

# 再融资审核通过，今年高增长可期

## 买入 维持

目标价格：暂无

### 事件：

公司发布公告，非公开发行的申请已无条件通过了证监会的审核。同时公司将发行底价调整为 11.76 元/股，发行数量不超过 14821.94 万股。

### 对此，我们点评如下：

- **再融资过程进展顺利，助力公司产品结构升级：**6个月前公司公布预案以来，再融资过程进展顺利。公司定增申请已经无条件通过审核，我们预计公司很快将会收到证监会批文。根据增发预案，募集资金将用于促进白酒产品结构升级、提升牛栏山品牌力，并促进肉制品向低温、高端肉制品转型，完善屠宰产业链，且减少利息费用；
- **Q1 以来白酒收入稳定增长，根据我们的草根调研，站前街住宅楼项目已预售完毕：**1) 我们预计 Q1 以来公司白酒销量增长 20%，收入与净利润继续保持较快增长。其中高端酒仍继续调整，而低端酒继续放量且保持升级，低端酒销量增长预计在 40%以上。白酒增长主要来自河南、山东与山西为代表的外埠市场。2) 3 月份站前街住宅楼项目开盘后热销，据我们的草根调研，已经预售完毕，我们预计 Q2 入表，今年有望显著贡献收入与利润。3) Q1 以来生猪价格持续下跌，同比降幅约 15%，预计公司屠宰收入保持增长，生猪养殖业务亏损，但屠宰业务整体保持盈利；
- **低端酒品牌化趋势可持续，外埠市场快速扩张：**近年来低端大众消费升级趋势非常显著，品牌化趋势可持续。光瓶酒市场过去被各种杂牌所占据，而牛栏山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。公司猪肉产业链盈利能力逐年改善，房地产项目今年也将贡献业绩；
- **盈利预测及投资建议：**预计 14-16 年收入分别为 109.5 亿、113.8 亿和 120.6 亿，YOY 为 21%、4%和 6%；归母净利润分别为 5.5 亿、6.4 亿和 7.9 亿，YOY 为 176%、17%和 24%；EPS 分别为 1.24 元、1.45 元和 1.80 元，维持“买入”评级，看好公司顺应低端酒消费升级趋势，外埠市场保持快速增长。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	8,342	9,072	10,953	11,378	12,056
增长率 (%)	10.0%	8.8%	20.7%	3.9%	6.0%
归母净利润(百万)	126	198	546	637	789
增长率 (%)	-59.0%	57.1%	176.0%	16.8%	23.7%
每股收益	0.287	0.451	1.44	1.453	1.798
市盈率	46.53	34.08	11.49	9.84	7.95

### 食品饮料行业

#### 分析师：

**陈嵩昆(S1180513080001)**

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

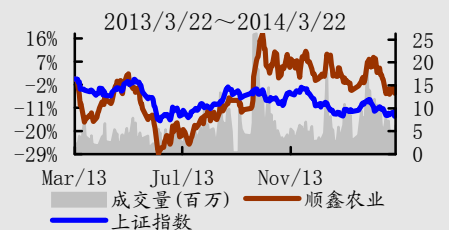
#### 研究助理：

**刘洋**

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《海欣食品：高端化、进商超餐饮，业绩反转可期》

2014/3/19

《贵州茅台：茅台打响白酒国企改革第一枪》

2014/3/18

《中炬高新：产能释放和区域扩张推动未来成长》

2014/3/17

《克明面业：渠道精耕下沉，市场份额将继续提升》

2014/3/12

《古越龙山：关注营销拓展，期待制度红利释放》

2014/3/10

图 1: 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				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	9,072	10,953	11,378	12,056	货币资金	1856	1500	1500	1500
YOY	9%	21%	4%	6%	应收和预付款项	622	650	669	702
营业成本	6,242	7,104	7,300	7,637	存货	6838	2919	3000	3138
毛利	2831	3849	4077	4419	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	31%	35%	36%	37%	长期股权投资	55	0	0	0
营业税金及附加	858	1040	1081	1145	投资性房地产	213	1	1	1
% 营业收入	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	固定资产和在建工程	3901	4400	4900	5400
销售费用	960	1205	1252	1326	无形资产和开发支出	866	863	859	856
% 营业收入	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	559	657	660	663	资产总计	13741	10257	10690	11183
% 营业收入	6.2%	6.0%	5.8%	5.5%	短期借款	6094	2967	2733	2364
财务费用	152	263	156	137	应付和预收款项	2110	1875	1943	2051
% 营业收入	1.7%	2.4%	1.4%	1.1%	长期借款	1099	1099	1099	1099
资产减值损失	5	-113	0	0	其他负债	1310	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	10613	5941	5774	5515
投资收益	7	5	5	5	股本	439	439	439	439
营业利润	303	801	934	1153	资本公积	1228	1228	1228	1228
% 营业收入	3.3%	7.3%	8.2%	9.6%	留存收益	1395	1896	2490	3234
营业外收支	-3	0	0	0	归属母公司股东权益	3061	3563	4157	4901
利润总额	300	801	934	1153	少数股东权益	115	122	129	136
% 营业收入	3.3%	7.3%	8.2%	9.6%	股东权益合计	3176	3685	4286	5037
所得税费用	95	248	289	357	负债和股东权益合计	13789	9627	10060	10552
净利润	205	553	644	796					
归属于母公司所有者的净利润	198	546	637	789					
少数股东损益	7	7	7	7					
现金流量表					财务指标				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	31%	35%	36%	37%
取得投资收益收回现金	7	5	5	5	三费/销售收入	18%	19%	18%	18%
长期股权投资	0	55	0	0	EBIT/销售收入	5%	9%	10%	11%
无形资产投资	-3650	-457	-514	-514	EBITDA/销售收入	-2%	10%	11%	12%
固定资产投资	-3243	-300	-300	-300	销售净利率	2%	5%	6%	7%
其他	-22	29	0	0	ROE	6%	15%	15%	16%
投资活动现金流净额	-3653	-188	-509	-509	ROA	1%	6%	6%	7%
债券融资	-705	-300	0	0	ROIC	3%	8%	9%	10%
股权融资	31	0	0	0	销售收入增长率	9%	21%	4%	6%
银行贷款增加(减少)	5970	-3127	-235	-368	EBIT 增长率	7%	109%	15%	18%
筹资成本	152	263	156	137	EBITDA 增长率	-126%	-848%	14%	17%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	57%	170%	17%	23%
筹资活动现金流净额	4412	-3786	-466	-579	总资产增长率	11%	-25%	4%	5%
现金净流量	-112	-356	0	0	股东权益增长率	208%	-515%	-73%	12%
					经营现金净流增长率	208%	-515%	-73%	12%
					流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2
					速动比率	0.3	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	2.3	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
	广深片区	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		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
	机 构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580
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

**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。