

主营业绩略有下滑，投资收益是亮点

公司研究简报

◆事件:

公司发布 2011 年中期报告，报告期内实现营收 36.99 亿元，同比增长 8.26%，实现归属于上市公司股东的净利润为 2.74 亿元，同比增长 73.08%，对应 EPS0.63 元，扣除非经常损益后的净利润为 1.29 亿元，同比减少 18.37%。

◆点评:

上半年，生猪屠宰与肉制品加工销售业务实现平稳发展，同比增长 9.02%，毛利率与去年同期基本持平；种畜养殖则增速较快，同比增长 57.17%，毛利率略有下滑。牛栏山酒业加速向全国拓展，稳步推进中高端产品发展，带动上半年酒业收入出现较大增长，比去年同期增长 31.47%，而受成本上升较快影响，毛利率则小幅下滑至 52.5%。房地产业务受到国家调控政策影响较大，销售量显著放缓，建筑业务合计实现收入 3.67 亿元，毛利率大幅下滑至 12.17%。

公司上半年出售顺鑫茂峰 100% 股权，形成投资收益 1.5 亿元，至此公司不再拥有花卉物流业务。而人员工资、劳动保险费、无形资产摊销、折旧费及办公费用的大幅增加，使上半年管理费用增幅较大，同比增长 45.81%。

◆对公司未来业绩的看法:

由于目前生猪存栏量偏低，公司屠宰及肉制品加工业务产能利用率较低，预计下半年存栏量将逐步提升，收入规模将有所增加。下半年白酒消费逐渐进入旺季，价格有一定提升空间，预计毛利率较上半年有所改善。公司房地产业务将加大力度开拓外埠业务，并积极参与保障房建设项目，形成对商业地产开发的一个补充。

◆盈利预测与投资评级:

公司未来增长仍依赖白酒业务，产品结构升级有助于提升白酒业务毛利率；此外，肉品业务和种猪业务规模的扩大也是较为重要的增长点。我们预计公司 11-13 年实现 EPS 分别为 0.95 元、0.85 元、1.17 元，我们给予目标价 21.25-25.50 元，对应 12 年 25-30 倍 PE，买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	6,087	6,268	7,279	8,109	8,817
营业收入增长率	17.61%	2.98%	16.12%	11.41%	8.72%
净利润(百万元)	161	265	416	372	515
净利润增长率	-27.34%	65.21%	56.73%	-10.46%	38.33%
EPS(元)	0.37	0.61	0.95	0.85	1.17
ROE(归属母公司) (摊薄)	6.70%	9.99%	14.03%	11.60%	14.26%
P/E	51	31	20	22	16

买入(首次)

当前价/目标价: 18.84/25.50 元

目标期限: 6 个月

分析师

李婕

(执业证书编号: S0930511010001)

联系人

刘晓波

021-2216 9177

liuxb@ebcn.com

王碧玉

021-2216 9316

wangbiyu@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股): 4.39

总市值(亿元): 85.52

一年最低/最高(元): 15.93/29.15

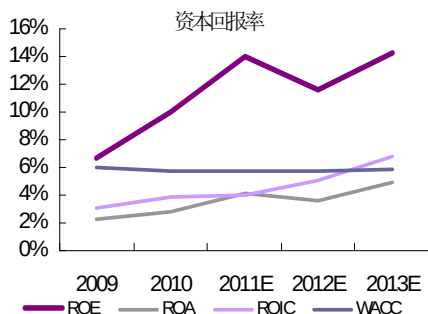
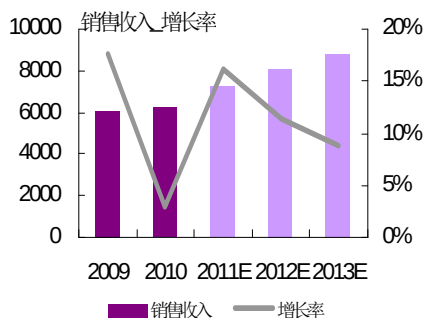
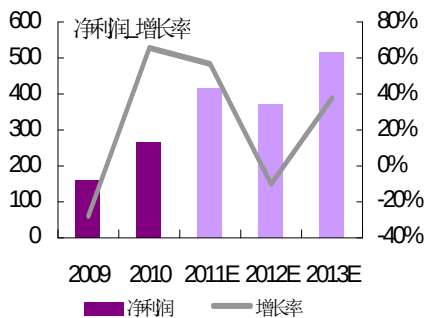
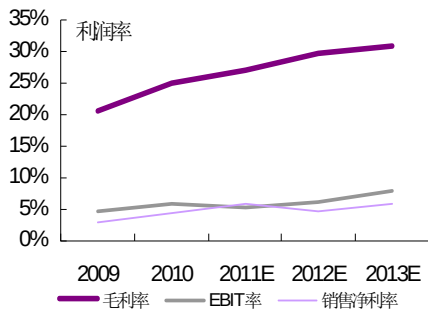
近 3 月换手率: 115.02%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.32	16.00	-3.06
绝对	8.03	10.00	0.73



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,087	6,268	7,279	8,109	8,817
营业成本	4,833	4,693	5,303	5,699	6,105
折旧和摊销	89	135	385	394	399
营业税费	228	291	364	405	441
销售费用	485	534	670	762	802
管理费用	260	375	546	730	776
财务费用	42	34	67	76	77
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	160	1	1
营业利润	245	340	488	437	616
利润总额	245	347	495	444	623
少数股东损益	23	16	5	5	14
归属母公司净利润	160.61	265.35	415.88	372.40	515.14

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	8,026	9,929	10,322	10,512	10,632
流动资产	4,666	4,960	5,747	6,232	6,700
货币资金	822	1,205	1,092	1,216	1,323
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	249	156	205	229	249
应收票据	18	28	29	32	35
其他应收款	40	44	73	81	88
存货	2,323	2,489	3,182	3,419	3,663
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	34	34	50	50	50
固定资产	1,566	3,364	3,274	3,077	2,819
无形资产	256	975	926	880	836
总负债	5,481	7,133	7,215	7,154	6,858
无息负债	1,123	1,691	1,822	1,924	2,005
有息负债	4,358	5,442	5,393	5,230	4,853
股东权益	2,546	2,796	3,107	3,358	3,774
股本	439	439	439	439	439
公积金	1,384	1,440	1,465	1,465	1,465
未分配利润	575	778	1,059	1,306	1,708
少数股东权益	148	139	144	149	163

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	138	651	-59	589	723
净利润	161	265	416	372	515
折旧摊销	89	135	385	394	399
净营运资金增加	763	-631	922	382	388
其他	-875	882	-1,781	-560	-580
投资活动产生现金流	-1,184	-1,176	171	-99	-49
净资本支出	1,185	1,176	200	100	50
长期投资变化	34	34	-16	0	0
其他资产变化	-2,403	-2,385	-13	-199	-99
融资活动现金流	760	908	-226	-365	-568
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,449	1,084	-49	-163	-377
无息负债变化	-145	568	131	102	81
净现金流	-286	384	-114	125	106

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.61%	2.98%	16.12%	11.41%	8.72%
净利润增长率	-27.34%	65.21%	56.73%	-10.46%	38.33%
EBITDA 增长率	-5.26%	36.07%	53.04%	16.12%	20.44%
EBIT 增长率	-11.49%	30.98%	5.56%	29.43%	35.19%
估值指标					
PE	51	31	20	22	16
PB	3	3	3	3	2
EV/EBITDA	34	26	18	15	12
EV/EBIT	45	36	35	27	19
EV/NOPLAT	60	44	41	32	23
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	20.61%	25.13%	27.15%	29.73%	30.76%
EBITDA 率	6.15%	8.13%	10.72%	11.17%	12.38%
EBIT 率	4.70%	5.97%	5.43%	6.31%	7.85%
税前净利润率	4.03%	5.54%	6.80%	5.47%	7.06%
税后净利润率 (归属母公	2.64%	4.23%	5.71%	4.59%	5.84%
ROA	2.28%	2.84%	4.08%	3.59%	4.98%
ROE (归属母公司) (摊	6.70%	9.99%	14.03%	11.60%	14.26%
经营性 ROIC	3.12%	3.92%	3.98%	5.09%	6.86%
偿债能力					
流动比率	1.04	0.79	0.91	0.99	1.12
速动比率	0.52	0.40	0.40	0.45	0.51
归属母公司权益/有息债务	0.55	0.49	0.55	0.61	0.74
有形资产/有息债务	1.78	1.64	1.74	1.84	2.01
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.37	0.61	0.95	0.85	1.17
每股红利	0.10	0.25	0.29	0.26	0.36
每股经营现金流	0.31	1.48	-0.13	1.34	1.65
每股自由现金流(FCFF)	-3.76	-0.24	-0.91	0.80	1.26
每股净资产	5.47	6.06	6.76	7.32	8.23
每股销售收入	13.88	14.29	16.60	18.49	20.10

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com