安信证券 ESSENCE SECURITIES

2014 年 08 月 26 日

金种子酒（600199.SH）

公司快报

证券研究报告

白酒Ⅲ

营销力度持续加大 二季度收入超预期

■**事件**：公布 2014 年半年报，实现营业收入 10.44 亿元，同比减少 9.5%；归属于母公司净利润 0.49 亿元，同比下滑 81.92%；EPS 为 0.09 元。其中第二季度营业收入增长 41.29%，而净利润下滑 54.19%。收入超预期，业绩符合预期。对此，我们点评如下：

- **二季度收入超预期**：14 年上半年营业收入 10.44 亿元，同比减少 9.5%，酒类产品营业收入下降 11%。其中二季度营业收入 4.7 亿元，同比增长 41.29%，是已公布中报的上市白酒公司中第三家单季度收入增速转正的公司（古井 21.6%，沱牌 29.2%）。公司二季度收入的大幅增长主要由于 1）去年白酒行业深度调整带来的低基数；2）公司主力品牌价格带在 50-60 元/500ml，定位大众消费，受三公消费影响较小；3）公司作为安徽知名白酒企业之一，渠道及市场营销推广具有一定的优势，这种优势在行业低迷期显的更为重要。另外，值得关注的是，二季度末公司预收账款为 4.65 亿元，较一季度末 2.99 亿元增加了 1.66 亿元，如果将新增的预收账款考虑到二季度新增收入中，公司收入端的改善更加明显。
- **产品结构下移导致毛利率下滑**：14 年上半年毛利率为 62.42%，同比下降 4.09pct。在次高端白酒销售大幅承压的背景下，预计公司 100-200 元或以上价格带高毛利的产品基本无动销，产品结构的进一步下移及促销让利的加大导致毛利率持续下滑。
- **费用持续投入使得业绩持续负增长**：14 年上半年净利润同比下滑 81.9%，主要由于公司加大营销力度抬高了销售费用。公司上半年销售费用同比增长 119.29%，其中兑奖费用增加 0.43 亿元，促销费用增加 0.28 亿元，广告费增加 1.35 亿元。

■**经营展望**：公司将持续加强市场营销推广来巩固省内市场份额。由于公司产品主打 100 元以下的中低档酒，所以限制“三公消费”造成的白酒行业深度调整对公司的影响相对较小，预计收入增速的转正会持续。

■**投资建议**：预计 14-16 年收入增速为 0.2%、7.3%、12.7%，净利润增速为 -24.3%、15.0%、18.5%，对应 EPS 分别为 0.18、0.21、0.25。给予公司 6 个月目标价 10 元，对应 48X15PE，基于收入端拐点已现，上调评级至增持-A。

■**风险提示**：安徽省内白酒市场竞争不断加剧。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,294.4	2,080.6	2,085.0	2,236.7	2,520.9
净利润	561.3	133.5	101.0	116.1	137.7
每股收益(元)	1.01	0.24	0.18	0.21	0.25
每股净资产(元)	3.97	3.91	3.98	4.12	4.29

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	8.6	36.1	47.8	41.5	35.0
市净率(倍)	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0
净利润率	24.5%	6.4%	4.8%	5.2%	5.5%
净资产收益率	25.4%	6.1%	4.6%	5.1%	5.8%
股息收益率	3.6%	0.9%	0.6%	0.8%	0.9%
ROIC	78.3%	17.8%	6.3%	9.7%	10.7%

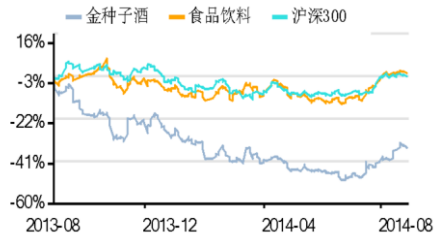
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	增持-A
	调高评级
6 个月目标价	10.00 元
股价（2014-08-26）	8.68 元

交易数据

总市值（百万元）	4,824.13
流通市值（百万元）	4,824.13
总股本（百万股）	555.78
流通股本（百万股）	555.78
12 个月价格区间	6.79/13.44 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	8.04	9.18	-34.15
绝对收益	10.86	16.98	-34.64

苏青青 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514020001
suqq@essence.com.cn
021-68765076

王园园 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514080001
wangyy7@essence.com.cn
021-68765661

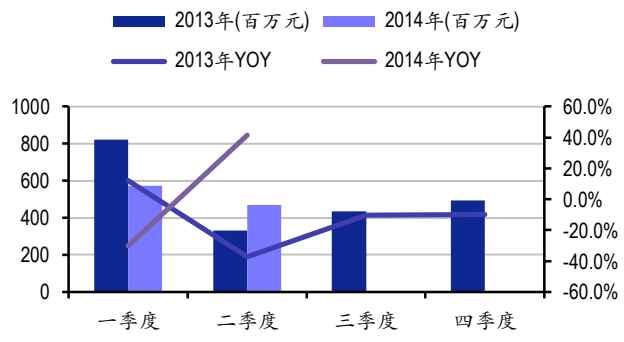
报告联系人
张龙 021-68763897
zhanglong2@essence.com.cn

相关报告

升级产品加大投入 维持市场份额 2014-04-03

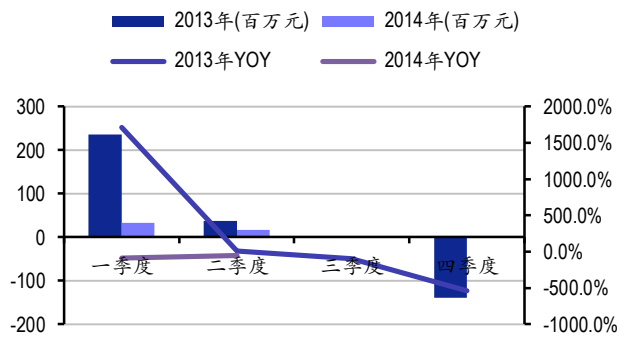
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 1：金种子酒单季度收入及增速对比



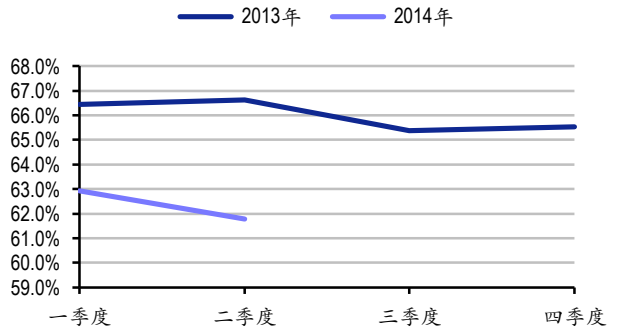
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：金种子酒单季度净利及增速对比



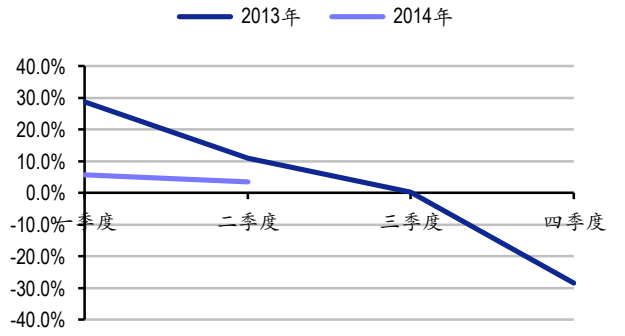
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 3：金种子酒单季度毛利率对比



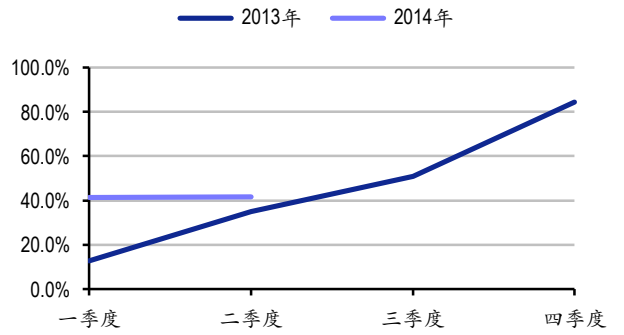
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：金种子酒单季度净利率对比



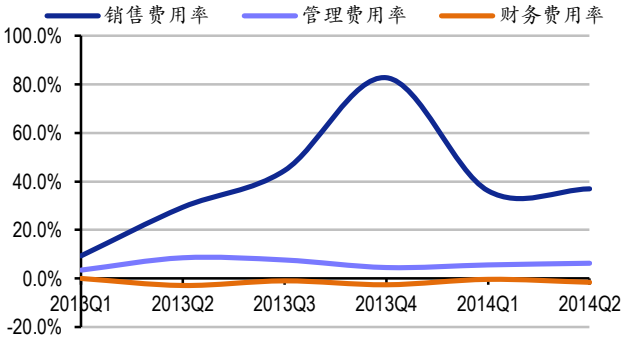
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：金种子酒单季度期间费用率对比



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：金种子酒单季度各项期间费用率对比



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2014 年 08 月 26 日)

利润表

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**2,294.4**	**2,080.6**	**2,085.0**	**2,236.7**	**2,520.9**
减:营业成本	805.7	706.6	776.1	838.6	957.4
营业税费	349.1	317.4	313.7	339.4	382.1
销售费用	308.6	774.5	771.4	805.2	882.3
管理费用	106.8	110.9	120.9	132.0	151.3
财务费用	-29.2	-27.7	-24.3	-28.8	-28.7
资产减值损失	3.6	1.2	-3.5	0.4	-0.6
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	12.6	4.2	5.6	7.5
营业利润	**749.8**	**210.4**	**134.8**	**155.5**	**184.6**
加:营业外净收支	0.4	-2.1	-0.1	-0.6	-0.9
利润总额	**750.2**	**208.3**	**134.7**	**154.9**	**183.7**
减:所得税	188.7	74.7	33.7	38.7	45.9
净利润	**561.3**	**133.5**	**101.0**	**116.1**	**137.7**

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,513.2	790.1	1,197.3	1,158.1	1,188.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	86.2	65.0	79.3	74.8	102.3
应收票据	457.2	407.6	383.3	486.0	508.6
预付帐款	31.0	43.0	26.8	50.0	41.3
存货	318.3	437.4	204.8	528.0	356.2
其他流动资产	4.6	641.6	220.8	289.0	383.8
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	96.0	95.5	95.5	95.5	95.5
投资性房地产	21.3	20.7	20.7	20.7	20.7
固定资产	207.2	215.3	201.0	186.7	172.4
在建工程	47.3	99.5	99.5	99.5	99.5
无形资产	177.6	323.9	316.0	308.1	300.1
其他非流动资产					
资产总额	**2,974.1**	**3,180.1**	**2,866.0**	**3,321.7**	**3,297.6**
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	292.6	355.5	138.8	453.4	267.9
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债					
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债					
负债总额	**765.5**	**1,005.3**	**651.8**	**1,027.9**	**909.7**
少数股东权益	**3.0**	**3.2**	**3.2**	**3.3**	**3.4**
股本	555.8	555.8	555.8	555.8	555.8
留存收益	1,623.8	1,585.0	1,655.2	1,734.7	1,828.7
股东权益	**2,208.6**	**2,174.8**	**2,214.2**	**2,293.8**	**2,387.9**

财务指标

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长率	30.0%	-9.3%	0.2%	7.3%	12.7%
营业利润增长率	55.3%	-71.9%	-36.0%	15.4%	18.7%
净利润增长率	53.4%	-76.2%	-24.3%	15.0%	18.5%
EBITDA 增长率	53.4%	-72.5%	-34.8%	12.3%	19.6%
EBIT 增长率	54.3%	-74.7%	-39.5%	14.7%	23.0%
NOPLAT 增长率	52.9%	-78.3%	-29.3%	14.7%	23.0%
投资资本增长率	-4.2%	100.5%	-26.3%	11.7%	5.5%
净资产增长率	26.9%	-1.5%	1.8%	3.6%	4.1%
利润率					
毛利率	64.9%	66.0%	62.8%	62.5%	62.0%
营业利润率	32.7%	10.1%	6.5%	7.0%	7.3%
净利润率	24.5%	6.4%	4.8%	5.2%	5.5%
EBITDA/营业收入	32.2%	9.8%	6.4%	6.7%	7.1%
EBIT/营业收入	31.4%	8.8%	5.3%	5.7%	6.2%
运营效率					
固定资产周转天数	31	37	36	31	26
流动营业资本周转天数	26	75	89	63	74
流动资产周转天数	330	415	388	378	369
应收帐款周转天数	12	13	12	12	13
存货周转天数	46	65	55	59	63
总资产周转天数	417	532	522	498	473
投资资本周转天数	106	172	198	166	160
投资回报率					
ROE	25.4%	6.1%	4.6%	5.1%	5.8%
ROA	18.9%	4.2%	3.5%	3.5%	4.2%
ROIC	78.3%	17.8%	6.3%	9.7%	10.7%
费用率					
销售费用率	13.4%	37.2%	37.0%	36.0%	35.0%
管理费用率	4.7%	5.3%	5.8%	5.9%	6.0%
财务费用率	-1.3%	-1.3%	-1.2%	-1.3%	-1.1%
三费/营业收入	16.8%	41.2%	41.6%	40.6%	39.9%
偿债能力					
资产负债率	25.7%	31.6%	22.7%	30.9%	27.6%
负债权益比	34.7%	46.2%	29.4%	44.8%	38.1%
流动比率	3.23	2.71	3.53	2.69	3.12
速动比率	2.81	2.22	3.19	2.14	2.69
利息保障倍数	-24.71	-6.58	-4.54	-4.40	-5.43
分红指标					
DPS(元)	0.31	0.08	0.06	0.07	0.08
分红比率	30.7%	33.3%	30.5%	31.5%	31.8%
股息收益率	3.6%	0.9%	0.6%	0.8%	0.9%

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	561.5	133.6	101.0	116.1	137.7
加:折旧和摊销	17.6	20.7	22.2	22.2	22.2
资产减值准备	3.6	1.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-29.5	-28.2	-24.3	-28.8	-28.7
投资损失	-	-12.6	-4.2	-5.6	-7.5
少数股东损益	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
营运资金的变动	156.8	-418.7	345.7	-141.1	-86.2
经营活动产生现金流量	**567.9**	**290.3**	**440.4**	**-37.1**	**37.6**
投资活动产生现金流量	**23.7**	**-841.1**	**4.2**	**5.6**	**7.5**
融资活动产生现金流量	**-100.0**	**-172.3**	**-37.3**	**-7.7**	**-15.0**

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS(元)	1.01	0.24	0.18	0.21	0.25
BVPS(元)	3.97	3.91	3.98	4.12	4.29
PE(X)	8.6	36.1	47.8	41.5	35.0
PB(X)	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0
P/FCF	8.2	-9.1	10.7	3,033.7	62.4
P/S	2.1	2.3	2.3	2.2	1.9
EV/EBITDA	12.4	23.5	27.1	24.3	20.2
CAGR(%)	-40.9%	1.0%	-34.9%	-40.9%	1.0%
PEG	-0.2	35.3	-1.4	-1.0	34.2
ROIC/WACC					
REP					

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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

苏青青、王园园分别声明，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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。