

# 低端酒快速增长，地产增厚业绩

**买入 维持**

目标价格：暂无

## 事件：

公司发布2014年上半年报，上半年实现收入58亿，YoY21.2%，归母净利润2.46亿，YoY 69.6%，基本EPS 0.56元，略高于业绩预告的中值。

对此，我们点评如下：

- 上半年白酒收入增长11.5%，低端酒销量增速预计达30%，站前街住宅项目2Q开始结算贡献收入：从销量上看，1H公司高端酒预计下滑10%以内，降幅较1Q预计20%的水平逐步缩窄，中端酒略微增长，而以陈酿为代表的低端酒增速预计达30%，外埠市场保持快速增长态势。预计高端与中端酒收入占比合计已降至30%以内。站前街项目2Q开始结算，预计单季度实现收入4亿左右，推动房地产收入1H增长143%。1H猪肉价格整体下滑，导致屠宰业务收入下降6%至13亿元，屠宰量与往年基本持平；
- 收入较快增长摊薄费用率，2Q净利率提升0.6pct：2Q综合毛利率保持稳定为28%。1H白酒毛利率小幅提升0.3pct至57.9%，屠宰由于成本端下降更快导致毛利率提升1.7pct至9.9%。公司历年在品牌建设与市场开拓上保持较稳健的费用投放，注重费用使用效率，销售费用率与管理费用率被收入的较快增长所摊薄，2Q分别下降0.1与1pct。2Q净利率提升0.6pct至2.5%，单季度净利润增长57%；
- 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：1)低端酒属于大众消费品，过去被各种杂牌所占据，近年来随大众消费升级，品牌化趋势加快。牛栏山依靠品牌力与产品力，配合较好的渠道价格管控，在外埠市场不断挤占地产光瓶酒的份额，实现收入的持续快速增长，且盈利能力保持提升。2)若站前街住宅楼项目今年全部结算，在其他房产业务无增长估计下，房产全年有望贡献约16亿收入、超1亿净利润。公司日渐聚焦主业，在房地产等领域逐步收缩，管理层精力将更加集中，看好公司未来在酒肉板块的业绩增长；
- 盈利预测及投资建议：预计14-16年收入分别为112亿、115亿和122亿，YOY23%、3%和6%；归母净利润YOY139%、23%和32%；EPS分别为0.83元、1.02元和1.34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 | 11,165 | 11,537 | 12,240 |
| 增长率(%)    | 10.0%  | 8.8%  | 23.1%  | 3.3%   | 6.1%   |
| 归母净利润(百万) | 126    | 198   | 473    | 580    | 763    |
| 增长率(%)    | -59.0% | 57.1% | 139.3% | 22.6%  | 31.7%  |
| 每股收益      | 0.287  | 0.451 | 0.829  | 1.016  | 1.338  |
| 市盈率       | 46.53  | 34.08 | 18.06  | 14.73  | 11.19  |

## 食品饮料行业

### 分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

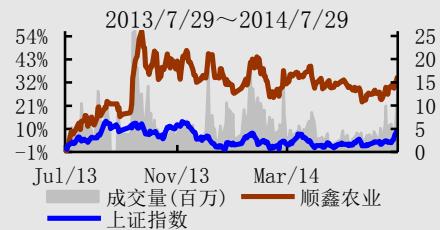
### 研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《好想你动态跟踪：转型效果超市场预期，建议买入》

2014/07/28

《汤臣倍健中报点评：项目储备多点开花，看好长期成长性》

2014/07/28

《食品饮料行业周报：老窖降价靴子落地，继续推荐高端酒》

2014/07/27

《泸州老窖降价点评：高端酒形势明朗，把握确定的投资机会》

2014/07/26

《山西汾酒动态跟踪：控货去库存，下半年收入有望见底》

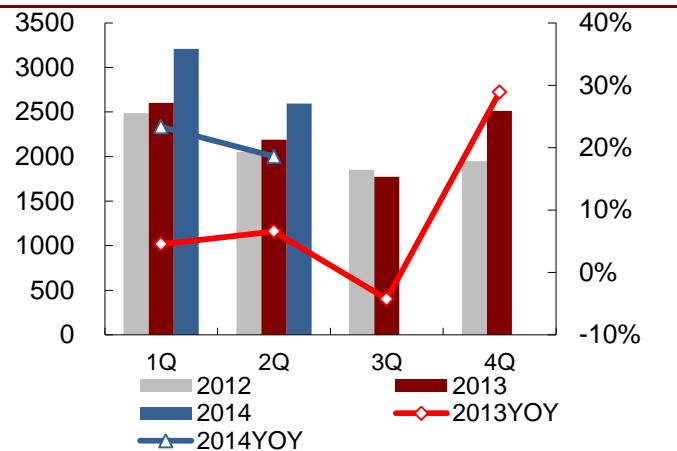
2014/07/22

**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 | 2Q14 | 同比<br>变化 | 环比<br>变化 | 点评                              |
|---------------|-------|------|-------|-------|------|------|----------|----------|---------------------------------|
| 营业收入(百万元)     | 2600  | 2188 | 1773  | 2512  | 3206 | 2595 | 19%      | -19%     | 白酒收入快速增长，站前街项目 2Q 开始结算，房地产收入增速快 |
| -营业成本         | 60%   | 72%  | 67%   | 77    | 62%  | 72%  | 0.0      | 10.4     |                                 |
| =毛利           | 40%   | 28%  | 33%   | 23%   | 38%  | 28%  | 0.0      | -10.4    |                                 |
| -营业税金及附加      | 12%   | 8%   | 11%   | 8%    | 11%  | 7%   | -0.3     | -3.9     |                                 |
| -销售费用         | 16%   | 10%  | 10%   | 6%    | 14%  | 10%  | -0.1     | -3.9     | 保持稳健费用投放，注重费用使用效率，被收入增长所摊薄      |
| -管理费用         | 6%    | 6%   | 8%    | 6%    | 5%   | 5%   | -1.0     | 0.3      | 被收入增长所摊薄                        |
| -财务费用         | 1%    | 2%   | 2%    | 2%    | 1%   | 2%   | 0.1      | 0.7      |                                 |
| -资产减值损失       | 0 0%  | 0.0% | 0.3%  | -0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0      | 0.0      |                                 |
| +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%  | 0.2%  | 0.0% | 0.0% | 0.0      | 0.0      |                                 |
| +营业外收支        | -0.1% | 0.0% | -0.1% | 0.0%  | 0.0% | 0.0% | 0.0      | 0.0      |                                 |
| =利润总额         | 5.4%  | 2.9% | 1.9%  | 2.5%  | 7.7% | 4.1% | 1.3      | -3.6     |                                 |
| -所得税费用        | 1.3%  | 0.9% | 1.1%  | 0. %  | 2.0% | 1.6% | 0.7      | -0.4     |                                 |
| -少数股东损益       | 0.1%  | 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% | 2.5% | 0.6      | -3.1     | 主要是销售与管理费用率下降所致                 |

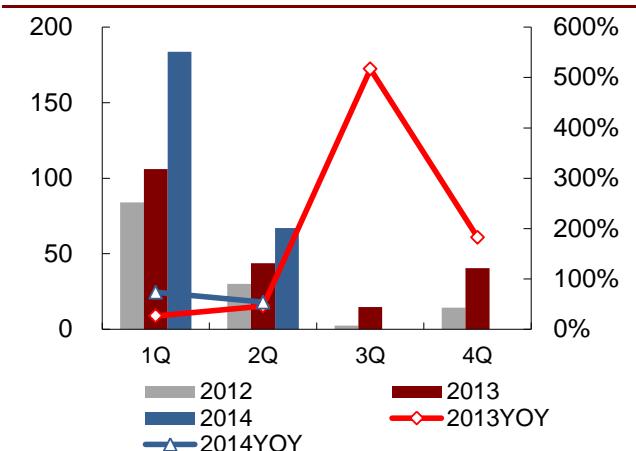
资料来源：Wind, 宏源证券研究所

图 2：分季度收入及同比变化图（百万元）



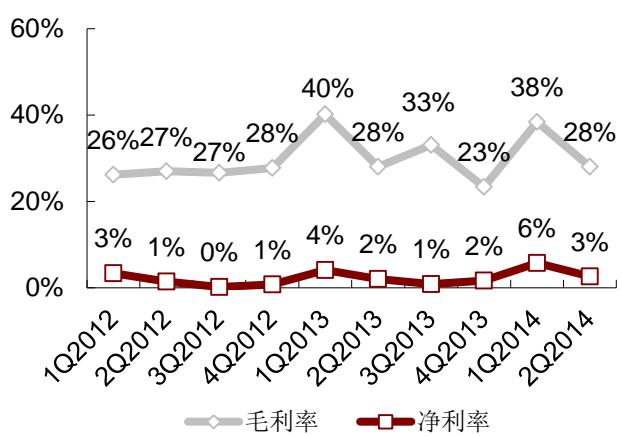
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：分季度净利润及同比变化图（百万元）



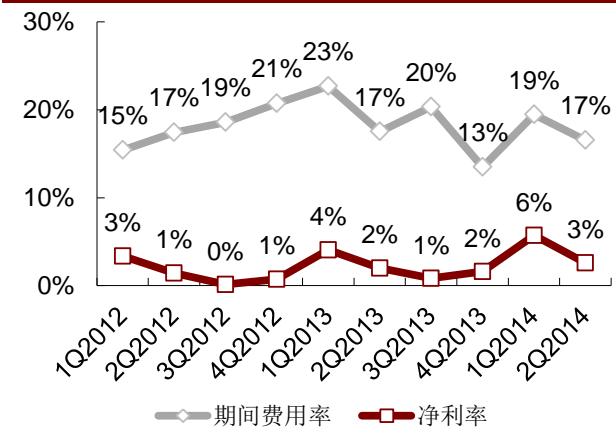
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

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 6：三张财务报表分析摘要**

| 财务报表预测 (单位: 百万元) |       |        |        |        |
|------------------|-------|--------|--------|--------|
| 利润表              | 2013  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
| 营业收入             | 9,072 | 11,106 | 11,648 | 12,303 |
| YOY              | 9%    | 22%    | 5%     | 6%     |
| 营业成本             | 6,242 | 7,408  | 7,661  | 7,902  |
| 毛利               | 2831  | 3697   | 3987   | 4401   |
| % 营业收入           | 31%   | 33%    | 34%    | 36%    |
| 营业税金及附加          | 858   | 1055   | 1107   | 1169   |
| % 营业收入           | 9.5%  | 9.5%   | 9.5%   | 9.5%   |
| 销售费用             | 960   | 1166   | 1223   | 1292   |
| % 营业收入           | 10.6% | 10.5%  | 10.5%  | 10.5%  |
| 管理费用             | 559   | 666    | 676    | 677    |
| % 营业收入           | 6.2%  | 6.0%   | 5.8%   | 5.5%   |
| 财务费用             | 152   | 271    | 177    | 164    |
| % 营业收入           | 1.7%  | 2.4%   | 1.5%   | 1.3%   |
| 资产减值损失           | 5     | -113   | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益         | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益             | 7     | 5      | 5      | 5      |
| 营业利润             | 303   | 656    | 809    | 1105   |
| % 营业收入           | 3.3%  | 5.9%   | 6.9%   | 9.0%   |
| 营业外收支            | -3    | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额             | 300   | 656    | 809    | 1105   |
| % 营业收入           | 3.3%  | 5.9%   | 6.9%   | 9.0%   |
| 所得税费用            | 95    | 203    | 251    | 343    |
| 净利润              | 205   | 453    | 558    | 762    |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 198   | 446    | 551    | 755    |
| 少数股东损益           | 7     | 7      | 7      | 7      |
| 现金流量表            | 2013  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
| 经营活动现金流净额        | 282   | 427    | 428    | 429    |
| 取得投资收益收回现金       | 0     | 5      | 5      | 5      |
| 长期股权投资           | 0     | 55     | 0      | 0      |
| 无形资产投资           | -656  | -457   | -514   | -514   |
| 固定资产投资           | 0     | -300   | -300   | -300   |
| 其他               | 0     | 29     | 0      | 0      |
| 投资活动现金流净额        | -209  | -188   | -509   | -509   |
| 债券融资             | 17    | -300   | 0      | 0      |
| 股权融资             | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 银行贷款增加(减少)       | 0     | -2877  | -91    | -327   |
| 筹资成本             | 152   | 271    | 177    | 164    |
| 其他               | -26   | 0      | 0      | 0      |
| 筹资活动现金流净额        | -539  | -3544  | -357   | -579   |
| 现金净流量            | -3    | -356   | 0      | 0      |

| 资产负债表     | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 1856  | 1500  | 1500  | 1500  |
| 应收和预付款项   | 622   | 674   | 699   | 724   |
| 存货        | 6838  | 3044  | 3148  | 3247  |
| 其他流动资产    | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 长期股权投资    | 55    | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产    | 213   | 1     | 1     | 1     |
| 固定资产和在建工程 | 3153  | 3652  | 4152  | 4652  |
| 无形资产和开发支出 | 866   | 863   | 859   | 856   |
| 其他非流动资产   | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 资产总计      | 13741 | 9693  | 10190 | 10669 |
| 短期借款      | 6094  | 3217  | 3126  | 2798  |
| 应付和预收款项   | 2110  | 1922  | 2009  | 2110  |
| 长期借款      | 1099  | 1099  | 1099  | 1099  |
| 其他负债      | 1310  | 0     | 0     | 0     |
| 负债合计      | 10613 | 6239  | 6233  | 6007  |
| 股本        | 439   | 571   | 571   | 571   |
| 资本公积      | 1228  | 1228  | 1228  | 1228  |
| 留存收益      | 1395  | 1783  | 2278  | 2976  |
| 归属母公司股东权益 | 3061  | 3582  | 4077  | 4775  |
| 少数股东权益    | 115   | 122   | 129   | 136   |
| 股东权益合计    | 3176  | 3704  | 4206  | 4911  |
| 负债和股东权益合计 | 13789 | 9943  | 10439 | 10918 |

| 财务指标        | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率         | 31%   | 33%   | 34%   | 36%   |
| 三费/销售收入     | 18%   | 19%   | 18%   | 17%   |
| EBIT/销售收入   | 5%    | 7%    | 8%    | 10%   |
| EBITDA/销售收入 | 7%    | 9%    | 10%   | 12%   |
| 销售净利率       | 2%    | 4%    | 5%    | 6%    |
| ROE         | 6%    | 12%   | 14%   | 16%   |
| ROA         | 1%    | 4%    | 5%    | 7%    |
| ROIC        | 3%    | 7%    | 8%    | 10%   |
| 销售收入增长率     | 9%    | 22%   | 5%    | 6%    |
| EBIT 增长率    | 7%    | 79%   | 21%   | 29%   |
| EBITDA 增长率  | 9%    | 52%   | 20%   | 26%   |
| 净利润增长率      | 57%   | 121%  | 23%   | 37%   |
| 总资产增长率      | 11%   | -29%  | 5%    | 5%    |
| 股东权益增长率     | 6%    | 17%   | 14%   | 17%   |
| 经营现金净流增长率   | -363% | 354%  | -74%  | 26%   |
| 流动比率        | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.1   |
| 速动比率        | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 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 |         |     |               |             |                       |
|--------|---------|-----|---------------|-------------|-----------------------|
| 公募     | 北京片区    | 李倩  | 010-88083561  | 13631508075 | liqian@hysec.com      |
|        |         | 牟晓凤 | 010-88085111  | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com  |
|        |         | 孙立群 | 010-88085756  | 13910390950 | sunliqun@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        |
|        |         | 吴蓓  | 021-65051231  | 18621102931 | wubei@hysec.com       |
|        |         | 吴肖寅 | 021-65051169  | 13801874206 | wuxiaoyin@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     | 北京保险/私募 | 王燕妮 | 010-88085993  | 13911562271 | wangyanni@hysec.com   |
|        |         | 张瑶  | 010-88013560  | 13581537296 | zhangyao@hysec.com    |
|        | 上海保险/私募 | 程新星 | 021-65051257  | 18918523006 | chenginxing@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范围包括证券投资咨询业务。