



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 增发价超预期 高成长可继续 调升业绩预测

——金种子酒定向增发完毕公告点评

2010年12月14日

强烈推荐/维持

金种子酒

事件点评

<b>刘家伟</b>	食品饮料行业分析师 010-66507309	Email: <a href="mailto:liujw@dxzq.net.cn">liujw@dxzq.net.cn</a>	MSN: <a href="mailto:yynyljw999@hotmail.com">yynyljw999@hotmail.com</a>
<b>苏杨</b>	联系人 010-66507314	Email: <a href="mailto:suyang@dxzq.net.cn">suyang@dxzq.net.cn</a>	MSN: <a href="mailto:suyangprc@live.cn">suyangprc@live.cn</a>

### 事件:

金种子酒 12 月 13 日晚间发布《2010 年度非公开发行股票发行结果暨股份变动公告》，截至 12 月 8 日，以 16.02 元/股向广发基金增发 17332084 股、江苏瑞华投资发展有限公司增发 700 万股、雅戈尔投资有限公司 600 万股和上海安正投资发展有限公司增发 400 万股，合计 34,332,084 股，募集资金总额 549,999,985.68 元，募集资金净额 538,919,985.68 元；新增股份预计可上市交易的时间为 2011 年 12 月 8 日；总股本增值 5.5578 亿股。

### 观点:

**1. 本次增发价格高达 16.02 元/股，出乎我们预料，显示参与机构对公司未来充满信心。**该发行价格相当于根据公司第三届董事会第三十一次会议决议公告日前 20 个交易日股票交易均价 90% 确定的 7.54 元/股（根据 2009 年度资本公积金转增股本实施结果调整后）的发行底价的 212.47%；相当于发行日（2010 年 11 月 23 日）前 20 个交易日股票均价 16.21 元/股的 98.83%；相当于发行日公司收盘价 16.25 元/股的 98.58%。此前我们预期为 12-13 元/股左右，超预期达 30% 左右。

**2. 增发项目已提前进行，并取得理想效果。**根据公司此前披露，募集资金主要投向优质基酒酿造技改、优质酒恒温窖藏技改、营销与物流网络建设项目和技术研发及品控中心建设，将新增 6800 吨优质基酒、1.1 万吨基酒，基酒将达 2.3 万吨，项目建设期均为 2 年，达产后年增净利润合计 5947 万元，新增 EPS 约 0.20 元；竞争力、产品高端化程度和营销力将大为增强。据我们了解，公司相关项目进展顺利，如营销中心建在合肥，很快投入运营；高端酒命名为“徽蕴·金种子”，相关推介活动已如期展开，并取得一定效果。

**3. 本次增发项目的主要意义在于：拉升公司产品及品牌高度、提升营销能力、扩大城市中高端白酒消费群体、从安徽走向重点省份乃至全国，迈出了实现“聚焦资源做强做大白酒主业”这一新战略极为重要一步。**公司曾在 2009 年报中提出“未来 5-10 年争做省内第一品牌、全国一线品牌的大型白酒企业”这一战略目标，本次新推高端产品均为年份酒，终端价分为三个档次：六年 228 元/瓶、十年 598 元/瓶、二十年 1280 元/瓶，主打六年年份酒；竞品主要锁定为相关价位的安徽本地白酒，这正是安徽省内主流的中高端白酒价位，既可收获销量、收入等市场份额，又是重要利润源。公司迅速果断加盟这一价位白酒的竞争，一方面可以运用成熟的营销经验切分市场，也可能采取更加多样化手段创造市场，达到销售目标，显示公司良好的产品创新能力、市场营销能力和综合竞争力，并有望给公司形成新的利润增长点。

**4. 公司竞争的勇气来自于两点：优秀的口感和强势的营销。**公司近年来潜心打造“好酒自然柔和”这一产品核心诉求，徽蕴·金种子恰好是更高品质的柔和酒，公司即将在央视投放广告，无疑会是时隔十二年之后的“卷土重来”，我们对公司抱有“王者归来”般的预期。

### 结论:

基于对公司产品、市场、管理、营销等方面的较多了解和理解，我们预计随着中高端酒齐发力，11 年成长将超预期，在维持 10 年 EPS0.35 元预测不变基础上，11 年净利润增速从 69% 调升 7 个百分点至 76%，11-12 年 EPS 从 0.57/0.84 元调升 9% 和 11% 至 0.62 和 0.92 元；以第二阶段增长率为 10%、长期增长率 3% 等为假设条件，DCF 估值结果为：FCFF26.55 元，FCFE 为 25.65 元，估值区间为 21.25-33.4 元，以目前二线白酒最低档位 45 倍 PE 测算，2011-2012 年目标价可达 28-42 元。综合来看，11-12 年公司目标价与当前价提升空间约 30%-108%，故维持强烈推荐评级。

表 1：公司 DCF 估值主要指标

Word 模板指标输出	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	661.70	1,045.63	1,424.19	1,936.24	2,410.30	3,120.86	3,657.37
主营收入增长率	-15.99%	58.02%	36.20%	35.95%	24.48%	29.48%	17.19%
EBITDA（百万元）	256.96	307.87	252.14	466.07	683.27	1,045.61	1,270.11
EBITDA 增长率	-2.48%	19.81%	-18.10%	84.84%	46.60%	53.03%	21.47%
净利润（百万元）	24.26	71.37	179.76	344.31	508.88	783.34	952.44
净利润增长率	-7.57%	194.19%	151.87%	91.53%	47.80%	53.94%	21.59%
ROE	4.20%	10.94%	17.43%	26.21%	30.48%	35.32%	33.02%
EPS（元）	0.09	0.27	0.34	0.62	0.92	1.41	1.71
P/E	225.78	75.26	58.94	32.80	22.19	14.42	11.86
P/B	9.17	8.12	10.28	8.60	6.76	5.09	3.91
EV/EBITDA	20.43	16.13	40.35	22.74	14.97	9.24	7.04

资料来源：东兴证券研究所

表 2：公司 DCF 估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	26.55	22.19	—	33.40	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	25.65	21.25	—	32.57	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	12.59	10.19	—	16.42	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	24.51	20.15	—	31.36	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	22.13	18.90	—	26.80	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	24.21	20.42	—	30.49	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：东兴证券研究所

表 3：金种子酒增发情况简介

序号	机构名称	数量（股）	序号	机构名称	数量（股）
1	广发基金管理有限公司	17,332,084	3	雅戈尔投资有限公司	6,000,000
2	江苏瑞华投资发展有限公司	7,000,000	4	上海安正投资发展有限公司	4,000,000
<b>合计</b>					<b>34,332,084</b>

资料来源：公司公告，东兴证券研究

表 4：金种子酒增发情况简介

项目	拟投募资（万元）	固定资产（万元）	流动资金（万元）	年增净利（万元）	税后内部收益率	回收期（年）	新增产能估算或目标
优质基酒酿造技改	21,176	19,516.50	1,659.50	2781.1	16.30%	7.6	将现有 7000 吨基酒升级为 6800 吨优质基酒
优质酒恒温窖藏技改	17,421	13,570.30	3,850.70	3,165.90	21.30%	6.70	新增 1.1 万吨基酒，合计基酒达 2.3 万吨

营销与物流网络建设	10,355	6,355	4,000	打造白酒一线品牌	—	—	新建合肥营销中心、200个营销网点和网络平台等
研发及品控中心	6,048	6,108	0	提高盈利和竞争力	—	—	建设研发及品控中心大楼等
总计	55,000	45,550	9,510	5,947	—	—	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表 5：本次发行前公司前 10 名股东情况**

序号	股东姓名	持股数量（股）	持股比例	股份性质
1	安徽金种子集团有限公司	178,257,084	34.19%	非限售流通股
2	中融国际信托有限公司-泽熙三期	9,800,959	1.88%	非限售流通股
3	山东省国际信托有限公司-泽熙瑞金 1 号	7,876,331	1.51%	非限售流通股
4	北京国际信托有限公司-泽熙二期证券投资集合资金信托计划	3,779,907	0.73%	非限售流通股
5	交通银行股份有限公司-农银汇理行业成长股票型证券投资基金	1,999,920	0.38%	非限售流通股
6	中国工商银行-中银收益混合型证券投资基金	1,891,653	0.36%	非限售流通股
7	李茂丰	1,362,070	0.26%	非限售流通股
8	三星投资信托运用株式会社-三星中国指标股母基金	1,300,000	0.25%	非限售流通股
9	张美芳	1,172,000	0.23%	非限售流通股
10	中国建设银行股份有限公司-农银汇理中小盘股票型证券投资基金	1,000,000	0.19%	非限售流通股
	合计	208,439,924	39.97%	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表 6：本次发行后公司前 10 名股东情况**

序号	股东姓名	持股数量（股）	持股比例	股份性质	限售股数量（股）
1	安徽金种子集团有限公司	178,257,084	32.07%	无限售条件流通股	
2	中融国际信托有限公司-泽熙三期	9,800,959	1.76%	无限售条件流通股	
3	中国工商银行-广发聚丰股票型证券投资基金	8,532,084	1.54%	有限售条件流通股	8,532,084
4	山东省国际信托有限公司-泽熙瑞金 1 号	8,176,135	1.47%	无限售条件流通股	
5	中国平安人寿保险股份有限公司-万能-一个险分红	7,121,018	1.28%	无限售条件流通股	
6	江苏瑞华投资发展有限公司	7,000,000	1.26%	有限售条件流通股	7,000,000
7	雅戈尔投资有限公司	6,000,000	1.08%	有限售条件流通股	6,000,000

8	上海安正投资发展有限公司	4,000,000	0.72%	有限售条件流通股	4,000,000
9	北京国际信托有限公司—泽熙二期 证券投资集合资金信托计划	3,779,907	0.68%	无限售条件流通股	
10	浙江东阳商业集团有限公司	3,658,500	0.66%	无限售条件流通股	
	小计	236,325,687	42.52%		25,532,084

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

### 苏杨

英国里丁大学经济学硕士，从事食品饮料行业研究，2010年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。