

金种子酒 (600199.SH)

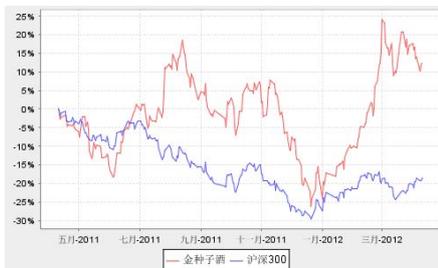
产品结构调整推动盈利能力上台阶

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 34.0-35.8
 联系人: 邢庭志 分析师: 谢刚
 食品饮料小组 S0740510120005
 021-20315162 021-20315178
 xingtz@r.qlzq.com.cn xiegang@r.qlzq.com.cn
 2012年4月26日 2012年4月26日

基本状况

| | |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股) | 555.78 |
| 流通股本(百万股) | 555.78 |
| 市价(元) | 20.55 |
| 市值(百万元) | 11421.18 |
| 流通市值(百万元) | 11421.18 |

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

| 指标 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,045.63 | 1,379.93 | 1,732.71 | 2,286.80 | 3,167.11 |
| 营业收入增速 | 58.02% | 31.97% | 25.56% | 31.98% | 38.50% |
| 净利润增长率 | 227.06% | 136.72% | 117.13% | 63.64% | 53.62% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.27 | 0.30 | 0.66 | 1.08 | 1.66 |
| 前次预测每股收益(元) | 0.27 | 0.30 | 0.68 | 1.09 | 1.71 |
| 市场预测每股收益(元) | — | — | — | — | — |
| 偏差率(本次-市场/市场) | — | — | — | — | — |
| 市盈率(倍) | 63.53 | 68.65 | 22.57 | 19.57 | 12.74 |
| PEG | 0.28 | 0.50 | 0.19 | 0.31 | 0.24 |
| 每股净资产(元) | 2.50 | 2.46 | 3.12 | 4.20 | 5.86 |
| 每股现金流量 | 1.18 | 0.31 | 0.65 | 1.17 | 1.74 |
| 净资产收益率 | 10.94% | 12.37% | 21.17% | 25.73% | 28.33% |
| 市净率 | 6.95 | 8.49 | 4.78 | 5.04 | 3.61 |
| 总股本(百万股) | 260.72 | 555.78 | 555.78 | 555.78 | 555.78 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 金种子酒 2011 年营达到 17.64 亿元，略微低于原有预期，主要为微利医药业务减少至 2 亿元所致；利润增长符合预期；
- 2012 年 Q1 营收 7.33 亿元，同比增长 17%，低于预期的原因为公司医药业务进一步降低，区域 2012 年继续下降至 1.5 亿元，且 2011 年 Q1 为全年营收高位，季节实际结算和波动因素较大；
- 2012 年 Q1 净利润 1.93 亿元，同比增长 60.44%，符合预期；一季度营收低于预期，而收入符合预期的核心原因是公司产品结构的调整使得毛利率提升至 63.8%，高于去年同期的 58.4% 约 5.4 个百分点，销售费用率下降至 10.4%，从而使得公司净利润率提升至 26.4%；
- 公司现金净流量显示的现金盈余不及本期应计盈余，主要为旺季经销商现金紧张而增加票据的使用和部分应收账款的增加所致；
- 当前公司在整个安徽的增长势头良好，产品结构调整稳健，公司定位大众酒类市场的战略没有发生变化；
- 随着公司的产能和其他募头项目的完成，公司的产品和营销竞争力将继续稳步提升；
- 看好公司大众品定位和持续的成长能力；
- 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.66、1.08 和 1.66 元；
- 维持金种子酒 “买入” 评级，2012 年目标价 34.0-35.8 元，对应 2013 年 21 倍 PE，建议积极买入。

附件一：财务报表预测

图表 1：金种子财务报表预测

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 销售净收入 | 662 | 1,046 | 1,380 | 1,733 | 2,287 | 3,167 |
| 增长率 | -15.99% | 58.0% | 32.0% | 25.6% | 32.0% | 38.5% |
| 销售成本 | -432 | -640 | -786 | -651 | -771 | -1,002 |
| %收入 | 65.2% | 61.2% | 57.0% | 37.6% | 33.7% | 31.6% |
| 毛利 | 230 | 406 | 594 | 1,082 | 1,515 | 2,165 |
| %收入 | 34.8% | 38.8% | 43.0% | 62.4% | 66.3% | 68.4% |
| 销售及行政费用 | -181 | -298 | -418 | -592 | -709 | -931 |
| %收入 | 27.4% | 28.5% | 30.3% | 34.2% | 31.0% | 29.4% |
| EBITDA | 49 | 107 | 176 | 489 | 806 | 1,234 |
| %收入 | 7.4% | 10.3% | 12.7% | 28.2% | 35.3% | 39.0% |
| 折旧与摊销 | -11 | -12 | -12 | -11 | -11 | -12 |
| %收入 | 1.7% | 1.1% | 0.9% | 0.6% | 0.5% | 0.4% |
| EBIT | 37 | 95 | 164 | 479 | 795 | 1,222 |
| %收入 | 5.6% | 9.1% | 11.9% | 27.6% | 34.8% | 38.6% |
| 利息费用 | -7 | -1 | -1 | 3 | 4 | 6 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 税前经营收益 | 31 | 95 | 197 | 482 | 799 | 1,228 |
| %收入 | 4.6% | 9.1% | 14.3% | 27.8% | 35.0% | 38.8% |
| 其他非经营收益 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 税前利润 | 31 | 95 | 197 | 483 | 800 | 1,230 |
| %收入 | 4.7% | 9.0% | 14.3% | 27.9% | 35.0% | 38.8% |
| 所得税 | -9 | -23 | -28 | -116 | -200 | -307 |
| 所得税率 | 30.0% | 24.4% | 14.4% | 24.0% | 25.0% | 25.0% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于普通股股东净利润 | 22 | 71 | 169 | 367 | 600 | 922 |
| 净利率 | 3.3% | 6.8% | 12.2% | 21.2% | 26.3% | 29.1% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 净利润 | 22 | 71 | 169 | 367 | 600 | 922 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 13 | 13 | 9 | 11 | 11 | 12 |
| 非经营收益 | 3 | -2 | -34 | -1 | -1 | -1 |
| 营运资金变动 | 106 | 225 | 29 | -16 | 42 | 33 |
| 经营活动现金净流 | 143 | 307 | 174 | 360 | 653 | 966 |
| 资本开支 | 13 | 20 | 81 | 47 | 53 | 54 |
| 投资 | 0 | -3 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -13 | -23 | -56 | -47 | -52 | -54 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 540 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -83 | 43 | -75 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -7 | -1 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | -90 | 42 | 461 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净流量 | 41 | 326 | 579 | 313 | 600 | 912 |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 货币资金 | 79 | 405 | 984 | 1,297 | 1,897 | 2,809 |
| 应收账款 | 88 | 98 | 287 | 355 | 462 | 631 |
| 存货 | 188 | 183 | 212 | 163 | 193 | 250 |
| 其他流动资产 | 9 | 3 | 25 | 26 | 31 | 41 |
| 流动资产合计 | 365 | 690 | 1,508 | 1,842 | 2,584 | 3,730 |
| %总资产 | 45.9% | 60.4% | 78.5% | 80.4% | 84.0% | 87.5% |
| 长期投资 | 120 | 123 | 122 | 122 | 122 | 122 |
| 固定资产 | 92 | 115 | 191 | 230 | 275 | 321 |
| 无形资产 | 213 | 207 | 90 | 88 | 86 | 83 |
| 非流动资产合计 | 430 | 452 | 412 | 449 | 491 | 535 |
| %总资产 | 54.1% | 39.6% | 21.5% | 19.6% | 16.0% | 12.5% |
| 资产总计 | 794 | 1,143 | 1,920 | 2,291 | 3,075 | 4,266 |
| 短期借款 | 32 | 75 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 114 | 310 | 473 | 436 | 595 | 818 |
| 其他流动负债 | 67 | 96 | 67 | 107 | 132 | 177 |
| 流动负债 | 213 | 481 | 539 | 543 | 727 | 996 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 0 | 6 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 负债 | 213 | 487 | 551 | 555 | 739 | 1,008 |
| 普通股股东权益 | 578 | 653 | 1,366 | 1,733 | 2,333 | 3,255 |
| 少数股东权益 | 3 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 负债股东权益合计 | 794 | 1,143 | 1,920 | 2,291 | 3,075 | 4,266 |

| 比率分析 | | | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益(元) | 0.084 | 0.274 | 0.304 | 0.660 | 1.080 | 1.659 |
| 每股净资产(元) | 2.215 | 2.503 | 2.458 | 3.118 | 4.198 | 5.857 |
| 每股经营现金净流(元) | 0.550 | 1.179 | 0.312 | 0.648 | 1.174 | 1.738 |
| 每股股利(元) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 3.78% | 10.94% | 12.37% | 21.17% | 25.73% | 28.33% |
| 总资产收益率 | 2.75% | 6.25% | 8.80% | 16.01% | 19.52% | 21.62% |
| 投入资本收益率 | 6.32% | 35.63% | 53.32% | 115.02% | 188.34% | 280.08% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -15.99% | 58.02% | 31.97% | 25.56% | 31.98% | 38.50% |
| EBIT增长率 | -44.79% | 155.78% | 71.40% | 192.72% | 66.11% | 53.70% |
| 净利润增长率 | -19.55% | 227.06% | 136.72% | 117.13% | 63.64% | 53.62% |
| 总资产增长率 | 3.78% | 43.89% | 68.03% | 19.32% | 34.23% | 38.72% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 29.0 | 13.5 | 7.2 | 5.0 | 4.5 | 4.0 |
| 存货周转天数 | 149.6 | 103.9 | 90.4 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| 应付账款周转天数 | 38.3 | 48.3 | 53.4 | 49.2 | 50.4 | 50.5 |
| 固定资产周转天数 | 46.1 | 33.1 | 27.5 | 21.7 | 16.2 | 11.4 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -8.17% | -50.44% | -71.92% | -74.76% | -81.23% | -86.22% |
| EBIT利息保障倍数 | 7.3 | 137.3 | 153.2 | — | — | — |

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%+5%

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。