

白酒符合预期，全年业绩高增长可期 **买入** 暂无

事件：

公司发布2014年一季报，实现营业收入32.1亿，YoY23.3%；归母净利润1.8亿，YoY74.7%，EPS0.41元，接近前期业绩预告的上限。

对此，我们点评如下：

- **白酒销量稳定增长，低端酒与外埠市场是主要增长来源：**1Q公司营业收入增长23%，我们预计白酒销量增长20%左右，收入与利润均保持稳定增长。预计高端酒仍有所下滑，但低端酒预计维持20%以上的增速。分区域来看，北京地区收入预计增长10%以内，而外埠市场增速估计在30%以上。房地产业务由于海南项目确认收入而增长较快，站前街住宅楼项目在1Q并未结算，预计2Q有望入表。屠宰业务1Q整体预计实现10%以内的增长，屠宰量基本稳定；
- **人工成本上升与房地产确认拉低毛利率，房地产业务相对去年1Q扭亏为盈贡献业绩增量：**公司1Q毛利率同比下降1.7个百分点至38.4%，主要原因预计一方面是人工成本持续上涨，另外毛利率相对较低的房地产业务收入占比提升。公司白酒积极向外扩张，但同时保持费用管控，注重费用的使用效率，在收入增长较快的情况下，销售与管理费用率分别下滑2.4与0.8个百分点。公司去年1Q房地产亏损，而今年1Q预计实现盈利，因此对1Q整体业绩快速增长贡献较大。1Q净利润率提高1.7个百分点；
- **低端酒品牌化趋势明显，继续看好牛栏山在外埠市场的快速扩张：**近年低端大众消费升级趋势非常显著，品牌化趋势预计可持续。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，且盈利能力保持提升。公司猪肉产业链盈利能力逐年改善，另外站前街房地产项目今年也将显著贡献业绩，全年净利润有望继续快速提升；
- **盈利预测及投资建议：**预计14-16年收入分别为110亿、114亿和121亿，YOY21%、4%和6%；归母净利润分别为5.5亿、6.4亿和7.9亿，YOY176%、17%和24%；EPS分别为1.24元、1.45元和1.79元，维持“买入”评级。

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	545	635	785
增长率(%)	-59.0%	57.1%	175.6%	16.5%	23.6%
每股收益	0.287	0.451	1.242	1.448	1.789
市盈率	46.53	34.08	12.49	10.72	8.68

食品饮料行业

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

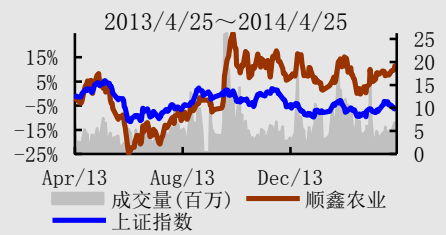
研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《贵州茅台：季报分歧将带来再次买入机会》
2014/4/24
- 《青青稞酒：受到反腐波及，等待下半年销售回暖》
2014/4/24
- 《老白干酒：聚焦省内、低端升级，收入逐步改善》
2014/4/24
- 《三全食品：渠道深耕、产品升级推动收入高增长》
2014/4/23
- 《麦趣尔：业绩低于预期，14年看烘焙扩张》
2014/4/23

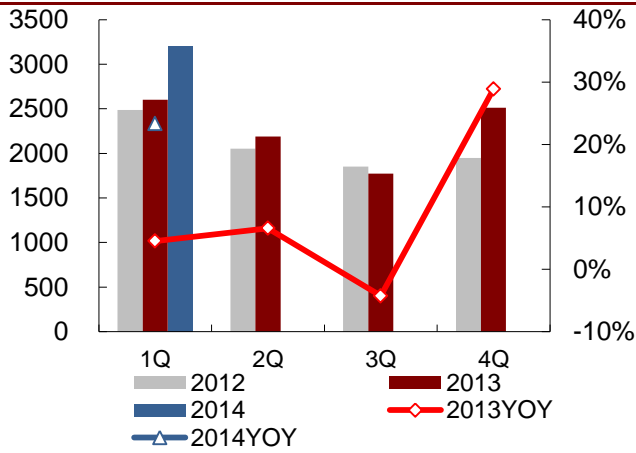
主要财务指标和经营情况

图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	同比 变化	环比 变化	点评
营业收入(百万元)	2600	2188	1773	2512	3206	23%	28%	白酒销量稳定增长, 低端酒与外埠市场是主要增长来源。房地产业务由于海南项目确认收入而增长较快。屠宰业务 1Q 整体预计实现 10% 以内的增长, 屠宰量基本稳定
-营业成本	60%	72%	67%	77%	62%	1.7	-15.0	
=毛利	40%	28%	33%	23%	38%	-1.7	15.0	一方面是人工成本持续上涨, 另外毛利率相对较低的房地产业务收入占比提升
-营业税金及附加	12%	8%	11%	8%	11%	-0.9	3.6	
-销售费用	16%	10%	10%	6%	14%	-2.4	7.6	公司保持费用管控, 注重费用的使用效率, 叠加收入增长较快摊薄
-管理费用	6%	6%	8%	6%	5%	-0.8	-1.2	收入增长较快摊薄
-财务费用	1%	2%	2%	2%	1%	-0.1	-0.5	
-资产减值损失	0.0%	0.0%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0	0.1	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0	-0.2	
+营业外收支	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1	0.0	
=利润总额	5.4%	2.9%	1.9%	2.5%	7.7%	2.3	5.2	
-所得税费用	1.3%	0.9%	1.1%	0.9%	2.0%	0.7	1.1	利润大幅增长
-少数股东损益	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	4.0%	1.9%	0.8%	1.5%	5.6%	1.7	4.1	期间费用率减少。预计房地产业务 1Q 相比去年同期扭亏为盈

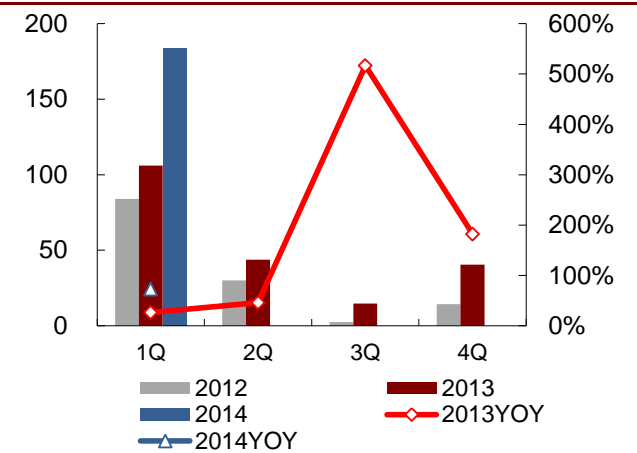
资料来源：宏源证券研究所

图 2：分季度收入及同比变化图（百万元）



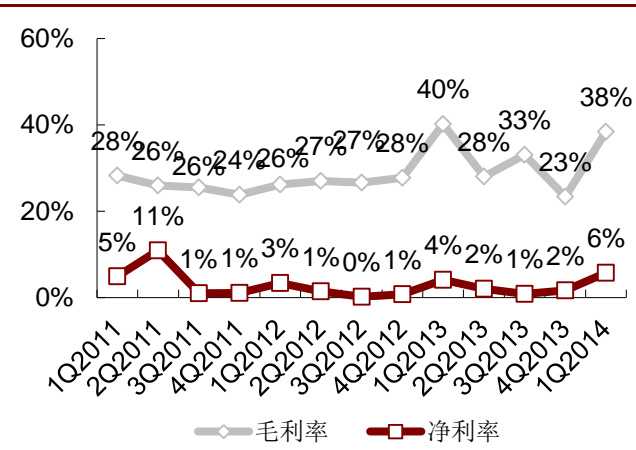
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 3：分季度净利润及同比变化图（百万元）



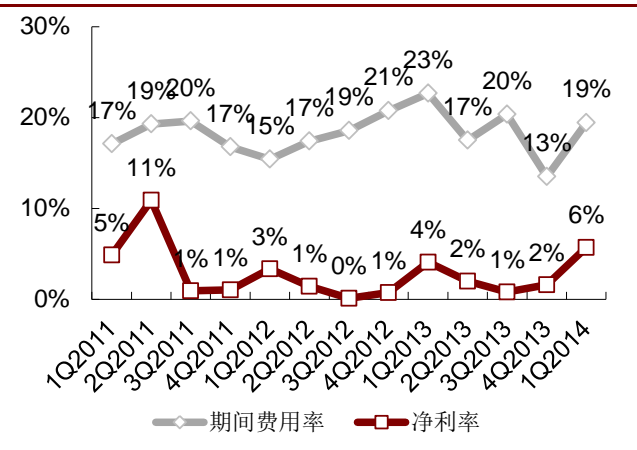
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 4：分季度毛利率与净利率关系图



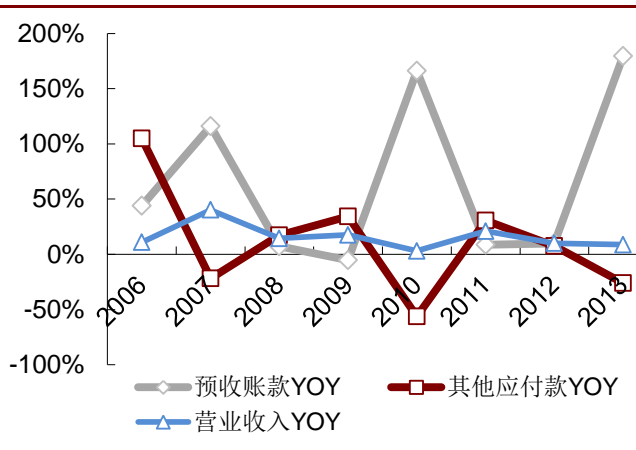
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 5：分季度期间费用率与净利率关系图



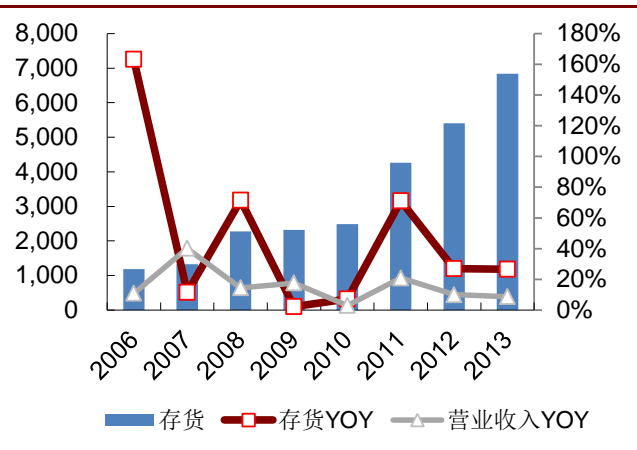
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 6：预收、其他应付与主营收入配比关系图



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 7：存货增速与收入增速关系图



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 8：三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	3153	3652	4152	4652
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	9543	10010	10536
% 营业收入	6.2%	6.0%	5.8%	5.5%	短期借款	6094	3002	2803	2473
财务费用	152	264	160	142	应付和预收款项	2110	1875	1943	2051
% 营业收入	1.7%	2.4%	1.4%	1.2%	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	5976	5845	5623
投资收益	7	5	5	5	股本	439	439	439	439
营业利润	303	800	930	1147	资本公积	1228	1228	1228	1228
% 营业收入	3.3%	7.3%	8.2%	9.5%	留存收益	1395	1896	2487	3227
营业外收支	-3	0	0	0	归属母公司股东权益	3061	3562	4153	4894
利润总额	300	800	930	1147	少数股东权益	115	122	129	136
% 营业收入	3.3%	7.3%	8.2%	9.5%	股东权益合计	3176	3684	4282	5030
所得税费用	95	248	288	356	负债和股东权益合计	13789	9660	10127	10653
净利润	205	552	642	792					
归属于母公司所有者的净利润	198	545	635	785					
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	0	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	-656	-457	-514	-514	EBITDA/销售收入	7%	10%	11%	12%
固定资产投资	0	-300	-300	-300	销售净利率	2%	5%	6%	7%
其他	0	29	0	0	ROE	6%	15%	15%	16%
投资活动现金流净额	-209	-188	-509	-509	ROA	1%	6%	6%	7%
债券融资	17	-300	0	0	ROIC	3%	8%	9%	10%
股权融资	0	0	0	0	销售收入增长率	9%	21%	4%	6%
银行贷款增加（减少）	0	-3092	-199	-330	EBIT 增长率	7%	109%	15%	18%
筹资成本	152	264	160	142	EBITDA 增长率	9%	74%	14%	17%
其他	-26	0	0	0	净利润增长率	57%	170%	16%	23%
筹资活动现金流净额	-539	-3753	-433	-548	总资产增长率	11%	-31%	5%	5%
现金净流量	-3	-356	0	0	股东权益增长率	-363%	382%	-74%	12%
					经营现金净流增长率	-363%	382%	-74%	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
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。