京低端白酒市场的市占率已经较高，未来增长的空间相对有限，而在外埠市场尤其是环京市场，销量提升的空间很大。2013 年公司外埠市场收入占比已经提升到 23.6%，依靠“1+4+5”亿元板块联动战略，外埠市场保持快速增长。

我们认为，公司牛栏山品牌能够逆势实现区域扩张，主要在于低端酒的大众定位+作为北京名片的品牌力：

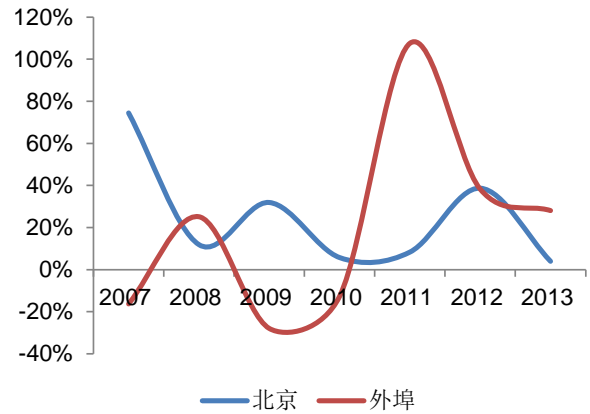
- ◆ 聚焦在低价位的大众消费不受行业调整的影响，亦无二三线酒向下挤压的担忧，未来稳定增长完全可期：低端酒市场过去在名酒纷纷进军中高端的过程中被忽视。而在本轮行业调整中，低端酒完全超脱在外，既没有受到政策端的打压，也没有二三线酒向下挤压的担忧（与二三线酒主流价位 50-300 差距较大）。消费群体的稳定与消费能力的提升，反而促进了该市场体量的稳步扩大，每年稳定增长可期；
- ◆ 区域市场扩张的根源在于品牌力与大众价位：牛栏山作为北京名片的号召力在日渐提升，其深厚的历史文化底蕴难以复制。而公司产品全部定位在大众价位，尤其是低端消费市场。另外，环北京市场清香型白酒盛行（山西汾酒、河北老白干、内蒙河套王等），从口味上牛栏山也相对易于被接受。因此牛栏山在区域扩张中可以挤占地产低端酒的市场空间，在低端酒的市场份额迅速扩大。

图 3: 公司整体收入结构中外埠市场占比在提升



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 4: 公司整体收入中外埠市场近 3 年增速较快



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 5: 公司 1+4+5 战略造就多个过亿省份

2013 年白酒 销售收入预计	区域市场
约 20 亿	北京
5-10 亿	河北
1-5 亿	内蒙、山东、山西、辽宁、河南
1 亿以下	华东、华南、华中等其他市场

资料来源: 宏源证券研究所

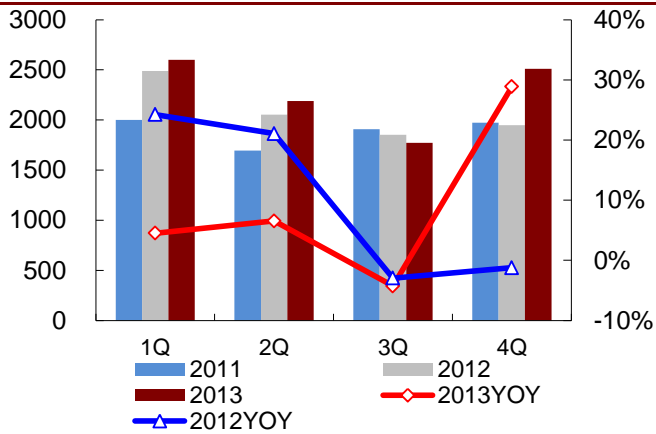
## 公司财务数据点评

图 6: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	1852	1949	2 00	2188	1773	2512	29%	42%	主要是低端酒增速快, 预收账款环比提升4亿至17亿
-营业成本	73%	72%	60%	72%	67%	77%	4.4	9.7	
=毛利	27%	28%	40%	28%	33%	23%	-4.4	-9.7	屠宰业务占比提升
-营业税金及附加	7%	6%	12%	8%	11%	8%	1.7	3.0	
-销售费用	9%	11%	16%	10%	10%	6%	-5.0	-4.3	收入增长摊薄费用率
-管理费用	6%	8%	6%	6%	8%	6%	-1.7	-1.8	收入增长摊薄费用率
-财务费用	4%	2%	1%	2%	2%	2%	-0.6	-0.7	
-资产减值损失	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	-0.1%	-0.2	-0.3	
+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 1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0	0.1	
+营业外收支	0.0%	0.0	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1	0.0	
=利润总额	0.8%	1.2%	5.4%	2.9%	1.9%	2.5%	1.3	0.6	
-所得税费用	0.6%	0.5%	1.3%	0.9%	1.1%	0.9%	0.4	-0.2	
-少数股东损益	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	0 1%	0.8%	4.0%	1.9%	0.8%	1.5%	0.8	0.8	单季度费用率下降推动

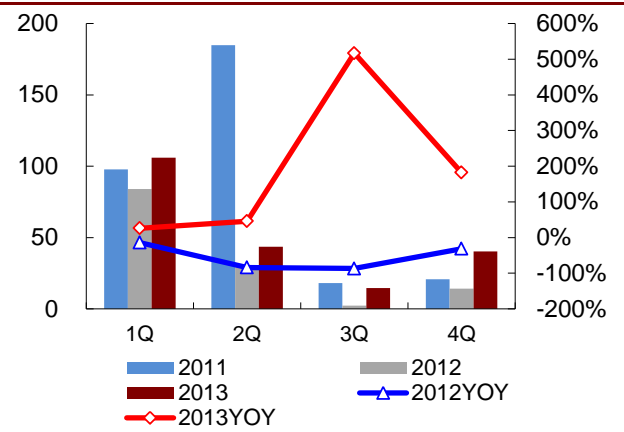
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 7: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



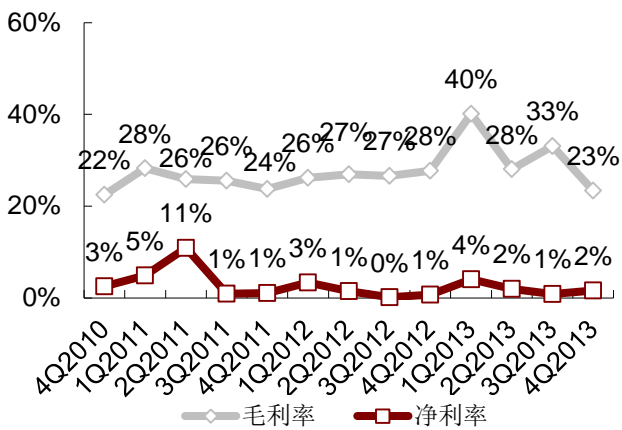
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 8: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



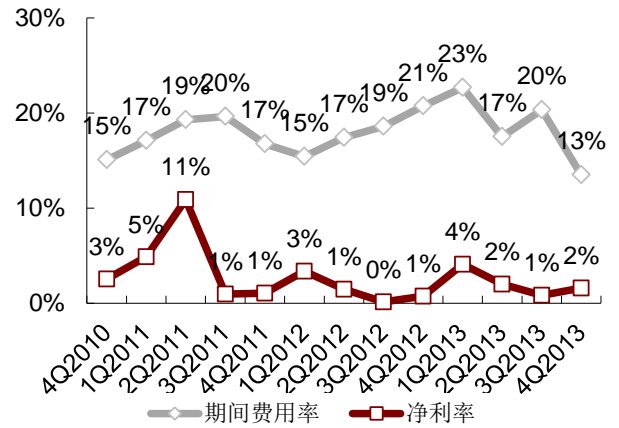
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 9: 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 10: 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 11: 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	2013	2014E	2015E		2012	2013	2014E	2015E
营业收入	8,342	9,072	10,953	11,378	货币资金	2307	1856	1500	1500
YOY	10%	9%	21%	4%	应收和预付款项	817	622	650	669
营业成本	6,104	6,242	7,104	7,300	存货	5405	6838	2919	3000
毛利	2238	2831	3849	4077	其他流动资产	0	0	1	1
% 营业收入	27%	31%	35%	36%	长期股权投资	55	55	0	0
营业税金及附加	545	858	1040	1081	投资性房地产	203	213	1	1
% 营业收入	6.5%	9.5%	9.5%	9.5%	固定资产和在建工程	3371	3901	4400	4900
销售费用	753	960	1205	1252	无形资产和开发支出	816	866	863	859
% 营业收入	9.0%	10.6%	11.0%	11.0%	其他非流动资产	0	0	1	1
管理费用	515	559	657	660	资产总计	12423	13741	10257	10690
% 营业收入	6.2%	6.2%	6.0%	5.8%	短期借款	5280	6094	2967	2733
财务费用	220	152	263	156	应付和预收款项	998	2110	1875	1943
% 营业收入	2.6%	1.7%	2.4%	1.4%	长期借款	896	1099	1099	1099
资产减值损失	4	5	-113	0	其他负债	2320	1310	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	9494	10613	5941	5774
投资收益	5	7	5	5	股本	439	439	439	439
营业利润	205	303	801	934	资本公积	1239	1228	1228	1228
% 营业收入	2.5%	3.3%	7.3%	8.2%	留存收益	1208	1395	1896	2490
营业外收支	0	-3	0	0	归属母公司股东权益	2886	3061	3563	4157
利润总额	205	300	801	934	少数股东权益	100	115	122	129
% 营业收入	2.5%	3.3%	7.3%	8.2%	股东权益合计	2986	3176	3685	4286
所得税费用	74	95	248	289	负债和股东权益合计	12480	13789	9627	10060
净利润	131	205	553	644					
归属于母公司所有者的净利润	126	198	546	637					
少数股东损益	5	7	7	7					
现金流量表					财务指标				
	2012	2013	2014E	2015E		2012	2013	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428	毛利率	27%	31%	35%	36%
取得投资收益收回现金	0	7	5	5	三费/销售收入	18%	18%	19%	18%
长期股权投资	0	0	55	0	EBIT/销售收入	5%	5%	9%	10%
无形资产投资	2	-3650	-457	-514	EBITDA/销售收入	7%	-2%	10%	11%
固定资产投资	0	-3243	-300	-300	销售净利率	2%	2%	5%	6%
其他	0	-22	29	0	ROE	4%	6%	15%	15%
投资活动现金流净额	265	-3653	-188	-509	ROA	1%	1%	6%	6%
债券融资	2190	-705	-300	0	ROIC	3%	3%	8%	9%
股权融资	0	31	0	0	销售收入增长率	10%	9%	21%	4%
银行贷款增加(减少)	0	5970	-3127	-235	EBIT 增长率	23%	7%	109%	15%
筹资成本	220	152	263	156	EBITDA 增长率	23%	-126%	-848%	14%
其他	-9	0	0	0	净利润增长率	-59%	57%	170%	17%
筹资活动现金流净额	1616	4412	-3786	-466	总资产增长率	42%	11%	-25%	4%
现金净流量	1598	-112	-356	0	股东权益增长率		208%	-515%	-73%
					经营现金净流增长率		208%	-515%	-73%
					流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1
					速动比率	0.4	0.3	0.5	0.5
					应收账款周转天数	6.4	2.3	2.3	2.3

资料来源: Wind, 宏源证券研究所



**作者简介:**

**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。

**刘洋:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 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	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		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	zhouidi@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。