

白酒稳健增长，剥离资产聚焦主业

买入 维持

目标价格：暂无

事件：公司公布三季报，前三季度实现收入71.4亿，YoY8.9%，归母净利润2.8亿，YoY77.7%，EPS0.59元，略低于预期。

报告摘要：

- **3Q单季度收入下滑24%，低于预期。预计白酒仍然稳健增长，猪肉板块收入受猪价影响而出现下滑，地产结算进度慢于预期：**
 - 预计白酒业务3Q仍然保持稳健增长，前3Q白酒收入增长约10%-20%，净利润增幅近30%。公司低端陈酿等优势产品在华北地区竞争力强，且已向长三角地区扩展；
 - 猪肉产业链预计3Q收入下滑近2亿，屠宰量基本保持稳定，猪价今年环比刚开始上涨，但同比去年降幅仍较大。预计3Q养殖产业链继续亏损，整个猪肉产业链利润下滑；
 - 房地产前3Q预计实现收入超7亿，3Q站前街住宅楼结算低于预期，部分或到明年结算。站前街商业楼已取得预售证，但预计目前仍以出租为主。房地产业务全年预计实现10亿左右收入；
- **低毛利的猪肉板块收入占比下降提升毛利率10.7pct，单季度净利润增长162%：**低毛利的猪肉板块收入下滑，房地产业务今年盈利，且公司白酒主业仍保持产品结构升级，3Q公司毛利率提升10.7pct至43.8%。公司集中力量开拓白酒新兴市场，费用投放效率提升，3Q销售费用减少33%，销售费用率下降1.2pct。公司3Q净利率提升2pct至2.7%，单季度净利润增长162%至0.36亿；
- **公司白酒业务增长无忧，积极关注国企改革进展及潜在的并购预期：**
 - 1) 公司在低端大众酒行业产品力与渠道力突出，已从传统优势的华北地区向长三角地区拓展，且盈利能力保持提升；
 - 2) 公司激励机制有向好趋势，公司作为北京国资农业龙头，国企改革的进展值得期待；
 - 3) 公司正不断剥离非主营业务，酒肉板块都有望通过聚焦+并购来做大做强，未来若能有并购落地，则有望进一步打开新的成长空间；
- **盈利预测及投资建议：**由于猪肉与房地产收入低于预期，我们下调盈利预测，维持“买入”评级。预计14-16年收入分别为104亿、111亿和120亿，YOY15%、6%和8%；归母净利润4.4亿、5.5亿和7.1亿，YOY120%、26%和29%；EPS0.76元、0.96元和1.24元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	8,342	9,072	10,440	11,070	11,979
增长率(%)	10.0%	9.0%	15.0%	6.0%	8.0%
归母净利润(百万)	126	198	436	547	707
增长率(%)	-59.0%	57.1%	120.2%	25.5%	29.3%
每股收益	0.29	0.45	0.76	0.96	1.24
市盈率	46	34	22	18	14

食品饮料行业研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

刘洋(S1180113080026)

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

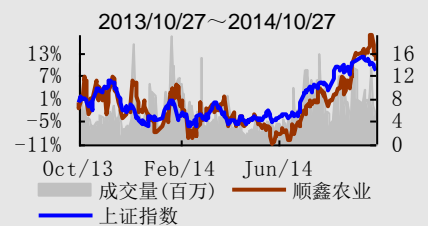
研究助理：

秦聪

电话：010-88085099

Email: qincong@hysec.com

市场表现



相关研究

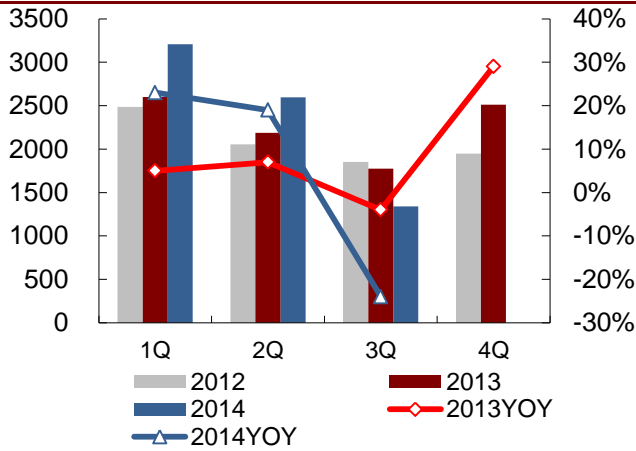
- 《食品饮料行业周报：季报风险释放，关注低估值和错杀个股》
2014/10/26
- 《山西汾酒三季报点评：新团队开始发力，4Q有望见底》
2014/10/24
- 《中炬高新三季报点评：短期增速回落，市场拓展推动长期成长》
2014/10/23
- 《汤臣倍健三季报点评：增速放缓，等待新品和并购接棒》
2014/10/23
- 《好想你三季报点评：转型拐点已现，短期下滑带来买点》
2014/10/23

图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	2188	1773	2512	3206	2595	1341	-24%	-48%	预计白酒仍然稳健增长，猪肉板块收入受猪价影响而出现下滑，地产结算进度慢于预期
-营业成本	72%	67%	77%	62%	72%	56%	-11.0	-16.0	
=毛利	28%	33%	23%	38%	28%	44%	11.0	16.0	低毛利的猪肉板块收入下滑，房地产业务今年盈利，且公司白酒主业仍保持产品结构升级
-营业税金及附加	8%	11%	8%	11%	7%	17%	6.0	10.0	
-销售费用	10%	10%	6%	14%	10%	9%	-1.0	-1.0	集中力量开拓白酒新兴市场，费用投放效率提升，3Q销售费用减少33%
-管理费用	6%	8%	6%	5%	5%	10%	2.0	5.0	
-财务费用	2%	2%	2%	1%	2%	4%	2.0	2.0	
-资产减值损失	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2	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	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1	0.2	
+营业外收支	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1	0.0	
=利润总额	2.9%	1.9%	2.5%	7.7%	4.1%	5.1%	3.2	1.0	
-所得税费用	0.9%	1.1%	0.9%	2.0%	1.6%	2.3%	1.2	0.7	
-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	1.9%	0.7%	1.5%	5.6%	2.4%	2.7%	2.0	0.3	主要是毛利率提升所致

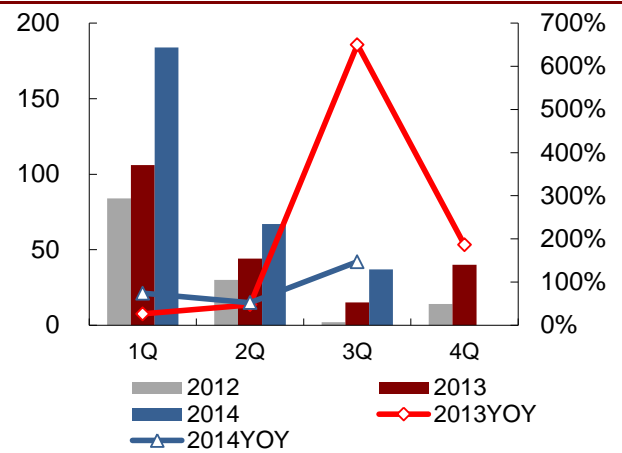
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 2：季度收入及同比变化图（百万元）



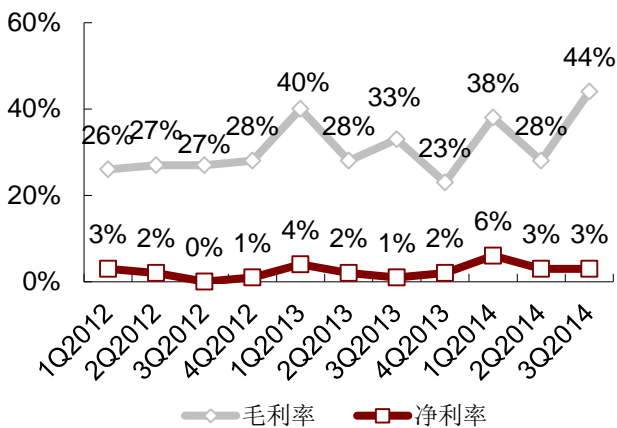
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 3：季度净利润及同比变化图（百万元）



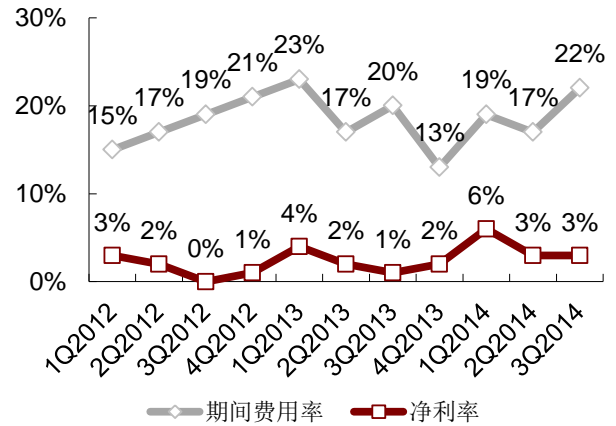
资料来源：Wind，宏源证券研究所

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: 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	资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	9,072	10,440	11,070	11,979	货币资金	1856	1500	1500	1500
YOY	9%	15%	6%	8%	应收和预付款项	622	630	660	706
营业成本	6,242	6,883	7,192	7,675	存货	6838	2829	2956	3154
毛利	2830	3557	3878	4304	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	992	1052	1138	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	1148	1218	1318	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	626	642	659	资产总计	13741	9433	9958	10560
% 营业收入	6.2%	6.0%	5.8%	5.5%	短期借款	6094	3080	3008	2806
财务费用	152	267	169	160	应付和预收款项	2110	1809	1910	2057
% 营业收入	1.7%	2.6%	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	5988	6017	5962
投资收益	7	5	5	5	股本	439	571	571	571
营业利润	303	641	802	1034	资本公积	1228	1228	1228	1228
% 营业收入	3.3%	6.1%	7.2%	8.6%	留存收益	1395	1773	2263	2912
营业外收支	-3	0	0	0	归属母公司股东权益	3061	3572	4062	4711
利润总额	300	641	802	1034	少数股东权益	115	122	129	136
% 营业收入	3.3%	6.1%	7.2%	8.6%	股东权益合计	3176	3694	4191	4847
所得税费用	95	199	249	321	负债和股东权益合计	13789	9682	10208	10809
净利润	205	443	554	714					
归属于母公司所有者的净利润	198	436	547	707	财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东损益	7	7	7	7	毛利率	31%	34%	35%	36%
					三费/销售收入	18%	20%	18%	18%
					EBIT/销售收入	5%	8%	9%	10%
					EBITDA/销售收入	7%	9%	10%	11%
					销售净利率	2%	4%	5%	6%
					ROE	6%	12%	13%	15%
					ROA	1%	5%	5%	7%
					ROIC	3%	7%	8%	9%
					销售收入增长率	9%	15%	6%	8%
					EBIT 增长率	7%	74%	22%	23%
					EBITDA 增长率	9%	49%	20%	21%
					净利润增长率	57%	116%	25%	29%
					总资产增长率	11%	-31%	6%	6%
					股东权益增长率	6%	16%	13%	16%
					经营现金净流增长率	-363%	372%	-76%	14%
					流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
					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
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	-3014	-72	-202					
筹资成本	152	267	169	160					
其他	-26	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-539	-3677	-329	-450					
现金净流量	-3	-356	0	0					

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院金融学硕士, 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
		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
		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	
机构	北京保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		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。