

金种子酒 (600199)

—内外并进支撑高增长

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 17.50 元

投资要点:

- 强大的网络优势为公司开拓省内外市场一大利器。**公司拥有148家经销商和6,000名人员做终端，这就保证了公司网络的深度覆盖，为做好县乡市场作了充分的人员保障。由于公司主打产品价格位于50-100元，目标市场定位于县乡市场。我们认为，白酒县乡市场的开发难度较大，要求渠道运作必须精细化、渠道维护必须持续化、人性化。这就要求企业在营销人员的配置上跟的上（公司具有6000个终端配置员工，指导和协助经销商进行市场开发）。另一方面，对于县乡市场而言，大品牌外加强大的资金支持是取得成功的关键因素（这是地产酒无法满足的条件）。这也是公司能够在县乡市场取得控制地位的主要原因。
- 成功模式和经验的省外复制支撑公司高增长。**每个企业战略定位决定了企业的发力点，而企业的发力点的不同导致各个公司优势不同。公司的主打产品（祥和、柔和种子酒）价格位于50-100元，定位于县乡市场。公司目前对省内县乡市场基本实现全覆盖，通过近几年的经营，公司对目标市场的已有深刻了解，积累了一整套开发县乡市场的成功模式和经验。而这一套县乡市场开拓的成功模式和经验为公司成功开发省外市场奠定了基础，从而支撑了公司未来2-3年业绩高增长。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31 元、0.55 元和 0.82 元，目前股价（17.50 元/股）对应 2010-2012 年 PE 分别为 56x、32x 和 21x。考虑到省外市场开拓的稳步推进以及高端品牌培养的后续成熟为公司未来两年保持高增长奠定了基础，因此我们认为，2011 年公司合理估值水平为 40-45x，对应目标价格区间为 22-24.75 元，我们取中间价 23.38 元作为未来 12 个月的目标价，较当前股价具有 34%的空间，给予公司“推荐”投资评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1046	1301	1801	2301
营业收入增长率	58%	24%	38%	28%
净利润（百万元）	71	174	303	455
净利润增长率	227%	144%	74%	50%
EPS（元）	0.27	0.31	0.55	0.82
ROE	10.9%	12.7%	18.2%	21.4%
P/E	65.32	57.11	32.78	21.85
P/B	7.14	7.28	5.96	4.68
EV/EBITDA	89	39	22	15

发布时间：2011 年 3 月 15 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	22.33/8.73
上证指数/深圳成指	2896.26/12705.32
50 日均成交额(百万元)	174.34
市净率(倍)	14.90
股息率	

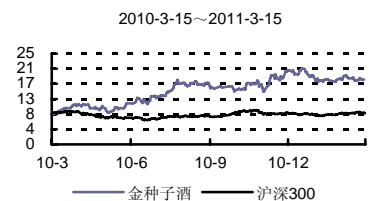
基础数据

流通股(百万股)	521.44
总股本(百万股)	555.78
流通市值(百万元)	9125.25
总市值(百万元)	9726.06
每股净资产(元)	1.17
净资产负债率	74.55%

股东信息

大股东名称	安徽金种子集团有限公司
持股比例	34.19%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：周家杏
 执业证书编号：S0020210080004
 电话：021-51097188-1920
 电邮：zhoujiaxing@gyzq.com.cn

联系人：赵喜娟
 电话：(86-21) 51097188-1952
 电邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址：中国安徽省合肥市寿春路 179 号
 (230001)

目 录

第 1 部分 公司概况	3
第 2 部分 公司经营情况.....	4
2.1 业绩步入快速增长周期.....	5
2.2 新老产品齐发力.....	6
第 3 部分 安徽白酒市场分析.....	7
2.3 结构性调整效应逐步显现.....	7
3.1 品牌竞争聚焦省内市场.....	8
第 4 部分 盈利预测	9
第 5 部分 盈利预测与投资建议.....	11
5.1 盈利预测假设	11
5.2 投资建议	11

第 1 部分 公司概况

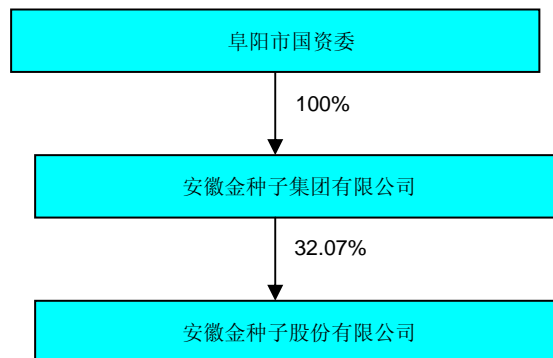
公司是一家以酒业和制药业为主营，集自主研发、规模生产和市场营销为一体的多元化发展的综合性企业。其中，以酒业为主导产业，酒类产品涵盖了“种子酒”、“醉三秋”和“金种子”三大系列、不同品牌、不同价位档次的完整产品体系。

作为徽酒“六朵金花”之一，公司的金种子、种子和醉三秋品牌产品为安徽白酒行业唯一被中国绿色食品发展中心认定的“绿色食品”，种子品牌跻身中国500个最有价值品牌行列。同时，公司为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。

自成立以来，公司以黄牛产业为主业，后由于黄牛产业竞争加剧，行业盈利能力下降，公司于2005年股改后，提出了“聚焦资源，做强白酒主业；聚焦资源，做强安徽市场”的双聚焦战略规划。自此公司开启了白酒业务新篇章，公司业绩步入了快速成长期。

公司的控股股东为安徽金种子集团有限公司，截止 2010 年年底，金种子集团持有上市公司 17825.71 万股，占总股本的 32.07%，为公司控股股东。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司定期公告，国元证券研究中心

表 1. 公司的股本结构

股本类别	数量（万股）	占比（%）
限售 A 股	3433.21	6.18%
国有法人持股	0	0%-
其他境内法人持股	3433.21	6.18%
流通股	52144.29	93.82%
流通 A 股	52144.29	93.82%
流通 B 股	0	0%
总股本	55577.50	100%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

第 2 部分 公司经营情况

2005年股改后，公司提出了以白酒为主业，集中精力做强白酒主业、集中精力做强安徽市场的战略路线。经过几年的探索与发展，公司取得了骄人的业绩。目前，公司产品包括醉三秋系列、种子酒系列和金种子酒系列，主打产品为地蕴醉三秋，柔和种子酒和祥和种子酒。

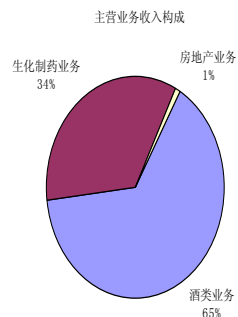
从主营构成来看，2010年上半年，公司白酒业务实现收入41600万元，占主营业务收入的比例为64.70%，实现毛利26961万元，占主营业务毛利的比例为97.70%；生化制药业务实现收入22136万元，占主营业务收入的比例为34.43%，实现毛利415万元，占主营业务毛利的比例为1.50%；房地产业务（现已剥离）实现收入562万元，占主营业务收入的比例为0.87%，实现毛利220万元，占主营业务毛利的比例为0.80%。

表 2：公司产品结构

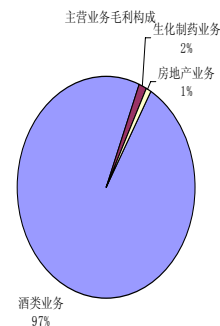
系类	产品	终端价格
醉三秋系列	天蕴醉三秋	238
	地蕴醉三千	98
	醉三秋（典藏）	98
	醉三秋（喜庆）	70
种子酒系列	柔和种子酒	78
	种子酒	68
	祥和种子酒	45-55
	种子窖	20
金种子酒系列	徽蕴 6 年	228
	徽蕴 10 年	568
	徽蕴 20 年	1280

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 2:2010 上半年公司主营业务收入构成



2010 上半年公司主营业务毛利构成

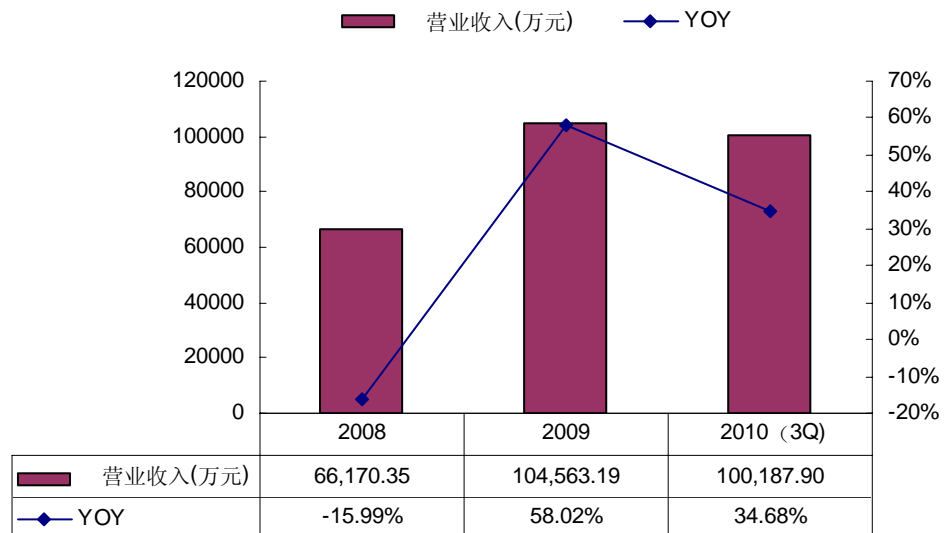


资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

2.1 业绩步入快速增长周期

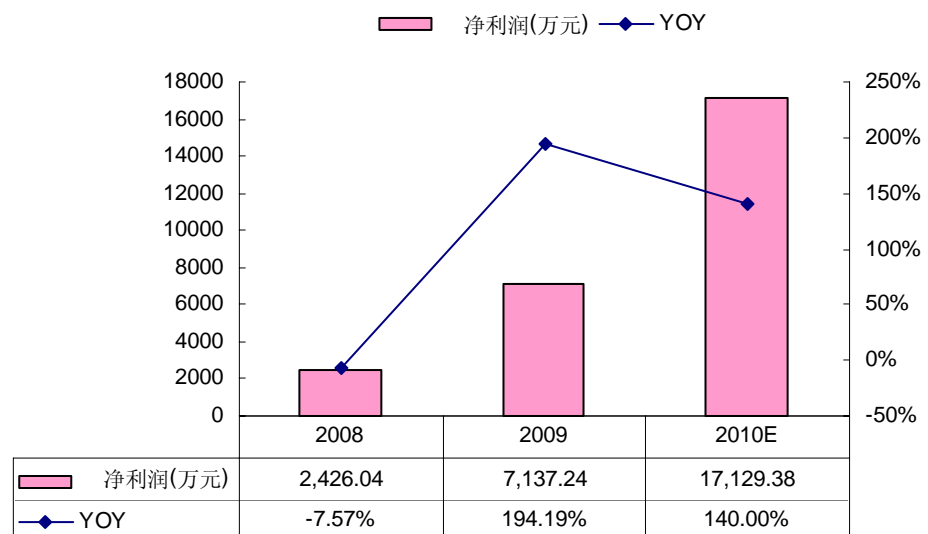
2005年战略调整后，公司步入了快速成长期，主营业务盈利能力大幅提升。2006-2009年，公司实现营业收入7.74亿元、7.88亿元、6.62亿元和10.45亿元，年均复合增长率为11%，呈现出稳定增长趋势；实现归属于母公司所有者净利润分别为1840.78万元、2624.80万元、2426.04万元和7137.24万元，年均复合增长率为57%，净利润增速远高于收入增速，反映出公司收入结构不断优化，盈利能力持续攀升。近期，公司公布了2010年业绩预增公告，受益于公司产品结构的进一步优化，产品毛利率稳步上升，公司实现净利润增幅为130%-150%，充分显示出公司正处于高增长周期。

图 3:近三年公司主营业务增长情况



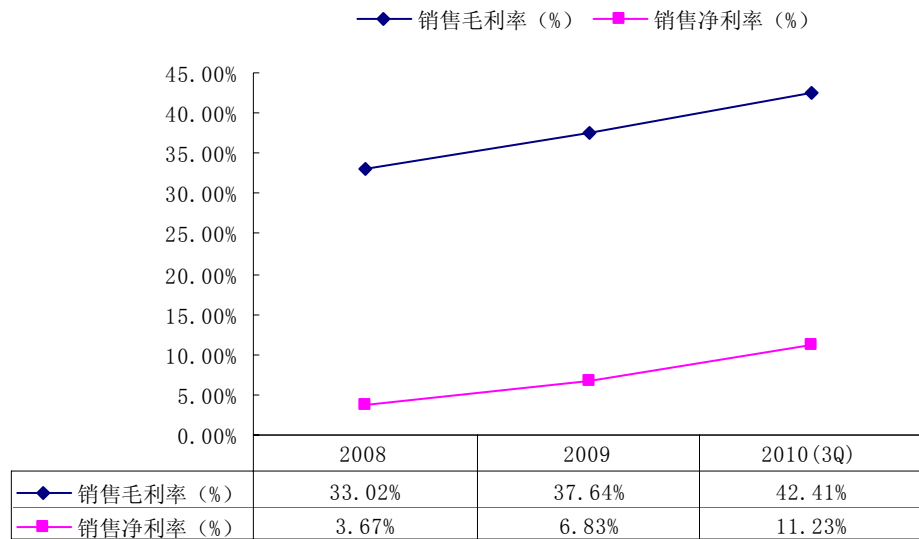
资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

图 4:公司净利润增长情况



资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

图 5:近三年公司销量毛利率、销量净利率变化情况



资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

2.2 新老产品齐发力

在高档化与全国化战略的推动下，公司白酒业务保持快速增长，核心产品放量增长。公司深度把握安徽白酒消费市场，以中端价位带为切入点，以“柔和”+“绵柔”为口感诉求，以“恒温窖藏”工艺创造差异，以“绿色食品”认证支撑产品品质，迎合了消费趋势。公司产品强调“柔”的口感诉求，主推祥和、柔和种子酒和地蕴醉三秋（价位在50-100元/瓶，现在终端零售价分别为50元、78元和98元）。其中，祥和、柔和种子酒发力县乡级市场，醉三秋发力地级以上市场，并取得了突破性进展。

在主导产品完成品牌化路线后，公司积极推进产品升级化和品牌形象化战略。公司于2010年12月正式推出徽蕴金种子系列，以年份为依托，包括六年（42度）、十年（46度）和二十年（50度）三款，终端零售价分别为228元、568元和1280元。我们认为，真正能够上量的单品为徽蕴6年，而十年和二十年上量难度较大，主要的树立公司品牌形象。

2011年，公司在合肥市场进行徽蕴6年的推广，考虑到新品投放的周期、二百多元价格带的可选品牌众多（关键是省内知名品牌大、影响力大），我们认为，2011年，徽蕴6年上量的可能性较小。

第3部分 安徽白酒市场分析

安徽省是中国白酒传统省份，白酒产业在省内占有重要的地位，产业规模多年位于全国前列且拥有一个支撑本省产业良性发展的优势企业群体，在全国也普遍拥有很高的知名度。

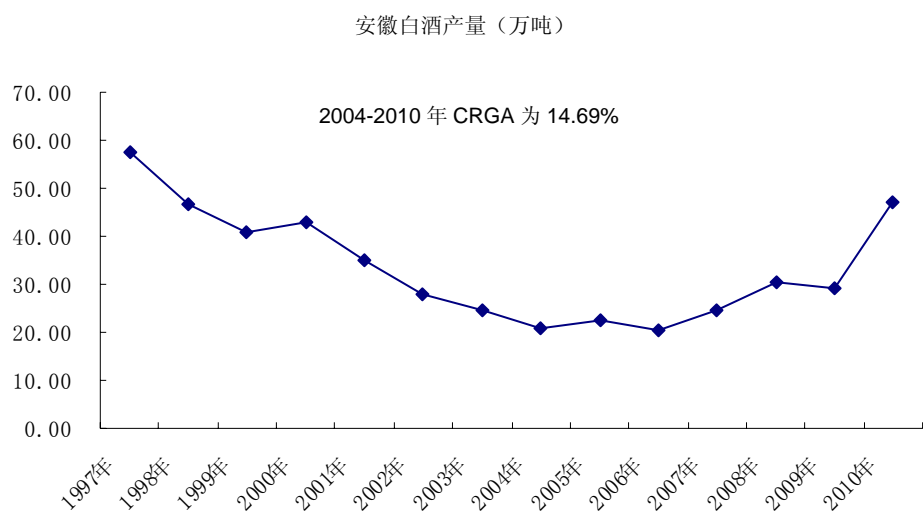
安徽省白酒产量在全国处于优势地位，前些年曾经长期进入全国前四名。近五年，辽宁、湖北、吉林等省份白酒产量快速增长，而安徽白酒产量的增长速度略显缓慢，虽然仍保持了平稳增长的发展态势。截止到2009年年底，安徽省规模企业资产总额占全国白酒行业比重为4.7%，仅次于四川、贵州、山东、江苏、湖北，排全国第6位。

2007~2009年，安徽省白酒行业完成工业总产值年度增幅依次为17.4%、17.8%和28.8%，2009年在以10.2%创下近三年产量最低年度增幅的情况下，工业总产值却创造了近三年的最高年度增幅，而且由2007、2008年产量与产值增幅大致相当，上升为2009年产值增幅度领先产量增幅18.6个百分点。2009年全年完成工业总产值居全国第7位，高于产量第9位的全国排名；产值占全国比重为5.3%，高于产量占全国4.2%的比重，显示出安徽省白酒行业价值量水平得到显著提高。

3.1 结构性调整效应逐步显现

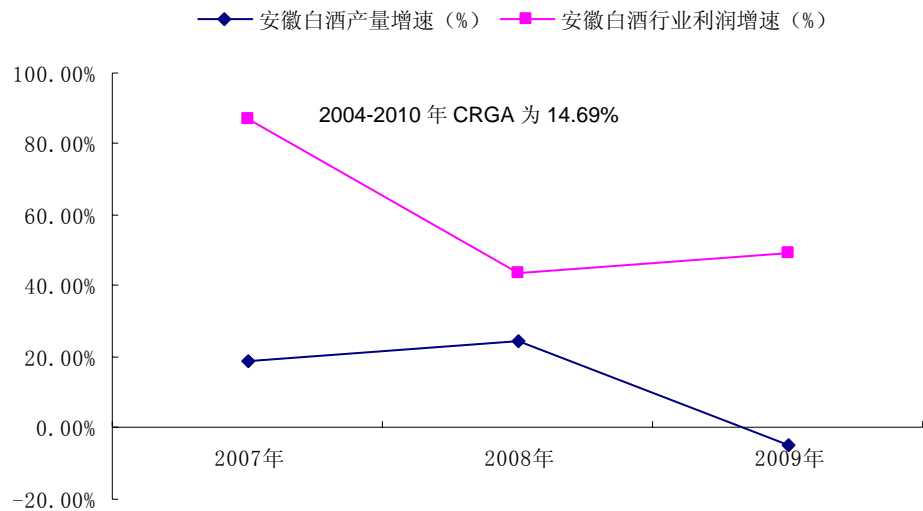
作为传统白酒产量大省，安徽省近年来白酒产量稳步增长，2004-2010年安徽白酒产量CRGA为14.69%，低于全国白酒产量19.69%年均增速（2004-2010年）。随着安徽经济的快速增长，安徽白酒行业未来增速必将加快。

图6:安徽省白酒产量统计



资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

图 7:2007-2009 年安徽省白酒产量增速与白酒行业利润增速对比



资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

3.2 品牌竞争聚焦省内市场

徽酒军团可划分为两大阵营，以“古井贡”、“口子窖”、“高炉家”、“迎驾贡”、“金种子”、“皖酒王”为代表，构成徽酒的六朵金花；以“文王贡”、“金坛子”、“店小二”等众多中小品牌为代表。

安徽白酒市场中，目前销售比较好的品牌有口子窖系列、古井年份原浆系列、迎驾贡系列以及种子酒系类，其中年份原浆系列以地市级为目标销售区域，处于快速成长期，对口子窖系列的抢占影响较大；迎驾主推中端酒，目前销售额已远超30亿元，未来增长潜力较大；种子系列酒以醉三秋发力地级市、祥和、柔和种子酒发力县乡市场为重点，深耕县乡市场，在省内的销量处于领先地位，随着省内深耕和省外开拓，未来公司业绩仍将保持快速增长。

结合上述，我们认为，未来安徽市场比较有竞争力的白酒企业有古井贡酒（发力中高端市场，年份原浆对老产品的抢占以全国化战略的稳步推进）、迎驾贡酒（价格紧贴目标消费群体、消费基数大、市场口碑较好）、金种子酒（祥和、柔和种子酒深耕省内市场、积极拓展省外市场）。

第 4 部分 投资亮点分析

我们认为，公司的投资亮点体现在三方面：一、公司具有强大的营销网络优势；二、在具有营销网络优势的基础上，公司另一个核心优势就是公司具有一套开发县乡市场的成功模式与经验（这一点从省内销售情况可以看出，预计 2010 年独立考核的 73 个县市中一半销售增长 50%以上，18 县市增幅超过 200%，8 个县市在 100%以上），这一点省内其它企业是无法比拟的；三、以省内市场为基础，稳步推进全国化战略。

首先，公司的营销网络优势体现：

- 公司拥有148家经销商和6,000名人员做终端，这就保证了公司网络的深度覆盖，为做好县乡市场作了充分的人员保障。
- 渠道下沉和五个垄断。公司注重渠道下沉和市场精耕，不设地区总代，也没有省级总代，市区经销商只作市区，县级经销商只作县级，区域划小，精耕细作。2010 年提出的五个垄断是针对渠道下沉到乡镇，垄断乡镇长酒店—目标乡镇府消费、垄断乡镇宣传—政府门口的路灯杆、垄断主要的商超店、垄断主要的烟酒店，垄断好的分销商资源。渠道下沉反应出公司对目标市场未来深耕的战略布局，这也顺应了公司主打产品的市场定位。减少中间环节，有利于保证流通环节利润空间。而五个垄断只是渠道下移的具体表现方式，未来增长还得因酒的品质和公司的具体实际操作而定。

其次：公司具有一套开发县乡市场的成功模式和经验：

- 目前，公司白酒销量在省内位居第一，一方面得益于公司营销渠道广，另一方面得益于公司对目标市场的深度挖掘。
- 每个企业战略定位决定了企业的发力点，而企业的发力点的不同导致各个公司优势不同。公司的主打产品（祥和、柔和种子酒）价格位于50-100元，定位于县乡市场。公司目前对省内县乡市场基本实现全覆盖，通过近几年的经营，公司对目标市场的已有深刻了解，积累了一整套开发县乡市场的成功模式和经验。
- 我们认为，白酒县乡市场的开发难度较大，要求渠道运作必须精细化、渠道维护必须持续化、人性化。这就要求企业在营销人员的配置跟的上（公司具有6000个终端配置员工，指导和协助经销商进行产品开发）。另一方面，对于县乡市场而言，大品牌外加强大的资金支持是取得成功的关键因素（这是地产酒无法满足的条件）。这也是公司能够在县乡市场取得控制地位的主要原因。
- 我们认为，白酒行业的升级体现在整个产业链上。高端白酒的升级必然会带动终端、低端白酒的跟进。随着居民人均收入的稳步提升，未来县乡市场的白酒消费能力和档次必然会随之提高。目前，公司主打产品价格位于50-100元区间，而这一区间为未来县乡市场主流消费区间。因此，我们认为，公司畅销产品的消费者为一部分经济基础相对较好的消费者，而未来这一部分消费者的比例必将越来越大。

最后，公司未来 2-3 年的业绩增长点来源于那些方面：

- 我们认为，公司未来 2-3 年的业绩增长点来源于省内县乡市场的稳步增长和省外县乡市场的快速增长。对于省内市场而言，由于公司对省内市场运营多年，基本实现了省内市场全覆盖。又加上省内白酒市场竞争非常激烈。因此，省内市场要保持一个快速增长的可能性不大。对于省外市场而言，凭借着公司在开发县乡市场的优势，以及公司错位竞争策略，我们对于公司开拓省外市场的前景较为看好。因此，我们认为，未来 2-3 年公司业绩主要增长点来源于省外县乡市场的开拓。
- 05年公司提出了两个聚焦，聚焦资源做强白酒主业和聚焦市场做强安徽市场，此后有一段时期省外市场有所收缩。09年确定开始重新做省外市场，随之成立省外市场拓展部。公司全国化战略规划为在安徽省省界周边省份（目前为湖北、河南、江西、江苏和天津）重点布局5个省15个地区100个千万级县，实现省外市场整体销售10亿以上。目前，已经完成周边省份约30个县市的布局，预计今年年底可以完成100个县市的布局。
- 对于醉三秋系列产品而言，由于产品目标市场定位于地级市，而地级市中，与醉三秋同一档次的可选品牌太多，品牌知名度和美誉度是消费者选择的主要参考依据，而品牌的知名度主要依企业的宣传力度而言，而醉三秋品牌不具有优势，因此，如果营销力度不跟跟进，我们认为，该产品系列的增长将会乏力。
- 对于徽蕴系列（主推徽蕴 6 年）而言，由于徽蕴 6 年终端价为 228 元，属于政务、商务用酒范畴，可选品牌太多。另一方面，由于徽蕴 6 年属于政务、商务用酒范畴，消费者对品牌的忠诚度更高，对品牌知名度和美誉度更加重视。而对于徽蕴系列的新品来说，没有政府的着力扶持，企业的强势营销，如何让消费者在同价位上去选择公司的品牌是摆在公司面前的一大难题。因此，我们认为，短期内徽蕴系列难以放量。

第 5 部分 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设

- 1、假设公司全国化战略能够稳步推进，2011 年年底完成 100 个县布局；
- 2、随着消费结构的升级以及公司产品结构的调整，公司毛利率呈稳步增长趋势；
- 3、由于未来两年公司处于省外市场开拓阶段以及徽蕴加大广告投放，假设未来两年公司管理费用率和营业费用率小幅上升、财务费用率呈下降趋势（增发资金的到位）；
- 4、假设公司未来两年无重大战略调整引起的产品结构调整。

5.2 投资建议

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31 元、0.55 元和 0.82 元，目前股价（17.50 元/股）对应 2010-2012 年 PE 分别为 56x、32x 和 21x。考虑到省外市场开拓的稳步推进以及省内高端品牌培养的后续成熟为公司未来两年保持高增长奠定了基础，因此我们认为，2011 年公司合理估值水平为 40-45x，对应目标价格区间为 22-24.75 元，我们取中间价 23.38 元作为未来 12 个月的目标价，较当前股价具有 34%的空间，给予公司“推荐”投资评级。

表 3：公司利润表预测

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	1046	1301	1801	2301	
营业成本	652	732	903	1046	
营业税金及附加	115	106	158	208	
营业费用	133	160	234	301	
管理费用	50	70	99	137	
财务费用	1	1	1	2	
资产减值损失	1	5	3	3	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	94	228	404	602	
营业外收入	2	3	2	2	
营业外支出	2	2	2	2	
利润总额	95	229	405	603	
所得税	23	54	101	147	
净利润	71	175	304	456	
少数股东损益	0	1	1	1	
归属母公司净利润	71	174	303	455	
EBITDA	107	244	422	623	
EPS (元)	0.27	0.31	0.55	0.82	

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

表 4：公司资产负债表预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
流动资产	690	1335	1756	2313	
现金	405	910	1215	1696	
应收账款	34	64	83	103	
其它应收款	7	9	12	16	
预付账款	3	10	10	11	
存货	183	240	297	335	
其他	57	102	139	152	
非流动资产	452	443	440	434	
长期投资	100	98	99	99	
固定资产	105	118	129	139	
无形资产	207	191	177	163	
其他	40	35	34	33	
资产总计	1143	1778	2195	2747	
流动负债	481	405	518	614	
短期借款	75	67	64	67	
应付账款	116	103	136	159	
其他	290	234	318	387	
非流动负债	6	3	3	4	
长期借款	0	0	0	0	

其他	6	3	3	4
负债合计	487	408	521	617
少数股东权益	4	4	5	6
股本	261	556	556	556
资本公积	457	701	701	701
留存收益	-73	101	404	859
归属母公司股东权益	653	1365	1669	2123
负债和股东权益	1143	1778	2195	2747

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

表 5: 公司现金流量表预测

现金流量表	单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	307	-18	322	493
净利润	71	175	304	456
折旧摊销	12	15	17	18
财务费用	1	1	1	2
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	225	-267	-53	-35
其它	-2	58	53	51
投资活动现金流	-23	-8	-13	-12
资本支出	20	19	21	21
长期投资	-3	-1	0	0
其他	-6	10	8	8
筹资活动现金流	42	530	-4	1
短期借款	43	-8	-3	3
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	295	0	0
资本公积增加	0	244	0	0
其他	-1	-1	-1	-2
现金净增加额	326	505	305	481

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn