

按快消品的逻辑成长

■ **金种子酒成长逻辑类似快速消费品**: 金种子酒厂商一体化的渠道策略近似快速消费品。快速消费品的成长逻辑中渠道扩张对业绩的贡献超过品牌力。金种子酒的成长主要是渠道的扩张和下沉, 这一成长逻辑是公司的内生性因素, 业绩成长可持续性较强。

■ **大众名酒业绩增长确定**: 金种子酒是 1996 年首次大众名白酒评选上榜品牌之一。金种子在省内市场 100 元以下价格带品牌力优势突出。安徽省控制“三公”消费执行严格, 但对百元下产品销售影响弱。春节期间公司产品在一些市场断货, 说明大众名酒需求并未下降。

■ **看好县乡市场持续增长**: 2009 年金种子在省内县级市场销售首次超过 5000 万, 2010 年县级市场销售规模最高有超过 7000 万, 2011 年过亿的县级市场数量在 3 个以上, 2012 年县级市场销售过亿的有 5、6 个, 预计 2013 年过亿的县级市场数量将增长到 11 个。新型城镇化的启动将加速安徽省县乡市场消费升级, 看好金种子酒县乡市场的持续增长。

■ **投资建议**: 我们预计公司 2012 年-2014 年的收入增速分别为 24%、25%、20%, 净利润增速分别为 53%、33%、29%; 维持买入-A 的投资评级, 12 个月目标价为 29.79 元, 相当于 2013 年 22.4 倍的动态市盈率。

■ **风险提示**: 1) 白酒产品质量安全的风险; 2) 白酒市场竞争加剧的风险。

摘要(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,379.9	1,764.6	2,186.7	2,736.9	3,292.4
净利润	169.0	365.8	558.2	738.7	950.9
每股收益(元)	0.30	0.66	1.00	1.33	1.71
每股净资产(元)	2.46	3.13	3.84	4.84	6.13
盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	73.2	33.8	22.1	16.7	13.0
市净率(倍)	9.0	7.1	5.8	4.6	3.6
净利润率	12.2%	20.7%	25.5%	27.0%	28.9%
净资产收益率	12.3%	21.0%	26.1%	27.4%	27.9%
股息收益率	0.0%	0.8%	1.1%	1.5%	1.9%
ROIC	58.4%	100.0%	78.2%	285.2%	124.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

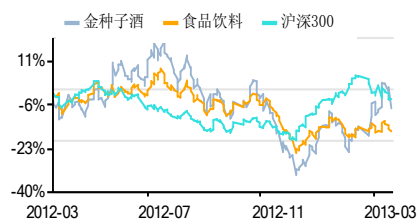
维持评级

12 个月目标价 **29.79 元**
股价 (2013-03-15) **20.30 元**

交易数据

总市值 (百万元)	11,282.23
流通市值 (百万元)	11,282.23
总股本 (百万股)	555.78
流通股本 (百万股)	555.78
12 个月价格区间	14.91/26.57 元
十大股东 (%)	46.03%

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	14.37	19.70	-2.02
绝对收益	6.01	27.51	-3.79

徐昊

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511080005
xuhao1@essence.com.cn
010-66581748

李铁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020014
litie2@essence.com.cn
010-66581633

相关报告

- 金种子酒: 毛利率提升、费用率下降: 金种子酒三季报点评 2012-10-30
- 金种子酒: 二季度销售平淡, 皖北市场增长靓丽: 2012 年中期财务报告点评 2012-08-30
- 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: 金种子酒 (600199) 深度分析报告 2012-03-19

1. 按快消品逻辑理解金种子酒

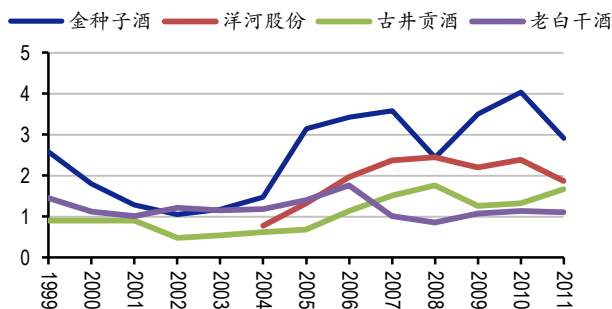
1.1. 金种子是白酒中的快速消费品

我们发现金种子酒在渠道模式和管理上类似快速消费品，白酒行业上市公司中有类似渠道模式的还有洋河股份。从典型快速消费品公司 2011 年存货周转率指标看，速冻米面食品龙头三全食品是 2.5，啤酒行业青岛啤酒是 5.8，燕京啤酒是 2.1，乳制品行业伊利股份是 9.0。消费的日常性导致存货的快速流转是快速消费品特征。

白酒行业 2011 年存货周转率指标最高的是金种子酒，达到 2.9，2010 年这一指标达到 4.0。洋河股份是 1.9，而 2008 年洋河收入高速增长时期，其存货周转率为 2.5。虽然白酒存货周转率和原酒存放周期有关（高端白酒原酒存放时间长，存货周转率慢，贵州茅台 2011 年存货周转率仅 0.24），但我们认为和渠道模式也有直接关系。金种子酒采取的厂商一体化、网格化市场、密集终端的策略与快消品相似。

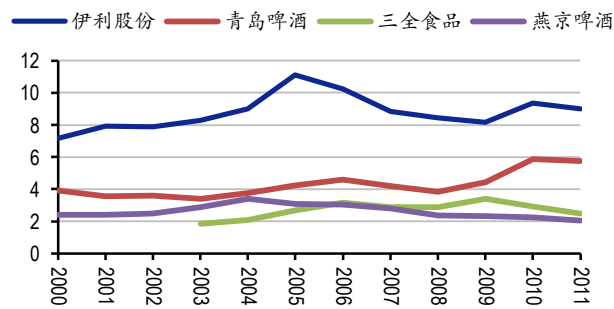
金种子酒采取接受经销商订单再做生产计划，灌装、发货的生产模式。经销商的订单来自定期召开对分销商和终端的订货会，订货会上会确定终端需求数量和销售金额，经销商会收取货款。经销商的应收账款总体控制较好，应收账款占比很低。经销商订货也主要采取现金货款。订货流程上看也类似快消品，现金现货的方式比一般快消品有更好的现金流。

图 1：二、三线白酒存货周转率（次/年）



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 2：典型快消品公司存货周转率（次/年）



数据来源：wind、安信证券研究中心

快速消费品的成长逻辑中，渠道扩张对业绩的贡献超过品牌力。金种子酒的成长主要依赖销售渠道的扩张和下沉，这一成长逻辑主要是公司内生性因素，业绩成长可持续性较强。

1.2. 厂商一体化，渠道高效

销售渠道扁平化是现代快消品渠道特征之一，金种子酒渠道扁平化程度较高，按产品和地区，网格化市场，按地区单品设置唯一地区经销商，形成排他性。销售层级只有三层：厂商—经销商—终端。扁平化的优势在于对终端市场反馈及时，渠道管理效率较高，快速消费品行业渠道扁平化率较高，适应货品快速流转的特征。

白酒行业执行渠道扁平化改革的公司也不在少数，但扁平化对收入增长的贡献有两个核心问题需要解决：1) 经销商和终端的盈利模式、利润分配；2) 庞大的营销队伍管理效率问题。

金种子酒的一批经销商利润来源主要有进销差价和期末返点构成，经销商综合利润率在20%以上，高于省内其他竞品利润。经销商还给分销商或终端留出了8%-10%的利润空间，这一环节利润也高于竞品。渠道每一环节都有足够的利润空间，渠道和终端动力充足。

金种子酒推行厂商一体化的经销商模式，扶持经销商从小做大，将经销商视为地区办事处，形成紧密的合作关系，同时将独有的营销理念和公司文化渗透到经销商。2006年金种子开始对经销商进行公司化改造，理顺股权关系，设置物流、促销、品牌推广等部门，使经销商的执行力大幅提升。经过几年的改造，经销商整体销售能力提升到了新的高度。金种子还对经销商经常做营销培训，经常组织参观、交流优秀经销商经验。这种厂商一体化的模式很难被其他对手复制。

金种子酒销售公司的营销人员有400多人，主要是负责对渠道管理和市场活动辅助。终端营销人员目前设置在经销商下，按照当地人口的万分之2配置营销队伍，全省营销人员数量在6000人以上。庞大的营销人员队伍在省内市场也是强力武器。从对经销商的调研情况看，营销人员工作量是竞品人员的2倍以上，以前每季度走访一遍终端，现在几乎一个月走访一遍终端。

1.3. 预计过亿县级市场数量翻番

金种子酒的市场策略是“小区域、高占有”，在区域核心城市因为竞争激烈很难达到较高占有率，县乡市场高占有率目标实现难度理论上要低的多。安徽是白酒生产大省，几乎每个县都有地产酒，县级市场突破也非易事。对经销商深耕县乡市场的要求是彻底做透每一个县、乡、镇、村，强调县市无空白，乡镇无空白，村村有酒，店店有酒，村村第一，店店第一。相比省内其他白酒，金种子在县乡市场渠道下沉的更深。

2009年金种子在省内县级市场销售首次超过5000万，2010年县级市场销售规模最高有超过7000万，2011年过亿的县级市场数量在3个以上，2012年县级市场销售过亿的有5、6个，预计2013年过亿的县级市场数量将增长到11个。金种子酒在县级市场持续增长的逻辑：1) 县级市场消费升级驱动；2) 经销商规模成长，渠道能力提升。

表5：安徽省县农民人均纯收入排名表

县区	2010		2011		同比增长
	农民人均纯收入(元)	全省排名	农民人均纯收入(元)	全省排名	
当涂	9213	1	10845	1	17.7%
宁国	8475	2	10000	2	18.0%
芜湖县	8239	3	9693	3	17.6%
繁昌	7996	4	9479	4	18.5%
南陵	7861	5	9219	5	17.3%
广德	7814	6	9202	6	17.8%
颍上	4108	55	5127	55	24.8%
潜山	3989	56	4719	56	18.3%
太和	3854	57	4553	57	18.1%
临泉	3476	58	4301	58	23.7%
利辛	3487	59	4292	59	23.1%

岳西	3600	58	4255	60	18.2%
阜南	3401	61	4242	61	24.7%
石台	3281	62	3868	62	17.9%

数据来源：安徽省统计局、安信证券研究中心

注：安徽有 62 个县级行政区

2012 年阜阳市下属的颍上县和临泉县的销售都突破亿元，临泉县是执行县乡策略有代表性的地区，被当做县乡市场样板。临泉县经销商拥有营销人员 300 多人，配送车辆 50 多辆，渠道渗透率非常高，2013 年临泉县的销售预期是接近 2 亿元。

阜阳地区所属县的经济水平都处于安徽省排名靠后的部分（见表 5），但白酒市场竞争却异常激烈，县产名酒云集。阜阳地区白酒市场约 20 亿元，城区白酒市场约 6 亿元，县乡白酒市场有约 14 亿元。临泉县文王贡酒、界首金裕皖、沙河王等都属省内名酒。阜阳市级市场可以取得过亿的销售，在安徽其他市场基础更好的县级市场复制难度更小。

1.4. 受益新型城镇化，县乡增长可持续

安徽省城镇化自十一五期间开始加速，从 2005 年至 2010 年，安徽的城镇化率由 35.5% 提高到 43.2%，年均提高 1.54 个百分点，城镇化水平与全国平均水平的差距由 7.5 个百分点缩小到 6.8 个百分点。2011 年安徽省的城镇化率为 44.8%。安徽省的城镇化率目标为到 2015 年达到 50%，至 2020 年达到全国平均水平。新型城镇化的启动将加速安徽省县乡市场消费升级，大众名酒将获得更好的增长环境。

2. 大众名酒业绩增长更确定

2.1. 1996 年开始一直是大众名酒

上世纪 90 年代中期白酒行业环境和当前白酒行业情况非常类似：1) 1996 年白酒年产量突破 800 万千升，产量创历史记录，市场供给超过需求；2) 53 度茅台、52 度五粮液终端价均突破 300 元；3) 光明日报头版发专栏文章提出公务宴请不喝白酒。1996 年中国白酒协会组织了首次大众名白酒的选评工作，专门组织七名国家级评酒专家，首届推荐的八个大众名酒（见表 1），安徽白酒中高炉和种子酒厂入选。

表 1：1996 年酒业协会评出的八大大众名酒

省市地区	公司名称	品牌	产品
安徽	涡阳县高炉酒厂	高炉牌	高炉特曲
安徽	阜阳市种子酒总厂	种子牌	种子玉液
北京	红星酿酒集团	红星牌	二锅头
黑龙江	农垦酿酒工业集团	北大荒牌	北大荒酒
湖北	石花酿酒集团	石花牌	石花大曲
江苏	高沟集团高沟酒厂	高沟牌	高沟特液
山东	山东景芝酒业股份有限公司	景芝牌	景芝白干
天津	天津酿酒厂	新塔牌	特质佳酿

数据来源：中国酒业协会 1996 年工作总结、安信证券研究中心

1997 年白酒行业整体表现平淡，但以金种子酒、古井贡酒、山东兰陵为代表的大众名酒均实现了较高增长，大众名酒包括当时收入规模最大的五粮液都是以中低价酒占领市场。

1997 年种子酒产量超过 10 万吨，销售收入达到 11.55 亿元。1997、1998 年是种子酒历史上最辉煌的时期，也是大众名酒增长较快的时期。相似的经济和行业环境，历史重演的概率很大。

表 2：1997 年、1998 年白酒行业销售前 10 公司

1997 年		1998 年	
公司名称	销售收入	公司名称	销售收入
四川五粮液	37.25	四川五粮液	42.13
四川全兴	12.75	四川全兴	14.54
安徽种子	11.55	安徽古井贡	13.48
四川泸州老窖	10.34	安徽种子	11.62
安徽高炉	10.70	四川剑南春	11.34
四川剑南春	10.12	山东兰陵	9.03
安徽古井贡	9.89	四川泸州老窖	8.27
山东兰陵	8.70	四川沱牌	8.21
四川沱牌	8.51	河南仰韶	8.00
山西汾酒	7.00	贵州茅台	7.40

数据来源：中国酒业协会白酒分会、安信证券研究中心

注：协会统计数据可能与上市公司财务报表数据略有差异

2.2. 对金种子酒品牌的新认识

金种子酒拥有“金种子”、“种子”、“醉三秋”和“颍州佳酿”等多个品牌，但品牌力略显欠缺。2011 年第三届“华樽杯”中金种子品牌价值在安徽白酒中仅次于古井贡。金种子品牌力近 3 年已经得到显著提升。

表 3：安徽白酒品牌价值榜

排名	2011		2013	
	公司名称	品牌价值 (亿)	公司名称	品牌价值 (亿)
1	古井贡	140.68	古井贡	208.99
2	金种子	66.34	金种子	89.06
3	口子	45.48	口子	48.05
4	高炉	27.04	高炉	31.07
5	迎驾	24.78	迎驾	26.22
6	金坛子	23.56	文王贡	24.64
7	店小二	23.52	店小二	24.63
8	文王贡	20.6	金坛子	23.67
9	金不换	12.36	皖酒	14.54
10	皖酒	11.31	金不换	13.57
11	金裕皖	9.32	金裕皖	11.73
12	九华山	8.32	沙河王	8.86
13	沙河王	8.31		

数据来源：《华樽杯》中国酒类品牌价值排行榜、安信证券研究中心

品牌需要代入相应价格区间去考虑，通过对安徽白酒市场经销商和消费者的调研，我们大致得出以下结论：100 元以上价格带“徽蕴.金种子”品牌力不及“古井贡.年份原浆”、“口子.口子窖年份”和“迎驾.生态年份”；80-100 元价格带，“柔和.种子”和“醉三秋.地蕴”品牌略优于“宣酒.特贡”，领先于“高炉.家”；在 40-80 元价格带“祥和.种子”品牌力显著高于“文王贡”、“沙河王”、“皖酒”等品牌。

金种子在本地安徽卫视平台广告费用投入 2013 年比 2012 年有大幅提升，央视平台也有

广告投放。在 80-100 元价格带的品牌差距会逐渐拉开，在 40-80 元价格带的品牌差距会进一步加大，而在 100 元以上价格带的品牌力差距也会缩小。结合金种子酒做“大众名酒”的策略路线，在省内市场 100 元以下价格带金种子的品牌力优势突出。

表 4：安徽卫视白酒广告中标情况

2012 年				
招标项目	时间单元	标底价格 (万元)	中标公司	中标价格 (万元)
《安徽新闻联播》特约播映	全年	576	古井贡酒	3590
《新闻联播》前报时钟	全年	865	金种子酒	2099
2013 年				
《安徽新闻联播》特约播映	全年	980	古井贡酒	3660
海豚第一剧场第二集冠名	第一季度	1190	古井贡酒	5660
海豚第一剧场第二集冠名	第四季度	1190	古井贡酒	5760
《新闻联播》前报时钟	全年	1080	金种子酒	2380
海豚第一剧场第二集片前广告例二	全年	1800	金种子酒	3690

数据来源：安徽卫视、安信证券研究中心

金种子酒 2008 年开始运作合肥市场，以柔和产品和地蕴醉三秋为主销产品，省会市场定价区间依然在百元以下。2011 年在合肥市场销售过亿，2012 年合肥市场销售 5 亿元左右，销售规模仅次于古井贡年份原浆，已经高于口子窖。合肥市场是安徽白酒市场核心，政商务消费价格带在 100 元以上。合肥市场的成功说明种子酒和金种子的品牌已被合肥市场消费者重新认识，下一阶段就是全省消费者。

2.3. 安徽省“三公”消费执行坚决，经销商可能倒戈

2013 年 2 月下旬安徽省委办公厅、省政府办公厅印发《安徽省党政机关国内公务考察及其接待管理暂行办法》，严肃公务考察及其接待纪律，规范全省党政机关国内公务考察及其接待工作，提倡厉行勤俭节约，力戒铺张浪费。

安徽省在控制“三公”消费方面执行严格，政府部门反馈“三公”消费近期被有效抑制。从对渠道的调研看，一季度团购渠道的销量的确有下滑。但我们认为对金种子影响不大，公司主要销售渠道在商超和酒店，而且酒店以 B 类、C 类酒店渠道最多，A 类高档餐饮占比也不大。

“三公”消费抑制深入，将对经销商有影响。经销商本质逐利，“三公”消费将抑制高端白酒盈利，有经销商会转向代理盈利性产品，将向金种子酒等持续增长产品倒戈。

3. 盈利预测和估值

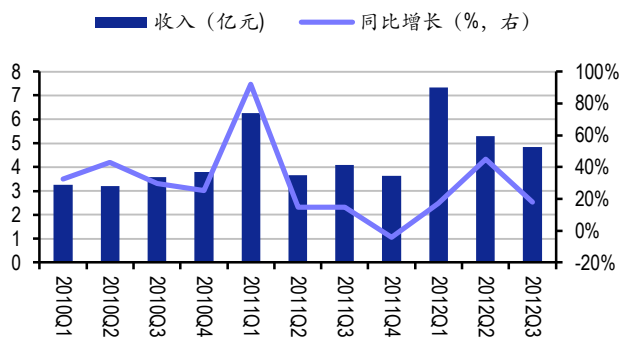
3.1. 盈利预测的重要假设

- 1) 假设 2012 年白酒销售增长 29.13%，2013 年增长 27.54%，2014 年增长 21.79%，2015 年白酒销售增长 18.47%。
- 2) 假设 2012 年徽蕴金种子酒、柔和种子酒、祥和种子酒和醉三秋酒的收入占比分别为 10.5%、41.0%、33.1%和 19.3%；假设 2013 年收入占比分别为 13.6%、46.1%、27.7%和 13.5%；假设 2014 年收入占比分别为 17.1%、50.2%、23.6%和 8.5%；假设 2015 年

收入占比分别为 20.8%、52.5%、20.2%和 5.2%。

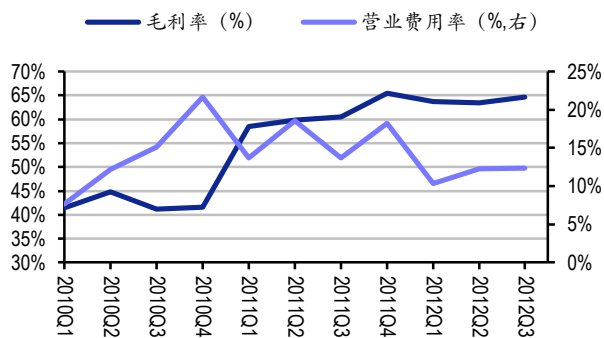
- 3) 假设营业毛利率 2012 年为 63.67%，2013 年为 65.77%，2014 年为 68.01%，2015 年为 69.55%。毛利率的提升来自白酒收入占比的提升，白酒销售中柔和种子酒和徽蕴种子酒等高毛利产品占比提高。

图 3：金种子酒季度收入和收入增速



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 4：金种子酒季度毛利率和营业费用率



数据来源：wind、安信证券研究中心

表 4：金种子酒经营预测表

	2012E	2013E	2014E	2015E
徽蕴销售收入 (百万元)	201.60	332.64	508.03	733.47
收入增长 (%)	185.71%	65.00%	52.73%	44.38%
白酒收入占比 (%)	10.48%	13.63%	17.09%	20.82%
毛利率 (%)	86.00%	86.00%	86.00%	86.00%
柔和销售收入 (百万元)	802.56	1148.62	1525.15	1887.85
收入增长 (%)	47.18%	43.12%	32.78%	23.78%
白酒收入占比 (%)	41.03%	46.05%	50.20%	52.46%
毛利率 (%)	75.00%	75.00%	76.00%	76.00%
祥和销售收入 (百万元)	573.67	677.16	747.65	792.00
收入增长 (%)	5.48%	18.04%	10.41%	5.93%
白酒收入占比 (%)	33.07%	27.72%	23.61%	20.23%
毛利率 (%)	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
醉三秋销售收入 (百万元)	378.00	336.00	257.04	185.64
收入增长 (%)	6.51%	-11.11%	-23.50%	-27.78%
白酒收入占比 (%)	19.33%	13.47%	8.46%	5.16%
毛利率 (%)	68.00%	68.00%	68.00%	68.00%
白酒收入合计 (百万元)	1955.83	2494.42	3037.87	3598.97
收入增长 (%)	29.13%	27.54%	21.79%	18.47%
毛利率 (%)	70.38%	71.45%	73.06%	74.10%
医药业务收入 (百万元)	230.90	242.44	254.57	267.30
医药业务毛利率 (%)	6.86%	7.30%	7.74%	8.18%
营业收入(百万元)	2186.73	2736.86	3292.44	3866.26
营业成本 (百万元)	794.36	936.85	1053.33	1177.40
营业毛利率 (%)	63.67%	65.77%	68.01%	69.55%

数据来源：wind、安信证券研究中心

3.2. 估值和投资评级

预计金种子酒 2013 年至 2015 年三年业绩复合增长率 28%。参考白酒行业可比公司估值情况，可比公司 2012 年静态 PE 平均为 26.2 倍，2013 年动态 PE 平均为 18.3 倍。考虑到金种子酒受“三公消费”影响较弱，按照 PEG 为 0.8 给予公司 2013 年目标估值，为 22.4 倍 PE，未来 12 个月目标价为 29.79 元，维持公司“买入-A”的投资评级。

表 5：白酒行业可比公司估值表

公司名称	2012			2013			2012Q3	2012Q3	2012Q3
	利润增长 (%)	EPS (元)	PE	利润增长 (%)	EPS (元)	PE	ROE(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
山西汾酒	76.23	1.59	26.0	39.52	2.22	18.6	41.75	76.04	24.80
古井贡酒	50.49	1.69	20.2	39.21	2.36	14.5	17.85	73.07	16.27
洋河股份	62.32	6.04	12.7	29.98	7.86	9.8	41.52	61.69	34.48
伊力特	25.19	0.59	25.3	37.62	0.81	18.4	16.03	47.92	14.62
沱牌舍得	87.83	1.09	22.7	59.43	1.73	14.2	11.97	61.33	21.30
老白干酒	54.97	1.02	41.5	50.62	1.54	27.6	14.94	52.40	6.73
青青稞酒	44.12	0.68	34.7	38.36	0.94	25.1	14.49	68.29	25.57
平均	57.31	1.81	26.18	42.11	2.49	18.32	22.65	62.96	20.54

数据来源：wind、安信证券研究中心

附录：

省委办公厅、省政府办公厅印发《安徽省党政机关国内公务考察及其接待管理暂行办法》
日前，省委办公厅、省政府办公厅印发《安徽省党政机关国内公务考察及其接待管理暂行办法》，严肃公务考察及其接待纪律，规范全省党政机关国内公务考察及其接待工作，提倡厉行勤俭节约，力戒铺张浪费。这是我省为进一步贯彻中央八项规定、加强党风廉政建设而采取的有力举措。

《办法》要求，国内公务考察要坚持务实有效、勤俭节约，严禁无实质性内容、无明确考察目的的公务考察活动，严禁以公务考察名义变相公款旅游；国内公务考察要按程序履行报批手续，严格控制出行人数和行程，严禁擅自更改考察线路、随意延长停留时间、虚报公务考察人数等；国内公务考察接待应当先审批、后接待，按照分级、分类、对口的原则进行，做到有利公务、简化礼仪、务实节俭、杜绝浪费，尊重少数民族习惯；接待单位应根据国内公务考察活动需要规范接待程序，严格按照规定标准提供住宿、用餐、交通等服务，不得超标准接待，不得用公款大吃大喝，不得组织到营业性娱乐、健身场所活动，不得以任何名义赠送纪念品、土特产、礼金、有价证券，不得额外配发生活用品；国内公务考察接待应严格执行财政部、监察部关于出差和会议实行定点管理的有关规定；国内公务考察接待活动，应当安排集中乘车，减少随行车辆，陪同领导的工作用车不随行活动；严格控制陪同人员，不得搞层层多人陪同；接待单位应当严格执行业务接待费支出标准，需要收取费用的按规定向接待对象收取，不得以任何理由和方式向所属单位和有业务关系的单位转嫁接待费用；国内公务考察及其接待费用应当在部门、单位公用经费中开支并专项反映。各部门、各单位应当集中管理国内公务考察及其接待活动，明确审批责任人，严格执行业务招待费等费用支出标准，凭审批单、票据和消费清单报销相关费用。

据悉，省里已决定将贯彻落实《办法》情况列入各级各部门党风廉政建设责任制检查考核内容，一并进行检查。

资料来源：安徽日报

财务报表预测和估值数据汇总(2013年03月16日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,379.9	1,764.6	2,186.7	2,736.9	3,292.4	成长性					
减:营业成本	798.3	693.5	794.4	936.9	1,053.3	营业收入增长率	32.0%	27.9%	23.9%	25.2%	20.3%
营业税费	153.7	258.9	308.3	396.8	477.4	营业利润增长率	112.7%	141.1%	53.5%	32.5%	28.8%
销售费用	200.5	276.0	256.9	316.1	377.0	净利润增长率	136.7%	116.5%	52.6%	32.3%	28.7%
管理费用	64.0	84.5	103.7	131.4	157.3	EBITDA 增长率	99.7%	125.4%	52.2%	32.0%	28.3%
财务费用	1.1	-15.8	-22.9	-30.0	-39.3	EBIT 增长率	112.1%	131.9%	53.8%	32.6%	28.7%
资产减值损失	-3.1	-15.3	5.1	3.0	1.0	NOPLAT 增长率	140.2%	104.6%	52.8%	32.6%	28.7%
加:公允价值变动收益	-	-	0.2	-0.1	-	投资资本增长率	19.4%	95.3%	-63.6%	194.9%	-53.0%
投资和汇兑收益	34.8	-	-	-	-	净资产增长率	108.6%	27.1%	23.0%	25.9%	26.5%
营业利润	200.3	482.8	741.3	982.6	1,265.8	利润率					
加:营业外净收支	-2.8	1.5	3.3	2.6	2.4	毛利率	42.2%	60.7%	63.7%	65.8%	68.0%
利润总额	197.4	484.3	744.6	985.2	1,268.2	营业利润率	14.5%	27.4%	33.9%	35.9%	38.4%
减:所得税	28.4	118.5	186.2	246.3	317.1	净利润率	12.2%	20.7%	25.5%	27.0%	28.9%
净利润	169.0	365.8	558.2	738.7	950.9	EBITDA/营业收入	15.5%	27.3%	33.5%	35.3%	37.7%
						EBIT/营业收入	14.6%	26.5%	32.9%	34.8%	37.2%
资产负债表						运营效率					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	固定资产周转天数	27	30	31	24	19
货币资金	984.3	1,021.6	1,859.5	1,925.2	3,030.3	流动营业资本周转天数	-18	17	-5	1	8
交易性金融资产	-	-	0.2	0.1	0.1	流动资产周转天数	287	337	332	349	373
应收账款	61.1	62.6	91.7	104.4	128.6	应收账款周转天数	13	13	13	13	13
应收票据	225.9	394.1	80.0	625.1	281.2	存货周转天数	52	49	38	36	36
预付帐款	25.0	33.7	3.0	48.8	16.5	总资产周转天数	399	435	421	418	430
存货	211.8	265.3	198.7	353.2	300.3	投资资本周转天数	85	106	77	65	59
其他流动资产	-	16.4	5.5	7.3	9.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.3%	21.0%	26.1%	27.4%	27.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	15.6%	20.1%	20.6%	22.3%
长期股权投资	99.4	96.2	96.2	96.2	96.2	ROIC	58.4%	100.0%	78.2%	285.2%	124.5%
投资性房地产	22.3	21.8	21.8	21.8	21.8	费用率					
固定资产	103.2	191.4	185.8	180.2	174.7	销售费用率	14.5%	15.6%	11.8%	11.6%	11.5%
在建工程	87.4	49.7	49.7	49.7	49.7	管理费用率	4.6%	4.8%	4.7%	4.8%	4.8%
无形资产	90.3	182.7	174.1	165.4	156.8	财务费用率	0.1%	-0.9%	-1.0%	-1.1%	-1.2%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	19.2%	19.5%	15.4%	15.3%	15.0%
资产总额	1,920.0	2,343.4	2,774.1	3,585.8	4,274.0	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	28.7%	25.7%	22.9%	24.9%	20.3%
应付帐款	135.5	162.0	121.4	228.9	178.3	负债权益比	40.3%	34.7%	29.6%	33.1%	25.4%
应付票据	-	-	5.6	2.6	1.8	流动比率	2.80	3.05	3.59	3.49	4.41
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.40	2.60	3.27	3.08	4.06
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	175.65	-29.47	-31.42	-31.71	-31.18
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	551.4	603.2	634.1	891.6	866.4	DPS(元)	-	0.18	0.25	0.33	0.43
少数股东权益	2.8	2.8	3.1	3.2	3.5	分红比率	0.0%	27.3%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	555.8	555.8	555.8	555.8	555.8	股息收益率	0.0%	0.8%	1.1%	1.5%	1.9%
留存收益	796.7	1,162.5	1,581.2	2,135.2	2,848.4						
股东权益	1,368.6	1,740.1	2,140.0	2,694.2	3,407.6						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	169.0	365.8	558.2	738.7	950.9	EPS(元)	0.30	0.66	1.00	1.33	1.71
加:折旧和摊销	12.1	14.4	14.2	14.2	14.2	BVPS(元)	2.46	3.13	3.84	4.84	6.13
资产减值准备	-3.1	-15.3	-	-	-	PE(X)	73.2	33.8	22.1	16.7	13.0
公允价值变动损失	-	-	0.2	-0.1	-	PB(X)	9.0	7.1	5.8	4.6	3.6
财务费用	1.1	-15.9	-22.9	-30.0	-39.3	P/FCF	338.4	417.4	12.4	49.4	9.2
投资损失	-34.8	-	-	-	-	P/S	9.0	7.0	5.7	4.5	3.8
少数股东损益	0.1	-	0.3	0.2	0.2	EV/EBITDA	49.6	15.0	14.3	10.8	7.5
营运资金的变动	-1.0	-143.2	424.0	-502.9	377.6	CAGR(%)	63.5%	37.5%	98.4%	63.5%	37.5%
经营活动产生现金流量	173.5	147.3	974.0	220.0	1,303.6	PEG	1.2	0.9	0.2	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-56.1	-110.0	-0.3	0.2	-	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	461.4	-	-135.7	-154.6	-198.4	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 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。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn

中国价值投资网
www.jztzw.net

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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

北京市

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

