

# 3Q 延续高增长，激励改善助力发展

**买入 维持**

目标价格：暂无

## 事件：

公司发布 2014 年前三季度业绩预告，7-9 月实现归母净利润 3451 万-4141 万，YoY150%-200%。

对此，我们点评如下：

➢ **预计 3Q 公司收入增长 20%以上，其中白酒继续稳定增长，3Q 利润增量主要来自白酒与房地产：**

- 预计 3Q 白酒销量增速超 30%，收入增速 10%-20%，净利润增速接近 30%。高端降幅收窄至个位数，中、低端稳定增长，陈酿为代表的低端酒增速超 30%，贡献最主要的外埠市场增量；
- 3Q 猪价环比小幅提升，屠宰量预计基本稳定，屠宰收入增速小，但由于养殖业务继续亏损，整个猪肉产业链利润预计下滑；
- 房地产 3Q 继续结算，站前街项目年底前有望基本结算完毕。去年房地产业务亏损，去年 3Q 公司净利率仅 0.78%，而今年房地产结算导致业绩增厚，带来利润的高弹性。

➢ **低端酒品牌化趋势下，牛栏山外埠市场持续扩张可期：**近年来低端大众消费较快升级，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与渠道推力，不断挤占地产光瓶酒的份额，实现收入的持续较快增长，且盈利能力保持提升。牛栏山已从传统强势的华北地区延伸至长三角地区，未来区域扩张空间足；

➢ **酒业提供安全边际，肉类扩张提升想象空间，管理层思路与激励的改善有望加快公司成长：**1) 公司日渐聚焦主业，在房地产等领域逐步收缩与剥离，管理层精力更加集中，看好公司在酒肉板块的业绩增长。公司未来有望通过并购做大牛羊肉产业，打造专业化肉制品产业链，提高盈利水平；2) 公司已决定提高董事长年薪 60%，董事与高管加薪 36%，提高管理层积极性。公司作为北京国资农业龙头，国企改革的想象空间大，公司成长步伐有望加快，估值有望继续提升；

➢ **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	47	34	20	16	12

## 食品饮料行业

### 分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

刘洋(S1180514080005)

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

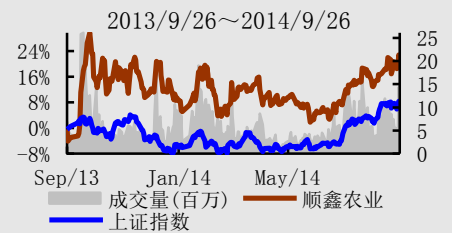
### 研究助理：

秦聪

电话：010-88085099

Email: qincong@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《食品饮料动态跟踪：五粮液补贴经销商，行业寻底再起波澜》

2014/9/22

《食品饮料周报：白酒等待季报业绩确认，伊利再现买点》

2014/9/21

《食品饮料周报：伊利买点再现，逢低继续配置白酒》

2014/9/14

《食品饮料周报：旺季改善，季报前白酒行情有望持续》

2014/9/7

《食品饮料行业动态跟踪：国企改革接过白酒估值修复下一棒》

2014/9/3

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	11,165	11,537	12,240	货币资金	1856	1500	1500	1500
YOY	9%	23%	3%	6%	应收和预付款项	622	675	689	719
营业成本	6,242	7,414	7,541	7,849	存货	6838	3047	3099	3226
毛利	2831	3751	3995	4391	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	31%	34%	35%	36%	长期股权投资	55	0	0	0
营业税金及附加	858	1061	1096	1163	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	1172	1211	1285	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	670	669	673	资产总计	13741	9697	10130	10642
% 营业收入	6.2%	6.0%	5.8%	5.5%	短期借款	6094	3185	3031	2719
财务费用	152	270	173	158	应付和预收款项	2110	1931	1988	2099
% 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	6215	6118	5917
投资收益	7	5	5	5	股本	439	571	571	571
营业利润	303	696	850	1117	资本公积	1228	1228	1228	1228
% 营业收入	3.3%	6.2%	7.4%	9.1%	留存收益	1395	1811	2333	3040
营业外收支	-3	0	0	0	归属母公司股东权益	3061	3609	4132	4839
利润总额	300	696	850	1117	少数股东权益	115	122	129	136
% 营业收入	3.3%	6.2%	7.4%	9.1%	股东权益合计	3176	3731	4261	4975
所得税费用	95	216	264	346	负债和股东权益合计	13789	9946	10379	10892
净利润	205	480	587	770					
归属于母公司所有者的净利润	198	473	580	763					
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%	34%	35%	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%	8%	9%	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%	13%	14%	16%
投资活动现金流净额	-209	-188	-509	-509	ROA	1%	5%	6%	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%	23%	3%	6%
银行贷款增加（减少）	0	-2909	-154	-312	EBIT 增长率	7%	87%	20%	25%
筹资成本	152	270	173	158	EBITDA 增长率	9%	58%	19%	23%
其他	-26	0	0	0	净利润增长率	57%	135%	22%	31%
筹资活动现金流净额	-539	-3575	-415	-558	总资产增长率	11%	-29%	4%	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%	358%	-73%	15%
					流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
					速动比率	0.3	0.4	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。

**秦聪:** 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 清华大学五道口金融学硕士, 2013 年加盟宏源证券研究所。

**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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@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范围包括证券投资咨询业务。