

# 金徽酒 (603919)

## 强烈推荐

行业：白酒

### 半年报点评：

### 产品结构升级收效，省外市场拓展迅猛！

**点评事件：**公司首份半年报公告营收 6.74 亿元，同增 15.89%；归母净利润 1.14 亿元，同增 47.44%；基本每股收益 0.47 元，加权平均净资产收益率 10.02%；值得关注的是，公司省外市场的收入增速高达 110.63%，增长迅猛。单看 Q2，公司实现营收 2.29 亿元，同增 3.06%；创造归母净利润 0.22 亿元，同增 174.11%。

**核心观点：**金徽酒在西北酒企中具备产品、品牌和资源上的相对优势，商业运作成熟，结构升级和市场拓展思路清晰，按“十年-西北王”的战略目标进行推算，未来十年公司营收的年均复合增速达 12%。结合中报业绩和调研情况判断，我们长期看好，强烈推荐。

#### 投资要点：

**一、产品结构优化升级，盈利能力大幅提升。**报告期内，金徽酒合理优化了产品结构：低档白酒营收同比收缩 17.5%，中档白酒同比扩张 18.8%，高档白酒则同比增长 22.8%。

中高档白酒的毛利水平更高，其占比提升有利于提升公司整体盈利能力。随着 5.6 亿元 IPO 募投项目-“优质酒酿造技术改造项目”的推进，金徽酒产品优化升级还将继续深化。

**二、省内市场稳中有升，省外市场拓展迅猛。**省内市场份额 30%+，实施精准营销策略，持续深耕成熟市场，强化龙头位置；省外坚持西北战略布局，依托甘肃省向外扇形辐射，注重对既得市场份额进行巩固，品牌上借力省内，但产品上与省内区隔，报告期内营收增速高达 110%，拓展迅猛。随着西北战略布局的逐步推进，以及资源上的集中和倾斜，省外市场有望保持强大增长后劲，成为公司未来营收和利润的核心增长点。

**三、品牌塑造卓有成效，底蕴风采均可深挖。**公司以优质终端为阵地，实施“干网工程”，既做动销又做品牌推广，同时实现了渠道和消费的良性互动，提升了品牌广度和认可度。而金徽历史，生态产区，以及“国槐柜藏”特色和“正能量”公益风采的挖掘价值巨大。

**四、风格稳健但不保守，外延并购预期较强。**公司上市仅 89 天即告停牌谋求外延并购。尽管首次重大资产重组宣告终止，但公司在与意向标的洽谈过程中占据主动；而收购西北地区优质白酒资产也符合公司西北战略布局需要，外延并购重启只待更好时机。

**投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，6-12 个月目标价 45 元。**

估算 2016-17 年 EPS 为 0.84/1.13 元；对应 16 年 PEx53 倍，对应 17 年 PEx40 倍。

**风险提示：**产品结构优化不达预期；省外市场拓展不达预期；食品安全问题等。

#### 作者

署名人：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：郑汉镇

S0960116010005

0755-88323297

zhenghanzhen@china-invs.cn

6-12 个月目标价： 45

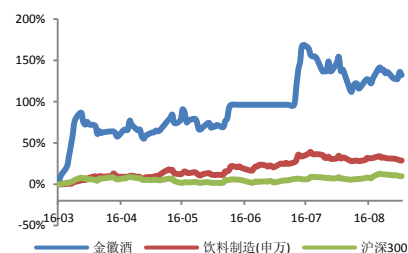
当前股价： 36.57

评级调整： 首次

#### 基本资料

总股本(百万股)	280
流通股本(百万股)	70
总市值(亿元)	102
流通市值(亿元)	26
成交量(百万股)	6.93
成交额(百万元)	256.56

#### 股价表现



#### 相关报告

#### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1182	1372	1618	1942
收入同比(%)	17%	16%	18%	20%
归属母公司净利润	166	236	316	412
净利润同比(%)	33%	42%	34%	30%
毛利率(%)	60.1%	62.0%	63.5%	64.5%
ROE(%)	21.6%	13.6%	15.4%	16.8%
每股收益(元)	0.59	0.84	1.13	1.47
P/E	61.76	43.36	32.39	24.82
P/B	13.33	5.91	5.00	4.16
EV/EBITDA	38	27	22	18

资料来源：中国中投证券研究总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	652	1257	1707	2263
现金	324	910	1306	1796
应收账款	9	12	14	17
其它应收款	1	2	2	2
预付账款	2	2	2	3
存货	314	330	381	444
其他	2	1	1	1
<b>非流动资产</b>	1201	1141	1073	1000
长期投资	0	0	0	0
固定资产	684	801	825	802
无形资产	172	165	157	150
其他	346	176	91	48
<b>资产总计</b>	1853	2399	2780	3263
<b>流动负债</b>	899	581	646	717
短期借款	0	0	0	0
应付账款	98	115	131	151
其他	801	466	515	566
<b>非流动负债</b>	186	86	86	86
长期借款	183	83	83	83
其他	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	1085	667	732	803
少数股东权益	0	0	0	0
股本	210	280	280	280
资本公积	98	755	755	755
留存收益	461	697	1013	1425
归属母公司股东权益	768	1732	2048	2460
<b>负债和股东权益</b>	1853	2399	2780	3263

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	282	311	390	464
净利润	166	236	316	412
折旧摊销	42	56	65	69
财务费用	23	21	-3	-21
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	46	-4	10	2
其它	6	1	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-181	4	4	4
资本支出	181	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	0	4	4	4
<b>筹资活动现金流</b>	-0	271	3	21
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-235	-100	0	0
普通股增加	0	70	0	0
资本公积增加	0	658	0	0
其他	235	-356	3	21
<b>现金净增加额</b>	101	586	396	489

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1182	1372	1618	1942
营业成本	472	521	591	689
营业税金及附加	187	195	229	274
营业费用	183	199	243	291
管理费用	105	123	142	165
财务费用	23	21	-3	-21
资产减值损失	2	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	211	309	414	541
营业外收入	3	5	5	5
营业外支出	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	211	311	416	543
所得税	45	75	100	130
<b>净利润</b>	166	236	316	412
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	166	236	316	412
EBITDA	275	386	476	589
EPS (元)	0.79	0.84	1.13	1.47

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.7%	16.0%	18.0%	20.0%
营业利润	39.8%	46.2%	34.2%	30.7%
归属于母公司净利润	32.9%	42.4%	33.8%	30.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	60.1%	62.0%	63.5%	64.5%
净利率	14.0%	17.2%	19.5%	21.2%
ROE	21.6%	13.6%	15.4%	16.8%
ROIC	16.9%	24.3%	32.8%	45.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.6%	27.8%	26.3%	24.6%
净负债比率	59.90%	32.25%	29.38%	26.79%
流动比率	0.72	2.16	2.64	3.16
速动比率	0.37	1.58	2.04	2.52
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.65	0.63	0.64
应收账款周转率	109	117	112	114
应付账款周转率	4.57	4.88	4.81	4.89
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.84	1.13	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.11	1.39	1.66
每股净资产(最新摊薄)	2.74	6.19	7.31	8.79
<b>估值比率</b>				
P/E	61.76	43.36	32.39	24.82
P/B	13.33	5.91	5.00	4.16
EV/EBITDA	38	27	22	18

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镛,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。  
郑汉镇,加拿大滑铁卢大学数学硕士学位,中山大学岭南(大学)学院经济学学士学位。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434