

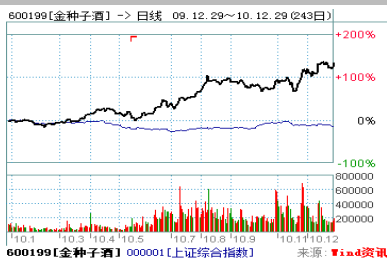
## 公司评级

**推荐（上调）**

## 公司基本情况

总股本（万股）	55578
流通股本（万股）	52144
总市值（亿元）	114
流通市值（亿元）	107

## 公司股价走势图



## 相关报告

**《通胀&升级 酒香四溢》**

2010年12月28日

**《十二五规划长期利好 白酒继续高景气-食品饮料11月投资策略》**

2010年11月2日

**《行业估值略显压力 白酒涨价预期持续-食品饮料4季度投资策略》**

2010年10月8日

**《白酒业绩喜人 旺季消费将启-食品饮料9月投资策略》**

2010年9月1日

**《看好中端白酒和功能保健食品-食品饮料行业2010年中期投资策略》**

2010年7月12日

## 研发部

**冉伶俐**

SAC 执业证书编号: S1340210090002

联系电话: 010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

# 徽蕴祥和 醉享三秋

## ——金种子酒（600199）研究报告

**摘要:**

- **快速成长的徽酒金花。**公司是徽酒“六朵金花”之一，白酒产品包括醉三秋系列、种子酒系列和金种子酒系列。白酒收入占比64.7%，利润占比97.7%。公司2005年聚焦白酒业务，2008年业绩出现拐点，2009年翻番增长，2010年业绩预增130%-150%。公司增发完成，增发价格16.02元，约为发行底价的2.12倍。
- **核心成长动因：错位竞争、独特营销。**(1) 错位竞争：公司避开政务和商务消费，聚焦50-120元的徽酒主流消费带，实现后发制人；(2) 深度营销，精耕细作：公司目前有148家经销商，省内终端队伍达6000多人。不设置省级总代，也不设立地区代理，市区经销商只做市区，县级经销商只做县级。目前将渠道下沉到乡镇，争取做到五个垄断。经销商只代理“金种子酒”的产品，甚至只代理公司的一款产品；(3) 经销商保证金制度；(4) 厂商一体化运作，派遣市场人员进入经销商辅助管理，嫁接公司文化。
- **未来成长之白酒市场：消费升级下，中高端白酒成长空间巨大。**
- **未来成长之省内市场：依靠新品抢占新的主流消费带。**安徽白酒每年增速达15%，公司目前仅在6个地区（共17个）做到了整体市场占有率第一，三年后市场占有率有望由现在的不足10%提升至15%-20%。公司明年将在安徽省内主推徽蕴金种子（6年），充分利用公司终端营销网络优势，战略性抢占200元左右这一安徽白酒未来的主流消费带，我们认为经过2年左右的培育，徽蕴金种子有望出现爆发性增长。
- **未来成长之省外市场：战略清晰，板块推进，扩大根据地面积。**公司淡化省级概念，强调地区和县级概念，以板块推进，小区域高占有，逐步扩大公司的“根据地面积”，主推祥和系列，徽蕴用来提升形象。省外推广第一步是围绕安徽省界，不超过300公里半径重点布局10个地区，选择无强势品牌而人口多的县市，争取再造一个安徽。
- **盈利预测和评级。**按最新股本5.57亿股全面摊薄后，预计公司2010-2012年的EPS分别为0.31元、0.55元和0.86元。以最新收盘价20.44元计算，对应的PE分别为66X、37X和24X。我们认为，“错位竞争、独特营销”为公司成长提供了核心的竞争力，公司省内扩展空间大，省外战略独特清晰，徽蕴金种子和祥和种子酒省内省外分别发力，近三年业绩将保持70%以上的增长。在二线区域白酒企业中，公司业绩增速最高，PE和PS处于较为合理水平，将公司的投资评级由“谨慎推荐”上调为“推荐评级”。

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,046	1,388	1,862	2,436
(+/-)	58.02%	32.78%	34.12%	30.83%
营业利润	94	230	399	628
(+/-)	194.00%	144.57%	73.23%	57.29%
归属于母公司的净利润	71	174	303	477
(+/-)	194.19%	143.94%	74.07%	57.29%
每股收益（元）	0.13	0.31	0.55	0.86
市盈率（倍）	159	65	37	24

## 目 录

1. 高速成长的徽酒金花.....	4
1.1 公司简介 .....	4
1.2 聚焦白酒后，业绩快速增长.....	4
1.3 2010年：业绩续高增，省外始布局.....	5
1.4 增发完成，奠定后续成长的资金基础.....	5
2. 核心成长动因：错位竞争 独特营销.....	6
2.1 错位竞争，聚焦主流 .....	6
2.2 深度营销，精耕细作 .....	7
2.3 厂商一体化的成熟运作.....	8
3. 未来成长之白酒行业：中高端白酒成长空间巨大.....	8
3.1 白酒行业增长快速.....	8
3.2 消费升级带来中高端白酒的成长空间 .....	9
4. 未来成长之省内市场：抢占新的主流消费带.....	11
4.1 安徽白酒规模增长迅速、企业竞争激烈 .....	11
4.2 公司省内市场的提升空间大 .....	13
4.3 徽蕴金种子（6年）：未来核心品牌，强势营销推进，聚焦省内上量.....	14
5. 未来成长之省外市场：板块推进 扩大根据地面积.....	15
6. 盈利预测和投资建议 .....	16
6.1 盈利预测 .....	16
6.2 估值.....	17
6.3 投资建议 .....	18
6.4 风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1 公司收入和利润构成（2010 年中期） .....	4
图表 2 公司历年营业收入和白酒营业收入 .....	5
图表 3 公司增发募投项目 .....	6
图表 4 公司主要白酒产品：祥和种子酒、柔和种子酒和地蕴醉三秋 .....	6
图表 5 公司三大产品系列及价格 .....	7
图表 6：白酒量价齐升 .....	8
图表 7：白酒产量和收入增速 .....	8
图表 8：消费升级改变白酒行业的运行特点 .....	9
图表 9：茅台、五粮液、国窖 1573 出厂价不断上调 .....	9
图表 10：区域性白酒提价不断 .....	10
图表 11：上市公司推出新品促产品结构升级 .....	10
图表 12 安徽省地市概况 .....	12
图表 13 今年安徽白酒产量增速明显高于全国 .....	12
图表 14 徽酒“六朵金花”及市场占有率 .....	13
图表 15 公司在省内及省外的销售布局 .....	14
图表 16 公司在省内及省外的销售布局 .....	16
图表 17 公司盈利预测表 .....	17
图表 18：市值、PE、市销率和销售费用率比较（12 月 27 日） .....	18

2005年，公司制定聚焦白酒的发展战略，短短五年，在竞争激烈的徽酒市场实现高速增长，后发制胜。我们在此主要分析公司为什么能高速增长，这种高成长未来能不能持续。

## 1. 高速成长的徽酒金花

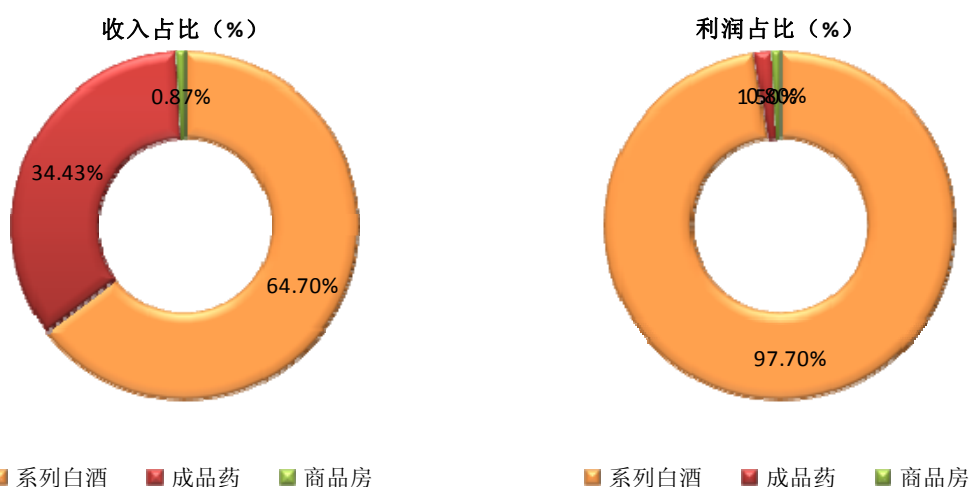
### 1.1 公司简介

公司是徽酒“六朵金花”之一，当前主营业务包括白酒和生物制药。2010年中期，公司白酒收入占比 64.7%，利润占比达 97.7%。公司白酒销售主要集中在安徽市场，在安徽的市场占有率约 8-10%。

公司 1998 年在 A 股上市，上市之后，将主要精力投向了黄牛产业，错过了前一轮白酒企业的高速发展。2005 年股改后，公司开始“聚焦资源，做强白酒主业；聚焦资源，做强安徽市场”，业绩开始出现快速增长。

公司是安徽省内唯一一家拥有两个驰名商标和两个老字号的企业。公司产品包括醉三秋系列、种子酒系列和金种子酒系列，目前主打产品是地蕴醉三秋，柔和种子酒和祥和种子酒。

图表 1 公司收入和利润构成（2010 年中期）



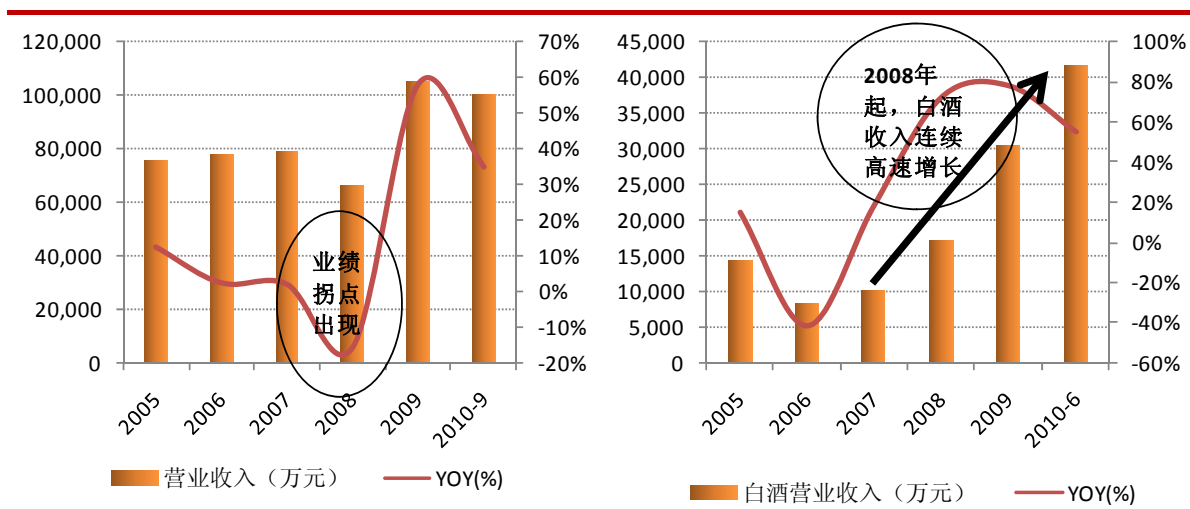
数据来源：公司半年报，中邮证券研发部

注：2010 年 7 月，公司已将商品房资产剥离。

### 1.2 聚焦白酒后，业绩快速增长

2005 年，公司推出醉三秋和柔和种子系列；2006 年，公司剥离黄牛业务；2007 年，公司积极构建网络布局；2008 年，公司业绩开始出现拐点，2008 年、2009 年，公司白酒业务收入保持了 70% 以上的增长。

图表 2 公司历年营业收入和白酒营业收入



数据来源：公司定期报告，中邮证券研发部

### 1.3 2010 年：业绩续高增，省外始布局

2010 年上半年，白酒业务收入 4.16 亿元，已超过去年全年，同比增长 54.6%，**预计全年销售保持 43-45% 的增长**。截至 11 月底，安徽全省 17 各地区里面，4 个地区增速超过 100%，10 个地区增速超过 70%。公司考核的 73 个县里面，一半的增速在 50% 以上。

公司也发布了业绩预增公告，**预计全年业绩增长 130%-150%**。按最新股本全面摊薄后，折合 EPS 约 0.3-0.32 元。这意味着公司继 2009 年后再度实现盈利翻番以上的增长。

公司今年设立省外拓展部，开始省外拓展。省外市场拓展顺利，目前省外市场已有 26 个。对省外市场的详细分析见后面第 5 部分。

### 1.4 增发完成，奠定后续成长的资金基础

本月公司完成了定向增发，增发价格 16.02 元，发行数量 3433 万股，募集资金总额 5.5 亿元。认购方有四家，分别是广发基金、江苏瑞华投资、雅戈尔投资、上海安正投资，其中广发基金的获配比例为 50%。增发完成为公司后续扩张奠定资金基础。

公司增发价格远远高于之前制定的发行底价，**约为发行底价的 2.12 倍**，高发行价格，反映了**市场对公司价值和成长性的认可**。发行数量 3433 万股，占现在总股本的比例仅为 6%，摊薄效应小。

募集资金主要用于优质基酒技改、优质酒恒温窖藏技改等四个项目，这些项目实施后将扩大公司优质基酒产能。公司计划在 2011 年 6 月之前完成本次定向增发的全部投资。

图表 3 公司增发募投项目

项目	拟投入募集资金	备注
1 优质基酒酿造技改项目	21,176	将现有年产7,000吨基酒产能通过技改改建为年产6,800吨优质基酒
2 优质酒恒温窖藏技改项目	17,421	新增基酒储存能力1.1万吨，基酒总储存能力2.23万吨
3 营销与物流网络建设项目	10,355	在安徽及周边省份建立200个营销网点
4 技术研发及品控中心建设项目	6,048	
合计	55,000	

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

## 2. 核心成长动因：错位竞争 独特营销

我们认为公司用短短五年，在竞争激烈的徽酒市场实现高速增长，后发制胜，这背后的动力是公司采取了“错位竞争，独特营销”，这也是支撑公司未来有望持续高速增长的核心竞争力。

### 2.1 错位竞争，聚焦主流

皖酒竞争激烈，白酒行业向来有“东不入皖，西不入川”的潜规则。相对具有先发优势的口子窖和古井贡酒，公司采取错位竞争，避开商务和政务消费，选择安徽白酒的主流消费带，紧抓主流消费人群。

安徽省的主流消费带价格是 50-120 元，公司主打产品主要分布在这个区间。公司目前主打产品祥和种子酒、柔和种子酒和地蕴醉三秋的零售价分别为 50 元、78 元和 98 元。

图表 4 公司主要白酒产品：祥和种子酒、柔和种子酒和地蕴醉三秋



数据来源：公司网站，中邮证券研发部



随着消费升级，安徽白酒市场的主流消费价格也将上移，公司在此背景下于今年 12 月推出徽蕴金种子，仍然是为了聚焦主流消费，徽蕴金种子的分析请参见第 4 部分。

图表 5 公司三大产品系列及价格

	产品	终端价格
醉三秋系列	天蕴醉三秋	238
	地蕴醉三秋	98
	醉三秋（典藏）	98
	醉三秋（喜庆）	70
种子系列	柔和种子酒	78
	种子酒	68
	祥和种子酒	45-55
	种子窖	20
金种子系列（新品）	徽蕴6年	228
	徽蕴10年	568
	徽蕴20年	1280

数据来源：公司网站，中邮证券研发部

公司的错位竞争策略还体现在销售区域和主推产品的选择上。公司在进行市场开拓时，先选择没有强势品种的地区；在有强势品种的区域，选择竞争较弱的价格带的产品作为主推产品来突破市场。

## 2.2 深度营销，精耕细作

**渠道下沉，深度营销。**公司目前有 148 家经销商，“1+1”合作，省内整个终端队伍达到 6000 多人，是安徽省内最大的队伍，执行力强。公司不设立地区代理，也不设置省级总代，市区经销商只做市区，县级经销商只做县级。攻占县市实现酒店、商超的无缝隙、全方位覆盖。公司目前将渠道下沉到乡镇，争取做到五个垄断，即垄断乡镇酒店、垄断乡镇政府消费、垄断乡镇宣传、垄断乡镇好的烟酒店和垄断乡镇最好的分销商资源。

**市场精耕。**公司的经销商只代理“金种子酒”的产品，甚至只代理公司的一款产品。一个区域的经销商代理一款产品，在引入第二款产品之前，必须使所代理的产品在当地有较高的成熟度。公司一切营销工作围绕消费者展开，认为关键在于占领消费者的心，拉拢最核心的人群来拉动有效消费者。公司到位的精耕市场，加强了公司的营销效果。

**保证金制度。**对经销商建立保证金制度。公司对经销商比较强势，保证金制度有利于控制窜货、乱价、投机行为。

### 2.3 厂商一体化的成熟运作

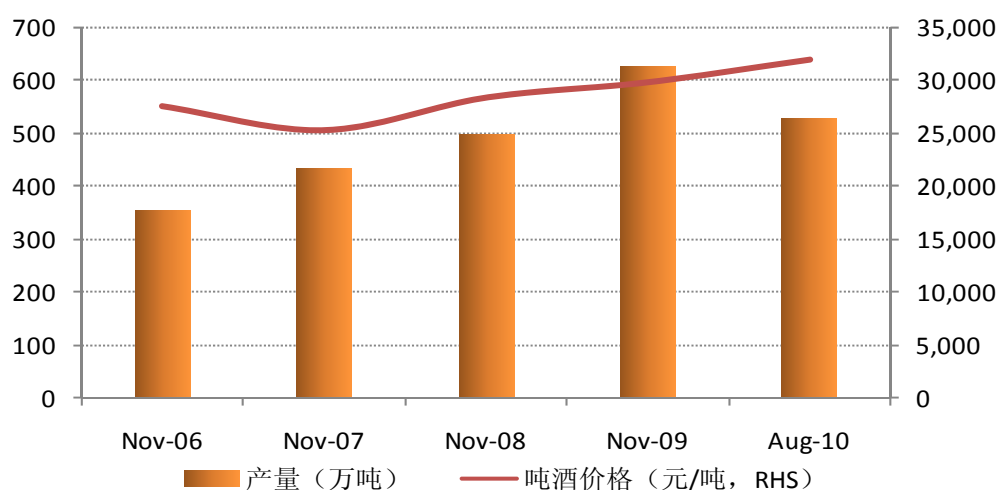
公司的经销商起点都较高，都是进行公司化和规范化的管理。公司对经销商比较强势，进行厂商一体化的管理。公司派遣市场人员进入经销商辅助管理，嫁接公司文化，深度掌控经销商，经销商类似于公司的分公司。

## 3. 未来成长之白酒行业：中高端白酒成长空间巨大

### 3.1 白酒行业增长快速

在消费升级的背景下，近些年白酒呈现量价齐升的态势，白酒产量和价格逐年上升。

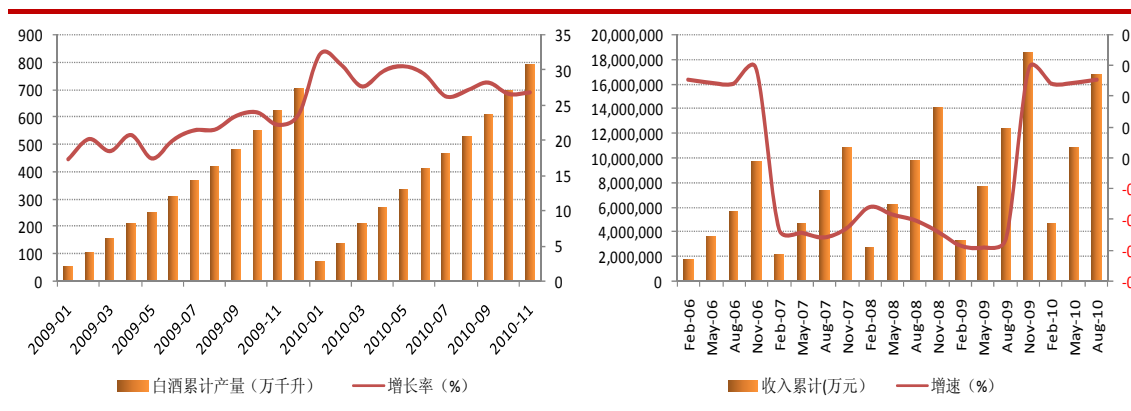
图表 6：白酒量价齐升



数据来源：wind，中邮证券研发部

今年 1-10 月，白酒产量同比增长 26.64%，在食品饮料各子行业中增速最高。前 8 个月，白酒收入同比增长 35%，利润同比增长 36.86%，在各子行业中也是最高。

图表 7：白酒产量和收入增速



数据来源：wind，中邮证券研发部



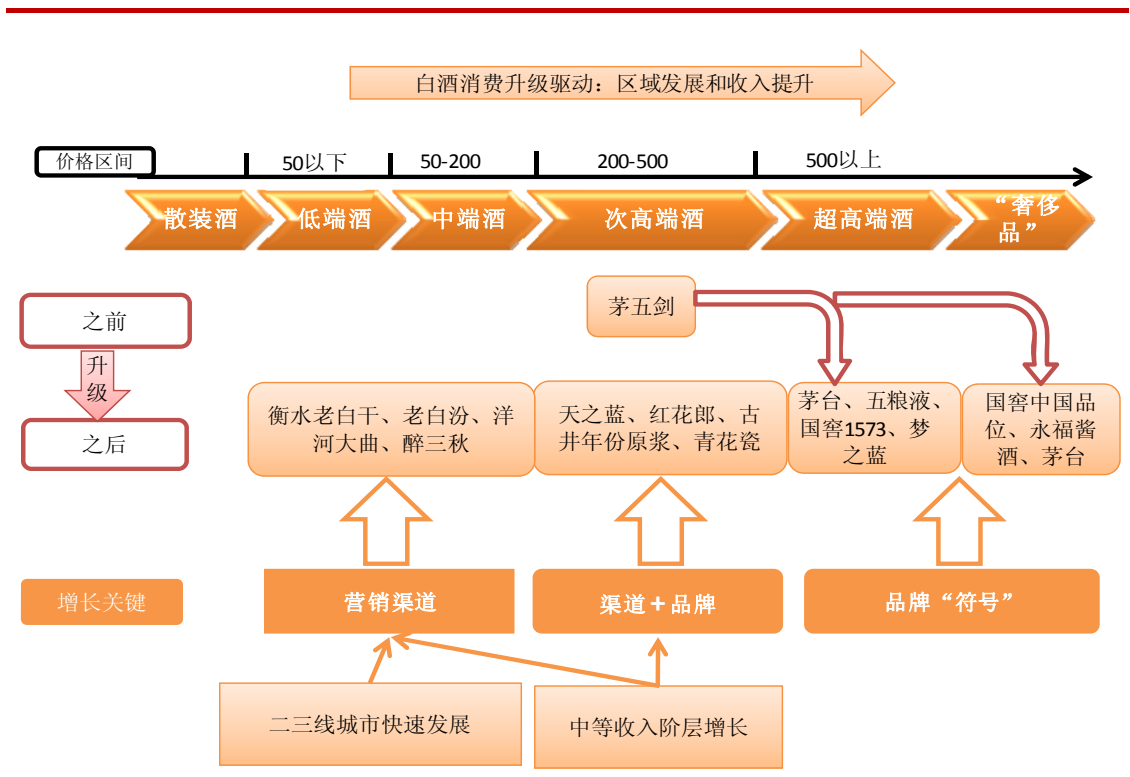
我们预计，白酒收入未来仍将保持 20%左右的增速，利润保持 25%-30%的增速。

### 3.2 消费升级带来中高端白酒的成长空间

消费升级是贯穿白酒行业的永恒主题，这主要通过两种形式来实现：一是直接提价，二是推出新品来实现产品结构升级。

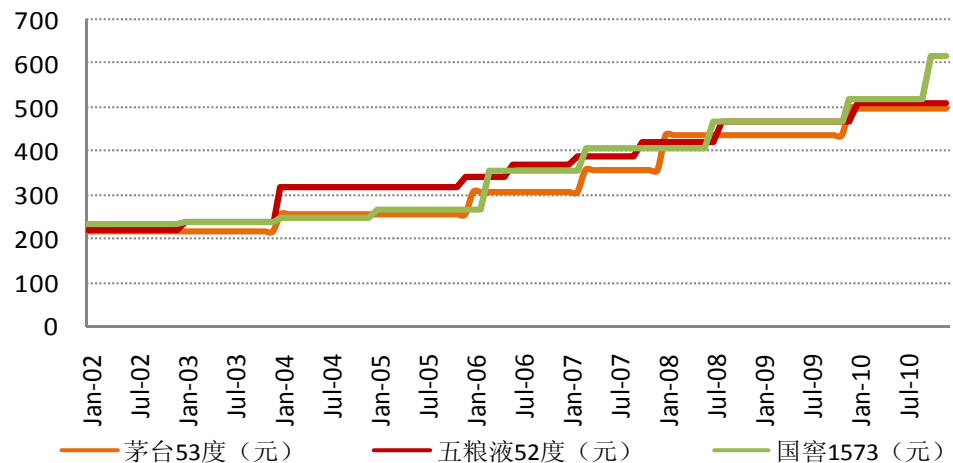
2005 年以来，涨价始终伴随着白酒行业的发展，茅台目前价格已经是五年前的 2 倍多。提价主要是全国性高端品牌进行，既为了抢占市场点，也为了甩开追随者。区域性白酒多采取推出新品，实现产品结构升级，也同时抢占高端酒超高端后的“被预留”的市场空间。现在一些超高端白酒开始奢侈品化，而一些成功高端化的区域白酒也开始推出新品和提价来超高端化，这其中较为成功者如红花郎、天之蓝和汾酒青花瓷等。

图表 8：消费升级改变白酒行业的运行特点



数据来源：中邮证券研发部

图表 9：茅台、五粮液、国窖 1573 出厂价不断上调



数据来源：中邮证券研发部

图表 10：区域性白酒提价不断

公司	公告日期	提价明细
山西汾酒	2008-3-12	部分汾酒系列产品提价约8%左右
	2008-4-29	部分高端陈酿汾酒价格上调30%，部分中、低端汾酒价格上调10%
	2009-6-27	十年陈酿老白汾酒价格上调10%左右
	2009-12-11	老白汾系列、竹叶青系列对外销售价格上调10%左右，15年以上汾酒系列上调幅度15%左右
金种子	2009-8-6	“地蕴醉三秋”、“柔和种子酒”和“祥和种子酒”系列产品对外销售价格上调10%-18%
沱牌曲酒	2008-5-5	“舍得”系列酒对外售价上调10%-15%
	2009-8-1	“陶醉”、“舍得”系列产品上调6.5%-10%左右
古井贡酒	2009-12-18	红运系列、金奖系列等部分产品的销售价格原价基础上上调5%
	2010-3-26	年份原浆系列产品的销售价格在原价基础上上调5%-20%
	2010-10-29	年份原浆系列产品的销售价格在原价基础上上调5%-20%
洋河股份	2009-12-11	上调“蓝色经典”系列、“洋河大曲”系列大部分产品的出厂价格，平均上调幅度约为5%
	2010-10-15	上调“蓝色经典-天之蓝”系列产品的出厂价格，平均上调幅度约为5%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 11：上市公司推出新品促产品结构升级

品名	公司	上市时间
五粮神206、208、216、218	五粮液	1月19日
梦之蓝系列（M3、M6、M9）	洋河股份	4月2日
古井贡酒年份原浆26年	古井贡酒	5月20日
国藏汾酒	山西汾酒	6月21日
永福酱酒	五粮液	10月8日
泸州老窖年份特曲	泸州老窖	10月13日
国窖1573·中国品味	泸州老窖	10月21日
徽蕴金种子（6年、10年、20年）	金种子酒	12月13日

数据来源：中邮证券研发部

#### 在消费升级中，白酒行业的运行形成新的特点：

(1) 传统高端白酒依靠其品牌力，不断提价，超高端化甚至奢侈品化，形成新的市场空间；

(2) 200-500 元的次高端酒空间较大，一是高端酒超高端后“预留”的空白市场，二是中等收入阶层增加后对这一区间白酒购买力的增强，一些渠道营销优异的区域性品牌，有望逐渐形成品牌力，从而发展为全国性品牌；

(3) 50-200 元的中端酒是主流消费区，随着区域经济发展和人们收入提升后的消费力增强，这一区间的市场空间巨大。这一区间往往是各白酒企业在其根据地市场的主力推广品牌区间，关键在营销渠道的建设，深度分销、差异化竞争策略等。

综上，我们认为中高端白酒成长空间巨大，而 50-200 元的中端酒正是公司的驰骋空间，公司将通过优异的营销能力分享这一巨大的成长空间。

## 4. 未来成长之省内市场：抢占新的主流消费带

地域白酒企业要实施全国化，必须做好根据地市场。安徽是公司的根据地市场，安徽市场竞争激励，逆水行舟不进则退。安徽市场仍是公司未来耕耘的重心。

### 4.1 安徽白酒规模增长迅速、企业竞争激烈

安徽省共有 17 各地级市，5 个县级市，56 个县。共有人口 6653 万人，其中阜阳的人口最多，为 955 万人。

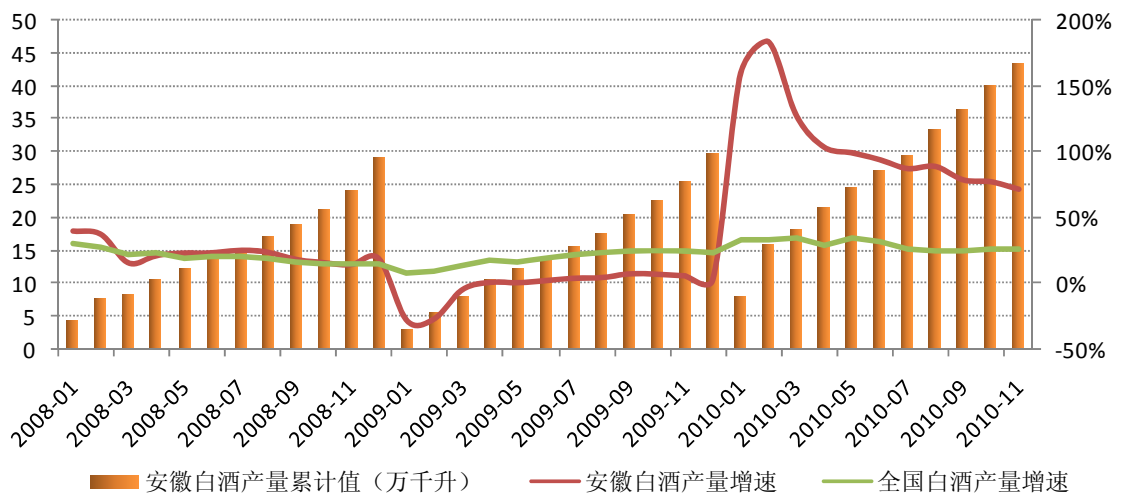
图表 12 安徽省地市概况

城市名称	GDP (亿元)	人口 (万人)	人均GDP (元)	城市规模
合肥	2102.12	486.74	41543	大城市
芜湖	902	240	39142	大城市
安庆	820	610	14359	大城市
马鞍山	665.89	120	51776	大城市
阜阳	607	955	7288	大城市
六安	584.02	700	9637	中等城市
滁州	576.18	440	14002	大城市
宿州	540.6	604.52	9551	中等城市
蚌埠	538.09	352.4	14803	大城市
巢湖	529.36	453.06	12880	中等城市
淮南	508.77	242.5	22169	大城市
宣城	432.77	273.78	16774	中等城市
亳州	431.93	576	8477	中等城市
淮北	371.87	213.7	18096	大城市
铜陵	343.72	75	46449	中等城市
黄山	266.92	156	17977	中等城市
池州	245.59	155	17295	中等城市
合计	10466.83	6653.7	362218	

数据来源：中邮证券研发部

安徽是我国白酒的生产大省，白酒产量占全国约 5%-10%，我们看到，今年安徽省白酒产量增速在 50%以上，远高于全国平均水平。

图表 13 今年安徽白酒产量增速明显高于全国

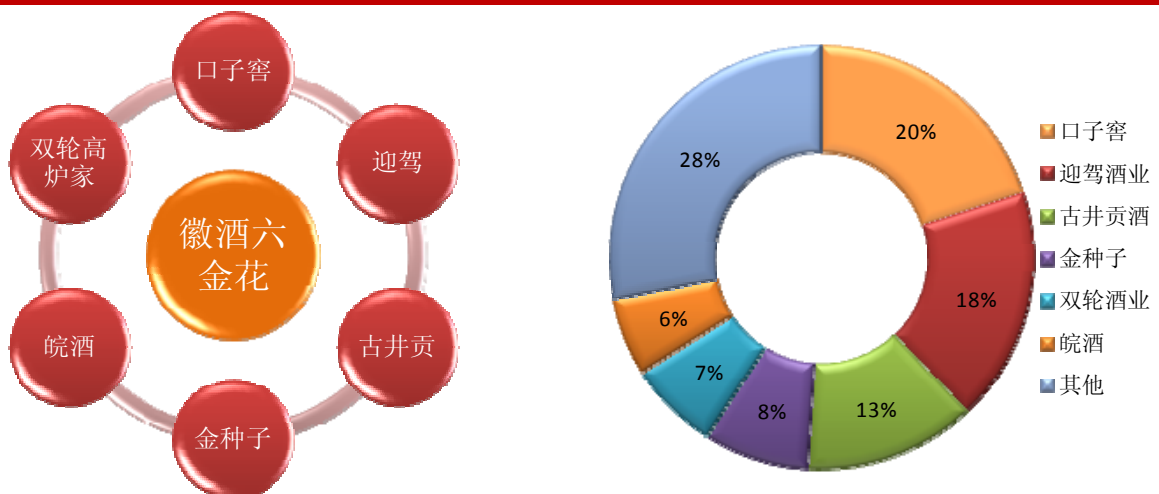


数据来源: wind, 中邮证券研发部

安徽也是我国白酒的消费大省。安徽酒风盛行,尤其是皖北(8人可以喝7斤酒)。安徽目前白酒消费规模约120亿元,据预测,未来仍将以15%的增速增长,三年后市场规模将达到180亿元以上。

安徽白酒竞争激烈,徽酒企业以营销擅长。目前徽酒有六朵金花,即口子窖、古井贡酒、金种子酒、迎驾、双轮酒业和皖酒,六者市场占有率合计超过70%。

图表 14 徽酒“六朵金花”及市场占有率



数据来源: 公司网站, 中邮证券研发部

#### 4.2 公司省内市场的提升空间大

公司省内市场仍有较大的增长空间,理由如下:

- (1) 安徽白酒规模以每年 15% 的增速扩大；
- (2) 公司目前白酒收入不到 10 亿元，在安徽市场的占有率不到 10%，三年后若市场占有率上升至 15%-20%，收入规模将达到 27-36 亿元；
- (3) 公司市场占有率的提升空间很大，公司目前只在六个地区实现了整体市场份额第一（即阜阳、宿州、安庆、巢湖、黄山和马鞍山，这些城市的具体位置请参见图表 16），其他市场只是某一价位的市场第一或者某个地区的部分县市居第一。公司未来期望实现高中低档全系列全价位的第一，或总体市场占有率达第一。

#### 4.3 徽蕴金种子（6 年）：未来核心品牌，强势营销推进，聚焦省内上量

公司于 2010 年 12 月正式推出徽蕴金种子，包括 6 年、10 年和 20 年三款，酒店零售价分别为 228、568 和 1280 元，商超零售价分别为 148、378、858 元。徽蕴 6 年度数为 42 度，全程绿色环保恒温酿造。

公司希望将徽蕴金种子发展为未来的核心品牌，并明确表示徽蕴 6 年是明年的主推产品，在安徽省内推广，公司一切资源向徽蕴 6 年倾斜，确保在安徽省内主销上量，而 10 年、20 年不走量，主要是树公司品牌形象用。

图表 15 公司在省内及省外的销售布局



数据来源：公司网站，中邮证券研发部

公司将酒店零售价 228 元的徽蕴 6 年确定为明年的主推产品，是一个很有战略眼光的决策，因为：（1）如前所述，中高端白酒成长空间巨大，公司顺应这一趋势，推出相应价位产品，实现产品结构升级；（2）随着人均收入提升，白酒消费升级，预计 200 元以上的酒可能成为安徽省白酒消费的主流价位，但安徽省内在这一价位还没有优势品牌。公司提前布局，利用地缘优势，抢占这部分市场，也符合公司聚焦白酒主流消费带的战略；（3）公司产品目前主要在 150 元以下，新品推出，将使公司强大的营销网络终端队伍资源得到充分利用；（4）通过推出高端品牌，彰显公司自身品牌。

公司明年将通过强势营销来推动徽蕴金种子的上量，具体而言有如下规划：

- (1) 营销聚集省内，省内上量，省外以柔和祥和为主，徽蕴金种子在省外只是拉升形象；
- (2) 整合传播资源，强势营销，高举高打。广告方面，公司在央视购买了两个节目段，一是十二点新闻联播中插播，一是一套电视剧节目开始前的 15 秒广告，2011 年 1 月 1 日开播；安徽卫视冠名了天气预报和 7 点新闻联播的报时等；安徽省境内高速公路的广告立牌。除广告外，公司将推行每一个大代理商设立一个徽蕴金种子旗舰店，要求形象好，门面大，主要用于公关工作的开展；
- (3) 公司一切优势资源向徽蕴金种子倾斜，单品聚焦，优先确保 6 年省内上量；
- (4) 提高徽蕴金种子招商门槛，平均门槛为 150 万元，更重要的是，要求经销商发展理念和公司一致。

我们看好公司在安徽白酒消费升级中，抢先占据 200 多元这一未来主流价位带，并强势营销徽蕴 6 年，相信经过两年的培育期后，徽蕴金种子的销量有望出现爆发性增长。

## 5. 未来成长之省外市场：板块推进 扩大根据地面积

公司今年成立省外拓展部，是省外拓展的第一年。

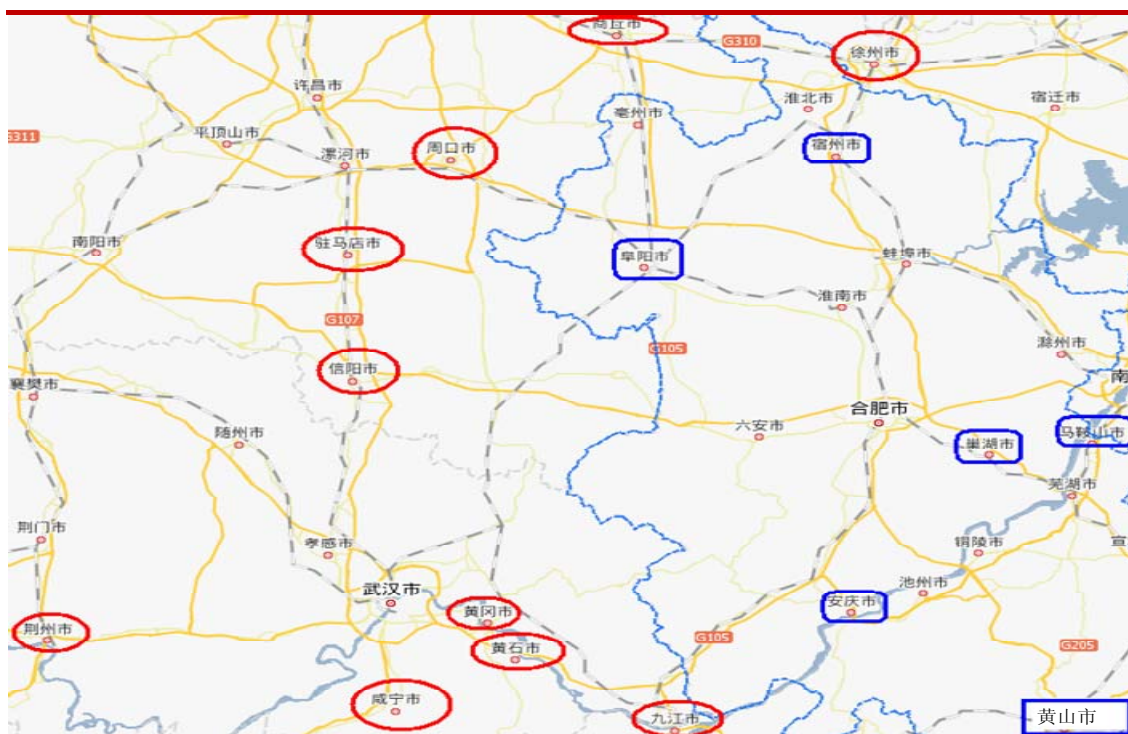
公司省外拓展战略清晰，我们对此的理解为：淡化省级概念，强调地区和县级概念，以板块推进，小区域高占有，逐步扩大公司的“根据地面积”，主推祥和系列，徽蕴用来提升形象。

战略可以看成成分三步走：

- 第一，围绕安徽省界，不超过 300 公里半径重点布局 10 个地区，争取再造一个安徽。这 10 个地区分别是九江、黄冈、黄石、咸宁、荆州、信阳、驻马店、周口、商丘和徐州，总人口达 6900 万人，这一数字高于安徽省的 6600 万人口；
- 第二，未来 3-5 年，重点布局省外 5 省（河南、湖北、江苏、江西、天津），打造 100 个千万元的县级市场，实现省外销售规模 10 亿元。
- 第三，省外拓展 100 个县成功后，将全面启动五个省市的布局。



图表 16 公司在省内及省外的销售布局



数据来源：公司网站，中邮证券研发部

注：图中红色边框：公司省外重点开拓的城市；图中蓝色边框：公司省内整体市占率第一的城市

我们认为，公司的全国化不是撒网似的铺开，而是有重点的布局，沿安徽边境，选择无强势品牌而人口多的县市，以板块推进，做一个市场成一个市场，相当于逐步扩大公司的根据地面积，我们看好这一推广模式。假如今明两年是省外市场的孕育期，后年是成长期，2013 年则是爆发期，这有助于公司业绩的持续高速增长。

## 6. 盈利预测和投资建议

### 6.1 盈利预测

公司已基本设置完成十二五规划：坚持做强白酒，争取实现“收入、市值、净利润”均翻两番，三者分别为 40 亿元、400 亿元和 8.5-10 亿元。资本运作推动公司发展，完成集团整体改制，引进战略投资者，推进金太阳药业重组上市，启动股权激励等。

预计公司白酒整体增长 43-45%，其中，祥和种子和柔和种子都增长 40%，醉三秋增长 20%。

按最新股本 5.57 亿股全面摊薄后，我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.31 元、0.55 元和 0.86 元。

图表 17 公司盈利预测表

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	66,170	104,563	138,840	186,212	243,619
增长率	-15.99%	58.02%	32.78%	34.12%	30.83%
减: 营业税金及附加	6,119	11,462	15,217	20,483	26,798
销售费用	8,251	13,338	17,355	24,208	30,452
管理费用	3,503	5,021	6,664	8,752	11,206
财务费用	667	78	139	93	244
期间费用率	18.77%	17.63%	17.40%	17.75%	17.20%
资产减值损失	108	76	2	0	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	30	50	0	0
<b>营业利润</b>	3,203	9,416	23,030	39,896	62,751
增长率 (%)	13.15%	194.00%	144.57%	73.23%	57.29%
加: 营业外收入	302	207	150	0	0
减: 营业外支出	144	169	260	0	0
<b>利润总额</b>	3,362	9,454	22,920	39,896	62,751
增长率 (%)	16.09%	181.23%	142.43%	74.07%	57.29%
利润率 (%)	5.08%	9.04%	16.51%	21.43%	25.76%
减: 所得税费用	933	2,308	5,501	9,575	15,060
实际税负比率 (%)	27.76%	24.41%	24.00%	24.00%	24.00%
<b>净利润</b>	2,429	7,146	17,419	30,321	47,691
归属母公司所有者的净利润	2,426	7,137	17,411	30,306	47,667
增长率	-7.57%	194.19%	143.94%	74.07%	57.29%
净利润率 (%)	3.67%	6.83%	12.55%	16.28%	19.58%
少数股东损益	2	9	9	15	24
总股本 (万股)	55,578	55,578	55,578	55,578	55,578
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.13</b>	<b>0.31</b>	<b>0.55</b>	<b>0.86</b>

数据来源: 公司网站, 中邮证券研发部

## 6.2 估值

以最新收盘价 20.44 元计算, 公司 2010-2012 年的 PE 分别为 66X、37X 和 24X。

与同类二线区域白酒比较, 公司 PE 和 PS 处于较低水平, 市值也较低。

图表 18: 市值、PE、市销率和销售费用率比较 (12月27日)

市值排序		PE排序		市销率		销售费用率	
名称	市值(亿元)	名称	PE(2011eps)	名称	市销率	名称	销售费用率
贵州茅台	1,843	ST皇台	379	ST皇台	27	酒鬼酒	37.16%
五粮液	1,416	沱牌曲酒	76	洋河股份	16	水井坊	30.34%
洋河股份	1,083	老白干酒	68	贵州茅台	15	古井贡酒	25.20%
泸州老窖	565	酒鬼酒	53	酒鬼酒	14	老白干酒	20.01%
山西汾酒	308	古井贡酒	49	泸州老窖	11	山西汾酒	16.70%
古井贡酒	195	山西汾酒	37	古井贡酒	10	金种子酒	11.88%
水井坊	113	洋河股份	36	山西汾酒	10	洋河股份	11.12%
金种子酒	95	金种子酒	34	沱牌曲酒	10	ST皇台	10.75%
沱牌曲酒	76	伊力特	32	五粮液	10	五粮液	9.04%
伊力特	71	贵州茅台	27	金种子酒	7	伊力特	7.49%
酒鬼酒	70	水井坊	25	伊力特	7	沱牌曲酒	6.21%
老白干酒	57	五粮液	24	水井坊	6	泸州老窖	6.00%
ST皇台	24	泸州老窖	22	老白干酒	5	贵州茅台	5.17%

数据来源: wind, 中邮证券研发部

### 6.3 投资建议

我们认为,“错位竞争、独特营销”为公司过去和未来成长提供了核心的竞争力,公司省内扩展空间大,省外战略独特清晰,徽蕴金种子和祥和种子酒省内省外分别发力,近三年业绩将保持70%以上的增长。在二线区域白酒企业中,公司业绩增速最高,PE和PS处于较为合理水平,将公司的投资评级由“谨慎推荐”上调为“推荐评级”。

### 6.4 风险提示

(1) 省外拓展的风险; (2) 新品推广不达预期的风险; (3) 食品安全的风险; (4) 大盘系统性风险。

---

## 中邮证券投资评级标准

---

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

---

## 分析师声明

---

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

---

## 免责声明

---

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。