

2012年8月30日

## 主力产品发力促增长 兼并收购提预期

强烈推荐/维持

金种子酒

财报点评

### ——金种子酒（600199）2012年中报点评

刘宏伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: <a href="mailto:yynliw999@hotmail.com">yynliw999@hotmail.com</a>	执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017	
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: <a href="mailto:lidb@dxzq.net.cn">lidb@dxzq.net.cn</a>

#### 事件:

金种子酒 30 日公布中报: 实现营业收入 12.63 亿元, 同比增长 27.31%, 归属于母公司所有者净利润 3.08 亿元, 同比增长 53%, EPS0.5538 元。

#### 公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入(百万元)	378	626	366	410	362	733	530
增长率(%)	25.3%	92.1%	14.7%	14.9%	-4.2%	17.1%	44.9%
毛利率(%)	41.5%	58.5%	59.8%	60.6%	65.6%	63.8%	63.5%
期间费用率(%)	24.4%	17.8%	22.0%	18.4%	21.3%	13.8%	18.1%
营业利润率(%)	15.3%	25.6%	29.3%	27.5%	28.3%	34.6%	29.8%
净利润(百万元)	57	120	81	82	82	193	114
增长率(%)	116.6%	181.5%	87.8%	209.0%	45.3%	60.5%	41.8%
每股盈利(季度, 元)	0.10	0.22	0.15	0.15	0.15	0.35	0.21
资产负债率(%)	28.7%	24.1%	20.9%	21.5%	25.7%	22.1%	21.9%
净资产收益率(%)	4.1%	8.1%	5.1%	5.0%	4.7%	10.0%	5.9%
总资产收益率(%)	2.9%	6.1%	4.1%	3.9%	3.5%	7.8%	4.6%

#### 评论:

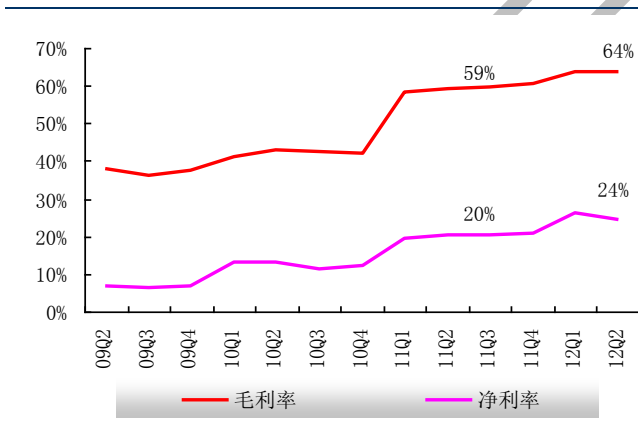
##### 积极因素:

- 公司2012年上半年业绩增长动力仍然主要来源于拳头产品祥和种子酒、柔和种子酒的高增长。公司主业包括白酒和生化制药, 其中白酒收入占比在90%以上。上半年白酒收入为11.29亿元, 同比增长34.11%。白酒业务的持续稳定增长原因在于公司主力产品祥和种子酒、柔和种子酒的高增长。上半年公司首先集焦资源运作柔和种子酒, 促进市场全面升级、单品持续上量, 全力打造中国大众白酒实力品牌。二是整合强势有效资源, 以专卖店+公关团购相结合的模式培育徽蕴金种子高端产品, 提升金种子高端产品新形象。三是重新整合醉三秋系列, 开发产品新客户, 保证了醉三秋销售持续稳定增长。
- 预收款项环比年初减少1.7亿元或60.50%, 但二季度环比一季度增加0.05亿元或4.72%。截至6月30日, 公司预收账款为1.11亿元, 环比年初的2.81亿元减少1.7亿元或60.50%。去年同期预收款项环比减少1.51亿元或44.81%。如果除去预收款项减少的影响, 上半年公司收入增长为10.17%。但二季度公司销售情

况有大幅改观，因为二季度在预收款项小幅提升的基础上，收入增速达到了44.9%，增速环比一季度增加27.8个百分点，说明公司终端销售情况不断向好。

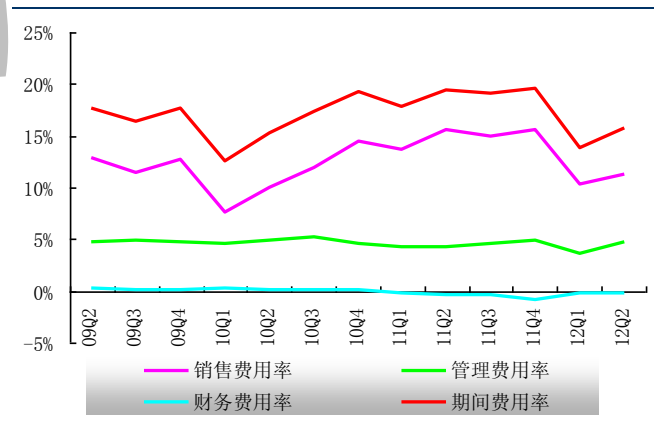
- **白酒收入占比以及其产品结构提升提高公司综合毛利率水平。**上半年公司综合毛利率提升4.7个百分点至63.65%，创历史新高。其中白酒毛利率提升1.57个百分点至70.28%，生化制药毛利率提升3.16个百分点至6.86%。公司毛利率提升的主要原因有两个：首先是白酒收入占比由去年同期的84.86%提升至89.40%；其次是中高端产品柔和种子酒和徽韵种子酒的占比逐渐提升。
- **期间费用率下降提升净利率4.09个百分点。**上半年公司期间费用率为15.68%，同比下降了3.68个百分点。其中销售费用率下降了4.28个百分点，管理费用率和财务费用率小幅提高0.44和0.17个百分点。期间费用率的下降较大幅度的提升了净利率水平，上半年公司净利率达到24.37%，同比提升了4.09个百分点。

图 1：2009Q2-2012Q2 年公司毛利率和净利率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

图 2：2009Q2-2012Q2 年公司三项费用率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

### 业务展望：

- **公司目标2015年实现五个翻两番。**根据公司的“十二五”发展规划，未来公司将会坚持做强主业白酒不动摇、坚持打造中国大众白酒实力品牌、坚持资本运营与产品运营双轮驱动。目标为到2015年实现五个翻两番（以2010年为基础），即2015年末力争完成收入40亿元，净利润15亿元，上缴税金12亿元，股票市值400亿元，职工人均收入10万元。其中，2012年收入增长24.68%达到22亿元、净利润增长50.35%达到5.5亿元；2013年收入增长30%左右；2014年收入增长25%-30%；2015年收入增长20%达到40亿元，净利润实现15亿元。
- **通过兼并收购进入内涵增长与外延扩张双通道，继续看好未来两三年的高增长。**未来五至十年是中国白酒行业将进入并购重组的发展阶段，尤其是资本的介入，将在一定程度上改变白酒行业的格局，加速白酒产业集中化进程，促进优胜劣汰。目前公司作为安徽省内大众白酒消费的领导品牌，已具备参与并购重组的实力和能力，我们预计，未来公司将会有选择地并购重组2-3个收入规模在3亿元左右的区域强势品牌企业，获得品牌和市场的互补优势，实现产业和资本的双轮驱动，这也是未来公司持续保持高增长的主要动力之一。

### 盈利预测与投资建议：

我们继续认为，公司具有市场接力、产品接力、营销接力、管理接力、理念创新接力和战略接力这“六大接力”，这也是给公司业绩带来的高增长预期；并且公司已探明内涵增长和外延扩张双轮驱动的发展模式，我们认为公司净利润在未来三年仍会保持50%左右的增长，从中性偏乐观预计2012-2014年净利润增速可达58.75%、50.8%和49.50%，EPS约1.04元、1.58元和2.36元，对应PE为19倍、13倍和8倍，给予2012年目标价33元预期，动态PE12年30倍，目前在二三线白酒中的PE仍属最低，目标价与当前价位还有60%以上提升空间，故维持强烈推荐。

### 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可能低于预期，省外市场推广因区域经理人才不足等影响增长速度。

表 1：公司 2012-2014 年盈利预测表

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,379.93	1,764.56	2,205.70	2,867.41	3,727.64
(+/-)	31.97%	27.87%	25.00%	30.00%	30.00%
经营利润（EBIT）	200.27	482.85	712.20	1055.48	1495.61
(+/-)	112.68%	141.10%	47.50%	48.20%	41.70%
净利润	168.95	365.82	580.72	875.73	1309.21
(+/-)	136.72%	116.52%	58.75%	50.80%	49.50%
每股净收益（元）	0.32	0.66	1.04	1.58	2.36
市盈率（倍）	63.25	30.67	19.37	12.85	8.59

资料来源：东兴证券研究所

表 2：公司主要经营项目增减幅度以及原因

项目	增减幅度（%）	原因
应收账款	82.42	报告期新增跨期结算货款。
预收款项	-60.45	满足销售条件的货物已发出，预收款已结算。
应交税费	46.42	白酒产品营业收入增长，应交税金增加。
营业税金及附加	31.07	白酒产品营业收入增长、税金附加同步增长。
管理费用	38.78	公司业绩增长，薪酬、税费增长。
资产减值损失	-126.05	上年同期有坏账准备转回 2200 万元。
所得税费用	59.08	营业收入增长、纳税所得额增长。
净利润	52.99	营业收入增长。
经营活动产生的现金流量净额	-523.44	销售回笼增长、应付款结算滞后。
投资活动产生的现金流量净额	-43.1	项目投资前期。
筹资活动产生的现金流量净额	-100	报告期实施现金分红。

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，2010年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

## 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。