

金种子酒 (600199.SH)

二季度淡季不淡 销量增长驱动业绩再超预期

——金种子酒 2010 年中报点评

闫亚磊
86-22-2845 1975
SAC 执业证书编号 S1150209100148
yanyl@bhqz.com

核心观点:

- 白酒继续维持快速增长, 毛利率基本稳定
- 淡季不淡, 显示销售进入快速增长期
- 转让房地产公司, 集中资源做白酒

投资要点:

- 金种子酒 2010 年上半年实现收入 6.44 亿元, 同比增长 37.36%; 实现利润总额 1.07 亿元, 同比增长 155.48%; 实现净利润 8582 万元, 同比增长 177.04%; 每股收益为 0.1646 元, 同比增长 177.10%, 远高于我们之前预期的 0.13 元/股; 每股经营活动产生的现金流量净额为-0.03 元, 比去年同期的 0.21 元/股大幅下降, 但与一季度相比有明显改善。
- 分产品看, 公司白酒销售结构继续提升, 上半年白酒业务实现收入 4.16 亿元, 同比增长了 56.87%, 收入增速显著高于 30%左右的销量增速; 成品药实现收入 2.21 亿元, 同比增长 10.99%; 商品房实现收入 562 万元, 同比增长 23.49%。白酒业务呈现出显著快于整体收入增长的水平, 根据我们的推算, 公司上半年白酒销量增长在 30%左右, 其中醉三秋、祥和和柔和系列增速高于低档酒, 祥和系列增速在 45%左右。
- 上半年公司整体毛利率为 43.06%, 同比环比分别提升 5.23 和 1.75 个百分点, 其中: 白酒业务毛利率为 64.81%, 同比减少 0.21 个百分点, 虽然吨酒售价有所提高, 但是粮食等成本的上涨对毛利率提升形成压制; 生化制药毛利率为 1.87%, 同比增长 0.3 个百分点; 房地产毛利率 39.14%, 同比减少 8.71 个百分点。单个产品毛利率基本稳定, 整体毛利率的提升主要来自公司收入结构的改善, 高毛利的白酒快速增长。
- 上半年公司净利润率为 13.31%, 同比提升了 6.72 个百分点, 其中整体毛利率提升了 5.23 个百分点, 期间费用率下降了 2.42 个百分点, 费用率的降低成为除了毛利率提升外促进公司利润增速快于收入增速的主要原因。费用率的下降主要得益于公司销售费用率同比下降 2.74 个百分点至 10.05%。
- 二季度单季, 公司收入同比增长 42.85%, 增速比一季度有所加快; 收入环比仅下降 2.28%, 环比下降的幅度远低于去年同期; 呈现出典型的淡季不淡的特征, 说明二季度公司白酒销售进入加速发展期。二季度单季实现净利润高于一季度, 应收账款减值准备的冲回做出贡献, 其中单独进行减值测试的应收账款减值准备转回 554 万元。
- 公司之前转让地产公司以集中精力和资源发展白酒业务, 另外定向增发的完成也会在一定程度上提高公司的竞争力。上调 2010 年和 2011 年每股收益分别至 0.32 元和 0.46 元, 目前股价对应市盈率分别为 42 倍和 29 倍, 维持目标价 16 元, 目前股价仍有 20%的上涨空间, 维持之前的买入投资评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入(百万元)	788	662	1046	1432	1959
EBITDA(百万元)	78	51	111	202	338
净利润	26	24	71	164	241
摊薄 EPS(元)	0.10	0.09	0.27	0.32	0.46
PE(X)	132.7	143.6	48.8	42.4	28.9
EV/EBITDA(X)	45.5	67.1	28.5	31.9	17.9
PB(X)	6.28	6.00	5.31	8.49	6.56
ROIC	9.11%	4.69%	9.86%	16.50%	22.58%
总资产周转率	1.00	0.85	1.08	1.13	1.20

评级: 买入

上次评级

买入

目标价格:

¥ 16

上次预测

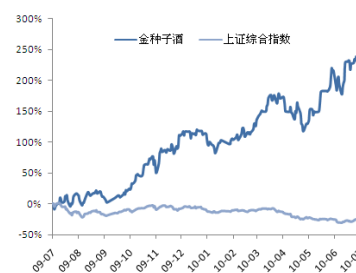
¥ 16

当前价格:

¥ 13.36

2010.7.27

单季度业绩	元/股
1Q/2010	0.0820
2Q/2010	0.0826
3Q/2010	0.0758
4Q/2010	0.0748



公司简介

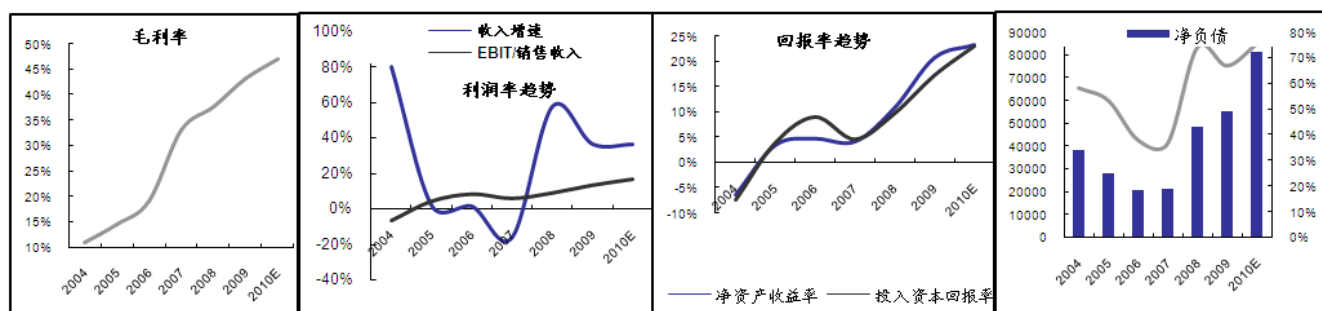
公司是一家以白酒、生化制药和房地产三大产业共同发展的上市公司。公司生产的金种子、种子、醉三秋白酒是安徽省白酒行业唯一被中国绿色食品发展中心认定的“绿色食品”。近几年公司白酒销量恢复性快速增长, 06-09 年白酒销量分别为 3000 吨、5000 吨、10000 吨和 17000 吨。

相关报告

- 《厚积薄发 白酒发展超预期》
- 《业绩好于预期 增发项目有利于提升竞争力》
- 《业绩符合预期 白酒业务发展渐入佳境》
- 《白酒业务增速快 预收账款继续增》
- 《白酒业务潜力大》

公司更新报告

资产负债表	2007	2008	2009	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	39	79	405	555	913	营业收入	788	662	1046	1432	1959
应收票据	45	42	57	77	106	营业成本	638	443	652	824	1052
应收账款	62	43	34	47	64	营业税金及附加	29	61	115	171	234
预付款项	15	9	3	-5	-15	销售费用	35	83	133	183	259
其他应收款	6	3	7	10	14	管理费用	19	35	50	69	94
存货	175	188	183	232	296	财务费用	11	7	1	1	-2
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	28	1	1	1	1
长期股权投资	97	97	100	100	100	投资收益	0	0	0	35	0
固定资产	83	85	105	118	142	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	1	8	11	25	38	营业利润	28	32	94	219	322
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	1	2	0	0	0
无形资产	219	213	207	202	197	税前利润	29	34	95	219	322
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	2	9	23	55	80
资产总计	765	794	1143	1386	1878	净利润	26	24	71	165	241
短期借款	115	32	75	20	0	归属于母公司的净利润	26	24	71	164	241
应付票据	0	0	8	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	37	57	116	85	121	基本每股收益	0.10	0.09	0.27	0.32	0.46
预收款项	16	48	170	337	566	稀释每股收益	0.10	0.09	0.27	0.32	0.46
应付职工薪酬	6	13	16	16	16	财务指标	2007	2008	2009	2010E	2011E
应交税费	25	49	70	70	70	成长性					
其他应付款	11	10	17	17	17	营收增长率	1.8%	-16.0%	58.0%	37.0%	36.8%
其他流动负债	0	5	9	14	20	EBIT 增长率	95.5%	-40.3%	139.8%	94.0%	72.8%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	42.6%	-7.6%	194.2%	130.3%	46.7%
负债合计	210	213	487	565	816	盈利性					
股东权益合计	555	581	656	821	1062	销售毛利率	19.1%	33.0%	37.6%	42.4%	46.3%
现金流量表	2007	2008	2009	2010E	2011E	销售净利率	3.3%	3.7%	6.8%	11.5%	12.3%
净利润	26	24	71	165	241	ROE	4.7%	4.2%	10.9%	20.0%	22.7%
折旧与摊销	12	11	15	17	19	ROIC	9.11%	4.69%	9.86%	16.50%	22.58%
经营活动现金流	52	143	316	210	426	估值倍数					
投资活动现金流	-4	-13	-20	-5	-50	PE	132.7	143.6	48.8	42.4	28.9
融资活动现金流	-69	-90	30	-55	-18	P/S	4.4	5.3	3.3	4.9	3.6
现金净变动	-21	41	326	150	358	P/B	6.28	6.00	5.31	8.49	6.56
期初现金余额	60	39	79	405	555	股息收益率	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	39	79	405	555	913	EV/EBITDA	45.5	67.1	28.5	31.9	17.9



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
 13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhq.com

谢晓冬 022-28451849
 13820872805
actionfish@live.cn
xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津
天津市河西区宾水道三号
邮政编码: 300061
电话: (022) 28451888
传真: (022) 28451615

北京
北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107
邮政编码: 100032
电话: (010) 58362786
传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn