

金徽酒（603919）：产品结构调整效果显著，业绩增长稳定

推荐（首次）

食品饮料—白酒

当前股价：21.39 元

报告日期：2017 年 8 月 1 日

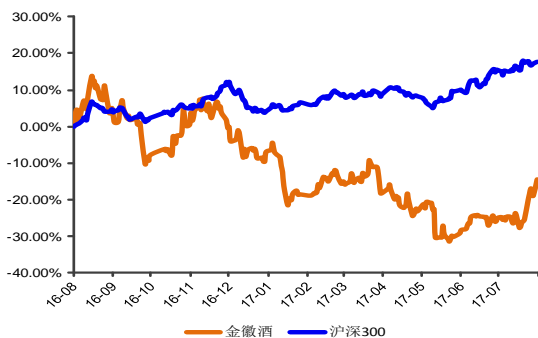
主要财务指标（单位：亿元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12.77	13.72	15.38	17.09
(+/-)	8.0%	7.4%	12.2%	11.1%
营业利润	287	318	360	415
(+/-)	35.8%	11.0%	13.0%	15.5%
归属母公司净利润	222	252	282	325
(+/-)	33.8%	13.6%	11.9%	15.3%
EPS（元）	0.85	0.90	1.01	1.16
PE	26	24	21	18

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	36,400/11,584
流通市值（亿元）	25.21
每股净资产（元）	5.86
资产负债率（%）	27.31

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

食品饮料行业研究员：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

- **金徽酒发布 2017 年半年报：**报告期内，公司实现营收 7.20 亿元，同比增长 6.82%；实现营业利润 1.86 亿元，同比增长 22.53%；实现归属于母公司股东的净利润 1.42 亿元，同比增长 23.95%；每股收益 0.39 元。其中，Q2 单季度实现营收 2.58 亿元，同比增长 12.5%；实现归母净利润 0.28 亿元，同比增长 27.84%。
- **营收保持稳定增长：**2017 上半年，公司营业收入增长保持稳定，业绩的增长主要由于在消费升级以及白酒行业回暖的大环境下，公司积极对产品结构进行调整，加大了高端白酒的占比。报告期内，以金徽 18 年、柔和金徽为主的高端白酒的营收大幅增长 32.15%，同时，以世纪金徽二星、世纪金徽三年陈酿为主的低端白酒的营收减少了 25.15%。分地区来看，经济较发达的甘肃西部地区营收大幅增长 29.37%，而经济相对较落后的甘肃东南部营收大幅增速大幅缩小至 0.86%，主打中高端白酒的省外其他地区营收也增长了 23.43%。
- **净利润增长稳定：**报告期内，公司期间费用率为 23.55%，同比减少 1.20 个百分点。其中，销售费用率及管理费用率控制较好，基本和去年同期保持一致；财务费用率同比减少 1.64 个百分点，主要由于银行贷款利息减少所导致。毛利率较高的高端白酒营收的增长使得公司的综合毛利率提高了 1.42 个百分点至 63.15%，净利润率同比提高了 2.72 个百分点至 19.70%。
- **公司未来看点：**自 2016 年起，高端、次高端白酒开始复苏，再加上消费升级的大趋势，以茅台为代表的高端白酒自 2016 年下半年开始纷纷提价，从而为性价比较高的次高端白酒带来较大的增长空间。作为甘肃省白酒行业的龙头企业，随着产品结构的进一步优化，公司业绩有望迎来持续的高速增长。



- **盈利预测:** 我们预计 2017-2019 年公司营业收入将分别达到 13.72、15.38 和 17.09 亿元, EPS 分别为 0.90、1.01 和 1.16 元, 按照 2017 年 8 月 1 日收盘价 21.39 元进行计算, 对应 2017-2019 年动态 PE 分别为 24X、21X 和 18X, 首次给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** (1) 白酒行业竞争加剧; (2) 食品安全问题。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
资产					营业收入	1277.28	1371.78	1538.46	1708.97
货币资金	408.34	534.88	1145.71	1347.49	减: 营业成本	493.89	516.37	560.42	618.52
应收和预付款项	12.86	17.85	16.44	21.61	营业税金及附加	191.26	216.46	238.73	263.58
存货	381.65	287.55	438.73	362.84	营业费用	173.24	201.36	224.13	243.88
其他流动资产	106.01	106.01	106.01	106.01	管理费用	119.14	122.31	139.08	155.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	10.05	-11.80	-5.66	-19.29
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	2.89	2.27	3.04	3.36
固定资产和在建工程	1107.83	975.51	842.42	709.02	加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	168.10	149.61	131.11	112.62	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.33	0.33	0.33	0.33	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产合计	2185.12	2071.73	2680.76	2659.93	营业利润	286.80	324.81	378.72	443.49
负债					加: 其他非经营损益	0.50	1.67	0.00	0.00
短期借款	12.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	287.30	326.49	378.72	443.49
应付和预收款项	516.48	210.47	582.14	283.35	减: 所得税	65.44	81.62	94.68	110.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	222	252	282	325
其他负债	15.00	15.00	15.00	15.00	减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	543.48	225.47	597.14	298.35	归属上市公司股东的净利润	222	252	282	325
所有者权益					主要财务指标				
股本	280.00	280.00	280.00	280.00	(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
资本公积	737.98	737.98	737.98	737.98	营业收入	1277.28	1371.78	1538.46	1708.97
留存收益	623.66	828.28	1065.64	1343.60	增长率(%)	8.02%	7.40%	12.15%	12.15%
归属母公司股东权益	1641.63	1846.26	2083.62	2361.58	归母净利润	221.87	252.09	281.98	325.23
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率(%)	33.81%	13.62%	11.86%	15.34%
股东权益合计	1641.63	1846.26	2083.62	2361.58	每股收益(EPS)	0.85	0.90	1.01	1.16
负债和股东权益合计	2185.12	2071.73	2680.76	2659.93	每股经营现金流	1.07	0.46	1.75	0.63
现金流量表					销售毛利率	61.33%	62.36%	63.57%	63.81%
(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	销售净利率	17.37%	17.85%	18.46%	19.46%
经营性现金净流量	389.71	167.23	638.60	228.40	净资产收益率(ROE)	13.51%	13.26%	13.63%	14.08%
投资性现金净流量	-247.06	1.26	0.00	0.00	市盈率(P/E)	25	24	21	18
筹资性现金净流量	11.42	-41.95	-27.77	-26.61	市净率(P/B)	4.74	4.22	3.74	3.30
现金流量净额	154.07	126.54	610.83	201.79	股息率(分红/股价)	0.01	0.01	0.01	0.01

资料来源: 公司定期报告、华鑫证券研发部

研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士，主要研究和跟踪领域：大消费

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	< (-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>