

柔和等中高端酒给力 外延扩张或可期待

2012年10月30日

强烈推荐/维持

金种子酒

财报点评

——金种子酒（600199）2012年三季度报点评

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: yynyljw999@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:

10月30日公司发布三季报业绩: 1-9月份营业收入17.47亿元, 同比增长24.61%, 净利润4.28亿元, 同比增长50.76%, EPS0.77元, 其中7-9月份单季度营业收入4.84亿元, 净利润为1.2亿元, 分别同比增长18.05%和44.58%。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入(百万元)	626	366	410	362	733	530	484
增长率(%)	92.1%	14.7%	14.9%	-4.2%	17.1%	44.9%	18.1%
毛利率(%)	58.5%	59.8%	60.6%	65.6%	63.8%	63.5%	64.7%
期间费用率(%)	17.8%	22.0%	18.4%	21.3%	13.8%	18.1%	16.8%
营业利润率(%)	25.6%	29.3%	27.5%	28.3%	34.6%	29.8%	33.1%
净利润(百万元)	120	81	82	82	193	114	120
增长率(%)	181.5%	87.8%	209.0%	45.3%	60.5%	41.8%	45.6%
每股盈利(季度, 元)	0.22	0.15	0.15	0.15	0.35	0.21	0.22
资产负债率(%)	24.1%	20.9%	21.5%	25.7%	22.1%	21.9%	20.4%
净资产收益率(%)	8.1%	5.1%	5.0%	4.7%	10.0%	5.9%	5.8%
总资产收益率(%)	6.1%	4.1%	3.9%	3.5%	7.8%	4.6%	4.6%

评论:

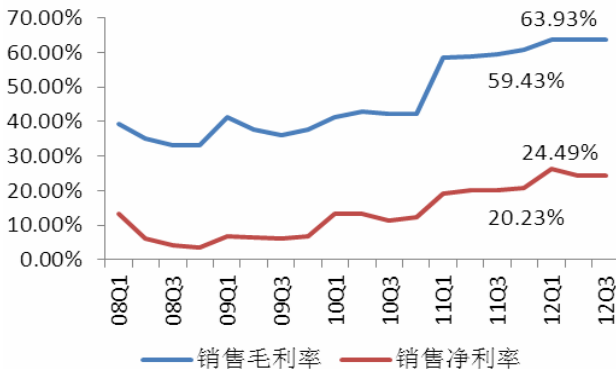
积极因素:

- 公司业绩持续稳定增长的主要动力来源于主力产品柔和种子酒及柔和经典、祥和种子酒、徽蕴金种子酒系列等的发力, 以及省内和省外市场接力增长。从市场环境分析, 在整体宏观经济降速、政府限制三公消费高价酒的环境下, 次高端白酒迎来发展新机遇, 而公司产品的主要消费市场集中在酒水消费需求比较稳定的二三四线城市, 这两者构成了公司继续保持较高速增长的重要基础。从产品结构看, 公司在省内重点推广的徽蕴金种子酒六年、徽蕴金种子酒珍藏版及在省内外重点推广的柔和经典这几款中高档产品的持续发力, 共同驱动公司整体产品结构的升级, 如金上半年徽蕴金种子酒省内收入已达到2011年全年水平, 显示出强劲的增长潜力; 和种子酒的升级版柔和经典在省内外广受欢迎, 柔和系列成为业绩主要贡献者。省内外市场方面, 公司继续在省内通过做深做透做细做强, 促进祥和种子酒、柔和种子酒以及醉三秋等已有优势主力产品收入的增长; 而在省外市场, 公司不断加强对湖北江西等重点市场的拓

展，打造样板县，以点带面，形成了省内和省外市场同时接力增长的良好局面。

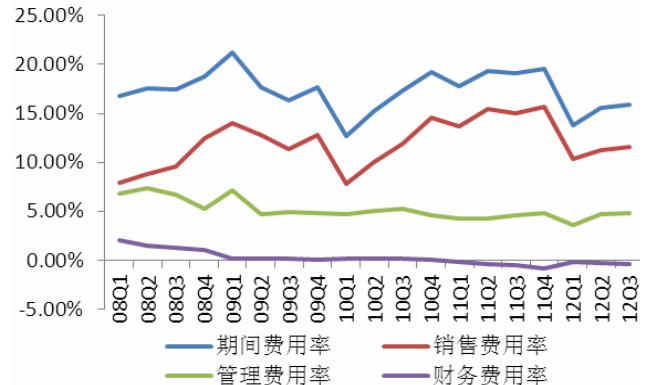
- **独特营销模式是公司业绩持续增长的护卫舰。**公司销售的增长除来自产品独具特色——主打绿色柔和白酒品质口感等之外，更重要的是源自厂商合一、终端拦截和高强度高效率服务式营销模式，此模式可谓白酒行业的顶级模式，其他酒企仍无出其右。可以认为独特的营销模式是公司过去几年以及未来几年业绩持续快速增长得以保证的最有力武器。
- **期间费用率下降提升了公司利润率水平。**前三季度公司毛利率提升 4.5 个百分点至 63.93%，净利率提升 4.26 个百分点至 24.49%。公司利润水平的提升得益于期间费用率的下降，前三季度公司期间费用率下降了 3.13 个百分点至 15.93%，其中销售费用率下降 3.42 个百分点至 11.55%。我们认为，公司营销费用得以有效控制，是充分得益于向经销商提供实物以补偿广告宣传等营销投入的结果。
- **三季报业绩符合预期，也同公司战略规划基本一致。**我们通过对公司的市场销售情况以及未来市场开拓进展的分析认为，2012 年以及未来 2-3 年公司仍可保持 50% 左右的增速，公司“十二五”发展规划也提出到 2015 年实现五个翻两番（以 2010 年为基础，包括收入、净利润、上缴税金、市值以及员工收入），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，因此 1-9 月净利润增长 50.76% 符合预期。

图 1：2008Q1-2012Q3 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 2：2008Q1-2012Q3 年公司三项费用率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

消极因素：

- **预收款项环比年初减少 1.83 亿元。**截至 9 月 30 日，公司预收款项为 0.98 亿元，环比年初的 2.81 亿元减少了 1.83 亿元或 65.12%，如果扣除预收款项减少影响，公司前三季度收入增速仅为 11.56%。
- **三季度收入与利润增速略低于预期，与经济降速、7、8 月份仍属消费淡季有一定关系。**

业务展望：

- **公司产品结构升级空间、区域拓展空间均较大，内涵增长模式仍可得以巩固和发展。**公司的产品力、领导力、营销力、市场力、创新力等依然强劲，省内外市场空间都比较大，尤其是次高端酒将是未来若干年酒类消费的核心，定位于核心与重点市场的二三线城市及广大农村地区酒水消费在升级而且比较稳定，这是分析公司未来发展趋势需要高度重视的重要基础。
- **假如顺利实施收购扩张，则未来两三年的高增长可以期待。**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一些收入规模不大的区域性或地方性强势品牌白酒企业, 获得品牌和市场的互补优势, 实现外延式扩张。

盈利预测与投资建议:

考虑到公司内涵增长继续发力, 外延扩张潜力较大, 若顺利推进内涵增长+外延扩张模式, 则其净利润在未来三年仍会保持 50% 左右的增长, 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 21 倍、14 倍和 9 倍, 给予 2012 年目标价 30 元预期, 动态 PE12 年 29 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 50% 以上提升空间, 故维持“强烈推荐”评级。

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)	68.72	33.32	21.05	13.96	9.34

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	增减率 (%)	增减原因
货币资金	40.53	白酒产品营业收入增长, 销售回款增加。
应收票据	-64.48	到期票据已承兑。
应收账款	160.46	报告期新增跨期结算销售款。
应收利息	-100	定期存款利息已结算。
其他应收款	-36.49	应收款项已结算。
其他流动资产	-100	理财产品到期已收回。
预收帐款	-65.18	满足销售条件的货物已发出, 预收款已结算。
应交税费	42.27	白酒产品销售收入增长, 应交税金增加。
其他应付款	99.23	报告期新增跨期结算押金。
专项储备	31.56	报告期销售增长, 安全生产基金计提随之增长。

未分配利润	81.24	报告期净利润增长。
资产减值损失	-127.37	上年同期含转回坏账 2200 万元。
营业外收入	375.38	报告期处理账龄较长应付款 309 万。
营业外支出	485.81	报告期处置固定资产损失 253 万。
所得税费用	50.74	报告期利润总额增长。
经营活动产生的现金流量净额	256.27	销售回款增加，采购款、应交税金跨期结算。
投资活动产生的现金流量净额	-86.91	上年同期有购买土地使用权支出 9837 万元。

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。