

业绩增长进入快车道已确认

事件

2010年1-6月，公司实现营业收入6.45亿元，同比增长37.36%，营业利润1.07亿元，同比增长158.52%，实现归属母公司净利润8582万元，同比增长177.04%，实现每股收益0.1646元。完全符合我们的中报业绩预期。

研究结论：

- **白酒主业快速增长，增速略超预期。**报告期内，公司白酒业务的收入达到4.16亿元，同比增长56.87%，增速略超过我们的预期，白酒毛利率略降0.21个百分点，为64.81%。由于白酒收入占比上升到65%（占比同比提高近9个百分点），公司综合毛利率同比大幅提高至43.06%，同比上升5.23个百分点。未来公司的白酒仍将为公司贡献最主要的利润，且，贡献利润占比将会不断提升，我们预测公司全年白酒收入增速将会超过50%。收入有望达到8.5亿元左右。
- **二季度业绩增速加快。**公司一季度净利润增长153%，作为淡季的二季度业绩净利润增速超过一季度，达到207%，特别是在去年二季度业绩增速极快的情况下，二季度业绩的更快增长表现优秀。我们认为原因主要是以下两点：（1）2010年1季度，公司白酒合计销量达到6000多吨，其中地蕴醉三秋在600吨左右，柔和种子酒在1000吨左右，祥和种子酒在1400吨左右。二季度延续1季度白酒业务快速增长态势；（2）柔和种子酒的返点政策取消后，毛利率提升，主要会体现在二季度及之后三个季度的报表上。我们看到二季度公司综合毛利率上升了近11个百分点。
- **增发增强公司白酒经营能力。**2009年度资本公积金转增股本预案实施后，公司非公开发行股票数量的上限调整为7,000万股，发行底价调整为7.54元/股，我们预计三季度完成增发的可能性大，且，现股价和增发价价差巨大，取得增发的投资者获益应不俗，建议积极参与。**投资项目一：**将年产7000吨基酒产能通过技改改建为年产6800吨优质基酒产能；**项目二：**提高原1.13万吨酒池和室外罐群的储存能力，通过技改使基酒储存能力达到2.23万吨，提高优质酒率；**项目三：**营销和物流网络的建设；**项目四：**技术研发及品控中心建设。
- **退出房地产业务为此次增发服务。**7月9日，公司董事会决议将持有金种子房地产98.16%股权转让给安徽金种子集团，以此全部退出房地产行业。此次股权转让的交易价格为8,055.83万元。近几年，公司房地产业务基本处于停滞状态，收入占比不足1%，退出房地产开发业务完全不会影响公司业绩，反而有助于顺利增发和更加聚焦白酒主业。
- **调高盈利预测和目标价预期，维持“买入”评级。**根据中报的情况，我们上调公司的毛利率预测、略微调低实际所得税率预测。上调后，10-12年EPS分别为0.30元（原0.27元）、0.45元（原0.42元）和0.62元（原0.58元），三年业绩复合增速在60%以上，上调目标价至16元（给予11年EPS的35倍PE），我们维持对公司的“买入”评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

8621-63325888×6075

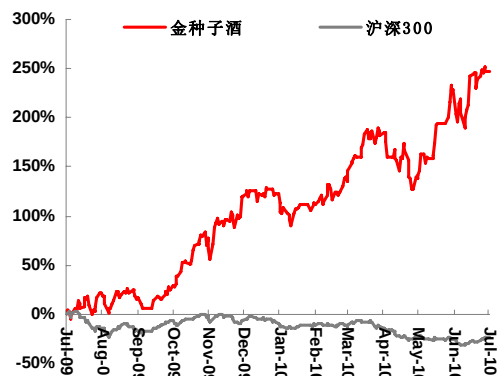
shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2010年07月26日）	13.36
目标价格	16.00
总股本/A股（亿股）	5.21/5.21
A股市值（亿元）	70
行业	白酒
报告日期	2010年07月27日

股价表现



财务预测

（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1046	1434	1948	2523
同比%	58.0%	37.1%	35.9%	29.5%
归属母公司净利润	71	157	232	326
同比%	227.1%	119.3%	48.5%	40.1%
毛利率%	37.6%	42.5%	44.3%	45.5%
ROE%	10.9%	24.6%	43.8%	63.0%
EPS（元）	0.27	0.30	0.45	0.62
PE（X）	98	45	30	21

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《半年业绩超预期，预增1.5倍以上——动态跟踪》	2010-6-18
《二线白酒尽显强弩之势——“进可攻退可守”系列报告之一》	2010-5-10

附表 1：公司分季度经营数据

单位：万元	1H09	1H10	同比	1Q09	1Q10	同比	2Q09	2Q10	同比	1Q08	1Q09	同比	2Q08	2Q09	同比
一、营业总收入	46931.09	64463.51	37.36%	24628.02	32603.67	32.38%	22303.07	31859.84	42.85%	11769.80	24628.02	109.25%	14817.00	22303.07	50.52%
其中：营业收入	46931.09	64463.51	37.36%	24628.02	32603.67	32.38%	22303.07	31859.84	42.85%	11769.80	24628.02	109.25%	14817.00	22303.07	50.52%
二、营业总成本	42784.70	53767.23	25.67%	22342.35	27254.64	21.99%	20442.35	26538.53	29.82%	11826.93	22342.35	88.91%	5128.64	15774.37	207.57%
其中：营业成本	29176.05	36703.10	25.80%	14467.78	19135.77	32.26%	14708.27	17567.33	19.44%	7142.15	14467.78	102.57%	2756.20	10040.29	264.28%
毛利率	37.83%	43.06%	5.23	41.25%	41.31%	0.05	34.05%	44.86%	10.81	39.32%	41.25%	1.94	81.40%	54.98%	-26.42
营业税金及附加	4745.79	7515.07	58.35%	2646.85	3954.10	49.39%	2098.94	3560.97	69.66%	2646.85	2646.85	0.00%	-455.80	2098.94	-560.50%
销售费用	6003.53	6477.22	7.89%	3436.55	2535.48	-26.22%	2566.98	3941.74	53.56%	936.05	3436.55	267.13%	1408.11	2566.98	82.30%
管理费用	2198.23	3225.02	46.71%	1744.75	1548.95	-11.22%	453.47	1676.07	269.61%	795.27	1744.75	119.39%	1154.81	453.47	-60.73%
财务费用	71.50	104.22	45.77%	45.85	54.41	18.66%	25.64	49.81	94.25%	238.12	45.85	-80.74%	149.23	25.64	-82.82%
三项费用	8273.25	9806.46	0.00%	5227.16	4138.84	0.00%	3046.10	5667.62	0.00%	1969.43	5227.16	0.00%	2712.15	3046.10	0.00%
三项费用率	17.63%	15.21%	-2.42	21.22%	12.69%	-8.53	13.66%	17.79%	4.13	16.73%	21.22%	4.49	18.30%	13.66%	-4.65
资产减值损失	589.04	-257.39	0.00%	0.00	0.00	0.00%	589.04	-257.39	0.00%	68.50	0.00	0.00%	116.09	589.04	0.00%
投资收益	0.56	25.94	0.00%	0.56	25.94	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.00	0.56	0.00%	0.00	0.00	#DIV/0!
三、营业利润	4147.51	10722.22	158.52%	2286.79	5400.90	136.18%	1860.72	5321.32	185.98%	1552.15	2286.79	47.33%	753.44	1860.72	146.96%
加：营业外收入	33.33	59.28	77.85%	14.57	11.00	-24.52%	18.76	48.28	157.36%	5.54	14.57	162.95%	26.90	18.76	-30.27%
减：营业外支出	48.74	224.81	361.21%	48.53	20.04	-58.72%	0.21	204.77	97912%	3.68	48.53	1219.56%	91.77	0.21	-99.77%
四、利润总额	4132.10	10556.69	155.48%	2252.83	5391.86	139.34%	1879.27	5164.83	174.83%	1554.02	2252.83	44.97%	688.58	1879.27	172.92%
减：所得税费用	1037.42	1978.32	90.70%	559.48	1111.68	98.70%	477.94	866.63	81.33%	8.82	559.48	6242.50%	637.20	477.94	-24.99%
所得税率	25.11%	18.74%	-0.06	24.83%	20.62%	-0.04	25.43%	16.78%	-0.09	0.57%	24.83%	0.24	92.54%	25.43%	-0.67
五、净利润	3094.68	8578.37	177.20%	1693.35	4280.18	152.76%	1401.33	4298.19	206.72%	1545.19	1693.35	9.59%	51.38	1401.33	2627.63%
归属于母公司所有者的净利润	3097.75	8581.94	177.04%	1694.59	4275.48	152.30%	1403.16	4306.46	206.91%	1540.00	1694.59	10.04%	57.85	1403.16	2325.48%
少数股东损益	-3.07	-3.57	16.07%	-1.24	4.70	-480.00%	-1.84	-8.27	350.34%	5.19	-1.24	-123.81%	-6.48	-1.84	-71.66%
六、每股收益：															
基本每股收益	0.06	0.16	177.04%	0.03	0.08	152.30%	0.03	0.08	206.91%	0.03	0.03	10.04%	0.00	0.03	2325.48%

资料来源：东方证券研究所

附表 2：财务报表预测与比率分析
资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	690	935	1259	1619	营业收入	1046	1434	1948	2523
现金	405	559	760	984	营业成本	652	824	1086	1374
应收账款	34	47	63	82	营业税金及附加	115	158	230	298
其他应收款	7	10	14	18	营业费用	133	178	238	308
预付账款	3	4	5	6	管理费用	50	66	88	114
存货	183	232	305	386	财务费用	1	1	0	0
其他流动资产	57	84	112	143	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	452	539	617	687	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	100	100	100	100	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	105	203	294	376	营业利润	94	206	306	429
无形资产	207	195	183	172	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	40	40	40	40	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1143	1474	1876	2306	利润总额	95	206	306	429
流动负债	481	495	627	772	所得税	23	49	74	103
短期借款	0	0	0	0	净利润	71	157	233	326
应付账款	116	144	190	240	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	365	351	437	532	归属母公司净利润	71	157	232	326
非流动负债	6	6	6	6	EBITDA	107	225	332	463
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.30	0.45	0.62
其他非流动负债	6	6	6	6					
负债合计	487	501	632	778					
少数股东权益	4	4	4	4					
股本	261	521	521	521					
资本公积	457	196	196	196					
留存收益	-73	-86	-192	-206					
归属母公司股东权益	653	637	530	517					
负债和股东权益	1143	1141	1166	1299					

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
成长能力					营业收入	58.0%	37.1%	35.9%	29.5%
营业收入	58.0%	37.1%	35.9%	29.5%	营业利润	218.7%	118.6%	48.6%	40.2%
营业利润	218.7%	118.6%	48.6%	40.2%	归属于母公司净利润	227.1%	119.3%	48.5%	40.1%
归属于母公司净利润	227.1%	119.3%	48.5%	40.1%	获利能力				
获利能力					毛利率 (%)	37.6%	42.5%	44.3%	45.5%
毛利率 (%)	37.6%	42.5%	44.3%	45.5%	净利率 (%)	6.8%	10.9%	11.9%	12.9%
净利率 (%)	6.8%	10.9%	11.9%	12.9%	ROE (%)	10.9%	24.6%	43.8%	63.0%
ROE (%)	10.9%	24.6%	43.8%	63.0%	ROIC (%)	35.9%	55.7%	66.0%	79.0%
ROIC (%)	35.9%	55.7%	66.0%	79.0%	偿债能力				
偿债能力					资产负债率 (%)	42.6%	43.9%	54.2%	59.9%
资产负债率 (%)	42.6%	43.9%	54.2%	59.9%	净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	流动比率	1.44	1.89	2.01	2.10
流动比率	1.44	1.89	2.01	2.10	速动比率	1.03	1.39	1.49	1.56
速动比率	1.03	1.39	1.49	1.56	营运能力				
营运能力					总资产周转率	1.08	1.10	1.16	1.21
总资产周转率	1.08	1.10	1.16	1.21	应收账款周转率	27	36	35	35
应收账款周转率	27	36	35	35	应付账款周转率	7.56	6.33	6.50	6.38
应付账款周转率	7.56	6.33	6.50	6.38	每股指标 (元)				
每股指标 (元)					每股收益 (最新摊薄)	0.14	0.30	0.45	0.62
每股收益 (最新摊薄)	0.14	0.30	0.45	0.62	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.59	0.34	0.51	0.71
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.59	0.34	0.51	0.71	每股净资产 (最新摊薄)	1.25	1.22	1.02	0.99
每股净资产 (最新摊薄)	1.25	1.22	1.02	0.99	估值比率				
估值比率					P/E	97.61	44.50	29.97	21.39
P/E	97.61	44.50	29.97	21.39	P/B	10.68	10.94	13.14	13.48
P/B	10.68	10.94	13.14	13.48	EV/EBITDA	60	29	19	14
EV/EBITDA	60	29	19	14					

资料来源: 东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn