



东兴证券
DONGXING SECURITIES

一季报预增150%以上 持续超预期增长态势明显

——金种子酒（600199）一季报预增公告点评

2011年3月17日

强烈推荐/维持

金种子酒

事件点评

刘家伟 食品饮料行业首席分析师

执业证书编号：S148020712000046

010-66507309

MSN: yynljw999@hotmail.com

事件：

金种子酒今日发布一季报预增公告：由于白酒销售收入增长、销售结构好转、产品毛利率上升，预计11年第一季度归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长150%以上；上年同期净利润4275万元、每股收益0.16元。

观点：

1.产品接力和营销推力有机结合，伴随营销深化和升级，公司中低端产品继续保持优势，中高端产品则有可能尽快发力，汇成超预期增长的主要驱动力。

(1)从产品接力角度分析，公司产品体系更加丰富，特色与价格档次定位进一步顺应当地白酒消费新趋势。第一，已有主打产品祥和种子酒、柔和种子酒和恒温窖藏醉三秋这三款产品是公司超预期增长的主力，分别成为终端售价30-40元、50-70元和100-120元一带安徽多个区域的第一品牌和市场占有率第一的大众产品；第二，近年推出的中端酒“柔和经典”和新近推出的中高端酒“徽蕴·金种子”取得较好销售业绩。柔和经典终端价定位于每瓶150元一带，成为芜湖、马鞍山等地区市场的畅销品种；徽蕴·金种子已于10年12月推向市场，虽然没有明显放量，但对于整体品牌高度的拉升具有很大的积极作用，这两大产品将成为11年安徽省内重点推广品种，被寄予厚望，成为放量和增效的主力军；第三，公司所有产品一贯坚持柔和、不冲不刺不上头的口感和品质，很好地顺应和推动了白酒消费时尚的形成和流行，特别是有史以来的最高端系列产品“徽蕴·金种子”系列酒也充分传承这一成功历史经验，遵循这样的发展逻辑和规律。徽蕴·金种子系列分为六年、十年和二十年三个产品，主打产品为六年徽蕴金种子，在确保年份酒品质基础上，酒精度设定为42°（十年为46°、二十年为50°），酒店终端价定位于228元/瓶（十年为598元/瓶，二十年为1280元/瓶），以五年口子窖和五年古井贡年份原浆等为竞品，力争实现销量与收入双丰收。我们预计，终端价200-500元/瓶、具有较高品牌知名度和美誉度的白酒将是未来3-5年国内中产阶级的主消费品，也是正处于经济提速增长新时期的安徽省内白酒消费新趋势，再考虑到公司新的营销安排，可以对这两款产品特别是徽蕴金种子的市场和业绩表现给予积极预期，预计11年可以各销售700吨以上。

(2)从营销推力角度看，公司已有特色营销模式、新的营销安排等已经和正在进一步拉动市场和业绩增长。首先，公司拥有一贯的特色化、细节化的“直分销模式”，其独创的“三个到位五个垄断”操作模式在安徽三四线地区甚至一二线区域均可以复制或完善，甚至可以复制推广到省外周边区域；其次，在组织体系深化方面，准备实施单品战略，将分别建立金种子、醉三秋和颍州佳酿等三个营销公司，分品牌、分层级、分客户、分市场，组建相应的营销团队，并会开发专门的经销商和组建相应的营销队伍等，实现小区域高占有。白酒随着价位和品质等的差异化已经逐渐演化成为区分一定阶层人员等级身份的一个标志性特殊商品，而不同层级客户群体的知识结构、收入水平、消费方式、情感诉求、社交圈层等都有不同，中低端白酒的管理、营销等人员和高端白酒已经出现较多差异，因而，只要是产品结构升级，就意味着客户、市场、管理、营销、服务等升级，原有的一整套运作体系均需要向更高层次迈进，而公司能够清醒地意识到这一点，做到分品牌、分层级、分客户、分市场组建营销团队，非常难能可贵。即便是需要一定时日才见效，但至少这一点已

经给我们提供了可以给予良好预期的基本条件。第三，公司目前正在完善营销安排，实现产品、市场、渠道和组织“四个细分”，可以做到不给其他品牌可趁之机，而且其他品牌也难以模仿；第四，在品牌拉升和推广方面，力度空前。公司已从 2011 年起，在央视、安徽卫视等强势媒体投放过去十年未见的大量广告，各类营销宣传活动规模、频率和档次超过以往，不断向消费者传递“金种子·传天下”的品牌新诉求等信息。这可以看作是公司高起点、大手笔运作徽蕴·金种子这一中高端产品的新开端，对于拉高金种子品牌高度会有较好影响。

2. 皖北市场接力皖南市场，省外周边市场接力省内市场，再铸超预期增长平台。

公司在上个世纪 90 年代曾经做到全国销售 12 万吨之历史最高，之后一度遭遇挫折并沉寂数年。回归白酒主业的战略被确定之后，04 年以来重点布局省内市场，从阜阳开始，重点发展皖南，到 09 年皖南出现飞跃式增长，称为皖南同价位第一品牌；10 年开始谋取皖北市场，实现几何级数增长，不少县市年销售额数千万；同期在周边省份个别县市开始销售，有的县级区域实现年销售额 2000 多万，省外市场已被有效突破。公司已经明确 11 年省外市场将复制省内模式，重点覆盖河南、湖北、江西、江苏、天津“四省一市”部分市县，这些区域合计 6300 万人口，与现有安徽 6700 万人口相当，如果公司在未来五年能够取得像安徽省内市场那样成功，则相当于五年内“再造一个安徽市场”，由此推动公司继续实现超预期高增长的可能性加大，从而超预期高增长的周期也随之拉长。我们认为，豫鄂赣苏这四省距离安徽省较近，加上天津地区，其白酒消费习惯与安徽相似，不仅白酒消费能力很强，而且刚性较大。公司将主要对包括湖北黄冈、赤壁、河南信阳、江西鄂州和江苏徐州等在内的沿安徽边界的 10 个地区、72 个县市进行重点开发，而且大都选择三四线区域和农村地区进行布局。在营销方面，公司已在 2010 年重点抽调安徽省内优秀营销人员组成精英团队，三五人一小组，县乡村逐级部署，打造样板乡村样板县，2011 年将集中发力，持续打造多个年销售额超过 2000 万元的的样板县市，以确保省外重点市场成功开拓。因此，可以预计公司会在未来 2-3 年内就出现“市场接力”——在皖南市场、皖北市场相继成功之后，省外周边市场成为新的增长点，迎来新的增长拐点。

3. 阜阳市政府大力提升对公司的支持力度，未来发展空间更大更广，利税等都有可能比 10 年翻两番，市值达到 400 亿元，2011 年净利润增速将不会低于 85%，市值则有可能达到 170 亿元。

公司十一五多项经济指标巨幅增长的辉煌成就促成阜阳市政府主动发力要求并支持公司跨越式发展，主要表现为 10 年 11、12 月份以来，阜阳市主要政府领导亲自挂帅成立金种子跨越式发展领导小组，提出再给 1000 亩地建设金种子生态产业园，并带领各主要部门深入调研规划，要求公司十二五末期税收达到 12 亿元。我们认为，白酒已成为不少地方政府的业绩标杆产业，阜阳市对公司的更大力度支持充分展现公司未来的巨大成长空间，如再给 1000 亩地等于超过公司现有占地规模约 1.5 倍。而根据税收目标测算，公司 2011-2015 年将分别上缴税收 4.5 亿元、6.3 亿元、8 亿元、10 亿元和 12 亿元，增速为 50%、40%、27%、25%和 20%，2015 年税收规模将是 2010 年的 4 倍，即翻两番或增长 300%。以此倒推，公司相应的收入、利润等指标将会达到与税收几乎相当甚至更高的增速。比如，到 2015 年收入或将达到或超过 40 亿元、净利润有望进入 10 亿元台阶，否则将完不成税收指标。当然，假如股本规模保持 5.55775 万股不变，则 EPS 会达到 1.9 元，以 40 倍 PE 估测，股价将达到 76 元，对应市值超过 400 亿元，相当于当前市值约 400%。上述指标一旦实现，无疑表明公司在十二五期间将实现跨越式发展，年均增速将分别达到或超过：收入 50%、税收 50%、净利润 80%、市值或股价 41%。根据年度平均增速测算，2011 年净利润增速应该在 80%以上，市值有望达到 170 亿元。

结论：

我们继续认为，金种子酒是近年来二线白酒中战略、产品、价格、渠道和服务等下沉到二三四线城市和农村地区最好和最到位的企业，也是和以中心城市及一二线地区为主战场的洋河在产品风格和营销特色两方面极其相似的二线白酒，其成长性将随着十二五期间中高端产品徽蕴·金种子的推出推广、新老产品跨区域跨省份运作、小区域高占有营销目标的实现等得到逐渐提升和延展。换句话说，公司未来三到五年的超预期增长可能成为一种基本态势。根据公司一季报预增公告，我们预计一季度净利润达到 1.09 亿元，折合 EPS0.196 元。基于对公司做大白酒主业之战略思路、中高端齐上阵之产品特色、精细化之营销体系和安徽省内外市场共同扩张等方面的了解和理解，从保守角度，预计 11-13 年增长或超过 85%、51%和 38%，EPS 约 0.60 元、0.91 元和 1.25 元，动态 PE 约 29 倍、20 倍和 15 倍；从略微乐观角度，预计 11-13 年净利润增速将达到 100%、65%和 50%，EPS 约 0.66 元、0.99 元和 1.36 元，对应 PE28 倍、18 倍和 14 倍。鉴于公司未来几年超预期增长趋势基本确立，11 年会继续高增长，给予未来六个月目标价 25 元和 11 年全年 30 元估值，对应动态 PE 约 38 倍和 45 倍，远低于或接近二线白酒 45 倍以上 PE 水平，与当前价位相比提升空间约 34%-60%，故继续强烈推荐。

风险提示：

公司中高端品牌“徽蕴·金种子”的销量可能低于预期，省内营销模式复制和推广到省外市场的有效性尚需观察。

表 1：徽蕴·金种子系列产品基本情况

产品细分	酒精度	酒店价格（元）	对应竞品
徽蕴·金种子（六年）	42°	228	古井贡年份原浆五年、口子窖五年等
徽蕴·金种子（十年）	46°	598	安徽省内一线品牌
徽蕴·金种子（二十年）	52°	1280	安徽省内一线品牌

资料来源：东兴证券研究所

表 2：2010-2014 年金种子酒盈利预测表（保守角度）

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	1,378.90	2,039.65	2,681.71	3,406.87	4,304.07
主营收入增长率	-15.99%	58.02%	31.87%	47.92%	31.48%	27.04%	26.33%
EBITDA（百万元）	256.96	307.87	223.59	453.05	677.87	927.39	1,221.98
EBITDA 增长率	-2.48%	19.81%	-27.37%	102.62%	49.62%	36.81%	31.77%
净利润（百万元）	24.26	71.37	17,803.73	33,437.81	50,399.49	69,229.18	91,346.01
净利润增长率	-7.57%	194.19%	152.11%	87.81%	50.73%	37.36%	31.95%
ROE	4.20%	10.94%	18.08%	26.04%	30.76%	32.72%	33.21%
EPS（元）	0.09	0.27	0.33	0.60	0.91	1.25	1.64
P/E	202.22	67.41	51.24	29.68	19.67	14.28	10.79
P/B	8.22	7.27	9.27	7.73	6.05	4.67	3.58
EV/EBITDA	18.28	14.34	41.53	20.64	13.32	9.25	6.52

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务研究小组负责人，2007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。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，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。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。