

## 关注未来成长机会和相对低估值

金种子酒 (600199.SH)

**推荐** 维持评级

### 核心观点:

## 1. 事件

近日公司召开 2011 年年度股东大会, 我们对公司进行了持续研究。

本文分公司分析和行业分析两部分。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 柔和酒全面升级, 全年有望翻番

2011 年柔和突破 512 万箱, 2012 年第一季度同比增长超 70%, 全年计划 1000 万箱, 远高于公司整体增幅; 下一步继续推进柔和种子酒升级: (1) 品牌升级, 但品名不变 (2) 产品升级, 包装优化; (3) 终端价位坚定升级, 升级幅度控制在 10% 左右; (4) 管理升级, 治理降价和乱价, 做好价格管理; (5) 渠道升级, 渠道下沉, 全面提升经销商素质和盈利能力; (6) 营销升级, 资源和营销同步。

### (二) 专卖店+团购模式, 快速培育徽蕴金种子酒

做强、做大徽蕴金种子酒, 推动结构调整和产品升级: 整合全市优秀社会资源, 快速复制金种子专卖店模式, 以专卖店+团购模式相结合快速培育徽蕴金种子酒。

### (三) 顺应行业潮流, 以资本运营推动主业做强

行业方面, 未来几年资本的介入将推动白酒产业并购重组, 白酒企业优胜劣汰。金种子具备参与并购重组的实力和能力, 未来五年跨区域有步骤的实现全国化, 把并购的企业做强做大, 通过资本市场做大市值, 推进再融资等资本运作。公司表示未来如有并购, 将以收购吸收合并为主, 进程和标的可遇不可求。

## 3. 投资建议

我们认为公司 12EPS 和 13EPS 为 1.01 和 1.5 元, 在 A 股二三线白酒上市公司里, 公司 12PE、13PE 和 PS (TTM) 估值指标, 综合来讲处于较低水平 (如图 1 所示), 我们判断未来存在补涨可能。

## 4. 风险提示

行业和省内竞争环境及其他因素逆转。

### 分析师

周颖

☎: (8610) 8357 1301

✉: zhouying\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

董俊峰

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

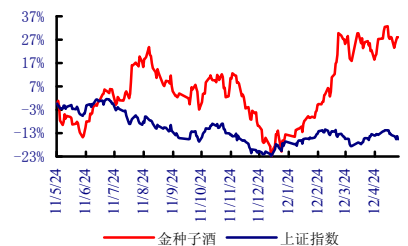
执业证书编号: S0130511010002

### 市场数据

时间 2012.05.22

A 股收盘价(元)	23.00
A 股一年内最高价(元)	23.28
A 股一年内最低价(元)	13.30
上证指数	2373.31
市净率	7.36
总股本(万股)	55577.50
实际流通 A 股(万股)	55577.50
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	127.83

### 相对指数表现图



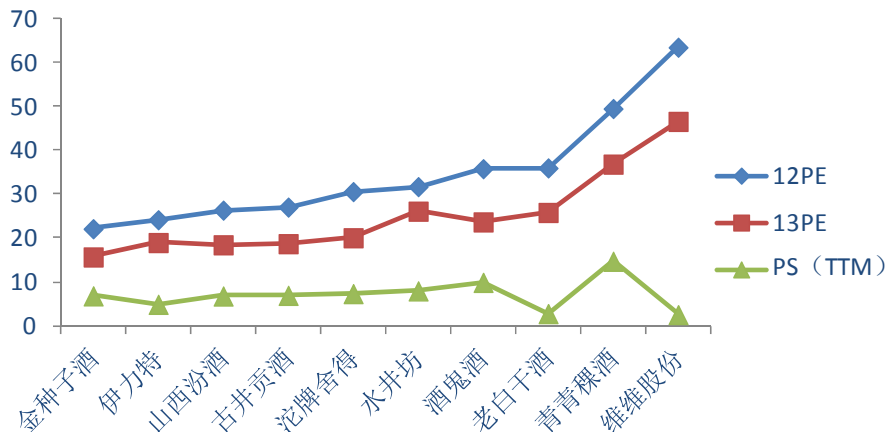
资料来源: 中国银河证券研究部

### 相关研究

## 一、关注公司未来成长性

### (一) 估值处于较低水平

图 1: 我国二三线白酒上市公司估值比较



资料来源: WIND 中国银河证券研究部整理

如图所示, 在 A 股二三线白酒上市公司里 (选取金种子、伊力特、山西汾酒、古井贡酒、沱牌舍得、水井坊、酒鬼酒、老白干酒、青青稞酒、维维股份作为比较标的), 考察 12P/E, 13P/E, PS (TTM) 估值指标, 金种子酒估值综合来讲处于较低水平。基于此特征, 我们判断未来存在补涨可能。

### (二) 公司“十二五”发展战略详解

公司认为“十二五”是金种子谋求跨越式发展的关键时间, 将坚持“稳中求进、进中求快、快中做强、强中做久”的发展方略, 把资源更多的集中在加快主业发展的方向上, 在结构调整、产业升级、打造中国大众白酒方面取得新的突破, 全面完成“十二五”各项工作。

“十二五”指导思想: 三个坚持——坚持做强主业白酒不动摇、坚持打造中国大众白酒实力品牌、坚持资本运营与产品运营双轮驱动。

“十二五”发展目标: 2015 年实现 5 个翻两番 (以 2010 年为基础), 即销售收入达到 40 亿元、上缴税金 12 亿元, 职工收入人均达到 10 万元。

具体到各年度——

2012 年目标: 收入达到 22 亿元、5.5 亿元净利润, 确保利润增长 50%;

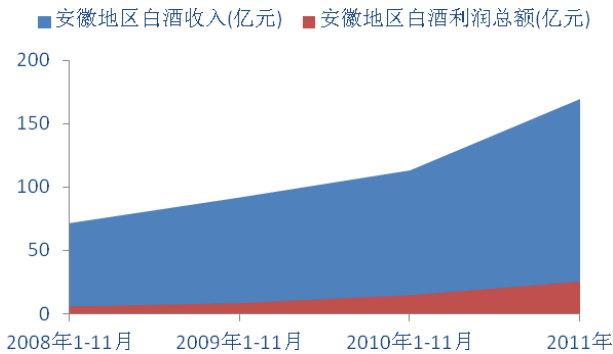
2013 年目标: 收入增长 30%左右;

2014 年目标: 收入增长 25%-30%;

2015 年目标: 收入增长 20%

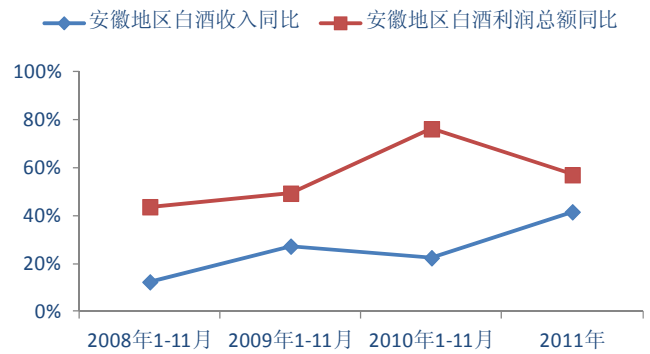
### (三) 安徽市场空间及竞争战略

图 2: 安徽规模以上白酒企业收入及利润总额



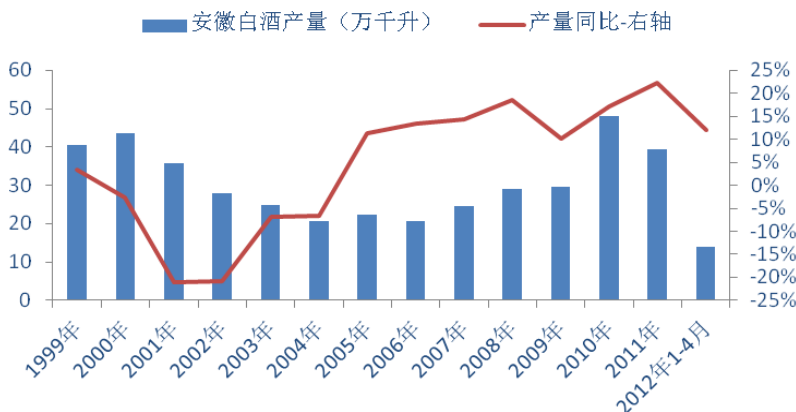
资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

图 3: 安徽规模以上白酒企业收入及利润总额同比



安徽规模以上白酒企业收入估算 200 亿元左右, 整体市场容量有望接近 300 亿元。据统计数据, 安徽规模以上白酒企业近年来收入增速持续提升, 11 年达到 42%, 12 年一季度保持在 25% 以上; 利润总额增速 2008 年以来均维持在 40% 以上, 12 年一季度达到 53%。

图 4: 安徽规模以上白酒产量增速近年来保持在 15% 上下区间



资料来源: 中国银河证券研究部整理

随着收入增长, 结构升级, 安徽市场潜力较大, 区域龙头企业收入存在空间规模。考虑到安徽市场容量和收入不断增长, 结构升级仍具空间, 龙头公司若能做好安徽市场, 则收入达到 60-80 亿元具备相当大的可能性。

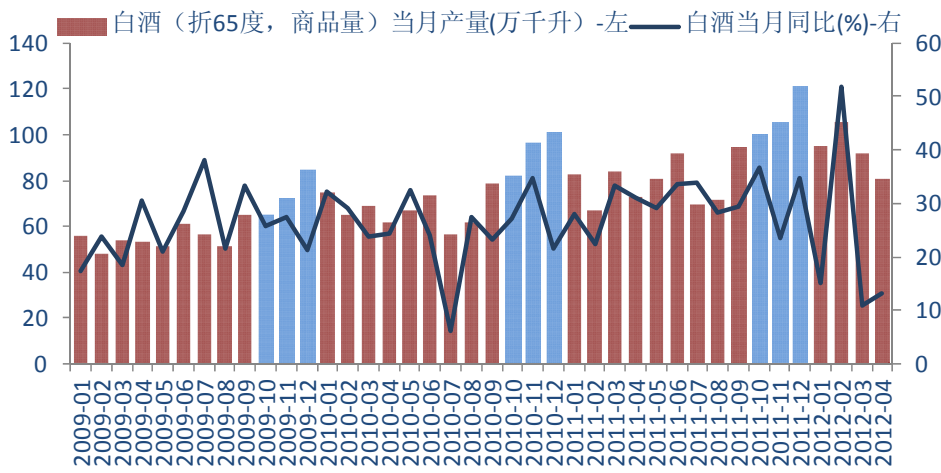
目前公司的战略看法是, 做区域龙头比做全国龙头更紧急, 在实现全国化的最终目标前, 先要实现省内第一的目标, 首先就是要做好本土化下沉, 即: 精耕省内市场, 渠道下沉 (追求县市无空白、村村有酒), 向乡镇和乡村下沉 (与名酒的下沉不同), 省内市场以攻为守。

此外, 公司会在在区域市场重心的基础上, 推行有限全国化的策略。在目前的情况下, 公司认为, 全国化肯定先是有限的全国化, 全面全国化是要在垄断安徽市场、做好未做好的 2/3 市场后的全国化。

## 二、白酒行业增速仍然处于高位

### (一) 行业运行规模: 我国白酒行业增速仍然处于高位

图 5: 我国白酒行业 2000-2012 年前 4 月单月产量及增速变动

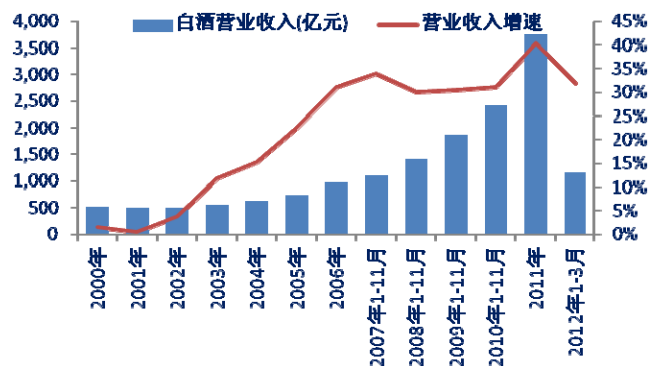


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

2012 年 1-4 月我国白酒行业累计产量 354 万千升, 同比增长 17%。就累计产量增速水平来看, 比上年同期减少 10.57 个百分点, 环比减少 5.96 个百分点。其中, 4 月单月实现产量 80.74 万千升, 同比增长 13.26%, 比上年同期减少 17.78 个百分点, 环比增加 2.31 个百分点。

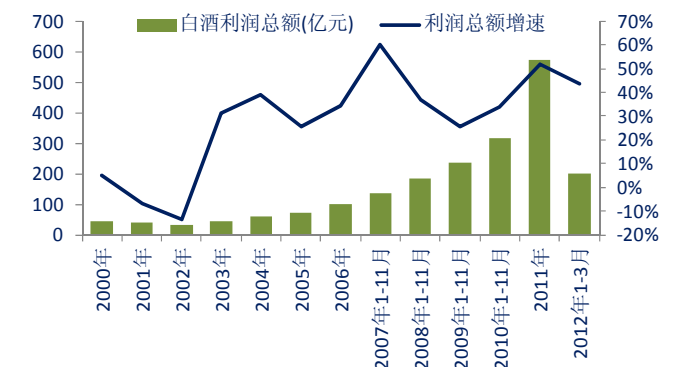
2012 年第一季度我国白酒行业收入及利润增速节后略有回落。12 年第一季度, 我国白酒行业实现收入 1152.61 亿元, 同比增长 31.89% (比上年同期减少 4.90pct), 实现利润总额 198.88 亿元, 同比增长 43.81% (比上年同期增加 3.74pct)。另外, 我们对比 2011 年 1-12 月份和 2010 年 1-11 月份经济指标, 2010 年 1-11 月, 白酒行业实现收入 2421.62 亿元, 同比增长 31.01%, 利润总额 318.61 亿元, 同比增长 34.05%。我们向前考察十年来历史数据, 2011 年 1-12 月份收入增速已经超过前期高点 (2007 年 1-11 月 34.03%), 利润总额增速接近 2007 年 1-11 月最高值 60.27%, 为 2008 年全球金融海啸以来最高增速。

图 6: 我国白酒行业收入累计值及增速变动(2000-12 一季)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

图 7: 我国白酒行业利润总额累计值及增速变动(2000-12 一季)



## (二) 行业盈利水平：毛利率自 11 年起拐点态势延续，利润总额比率持续提升

图 8：我国白酒行业毛利率水平变动（2000-2012 年前三月）

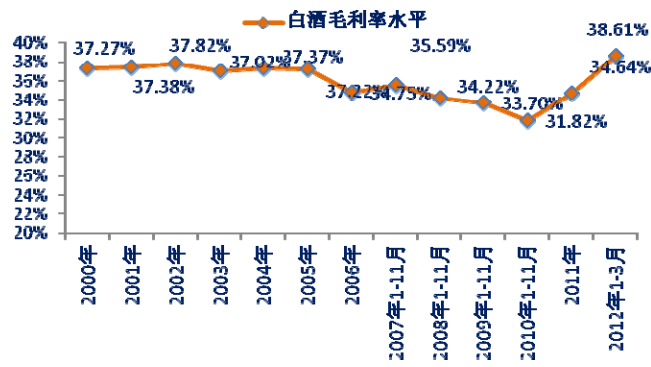
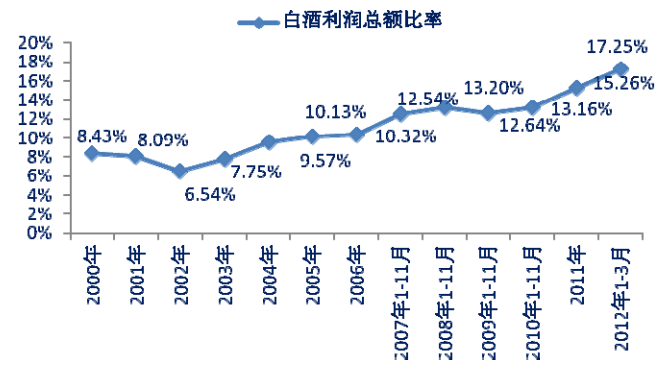


图 9：我国白酒行业利润总额比率变动（2000-2012 年前三月）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2012 年一季度白酒行业毛利率 38.61%，延续去年拐点趋势。如图所述，2012 年 1-3 月，我国白酒行业主营成本为 708 亿元，同比增长 27.19%，毛利率为 38.61%，在 2 月份创十几年来新高后略有回落。对比去年一季度行业毛利率，增加 4.59 个百分点，行业毛利率延续去年拐点趋势。

利润总额比例自 2002 年来逐年上升，体现白酒行业盈利能力逐渐升级。据我们测算，2012 年 1-3 月行业利润总额比率为 17.25%，在 2 月份再创十几年来新高后略有回落。

## (三) 白酒行业趋势研判：居民自用型升级趋势

白酒分类消费趋势明显。

受我国经济持续稳定运行的支撑，白酒行业近年来呈现出量价齐升态势，规模持续扩大，行业结构持续升级。就经济快速发展、居民收入水平持续提升等几方面来结合，我国白酒的消费属性呈现出政商务消费及居民自用型消费两大特征。

细分来讲，在政商务消费中，高端白酒竞争十分激烈。有品牌、营销资源的公司现在都希望在高端市场取得一席之地，但高端市场与政商务消费结合更为紧密，竞争十分激烈。

就居民自用型消费来说，未来可期待的升级空间及基数较政商务型消费更加广阔。具体而言，以家庭聚饮、婚宴消费、搬迁消费、满月酒消费等以家庭消费为单位、不丢面子、不失档次的价位的酒，是升级主流。以安徽为例，这部分酒的定价在 50-100 元价位居多。

随着中国整个经济的发展，中间消费群体的规模是在不断扩大，未来中国白酒的消费结构有可能跟随消费群体结构的变化调整，当消费结构发生变化、销售规模持续扩大的时候，实力不济的区域品牌可能在竞争中被兼并或淘汰，将有利中档大众化白酒巨头的出现。

我们认为，不管是消费升级、结构调整带来中档白酒消费人群的扩大还是集中度的提升，对金种子而言都是巨大的机会，这些机遇有望增强公司在大众白酒营销方面的实力。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

**董俊峰，研究部行业研究主管，兼食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。**

**周颖，食品饮料行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 0 10-83574171 [fu\\_chuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fu_chuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 0 21-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 07 55-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)