

食品饮料/白酒

2009 年 6 月 18 日



公司研究

调研简报

投资评级：短期—中性，长期—A

金种子酒（600199）：安徽省内白酒销售持续增长

核心观点

公司 98 年上市募集的资金主要投向非白酒业务，白酒业务未得到资金、营销支持，错过了上一轮白酒消费升级的历史机遇。公司正在回归白酒主业，未来公司利润增长主要来自白酒收入增长。08 年白酒收入实现同比增长 70%，预计 09 年公司白酒收入约 5 亿元，同比增长 45%。白酒业务实现高增长除营销推动外，也有基数低的原因。安徽省白酒市场规模有 80 亿元，若按 7%-8% 的省内市场占有率估算，通过营销推动，未来 2 年公司在省内白酒收入可达 6 亿元。

公司主销白酒包括两个大类：醉三秋和种子系列，具体包括四个单品：天蕴醉三秋、地蕴醉三秋、柔和种子酒以及祥和种子酒。其中，天蕴是一款高端战略产品销量较小，地蕴、柔和、祥和销量占比最大。08 年公司系列酒销量在 1 万吨左右，三大产品销量占比在 70%-80%。公司现在拥有 2 万吨基酒可以滚动利用，产能利用率较高，若保持现有销量增速，2-3 年后将遭遇产能瓶颈。

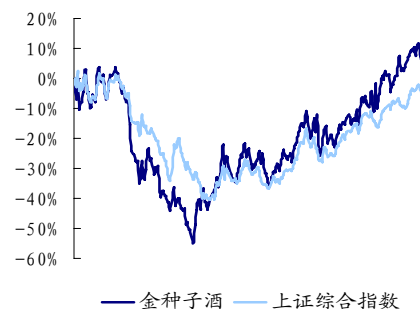
地蕴醉三秋与柔和种子酒市场定位相近，两款酒出厂价在 50 元左右，商超渠道价格 88 元，餐饮渠道价格 108 元，祥和种子酒定位稍低，终端价在 50 元左右。公司白酒消费税负担在 15% 左右，白酒消费税调整对公司影响幅度较小。白酒产品结构调整已基本完毕，08 年公司白酒业务综合毛利率 60.7%。09 年中高档白酒销量将保持增长，毛利率将有小幅提高。

公司近年销售市场一直未能突破安徽省，主要原因是公司所占省内份额较小，仍有增长空间，向外扩张动力不足。安徽省内白酒市场上有口子窖、古井贡、高炉家、皖酒等本地名酒，并且终端市场定位几乎完全重叠，造成省内白酒之间竞争非常激烈。但对公司来说，安徽省内白酒市场的机会大于风险，关键在企业的营销和管理能力。

公司药品业务主要涉及流通领域，毛利率较低，收入稳定，公司短期内没有剥离药业的计划。金太阳药业通过了生产 GMP 和销售 GSP 认证，相比前期募集投向的皮革和畜牧项目可算优质资产，一旦有机会获得新药生产许可，药业毛利率仍有提升空间。

我们认为未来两年公司在省内白酒销售可达到 6 亿元，但要突破 6 亿元则需要开拓新市场。预计公司 09 年每股收益 0.19 元，10 年每股收益 0.30 元，对应 09 年动态市盈率 34 倍，10 年动态市盈率 22 倍。考虑公司未来两年成长性，估值已有一定吸引力，但 7 月公司有 25% 股权解禁，首次给予公司“短期—中性，长期—A”的投资评级。

一年指数走势：



基础数据：

项目	数值
每股收益（元）	0.065
每股净资产（元）	2.28
净资产收益率（%）	2.85
息率（分红/股价）	0
总股本（万）	26072
流通 A 股（万）	19507

资料来源：公司 09 年一季报

研究员：徐昊

电话：010—84183293

E-mail: xuhao@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 09 年白酒收入增长 45%，10 年白酒收入增长 25%，生化制药收入增长幅度较小，房地产业务因无新项目开盘 09 年收入可能减少。
- 2、假设 09 年白酒毛利率 62%，假设生化制药毛利率 42%。
- 3、目前公司白酒销售仍是营销推动型，假设 09 年销售费用增长 40%，期间费用占比 09 年上升至 30%左右。
- 4、假设 09 年公司所得税实际支付率 26.5%。

1.2 金种子酒分业务营业收入预测

表 1 分业务营业收入预测表

	2007	2008	2009E	2010E
白酒收入（万元）	19904	34228	49631	62038
增长率（YoY）	46.24%	71.97%	45.00%	25.00%
白酒毛利率	52.14%	60.72%	62.00%	62.00%
生化制药收入（万元）	57096	30941	31869	33463
增长率（YoY）	-0.61%	-45.80%	3.00%	5.00%
生化制药毛利率	1.71%	2.59%	3.00%	3.50%
房地产收入（万元）	1458	351	140	253
增长率（YoY）	-57%	-75.93%	-60.00%	80.00%
房地产毛利率	41.77%	40.74%	42.00%	45.00%
营业收入（万元）	78762	66170	81640	95754
营业成本（万元）	63758	44319	49854	56005

资料来源：国都证券研究所

1.4 金种子酒盈利预测

表 2 金种子酒盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	787,623,439	661,703,461	816,402,300	957,536,615
营业收入	787,623,439	661,703,461	816,402,300	957,536,615
二、营业总成本	759,316,552	629,675,523	750,343,598	849,084,252
营业成本	637,575,276	443,190,955	498,542,131	560,050,283
营业税金及附加	28,833,031	61,191,040	77,558,219	91,923,515
销售费用	35,219,799	82,506,674	115,112,724	134,055,126
管理费用	19,308,045	35,033,666	48,984,138	52,664,514
财务费用	10,667,745	6,673,594	8,980,425	9,096,598

资产减值损失	27,712,656	1,079,593	1,165,961	1,294,216
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益		220		
投资净收益				
四、营业利润	28,306,887	32,028,159	66,058,702	108,452,363
加：营业外收入	3,284,272	3,024,690	2,570,986	2,185,338
减：营业外支出	2,633,940	1,435,704	1,579,275	1,658,239
五、利润总额	28,957,220	33,617,144	67,050,414	108,979,463
减：所得税	2,473,695	9,332,104	17,768,360	28,334,660
六、净利润	26,483,524	24,285,040	49,282,054	80,644,803
减：少数股东损益	235,572	24,647	792,704	1,626,785
归属于母公司所有者的净利润	26,247,953	24,260,393	48,489,350	79,018,017
每股收益	0.10	0.09	0.19	0.30
每股净资产	2.11	2.22	2.32	2.43
净资产收益率	4.76%	4.20%	8.01%	12.47%

资料来源：国都证券研究所

2、投资建议

我们认为未来两年公司在省内白酒销售可达到6亿元，但要突破6亿元则需要开拓新市场。预计公司09年每股收益0.19元，10年每股收益0.30元，对应09年动态市盈率34倍，10年动态市盈率22倍。考虑公司未来两年成长性，估值已有一定吸引力，但7月公司有25%股权解禁，首次给予公司“短期-中性，长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。