

公司研究

调研简报

跟踪评级: 短期_推荐, 长期_A

10年业绩高增长确定, 3年复合增长率支撑估值

——金种子酒(600199)调研简报

核心观点

1、省内仍是今年利润贡献区域, 省外市场逐步扩展。公司公告上半年业绩增长 152%-184%。全年业绩增长依赖白酒业务收入增长, 目前醉三秋、柔和、祥和收入占比达到 80%。上半年祥和系列在皖北地区增长较好, 但对利润贡献不大。公司产品在阜阳、芜湖、黄山和铜陵等地区铺货率较高, 阜阳收入 2 亿元, 芜湖、黄山收入 1 亿元以上, 铜陵、贵池等收入 5000 万以上。10 年业绩增长仍主要来自省内强势的几个地区。今年省外市场扩展借力天津经销商, 但还处于培育期, 短期内业绩贡献较弱。

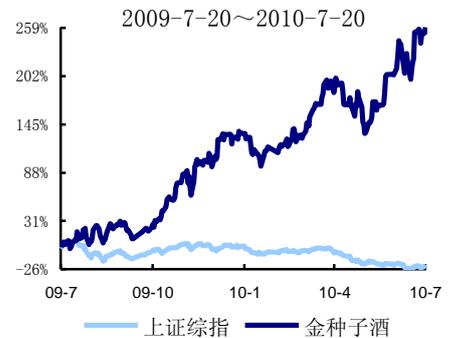
2、安徽名酒间竞争关系属良性竞争。安徽白酒向来以营销和渠道见长, 目前普遍采取的是盘中盘的模式。盘中盘模式强调重点市场和核心终端, 各名酒在省内均有优势地区。我们认为四大名酒之间竞争目前还属于良性竞争, 只有在合肥市场直接竞争较多。良性竞争关系为安徽白酒创造了适宜的成长环境。盘中盘模式下, 公司要投入酒店等终端买断费用, 我们预计 10 年费用率不会出现明显下降。

3、增发项目保证销量增长和毛利提升。增发募投资金将用于新增 6800 吨优质基酒产能、新增 1.1 万吨基酒储存以及以合肥为中心的营销网络建设三个项目。达产后, 中高档酒销量占比会进一步提升, 目前销量最大的仍是低端酒。祥和、柔和和金种子酒和地蕴醉三秋出厂价分别为 30 元、50 元和 70 元, 省内终端价区间也在 50 元至 130 元, 我们认为出厂价和终端价在省内市场仍有提升空间。

4、房地产转让, 贡献 10 年 EPS 约 0.03 元。公司转让房地产公司给集团的交易净收益约 3500 万, 增值主要是土地增值, 贡献 10 年 EPS 约 0.03 元。公司剩余土地性质为农用和工业用地, 商业用地面积为 300 亩, 短期无开发计划。公司药品流通收入 3.5 亿元, 占 09 年药业收入的 83%, 但药品流通毛利率较低, 盈利贡献不足。

5、预计 10 年业绩增速在 119%, 三年复合增长率 60%。预计 10 年白酒销量同比增长 30% 以上, 白酒收入 9 亿元以上。预计 10 年全面摊薄 EPS0.3 元, 11 年 EPS0.45 元。预测 3 年复合增速 60%, 10 年 PEG0.74, 可以支撑目前估值水平。国庆后将进入白酒销售旺季, 我们看好公司在下一个销售旺季的业绩表现, 给予“短期_推荐, 长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	52144.29
流通A股(万股)	52144.29
52周内股价区间(元)	7.19-22.7
总市值(亿元)	69.93
总资产(亿元)	11.43
每股净资产(元)	2.50
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1,045.63	1,427.24	1,765.46	2,047.22
同比增速(%)	58.02%	36.50%	23.70%	15.96%
净利润(百万)	71.37	156.52	236.82	297.65
同比增速(%)	194.19%	119.30%	51.30%	25.69%
EPS(元)	0.27	0.30	0.45	0.57
P/E				

研究员: 王明德
 电话: 010-84183372
 Email: wangmingde@guodu.com
 执业证书编号: S0940200010025
 研究员: 徐昊
 电话: 010-84183293
 Email: xuhao@guodu.com
 执业证书编号: S0940210060003

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 10 年白酒销量 2.25 万吨,吨酒价格 4.17 万元,白酒销售收入达到 9.4 亿元,同比增长 54%。
- 2、假设 10 年至 12 年白酒毛利率分别为 63.7%、67.1%和 67.9%; 假设 10 年至 12 年营业综合毛利率分别为 42.5%、47.8%和 48.8%。
- 3、假设 10 年至 12 年期间费用水平维持在营业收入的 18%。
- 4、假设 10 年至 12 年公司所得税实际税率 25%。

1.2 金种子酒分业务营业收入预测

表 1 分业务营业收入预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
白酒销量(吨)	17000	22530	24540	25650
销量增长率(%)	41.67%	32.53%	8.92%	4.52%
吨酒价格(万元/吨)	3.57	4.17	5.01	5.68
吨酒价格提升(%)	25.31%	16.74%	20.08%	13.43%
白酒销售收入(万元)	60762.41	94005.07	122955.39	145771.58
白酒收入增长率	77.52%	54.71%	30.80%	18.56%
白酒毛利率(%)	62.53%	63.72%	67.10%	67.95%
药业销售收入(万元)	42364.36	48719.01	53590.92	58950.01
药业增长率	36.92%	15%	10%	10%
药业毛利率	1.49%	1.60%	1.50%	1.50%
营业收入(万元)	104563.19	142724.09	176546.30	204721.59
营业成本(万元)	65201.44	82048.30	93245.45	104786.98
营业毛利率(%)	37.64%	42.51%	47.18%	48.81%

资料来源:国都证券研究所

1.4 金种子酒盈利预测

表 2 金种子酒盈利预测

科目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	104,563.19	142,724.09	176,546.30	204,721.59
营业收入(万元)	104,563.19	142,724.09	176,546.30	204,721.59
营业总成本(万元)	95,176.45	123,823.73	145,023.51	165,025.13
营业成本(万元)	65,201.44	82,048.30	93,245.45	104,786.98
营业税金及附加(万元)	11,462.19	15,556.93	19,243.55	22,314.65
销售费用(万元)	13,337.93	18,268.68	22,774.47	26,613.81
管理费用(万元)	5,020.84	7,136.20	8,827.32	10,236.08
财务费用(万元)	78.24	713.62	882.73	1,023.61
资产减值损失(万元)	75.81	100.00	50.00	50.00
其他经营收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益(万元)	29.62	0.00	0.00	0.00
投资净收益(万元)	9,416.36	18,900.35	31,522.79	39,696.46
营业利润(万元)	206.84	2,600.00	300.00	200.00
营业外收入(万元)	169.04	600.00	200.00	150.00

营业外支出(万元)	9,454.16	20,900.35	31,622.79	39,746.46
利润总额(万元)	2,307.80	5,225.09	7,905.70	9,936.61
所得税(万元)	9,416.36	18,900.35	31,522.79	39,696.46
净利润(万元)	7,146.36	15,675.26	23,717.09	29,809.84
少数股东损益(万元)	9.12	23.51	35.58	44.71
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7,137.24	15,651.75	23,681.52	29,765.13
全面摊薄每股收益(元)	0.27	0.30	0.45	0.57

资料来源：国都证券研究所

2、投资建议

预计 10 年公司白酒销量 2.2-2.3 万吨，同比增长 30%以上，考虑到前期的提价，预计白酒收入 9 亿以上，净利润同比增长 119%，10 年全面摊薄 EPS0.3 元，11 年 EPS0.45 元。我们预计公司未来三年业绩符合增长率达到 60%，对应 10 年 PEG 为 0.74，可以支撑公司目前估值水平。国庆后将进入白酒销售旺季，我们看好公司在下一个销售旺季的业绩表现，给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com
赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com