

加速聚焦主业，国企改革弹性标的

买入 维持

目标价格：暂无

事件：公司公布2014年业绩预告，预计去年实现归母净利润3.56-3.95亿，YoY80%-100%，EPS0.71-0.78元，略低于我们的预期。

报告摘要：

- **预计全年白酒收入仍保持两位数的较快增长，猪肉产业链收入受猪价影响而出现下滑，地产结算进度后期有所放缓：**
 - 公司白酒业务全年保持较快增长，销量与收入增速预计在10%-20%，净利润增长近30%。公司低端大单品陈酿竞争力强，预计全年销量2000多万箱，增长30%，收入达20多亿，在公司白酒收入中占比约一半。牛栏山品牌在华北市场优势大，并已向长三角地区扩张，北京以外地区白酒收入占比预计超50%；
 - 屠宰业务预计收入有约10%的下滑，屠宰量全年基本保持稳定，但猪肉价格去年同比平均有近10%下滑。去年养殖业务预计亏损，整个猪肉产业链利润下滑；房地产业务全年预计实现收入不到10亿，站前街项目结算下半年有所放缓，今年将继续结算；
- **预计全年毛利率整体提升，在低净利率基础上业绩弹性大：**中低端酒为主的白酒业务保持产品结构升级，且低毛利的猪肉板块收入下滑，再加上房地产业务去年盈利，预计公司去年毛利率整体提升。预计全年销售费用率基本平稳，未来有一定下降空间。净利率在13年仅2.2%的基数上提升的弹性大，仍有较大的提升空间；
- **白酒稳健增长，副业剥离逐步兑现，未来外延式扩张与国企改革进展有望不断提升估值：**1) 牛栏山在低端大众酒行业产品力与渠道力突出，外埠市场保持扩张；2) 公司去年以来先后剥离数个酒肉板块以外的子公司，今年还会继续剥离，成长逻辑更加清晰；3) 预计公司正在不断寻找优质的并购资源，来加快实现酒肉业务的跨越式发展，同时具备较强烈的国企改革预期（激励与混改），估值提升动力足；
- **盈利预测及投资建议：**我们略微调整盈利预测，维持“买入”评级，看好公司未来业绩与估值的提升。预计14-16年收入分别为100亿、109亿和121亿，YOY10%、8%和12%；归母净利润3.8亿、5.2亿和7.2亿，YOY92%、36%和38%；EPS0.75元、0.91元和1.25元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	8,342	9,072	10,018	10,866	12,119
增长率(%)	10.0%	9.0%	10.0%	8.0%	12.0%
归母净利润(百万)	126	198	380	517	715
增长率(%)	-59.0%	57.1%	91.9%	36.1%	38.3%
每股收益	0.29	0.45	0.75	0.91	1.25
市盈率	46	34	24	20	15

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

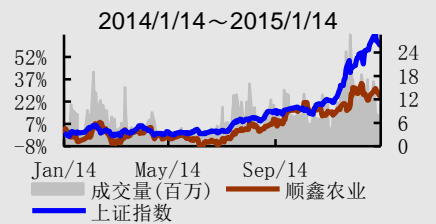
研究助理：

秦聪

电话：010-88085099

Email: qincong@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《食品饮料周报：白酒国企改革加速，调味品有望补涨》
2015/1/11
- 《行业动态跟踪：渠道见底但预期不高，国企改革成破局关键》
2015/1/7
- 《食品饮料周报：白酒估值有望继续提升，食品蓝筹可布局》
2014/12/21
- 《行业调研报告：高端酒消费见底，期待旺季批价回升》
2014/12/21
- 《老白干酒动态跟踪：中期前景向好，仍有一倍潜在空间》
2014/12/16

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	2013	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	9,072	10,018	10,866	12,119	货币资金	1856	1500	1421	1355
YOY	9%	10%	8%	12%	应收和预付款项	622	601	638	700
营业成本	6,242	6,564	6,934	7,579	存货	6838	2698	2850	3115
毛利	2830	3454	3932	4540	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	31%	34%	36%	37%	长期股权投资	55	0	0	0
营业税金及附加	858	1022	1108	1236	投资性房地产	213	1	1	1
% 营业收入	9.5%	10.2%	10.2%	10.2%	固定资产和在建工程	3153	3652	4152	4652
销售费用	960	1102	1250	1394	无形资产和开发支出	866	863	859	856
% 营业收入	10.6%	11.0%	11.5%	11.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	559	621	652	703	资产总计	13741	9270	9750	10370
% 营业收入	6.2%	6.2%	6.0%	5.8%	短期借款	6094	3045	3016	2934
财务费用	152	266	168	165	应付和预收款项	2110	1736	1871	2073
% 营业收入	1.7%	2.7%	1.5%	1.4%	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	5881	5986	6106
投资收益	7	5	5	5	股本	439	571	571	571
营业利润	303	561	759	1047	资本公积	1228	1228	1228	1228
% 营业收入	3.3%	5.6%	7.0%	8.6%	留存收益	1395	1718	2177	2836
营业外收支	-3	0	0	0	归属母公司股东权益	3061	3517	3976	4634
利润总额	300	561	759	1047	少数股东权益	115	122	129	136
% 营业收入	3.3%	5.6%	7.0%	8.6%	股东权益合计	3176	3639	4105	4770
所得税费用	95	174	235	325	负债和股东权益合计	13789	9519	10091	10876
净利润	205	387	524	722					
归属于母公司所有者的净利润	198	380	517	715	财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东损益	7	7	7	7	毛利率	31%	34%	36%	37%
					三费/销售收入	18%	20%	19%	19%
					EBIT/销售收入	5%	7%	8%	10%
					EBITDA/销售收入	7%	8%	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%	10%	8%	12%
					EBIT 增长率	7%	56%	30%	31%
					EBITDA 增长率	9%	36%	27%	28%
					净利润增长率	57%	89%	35%	38%
					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	-3049	-108	-226					
筹资成本	152	266	168	165					
其他	-26	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-539	-3710	-362	-469					
现金净流量	-3	-356	-79	-65					

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	010-88013561	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	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。