买入 **29%** ⬆

目标价格: 人民币 27.20

600199.SS 原目标价格: 人民币 25.50

价格: 人民币 21.14

目标价格基础: 26 倍 12 年市盈率

板块评级: 增持

金种子酒

升级换挡，稳健增长

金种子酒 2011 年实现销售收入 17.65 亿元，同比增长 27.87%（期间战略调整，生化制药业务收入大幅下降 56%，酒类业务收入同比增长达到 77%）；实现营业利润 4.83 亿元，同比增长 141.10%；实现利润总额 4.84 亿元，同比增长 145.30%；实现归属上市公司股东净利润 3.66 亿元，同比增长 116.52%，实现上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.43 亿元，同比增长 136.33%。每股收益 0.66 元，虽略低于市场一致预期，但仍属高增长。2012 年 1 季度收入增长 17.06%，主要受生化制药收入下降影响，净利润同比增长 60.44%，每股收益 0.35 元。我们将目标价格上调至 27.20 元，维持买入评级。

本报告要点

- 年报季报点评；白酒主业更加突出，全年增长 77%，收入占比超过 85%
- 毛利率大幅提升
- 高端新产品达 2 亿，省外销售超 2 亿

我们的观点有何不同?

- 看好金种子的省内精耕和升级，省外复制和扩张
- 提高目标价和维持买入评级

主要催化剂/事件

- 高端酒继续高增长，省外收入大幅提升

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	48	(2)	40	16
相对新华富时 A50 指数	35	(6)	37	30

发行股数 (百万)	556
流通股 (%)	67.93
流通股市值 (人民币 百万)	7,981
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	127
净负债比率 (%) (2012E)	净现金
主要股东 (%)	
金种子集团	32.07

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2012 年 4 月 26 日收市价为标准

支撑评级的要点

- 白酒业务高速增长 76.95%，生化制药业务收缩，整体盈利能力得到大幅提升，2011 年度毛利率大幅提升 18.5 个百分点，2012 年 1 季度继续提升 5.3 个百分点。
- 白酒业务收入占比大幅提升至 85.8%，公司主业更加清晰，未来可能对生化制药业务进行战略重组，根本上提升盈利能力。
- 白酒升级换挡，高档产品打造成功，省外市场新突破。徽蕴金种子收入超过 2 亿元，省外市场收入超过 2 亿元。预计 2012 年徽蕴金种子系列收入有望增长 150%以上。
- 公司计划 2012 年销售收入 22 亿元，净利润 5.5 亿元，意味收入和净利润分别同比增长 25%、50%。

评级面临的主要风险

- 白酒行业景气度下滑，消费不振；
- 业绩释放求稳。

估值

- 我们略调整 12-14 每股收益为 1.05 元、1.47 元和 1.92 元，目前市价相当于 2012 年 20.2 倍市盈率，我们将目标价由 25.50 元略调高至 27.20 元，相当于 2012-13 年 26 倍和 18.5 倍市盈率，维持***买入***评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	1,380	1,765	2,274	2,965	3,848
变动 (%)	*32.0*	*27.9*	*28.9*	*30.4*	*29.8*
净利润 (人民币 百万)	166	367	582	818	1,065
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.30	0.66	1.05	1.47	1.92
变动 (%)	*136.7*	*116.5*	*58.9*	*40.8*	*30.2*
市场预期每股收益 (人民币)			1.05	1.47	
先前预测每股收益（人民币）			1.08	1.46	
调整幅度 (%)			*(3.2)*	*0.8*	
核心每股收益 (人民币)	0.30	0.66	1.05	1.47	1.92
变动 (%)	*136.7*	*116.5*	*58.9*	*40.8*	*30.2*
全面摊薄市盈率(倍)	69.5	32.1	20.2	14.4	11.0
核心市盈率 (倍)	69.5	32.1	20.2	14.4	11.0
每股现金流量 (人民币)	0.31	0.27	1.45	1.85	2.21
价格/每股现金流量 (倍)	67.7	79.8	14.6	11.4	9.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	50.4	22.3	13.2	8.7	6.1
每股股息 (人民币)	0.00	0.18	0.31	0.44	0.57
股息率 (%)	0.00	0.85	1.48	2.09	2.72

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘都
(8621) 2032 8510
du.liu@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120001
**苏铖为本报告重要贡献者*

业绩综述

金种子酒 2011 年实现销售收入 17.65 亿元，同比增长 27.87%（**期间战略调整，生化制药业务收入大幅下降 56%，酒类业务收入同比增长达到 77%**）；实现营业利润 4.83 亿元，同比增长 141.10%；实现利润总额 4.84 亿元，同比增长 145.30%；实现归属上市公司股东净利润 3.66 亿元，同比增长 116.52%，实现上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.43 亿元，同比增长 136.33%。每股收益 0.66 元，虽略低于市场一致预期，但仍属高增长。

2012 年 1 季度收入增长 17.06%，主要受生化制药收入下降影响，净利润同比增长 60.44%，每股收益 0.35 元。

酒类业务带动收入增长。公司生化制药业务以流通为主，盈利能力较弱，常年毛利率低于 4%。2011 年公司对生化制药业务进行梳理调整，主动缩减销售规模，上半年制药业务收入 1.29 亿元，同比下降 41.92%，全年应收 2.06 亿元，同比下降 55.98%。同期白酒业务收入同比分别增长 102.37%和 76.95%，白酒业务成为带动公司收入增长的核心，2009-2011 年白酒业务收入占比分别为 58.1%、62.0%和 85.8%。

白酒业务带动毛利率大幅提升。消费升级大背景下，白酒行业景气度已经持续超过 7 年，省内白酒消费主流价格持续攀升，公司白酒产品结构也同步得到有效升级提升，白酒业务毛利率 2009-11 年分别为 62.53%、66.37%和 69.81%，随着白酒业务占比的大幅提升，公司综合毛利率也得到显著提升。2011 年综合毛利率 60.7%，同比大幅提升 18.5 个百分点，2012 年 1 季度综合毛利率 63.8%，同比提高 5.3 个百分点。

白酒业务贡献近乎 100%利润。公司控股 92%的生化制药业务实现收入 2.06 亿元，净利润为-15 万元，即全部净利润由白酒业务贡献。

产品升级换挡，高价位酒取得重大突破。2011 年，公司推出高端新品徽蕴金种子系列，走量产品为终端价 200 元左右的“6 年”，抓住省内消费升级和高端品牌相对缺失的机遇，取得重大突破，以团购和专卖店为主销渠道，半年左右销售额达 2 亿元。

与此同时，公司凭借扎实的渠道开拓和终端销售能力，坚决执行“再造一个安徽市场战略”，省外市场销售亦成果斐然，全年销售超过 2 亿元，占酒类收入比重约 15%。

未来生化业务还可能有机会重组。我们预计公司生化制药业务 2012 年还会进行重组，引入战略投资者是不错的选择，增强研发和制药能力，真正提升自身盈利水平，这将对上市公司构成实质性利好。

2012 年徽蕴金种子系列有望成倍增长。2011 年公司徽蕴金种子系列新品销售达到 2 亿元。目前安徽省内 200 元价位消费正在培育，相关品牌正在打造，公司取得了一定的先机。2011 年实质性运作大约半年时间，我们认为自然增长 2012 年即可实现 100%增长，预计最终可能达到 6 亿附近销售额。

对比洋河 2012 年全面启动深度全国化，我们认为终端销售能力同样优秀的金种子，具备一定程度战略前瞻性的金种子，2012 年的发展同样值得看好。

图表 1.公司利润表分析

(人民币，百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变动(%)
一、营业总收入	1,379.93	1,764.56	27.87	626.38	733.23	17.06
营业收入	1,379.93	1,764.56	27.87	626.38	733.23	17.06
二、营业总成本	1,214.49	1,281.72	5.54	466.04	479.66	2.92
营业成本	798.25	693.52	(13.12)	260.05	265.52	2.10
营业税金及附加	153.68	258.87	68.44	94.63	113.30	19.74
销售费用	200.49	275.95	37.64	85.82	76.12	(11.30)
管理费用	63.97	84.53	32.14	26.56	26.21	(1.29)
财务费用	1.15	(15.85)	(1,482.17)	(1.01)	(1.50)	48.35
资产减值损失	(3.05)	(15.31)	401.48	0.00	0.00	
三、其他经营收益						
投资净收益	34.83	0.00	(100.00)			
四、营业利润	200.27	482.85	141.10	160.33	253.57	58.15
加：营业外收入	2.12	2.40	13.13	0.39	4.16	959.70
减：营业外支出	4.94	0.92	(81.47)	0.06	0.00	(91.62)
五、利润总额	197.45	484.33	145.30	160.67	257.72	60.41
减：所得税	28.44	118.52	316.82	40.19	64.37	60.16
六、净利润	169.01	365.81	116.44	120.48	193.35	60.49
减：少数股东损益	0.06	(0.01)	(119.93)	(0.00)	0.05	(1,098.74)
归属于母公司所有者的净利润	168.95	365.82	116.52	120.48	193.30	60.44
七、每股收益(人民币，元)	0.32	0.66		0.22	0.35	
盈利能力(%)			**百分点变动**			**百分点变动**
毛利率	42.2	60.7	18.5	58.5	63.8	5.3
经营利润率	14.5	27.4	12.9	25.6	34.6	9.0
税前利润率	14.3	27.4	13.1	25.6	35.1	9.5
净利率	12.2	20.7	8.5	19.2	26.4	7.1

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,380	1,765	2,274	2,965	3,848
销售成本	(798)	(694)	(720)	(837)	(1,082)
经营费用	(380)	(604)	(799)	(1,062)	(1,378)
息税折旧前利润	214	481	775	1,093	1,420
折旧及摊销	(12)	(14)	(20)	(26)	(32)
经营利润 (息税前利润)	201	467	756	1,066	1,387
净利息收入/(费用)	(1)	16	13	17	23
其他收益/(损失)	(3)	1	1	0	0
税前利润	195	486	771	1,083	1,411
所得税	(28)	(119)	(189)	(265)	(346)
少数股东权益	(0)	0	0	0	0
净利润	166	367	582	818	1,065
核心净利润	169	366	581	818	1,065
每股收益(人民币)	0.30	0.66	1.05	1.47	1.92
核心每股收益(人民币)	0.30	0.66	1.05	1.47	1.92
每股股息(人民币)	0.00	0.18	0.31	0.44	0.57
收入增长(%)	31.97	27.87	28.86	30.40	29.77
息税前利润增长(%)	112.13	131.86	61.81	41.09	30.14
息税折旧前利润增长(%)	99.70	125.43	61.04	40.93	29.95
每股收益增长(%)	136.72	116.52	58.48	40.52	30.20
核心每股收益增长(%)	136.72	116.52	58.85	40.76	30.20

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	195	486	771	1,083	1,411
折旧与摊销	12	14	20	26	32
净利息费用	1	(16)	(13)	(17)	(23)
运营资本变动	(7)	(218)	27	107	54
税金	(28)	(119)	(189)	(265)	(346)
其他经营现金流	1	(0)	191	92	103
经营活动产生的现金流	174	147	806	1,027	1,230
购买固定资产净值	(82)	(142)	(150)	(120)	(132)
投资减少/增加	26	64	0	0	0
其他投资现金流	0	(32)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(56)	(110)	(150)	(120)	(132)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	(100)	(174)	(245)	(320)
其他融资现金流	461	100	23	28	32
融资活动产生的现金流	461	0	(151)	(218)	(287)
现金变动	579	37	505	689	811
期初现金	405	984	1,022	1,527	2,216
公司自由现金流	117	37	656	907	1,098
权益自由现金流	117	37	656	907	1,098

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	984	1,022	1,527	2,216	3,027
应收帐款	246	451	568	682	808
库存	212	265	288	335	433
其他流动资产	66	56	46	50	59
流动资产总计	1,508	1,794	2,429	3,283	4,327
固定资产	103	191	317	428	506
无形资产	90	183	177	171	164
其他长期资产	218	176	186	174	201
长期资产总计	412	550	680	773	872
总资产	1,920	2,343	3,109	4,056	5,198
应付帐款	117	145	101	109	130
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	422	443	836	1,191	1,559
流动负债总计	539	588	937	1,300	1,688
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	25	34	45	55	64
股本	556	556	556	556	556
储备	797	1,163	1,569	2,142	2,887
股东权益	1,352	1,718	2,125	2,698	3,443
少数股东权益	3	3	3	3	3
总负债及权益	1,920	2,343	3,109	4,056	5,198
每股帐面价值(人民币)	2.46	3.13	3.86	4.89	6.23
每股有形资产(人民币)	2.30	2.80	3.54	4.58	5.93
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.77)	(1.84)	(2.75)	(3.99)	(5.45)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	15.47	27.28	34.09	36.84	36.90
息税前利润率(%)	14.60	26.47	33.23	35.96	36.06
税前利润率(%)	14.10	27.53	33.89	36.54	36.66
净利率(%)	12.04	20.82	25.60	27.59	27.68
流动性					
流动比率(倍)	2.80	3.08	2.61	2.54	2.57
利息覆盖率(倍)	175.6	(29.5)	(58.0)	(61.8)	(59.8)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.40	2.60	2.29	2.27	2.31
估值					
市盈率 (倍)	69.54	31.99	20.18	14.36	11.03
心业务市盈率 (倍)	69.54	32.12	20.22	14.36	11.03
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	89.44	41.14	25.96	18.47	14.19
市净率 (倍)	8.58	6.75	5.47	4.32	3.39
价格/现金流 (倍)	67.71	79.75	14.57	11.44	9.55
企业价值/息税折旧前利润(倍)	50.41	22.29	13.19	8.73	6.14
周转率					
存货周转天数	56.03	54.89	46.20	41.21	41.06
应收帐款周转天数	5.41	11.69	18.25	18.25	18.25
应付帐款周转天数	53.69	76.07	51.10	47.45	43.80
回报率					
股息支付率(%)	0.00	27.35	30.00	30.00	30.00
净资产收益率 (%)	12.35	21.02	27.07	30.08	30.74
资产收益率 (%)	8.80	15.61	18.69	20.17	20.49
已运用资本收益率(%)	11.04	20.13	26.40	29.40	30.03

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371