

## 二线白酒典范 王者般归来 维持预测与评级

——金种子酒 10 年业绩预增公告点评暨调研快报

2010 年 12 月 20 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:yynljw999@hotmail.com">yynljw999@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:

1. 金种子酒 12 月 20 日晚间发布《2010 年年度业绩预增公告》，初步测算，预计 2010 年度归属于母公司所有者净利润同比增长 130%-150%，具体数据在年报中披露；09 年净利润 7137 万元，每股收益 0.27 元；业绩增长主要原因是白酒销售收入增长、销售结构好转和产品毛利率上升。2. 我们昨日对公司进行了调研，对其未来的持续发展有了进一步的了解和理解。

### 观点:

**1. 公司业绩增长符合预期。**我们在此前有关报告(最新是 12 月 14 日关于公司增发完毕的点评报告)中预测，公司 2010 年净利润将增长 151.9%，每股收益 0.35 元，根据本次业绩预增公告，按照 149%增速测算，公司净利润将达到 1.777 亿元，按照全年 52144.29 万股全面摊薄计算折合 EPS0.34 元，与我们的预测值相差 0.01 元或 2.9%；如果按照 2010 年 5 月份才开始 10 转 10 加权计算，则每股收益会略高于我们的预期。

**2. 公司高速增长有多个深层原因。**一是公司三款主打产品地蕴醉三秋、柔和种子酒、祥和种子酒以绵柔、柔和为口感特点，不冲不刺不上头，主要酒精度 40° 上下，新推出“徽蕴·金种子”(六年)的酒精度为 42°，符合健康淡雅等白酒消费时尚；二是终端价格重心在 40-100 元区间，精准定位安徽本土二三线城市及广大乡镇和农村地区的消费能力和承受能力；三是以厂商合一为特色的营销和服务体系建设、渠道下沉，高度契合所在市场需求。公司有 148 家经销商，且扁平化管理，都是公司化的经销商，实力雄厚，营销非常强势，如一个县级经销商都有几千万销售额，终端营销队伍规模在安徽白酒企业中最大，在厂商合一体制下，终端方面实现无缝隙覆盖，许多乡镇村实现多个垄断和到位，渠道方面做到经销商、商超、名烟名酒店改造、建设旗舰店等各个渠道的覆盖和分别盈利；四是以“好酒自然柔和”、“喝金种子、过好日子”等为内容的公司品牌核心诉求，与消费者的感情和心灵深处的沟通交流恰到好处；五是公司战略领导力和营销执行力非常优秀和到位，市场精耕细作方面不愧为国内白酒营销典范；六是公司具有深厚的资源基础和整合能力，主要表现为带领公司创业成长长达 20 多年的锁炳勋董事长是两届全国人大代表，管理团队在阜阳和安徽省都有广泛而雄厚的社会资源，并且整合能力突出，在其 2005 年开始确立聚焦资源做强做大白酒主业、聚焦资源做好安徽本土白酒业务战略的实施征途中得心应手、不断进入新高度。我们可以将其高增长的背后推力概括为六种力量——优秀的领导力、卓越的品质力、优秀的营销力、高度的契合力、良好的外部力和卓越的资源整合力。正是这六力齐推，公司顺理成章进入可持续高增长轨道。

**3. 未来战略规划清晰，强化更多预期。**一是公司近期定向增发完毕为公司提供了充足的财力支持和信心。公司 12 月 8 日以远远超出预期的价格、人气等实施了 3433 万多股、5.5 亿元总额的定向增发，加上 5 月份 10 转增 10 计算，不仅总股本比 09 年增长 113.17% 达到 5.5578 亿股，市值也达到 100 亿元以上；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，并取得良好效果，为公司更好更快发展奠定了更加坚实的基础，公司上下都表现出更大的信心和决心。二是公司在产品体系和品牌建设方面更加完善。产品价格区间放大为 40 元/瓶的祥和种子酒-1280 元/瓶的徽蕴·金种子二十年年份酒，高端酒将以六年徽蕴金种子为主，终端价 228 元/瓶，抢占安徽白酒消费升级后的 200 元及以上的主流价位品牌，力争成为这一价位的第一品牌。徽蕴·金种子作为中国驰名商标会成为主品牌，徽蕴是副品牌，直接对接种子酒系列，从而在产品体系方面形成既有高度、又有销量和利润的格局；三是巩固皖南、提

**升皖北、开拓周边市场的区域扩张战略取得丰硕成果并会继续放大。**10 年皖北部分县市增速高达数倍，个别县市 10 年最高销售额有望突破 7000 万元，未来会以安徽为重心，销售全系列产品；省外以湖北、河南、江苏和江西四个省为重点，在加上天津共计五个省市，主要策略为“以地级为单位，板块拓展；以县级为单位，小区域高占有”，先期主要推广销售前三款产品，10 年开始布局以来已经有个别县市实现超千万元销售额，创造了奇迹。预计 11 年底省外会覆盖 15 个地区，100 个县市，按照覆盖区域约 6000-7000 万人的规模计算相当于再造一个安徽，而公司预计安徽未来五年的白酒全部容量可能达到 180-200 亿元，目前至少有 120 亿元以上，我们假如公司能够占据 10% 的份额，就可以从中窥见公司省内外的发展空间巨大，比如未来五年销售额就可能达到 40 亿元以上，等等。**四是公司的广告投放与宣传力度会超出预期。**根据已有安排，公司会在央视和安徽卫视等媒体的重点或黄金时段重点投放以徽蕴金种子为主的广告，在安徽所有高速公路等重要路段投放路牌广告，近期为徽蕴·金种子举行的上市推介会更是动用了各方面的力量，成为安徽白酒营销历史上少有的大规模、高规格典范；**五是公司十二五目标会远超预期。**按照公司未来五年年均增长 40%-50% 测算，五年后可以实现翻两番左右的业绩规模；**六是公司作为竞争性产业的企业，我们预计会在集团整体改制、大规模高层次人才引进与培养、股权激励、员工身份置换与薪酬体系重新设计、尽快做大市值，以及剥离金太阳药业实现单独上市等方面不断取得新进展。**

### 结论：

基于对公司的多年跟踪、了解和理解，我们认为 2011 年开始公司的营销、宣传广度和力度将如同王者般归来，让人重温 98 年销量 10 余万吨的辉煌，故维持如下业绩预测和评级：预计随着中高端酒齐发力，11 年成长将超预期，净利润增速达到 76%，11-12 年 EPS 约 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 40%-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 2010 年 8 月增发情况简介**

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 2010 年增发项目简介**

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

## 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。