

二季度销售不淡，皖北市场增长靓丽

2012 年中期财务报告点评

报告关键点:

- 📖 二季度白酒消费淡季，但公司销售不淡
- 📖 皖北市场上半年增长加快
- 📖 预计2012年业绩增长61.2%

报告摘要:

- **二季度淡季不淡。**上半年销售收入12.6亿元，增长27.3%，其中白酒收入11.3亿元，同比增长34.1%。二季度收入5.3亿元，同比增长44.8%，二季度收入增速环比一季度有显著提升，淡季不淡。上半年净利润增长53.2%。
- **毛利提升，费用率下降。**上半年公司毛利率63.7%，提升4.69个百分点，徽韵金种子酒和柔和种子酒销售占比的上升提升了毛利率。我们认为省内市场的产品结构升级将会持续，例如在阜阳市场占有率有绝对优势，但醉三秋的销售占比仍有50%以上，柔和种子酒对醉三秋的替代趋势显著。公司上半年销售费用率11.2%，比去年同期下降了4.3个百分点。销售费用有结构性变化，兑奖费用下降，广告费用上升，适应公司产品结构升级的需要。
- **皖北市场增长有典型性。**2012年我们看到柔和系列酒在皖北市场呈现快速的增长，包括宿州、淮北、淮南、蚌埠等地区，预计宿州2012年销售过亿。柔和种子在2008年开始导入皖北市场，经过3年的渠道铺货和终端消费启动，2011年开始进入高速增长阶段。从分销商的角度看，柔和系列酒的单瓶酒盈利高于其他竞品，更重要的是终端客户点名购买率非常高，走量很大，分销商利润丰厚。我们认为柔和系列在皖北市场的增长有典型性。
- **盈利预测和估值。**预计2012年省外销售收入占比达到10%，省外销售收入2亿元左右。合肥市场2011年销售收入不到2亿元，2012年半年销售已到2亿元，全年收入预计4亿元以上。预计公司2012年EPS1.06元，给予公司6个月目标价26.50元，对应25倍12年PE，维持公司“买入-A”的投资评级。
- **风险提示:** 1) 省内外市场竞争加剧的风险; 2) 白酒食品安全的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,379.9	1,764.6	2,366.8	3,049.4	3,663.5
Growth(%)	32.0%	27.9%	34.1%	28.8%	20.1%
净利润	169.0	365.8	589.8	835.6	1,072.8
Growth(%)	136.7%	116.5%	61.2%	41.7%	28.4%
毛利率(%)	42.2%	60.7%	64.6%	66.7%	67.9%
净利润率(%)	12.2%	20.7%	24.9%	27.4%	29.3%
每股收益(元)	0.30	0.66	1.06	1.50	1.93
每股净资产(元)	2.46	3.13	4.10	5.38	6.86
市盈率	69.4	32.1	19.9	14.0	10.9
市净率	8.6	6.8	5.1	3.9	3.1
净资产收益率(%)	12.3%	21.0%	25.9%	27.9%	28.1%
ROIC(%)	56.3%	96.7%	84.0%	93.1%	89.5%
EV/EBITDA	49.6	15.0	12.7	8.7	6.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	1.6%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

26.50 元

期限: 6个月 上次预测: 28.25元

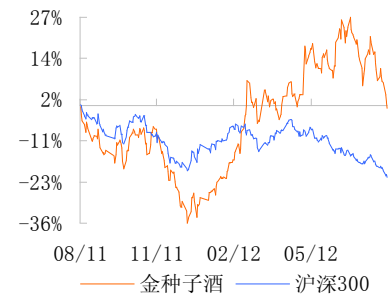
现价(2012年08月30日): 20.24元

报告日期:

2012-08-30

总市值(百万元)	11,510.10
流通市值(百万元)	11,510.10
总股本(百万股)	555.78
流通股本(百万股)	555.78
12个月最低/最高	13.30/27.25 元
十大流通股东(%)	45.04%
股东户数	46,173

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.93)	0.49	21.00
绝对收益	(11.11)	(15.69)	(1.06)

徐昊
010-66581748
执业证书编号

行业分析师
xuhao1@essence.com.cn
S1450511080005
李铁
010-66581633
执业证书编号

前期研究成果

- 金种子酒: 徽蕴金种子酒发力省内中高端, 省外泛区域化扩张
2012-03-19
- 金种子酒: 三季度报超预期, 新品推广顺利
2011-10-31
- 金种子酒: 白酒大省的后起之秀
2009-12-16

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-08-28		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性
营业收入	1,379.9	1,764.6	2,366.8	3,049.4	3,663.5	营业收入增长率	32.0%	27.9%	34.1%	28.8%	20.1%
减: 营业成本	798.3	693.5	838.6	1,015.0	1,174.8	营业利润增长率	112.7%	141.1%	62.8%	41.7%	28.3%
营业税费	153.7	258.9	336.1	436.1	516.6	净利润增长率	136.7%	116.5%	61.2%	41.7%	28.4%
销售费用	200.5	276.0	299.4	366.2	406.7	EBITDA 增长率	99.7%	125.4%	68.6%	40.8%	27.7%
管理费用	64.0	84.5	123.1	126.6	145.8	EBIT 增长率	112.1%	131.9%	66.9%	41.8%	28.3%
财务费用	1.1	-15.8	-6.5	-9.1	-12.0	NOPLAT 增长率	135.5%	105.7%	67.2%	41.7%	28.3%
资产减值损失	-3.1	-15.3	-9.2	0.7	2.0	投资资本增长率	19.7%	92.5%	27.9%	33.4%	13.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	108.6%	27.1%	31.1%	31.1%	27.6%
投资和汇兑收益	34.8	-	0.5	-	-						
营业利润	200.3	482.8	785.9	1,114.0	1,429.8	利润率					
加: 营业外净收支	-2.8	1.5	1.0	0.5	1.0	毛利率	42.2%	60.7%	64.6%	66.7%	67.9%
利润总额	197.4	484.3	786.9	1,114.5	1,430.8	营业利润率	14.5%	27.4%	33.2%	36.5%	39.0%
减: 所得税	28.4	118.5	196.7	278.6	357.7	净利润率	12.2%	20.7%	24.9%	27.4%	29.3%
净利润	169.0	365.8	589.8	835.6	1,072.8	EBITDA/营业收入	15.5%	27.3%	34.3%	37.5%	39.8%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	14.6%	26.5%	32.9%	36.2%	38.7%
货币资金	984.3	1,021.6	1,579.5	2,046.2	2,763.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	27	30	31	30	30
应收帐款	61.1	62.6	101.3	118.8	123.1	流动营业资本周转天数	-18	17	33	41	50
应收票据	225.9	394.1	291.8	518.7	631.0	流动资产周转天数	287	337	313	321	352
预付帐款	25.0	33.7	42.2	59.2	74.7	应收帐款周转天数	7	8	8	7	7
存货	211.8	265.3	275.7	338.2	409.6	存货周转天数	54	50	41	35	36
其他流动资产	-	16.4	24.9	37.8	53.3	总资产周转天数	399	435	407	408	433
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	87	108	121	123	125
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	99.4	96.2	98.5	98.1	97.6	ROE	12.3%	21.0%	25.9%	27.9%	28.1%
投资性房地产	22.3	21.8	20.7	21.3	22.0	ROA	8.8%	15.6%	19.6%	21.4%	21.9%
固定资产	103.2	191.4	214.1	286.9	333.7	ROIC	56.3%	96.7%	84.0%	93.1%	89.5%
在建工程	87.4	49.7	59.8	89.9	102.0	费用率					
无形资产	90.3	182.7	287.2	286.7	276.9	销售费用率	14.5%	15.6%	12.7%	12.0%	11.1%
其他非流动资产	9.2	7.8	7.6	7.8	8.1	管理费用率	4.6%	4.8%	5.2%	4.2%	4.0%
资产总额	1,920.0	2,343.4	3,003.5	3,909.7	4,894.9	财务费用率	0.1%	-0.9%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	19.2%	19.5%	17.6%	15.9%	14.8%
应付帐款	135.5	162.0	169.6	204.9	249.7	偿债能力					
应付票据	-	-	3.3	1.3	2.0	资产负债率	28.7%	25.7%	24.0%	23.5%	22.0%
其他流动负债	404.0	425.9	508.8	669.7	779.3	负债权益比	40.3%	34.7%	31.6%	30.7%	28.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.80	3.05	3.32	3.52	3.91
其他非流动负债	11.9	15.3	23.3	32.5	39.7	速动比率	2.39	2.60	2.93	3.15	3.52
负债总额	551.4	603.2	721.8	917.6	1,076.5	利息保障倍数	175.65	-29.47	-119.85	-121.90	-117.92
少数股东权益	2.8	2.8	3.0	3.2	3.4	分红指标					
股本	555.8	555.8	555.8	555.8	555.8	DPS(元)	-	-	-	0.15	0.35
留存收益	796.7	1,162.5	1,722.9	2,433.2	3,259.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	18.0%
股东权益	1,368.6	1,740.1	2,281.7	2,992.1	3,818.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	1.6%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	169.0	365.8	589.8	835.6	1,072.8	EPS(元)	0.30	0.66	1.06	1.50	1.93
加: 折旧和摊销	12.1	14.4	32.2	37.9	41.6	BVPS(元)	2.46	3.13	4.10	5.38	6.86
资产减值准备	-3.1	-15.3	-9.2	0.7	2.0	PE(X)	69.4	32.1	19.9	14.0	10.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.6	6.8	5.1	3.9	3.1
财务费用	1.1	-15.9	-6.5	-9.1	-12.0	P/FCF	342.1	378.0	28.2	21.8	12.8
投资收益	-34.8	-	-0.5	-	-	P/S	8.5	6.6	5.0	3.8	3.2
少数股东损益	0.1	-	0.3	0.2	0.3	EV/EBITDA	49.6	15.0	12.7	8.7	6.3
营运资金的变动	18.6	-221.3	148.3	-140.7	-61.4	CAGR(%)	70.4%	43.2%	31.1%	26.1%	23.9%
经营活动产生现金流量	173.5	147.3	754.4	724.7	1,043.2	PEG	1.0	0.7	0.6	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-56.1	-110.0	-175.5	-141.0	-91.0	ROIC/WACC	5.6	9.7	8.4	9.3	9.0
融资活动产生现金流量	461.4	-	26.5	-74.5	-181.1	REP	5.2	1.1	1.4	0.9	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

徐昊，食品饮料行业分析师，会计学硕士，3年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011年7月加盟安信证券研究中心。

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

徐昊、李铁分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034