

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，在其他房地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

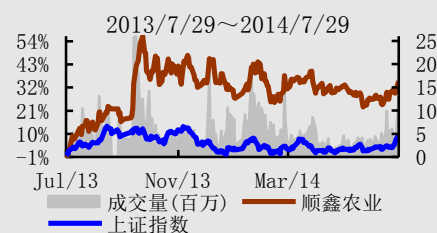
研究助理：

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》

2014/7/27

《泸州老窖降价点评：高端酒形势明朗，把握确定的投资机会》

2014/7/26

《山西汾酒动态跟踪：控货去库存，下半年收入有望见底》

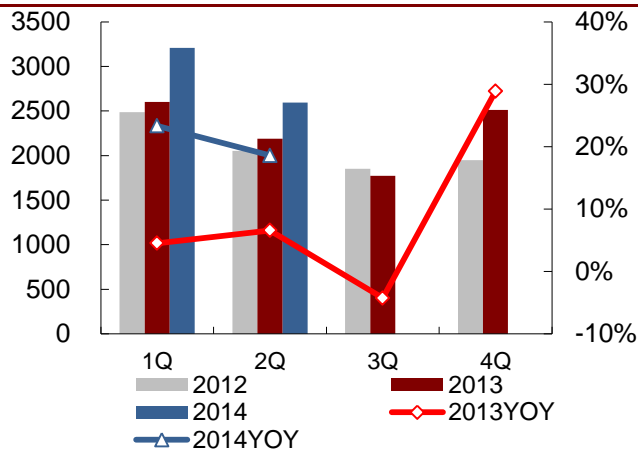
2014/7/22

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 变化	环比 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

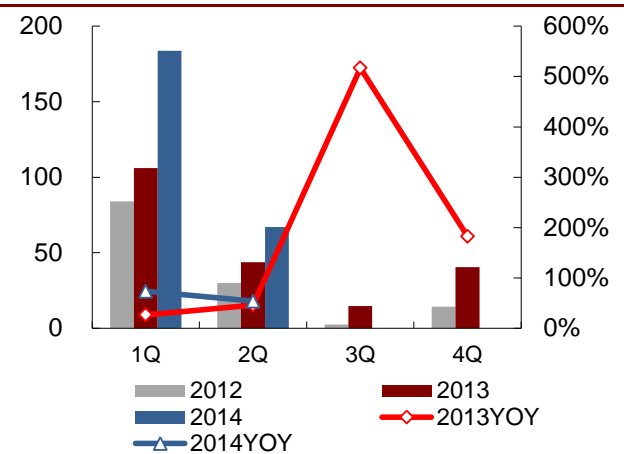
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 2：分季度收入及同比变化图（百万元）



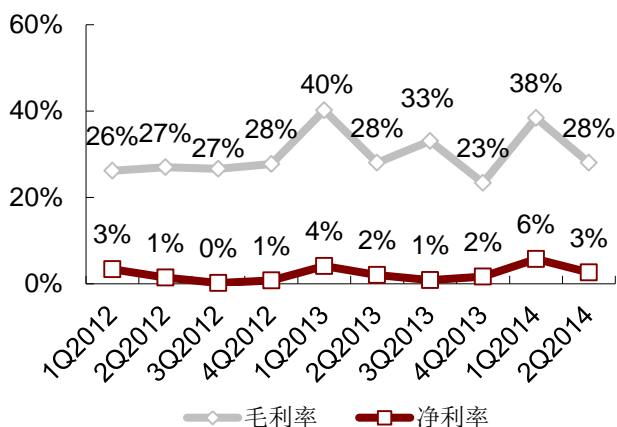
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：分季度净利润及同比变化图（百万元）



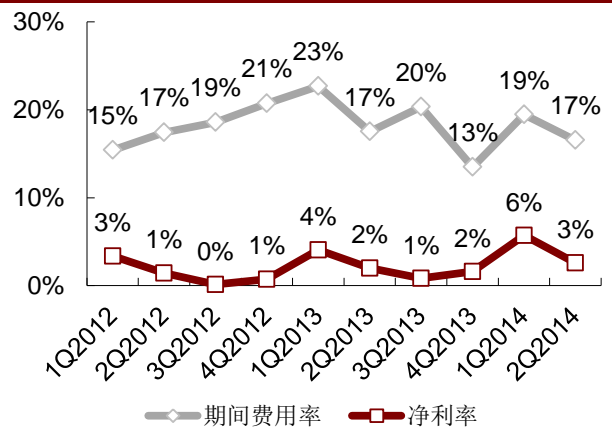
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

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					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	9,072	11,106	11,648	12,303	货币资金	1856	1500	1500	1500
YOY	9%	22%	5%	6%	应收和预付款项	622	674	699	724
营业成本	6,242	7,408	7,661	7,902	存货	6838	3044	3148	3247
毛利	2831	3697	3987	4401	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	31%	33%	34%	36%	长期股权投资	55	0	0	0
营业税金及附加	858	1055	1107	1169	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	1166	1223	1292	无形资产和开发支出	866	863	859	856
% 营业收入	10.6%	10.5%	10.5%	10.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	559	666	676	677	资产总计	13741	9693	10190	10669
% 营业收入	6.2%	6.0%	5.8%	5.5%	短期借款	6094	3217	3126	2798
财务费用	152	271	177	164	应付和预收款项	2110	1922	2009	2110
% 营业收入	1.7%	2.4%	1.5%	1.3%	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	6239	6233	6007
投资收益	7	5	5	5	股本	439	571	571	571
营业利润	303	656	809	1105	资本公积	1228	1228	1228	1228
% 营业收入	3.3%	5.9%	6.9%	9.0%	留存收益	1395	1783	2278	2976
营业外收支	-3	0	0	0	归属母公司股东权益	3061	3582	4077	4775
利润总额	300	656	809	1105	少数股东权益	115	122	129	136
% 营业收入	3.3%	5.9%	6.9%	9.0%	股东权益合计	3176	3704	4206	4911
所得税费用	95	203	251	343	负债和股东权益合计	13789	9943	10439	10918
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					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%	33%	34%	36%
取得投资收益收回现金	0	5	5	5	三费/销售收入	18%	19%	18%	17%
长期股权投资	0	55	0	0	EBIT/销售收入	5%	7%	8%	10%
无形资产投资	-656	-457	-514	-514	EBITDA/销售收入	7%	9%	10%	12%
固定资产投资	0	-300	-300	-300	销售净利率	2%	4%	5%	6%
其他	0	29	0	0	ROE	6%	12%	14%	16%
投资活动现金流净额	-209	-188	-509	-509	ROA	1%	4%	5%	7%
债券融资	17	-300	0	0	ROIC	3%	7%	8%	10%
股权融资	0	0	0	0	销售收入增长率	9%	22%	5%	6%
银行贷款增加（减少）	0	-2877	-91	-327	EBIT 增长率	7%	79%	21%	29%
筹资成本	152	271	177	164	EBITDA 增长率	9%	52%	20%	26%
其他	-26	0	0	0	净利润增长率	57%	121%	23%	37%
筹资活动现金流净额	-539	-3544	-357	-579	总资产增长率	11%	-29%	5%	5%
现金净流量	-3	-356	0	0	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	chengxinxing@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。