

第三季度继续超预期增长209% 维持评级

2011年11月1日

强烈推荐/维持

金种子酒

财报点评

——金种子酒（600199）2011年三季度报点评

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: yynlijw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017	
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

公司10月31日发布2011年三季度报: 1-9月实现营业收入14.02亿元, 归属于母公司净利润约2.84亿元, 同比增长39.96%和152.26%, EPS0.51元。其中, 7-9月实现营业收入4.1亿元, 同比增长14.86%, 净利润8260万元, 同比增长209.63%, EPS0.15元, 继续超预期增长。

表1: 公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入(百万元)	326.04	318.60	357.24	378.05	626.38	365.58	410.32
增长率(%)	32.38%	42.85%	30.11%	25.29%	92.12%	14.75%	14.86%
毛利率(%)	41.31%	44.86%	41.23%	41.47%	58.48%	59.75%	60.58%
期间费用率(%)	12.69%	17.79%	21.05%	24.42%	17.78%	21.97%	18.44%
营业利润率(%)	16.57%	16.70%	9.84%	15.31%	25.60%	29.30%	27.47%
净利润(百万元)	42.80	42.98	26.69	56.54	120.48	80.73	82.47
增长率(%)	152.76%	206.72%	85.09%	116.65%	181.47%	87.81%	209.00%
每股盈利(季度, 元)	0.164	0.083	0.051	0.102	0.217	0.145	0.149
资产负债率(%)	35.31%	32.46%	38.53%	28.72%	24.08%	20.85%	21.47%
净资产收益率(%)	6.11%	5.77%	3.45%	4.13%	8.07%	5.13%	4.98%
总资产收益率(%)	3.95%	3.90%	2.12%	2.94%	6.13%	4.06%	3.91%

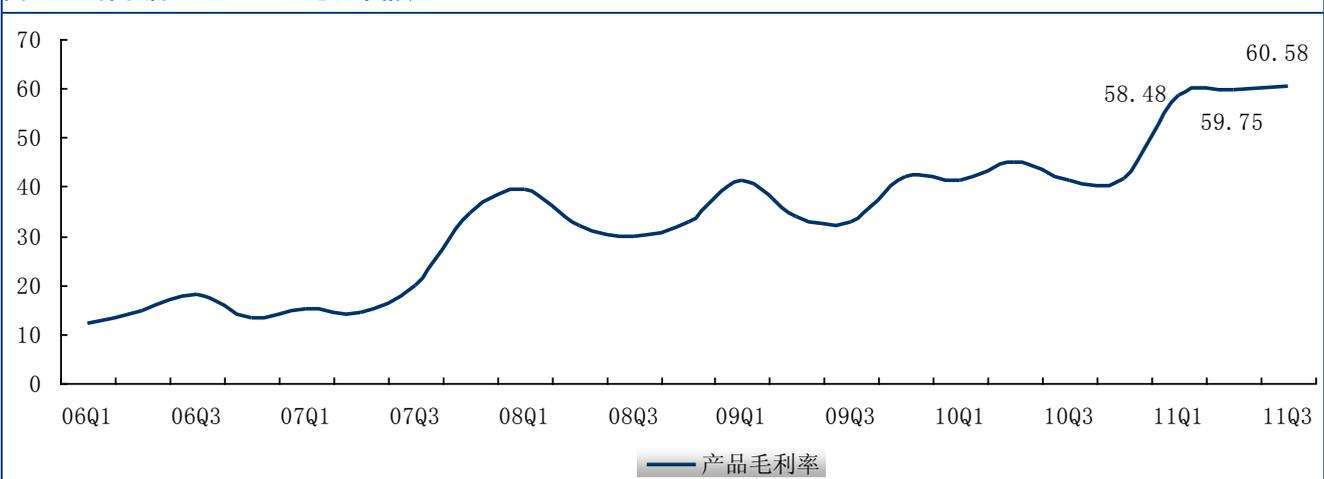
评论:

积极因素:

- **超预期增长的动力主要来自五种接力, 而且最重要的是营销接力。**公司今年前三季度净利润的增速为152.26%, 大幅超越市场预期, 第三季度净利润的增速更是达到209%, 为10Q1以来最好水平。公司的超预期发展动力主要来自于产品接力、营销接力、市场接力、管理接力和理念接力, 特别是营销接力。今年6月, 我们在对公司进行第二次草根调研时发现, 在二线白酒中, 能够对县及以下市场进行深度营销、做到三个到位、五个垄断、厂商合一、同价位第一品牌的, 只有公司独此一家, 可以说公司也是目前白酒企业在县及以下区域市场营销做得最好的。正是由于这五种接力的综合发酵, 形成了公司一再超预期增长的强大动力。

- **产品接力铸就毛利率创06Q1以来新高。**从06Q1以来，公司的毛利率随着产品接力的进行而不断的稳步提升，去年底，公司推出了历经多年潜心打造的中高端战略产品——徽蕴·金种子，毛利率的水平也发生了质的飞跃，从10Q4的41.47%跃升至11Q1的58.48%，提升了17个百分点。今年随着徽蕴·金种子市场在合肥等地上市，上半年仅在合肥等少数城市就实现8000万元左右的销售额，公司的毛利率也达到近六年的新高60.58%。
- **期间费用率同比减少2.61个百分点，营销管理费用小幅增长突出营销性价比。**第三季度公司的期间费用率为18.44%，同比减少2.64个百分点。其中，销售费用同比增加3.57%，管理费用同比增加5.44%，都大幅低于营业收入的增速，财务费用同比减少589.48%，期间费用控制良好。在收入和利润大幅增长的情况下，销售费用和管理费用仅仅小幅增长，在利息费用大幅下降的情况下整体期间费用下降明显，说明公司管理良好甚至优秀，其营销与业绩增长的性价比的确很高，几乎可以认为公司的营销是目前所有白酒上市公司中性价比最高的。

图 1：金种子酒 06Q1-11Q3 毛利率情况



资料来源：东兴证券研究所

消极因素：

- **营业收入增速比去年同期低15.25个百分点，为09Q1以来次差水平。**第三季度公司营业收入增速为14.86%，不仅大幅低于净利润的增速，也比去年同期营业收入的增速低15.25个百分点，仅略高于今年第二季度营业收入的增速。虽然营业收入连续两个季度的都保持低增速，但是净利润增速和毛利率水平都不断上行，这反映出公司的产品结构在不断向上调整，产品接力的协同效果开始显现，公司的成本控制能力也不断成熟。

业务展望：

- **徽蕴·金种子年份酒形成产品接力良好态势，正在拉升品牌高度。**长期以来，公司主要在县乡市场销售的100元以下的白酒产品，给人的印象是品牌高度严重不足，管理层对此也逐渐有了深刻认识。2010年底，公司推出了历经多年潜心打造的中高端战略产品——徽蕴·金种子，该系列产品属于年份酒，以内涵丰富的徽文化为品牌诉求，分为6年、10年和20年三个档次，终端价位每瓶分别为228元、598元和1280元。

为配合徽蕴·金种子的推出，公司还在央视一套和安徽卫视等强势媒体投放“徽蕴·金种子”广告，不断向消费者强化“金种子·传天下”品牌内涵。在独特的品牌诉求和公司营销运作的支持下，徽蕴·金种子得到了市场的认可，上半年仅在合肥等少数城市的销售额就在8000万元左右，形成了产品从中低端向中高端转变的良好态势，也成为公司寄予完善产品结构和拉升品牌高度之厚望的扛鼎之作。

- **省内市场接力增长，继续做深、做透、做细、做强。**近年来，安徽经济发展提速，白酒市场也随之迅速扩大，估计年销售额接近160亿元以上。同时，安徽白酒品牌众多，市场竞争激烈，有“东不入皖、西不入川”之说，特别是中高端市场，在中心城市及以上区域更是红海一片，而身处安徽的金种子酒，对于家门口中高端市场的开拓和占有具有重要的战略意义。所以，省内市场一直是公司战略布局的关键点，04年以来公司从阜阳本地市场开始，重点发展皖南市场，到09年皖南市场出现飞跃式增长，祥和、柔和种子酒被誉为皖南同价位第一品牌；10年开始谋取皖北市场，实现几何级数增长，不少县市年销售额也达数千万，2011年有望达到亿元甚至数亿元级别。今年6月份我们对安徽省内外的市场销售情况进行草根调研发现，省内各地区市场接力增长，皖南地区整体增长超过预期，如东至县将会增长100%以上，池州、芜湖等增长80%以上，中部的合肥、六安，皖北的宿州、淮北、淮南等则增速可达或超过100%。未来公司会继续做深、做透、做细、做强省内市场，在每个区域市场实行精耕细作，努力做到小区域高占有。
- **省外市场接力省内市场，五年内再造一个安徽市场。**公司已经明确2010下半年开始把省内营销模式复制到省外，重点开发湖北咸宁、黄冈、黄石以及江西九江等沿安徽边界的10个地区、72个县市，而且大都选择三四线区域和农村地区进行布局，因为这些区域白酒的消费刚性很强，市场空间较大，是一片蓝海市场，更重要的是这些区域白酒消费习惯与安徽省相似，易于把安徽省的营销模式成功嫁接。具体营销方面，公司已在2010年重点抽调安徽省内优秀营销人员组成精英团队，三五人一小组，县乡村逐级部署，2011年将集中发力，持续打造多个年销售额超过2000万元的样板县市，以确保省外重点市场成功开拓。这些区域人口总和与安徽省现有人口相当，如果公司在未来五年能够接力安徽省内皖南和皖北市场的成功，则相当于在五年内“再造一个安徽市场”。
- **打造柔和型白酒，白酒消费理念创新接力。**金种子酒是浓香型白酒，但在产品品质诉求上，与白酒行业某些流行元素如高度酒、烈性酒区别开来，坚持绿色品质，柔和口感，“不冲不刺”，打造一种全新的白酒消费时尚。上半年，我们在草根调研的时候发现，在公司重点销售区域可以随处看到“好酒自然柔和”这一金字招牌，在绩溪县一个酒水批发部内巨幅悬挂的“品质绝对稳定”、“口感绵柔无比”、“酒体极度纯净”和“健康白酒的领导者”等广告语让消费者对公司的产品品质诉求以及产品品质有了更清晰的认识，也让金种子酒和其他的白酒形成差异化——在柔和型白酒品质诉求的基础上，公司接力创新白酒消费理念，倡导健康饮酒，“好酒不上头”，提倡适度饮酒，科学饮酒，行业发展的责任感之诉求和追求更加清晰可见。
- **阜阳市政府大力支持，十二五末公司的市值或超400亿元。**十一五期间，公司多项经济指标巨幅增长的辉煌成就促成阜阳市政府主动发力要求并支持公司跨越式发展，主要表现为市主要政府领导亲自挂帅成立金种子跨越式发展领导小组，提出再给1000亩地建设金种子生态产业园（超过公司现有占地规模约1.5倍），并带领主要部门深入调研规划，要求公司十二五末期税收达到12亿元。根据税收目标测算，公司2015年税收规模将是2010年的4倍，即翻两番或增长300%。以此倒推，公司相应的收入、利润等指标将会达到与税收几乎相当甚至更高的增速。比如，到2015年收入或将达到或超过40亿元、净利润有望进入10亿元台阶，否则将完不成税收指标。当然，假如股本规模保持5.55775亿股不变，则EPS会达到1.9元，以40倍PE估测，股价将达到76元，对应市值超过400亿元，相当于当前市值约400%。

盈利预测与投资评级：

基于对公司市场接力、产品接力、营销接力、管理接力和理念创新接力这“五大接力”给公司业绩带来的高速增长预期，以及阜阳市政府的大力支持的考虑，我们认为公司今年全年净利润的增速可望达到 150%以上，预计 11-13 年 EPS 0.759 元、1.24 元和 1.88 元，11 年动态 PE 为 25.42 倍，12 年和 13 年对应 PE 也仅为 16 倍和 10 倍，估值严重偏低。考虑到二级市场的低迷，我们给予公司六个月目标价 26 元预期，相当于 11 年动态 PE34 倍（二线酒很难见到的低估值水平）、12 年 21 倍，与当前价位还有约 40%的提升空间，故继续强烈推荐。

风险提示：

公司中高端品牌“徽蕴·金种子”在合肥以外城市的推广面临更多竞争对手；省内外区域经理等中高级销售人才可能不足会影响市场开拓和营销增长。

表 2：公司 2011-2013 年盈利预测表

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,045.63	1,379.93	2207.89	3267.67	4509.39
(+/-)	58.02%	31.97%	60.00%	48.00%	38.00%
经营利润（EBIT）	94.16	200.27	336.45	522.84	757.59
(+/-)	218.68%	112.68%	68.00%	55.40%	44.90%
净利润	71.46	169.01	421.85	686.77	1042.52
(+/-)	227.06%	136.72%	149.60%	62.80%	51.80%
每股净收益（元）	0.27	0.32	0.76	1.24	1.88
市盈率（倍）	71.56	60.38	25.42	15.58	10.28

资料来源：东兴证券研究所

表 3：公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	营业收入增长 39.96%	白酒产品销售大幅增长
2	销售费用增长 76.33%	白酒产品宣传、促销力度加大
3	资产减值损失增长 622.15%	报告期收回前期已计提坏帐准备款项，转回坏帐准备
4	营业外支出减少 75.57%	上年同期发生固定资产处置损失及捐款支出 215 万元
5	所得税费用增加 235.80%	营业收入大幅增长、利润总额增长
6	应收账款增长 261.93%	报告期新增跨期结算货款
7	预收帐款减少 51.35%	满足销售条件的货物已发出，预收款已结算
8	应交税费增加 150.40%	白酒产品销售大幅增长，应交税金增加

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务业研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。