

金种子酒(600199)调研简报

主营结构逐渐清晰、生产经营步入上升期

中性

首次评级

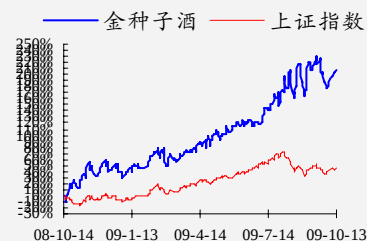
日常消费/饮料

2009 年 10 月 14 日

投资要点:

- 公司原名金牛实业，由于上市后公司产业扩张失误，生产经营陷入困境，曾经一度大幅亏损。公司通过股改剥离非主业资产，基本确立了以白酒为主、医药与房地产为辅的业务格局，整体经营情况日益改善。
- 目前公司白酒主打地蕴醉三秋、柔和种子酒以及祥和种子酒三款产品，其产品价格定位大众化，拥有一定的市场基础。公司在阜阳本地市场以及皖南市场有较强的竞争优势。
- 从近几年的收入构成来看，医药一直是公司主要收入来源，08 年开始销售比重明显下降。公司的医药主要以药品分销为主，长期毛利率较低，对公司几乎没有利润贡献。
- 公司拥有大约 1600 亩可控土地资源，账面价值在 2.5 亿元左右，其中 700 亩为商业用地。考虑到这几年全国土地市场的变化，我们认为其现时的公允价值将远远超过账面价值。但是由于目前公司的重心放着白酒业务，并没有大规模地产开发计划。
- 我们认为公司在重新定位后经营步入上升期，09-10 年整个中端白酒市场受益，在这种背景下公司经营业绩将呈现快速增长。可惜的是，目前公司产品定位相对较低，市场相对集中，长期增长潜力略显不足。我们首次暂不给予公司投资评级，需要进一步观察确认其中长期增长趋势。

走势图



市场数据 2009-10-13

收盘价:	9.12 元
52 周最高价:	10.03 元
52 周最低价:	2.68 元
平均持仓成本:	9.08 元

基本数据 2009Q2

总股本 (万股):	26,072
流通 A 股 (万股):	26,072
每股收益 (元):	0.12
每股净资产 (元):	2.33
每股经营现金流 (元):	0.43
市净率:	3.91

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	66,170	(15.99)	2,426	(10.56)	0.09	4.20	101.3	
2009E	89,851	35.79	6,784	118.98	0.26	10.18	35.1	
2010E	100,459	11.81	9,669	42.53	0.37	12.23	24.7	
2011E								

分析师: 吴雁

TEL: (8621)6336 7000-263

FAX: (8621)6337 3209

Email: wuy@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

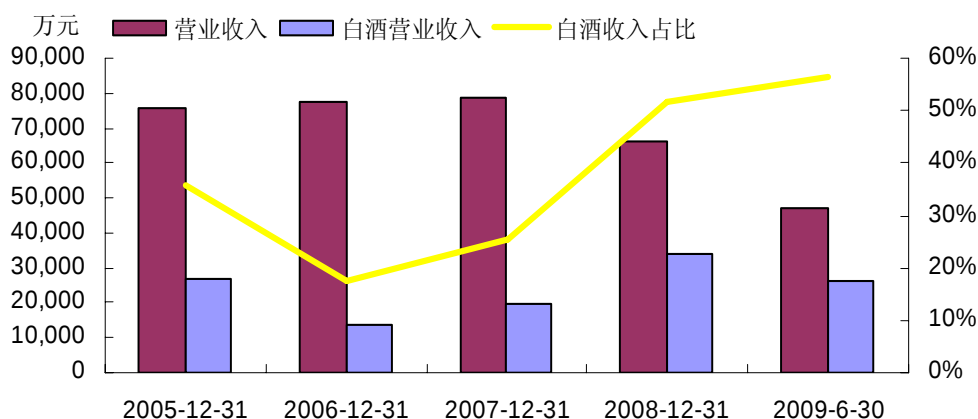
(邮编 200002)

9月下旬我们实地拜访了公司，与公司财务总监陈新华先生进行了交流，详细了解了公司目前的经营情况。

1、三大业务雏形已现、白酒业务是主体

安徽金种子酒股份有限公司（以下简称公司）于1998年上市，原名金牛实业，由于上市后公司产业扩张失误，生产经营陷入困境，曾经一度大幅亏损。2006年公司借股改之机对旗下产业进行整合，剥离了不盈利的业务，确立了白酒制造、医药以及房地产三大业务雏形。09年1H公司营业收入4.69亿元，其中白酒收入2.65亿元，占比56.5%，是公司主要的收入和利润来源。阜阳是安徽重要的白酒产地，拥有古井贡（亳州原属阜阳）以及公司两家白酒上市公司，所以公司拥有较好的白酒生产基础和消费群体，目前白酒成为公司三大业务的主体。

图1：公司近5年营业收入以及白酒收入占比变化



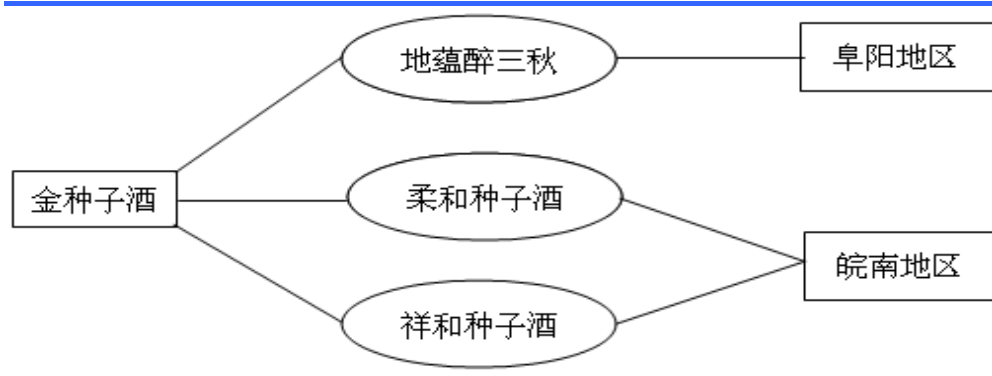
数据来源：公司报告，wind

2、白酒销售仍以区域性为主、皖南市场是重点

根据我们的了解，目前公司白酒仍属于区域性销售，核心区域为公司本部阜阳地区以及皖南市场。08年公司整体白酒销量在1.1万吨左右，09年上半年预计超过7000吨，增长势头明显，我们预计全年销量有望超过1.5万吨。阜阳地区是公司最大的销售市场，08年销售收入超过1个亿。此外皖南的芜湖、安庆、铜陵等地区也是公司的优势市场，09年上半年芜湖销售收入在5000万，安庆、铜陵收入也都达到千万级。

公司的主打产品主要是三款：地蕴醉三秋、柔和种子酒以及祥和种子酒。醉三秋的价格稍高，其优点是克服了温度对脂化、水解反应的可逆性影响，使酒质稳定、酒体口感绵柔。目前阜阳地区主要销售地蕴醉三秋，皖南市场以柔和、祥和为主。

图 2：公司主要产品以及对应销售区域



数据来源：东北证券金融与产业研究所

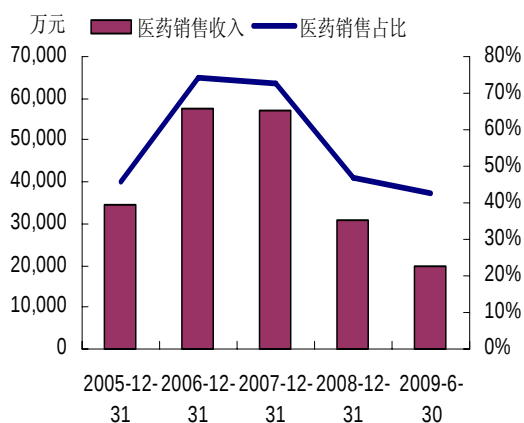
公司主打产品的定价并不高，三款酒的出厂价在 60 元以下，其中祥和酒略低在 30 元左右。终端方面，商超零售价基本在 80-100 元，餐饮价格要高一些，醉三秋一般在 110-130 元之间。

据了解，公司的经销商模式基本是在当地分别确定 1 个柔和与祥和酒的总经销，然后由地区总代分别负责相应产品的销售。我们认为这种模式的优点在于能够使经销商专心做单一产品的销售，但缺点是难免在当地市场形成自己产品的“竞争”，分散销售合力。

3、医药业务稳定、房地产近期动作不大

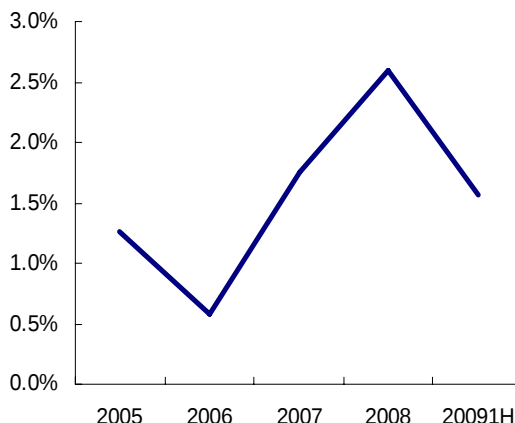
从近几年的收入构成来看，医药一直是公司主要收入来源，08 年开始销售比重明显下降。据了解，公司的医药主要是地区分销业务，所以毛利率很低，对公司几乎没有利润贡献。目前公司与浙江大学的合作项目“抗艾滋病中间体”已经进入试生产阶段，可能成为未来的一个“亮点”。该产品属于中间体，主要销售给国外药厂做最终产品的生产，但能否给公司带来业绩贡献尚存在不确定性。

图 3：近 5 年公司医药收入及其占比情况



数据来源：公司报告，wind

图 4：近 5 年公司医药毛利率变化



数据来源：公司报告，wind

公司的可控土地资源比较多，总共有 1600 亩，其中一半左右（约 700 亩）属于商业用地，但近两年公司经营战略重心在白酒产业，所以并没有大规模地产开发计划。据了解，目前这些地产账面价值在 2.5 亿元左右，但考虑到这几年全国土地市场的变化，我们认为其现时的公允价值将远远超过账面价值。

4、我们的观点

今年二线区域型白酒公司市场表现亮丽，目前公司在二、三线品种中绝对股价较低，涨幅落后。我们认为公司已经确立了以白酒为主、医药房地产为辅的经营格局，09-10 年整个中端白酒市场受益，在这种背景下公司经营呈现快速增长。随着古井集团的成功改制，作为曾经的兄弟单位公司也有意愿仿效古井类似的改制。但是目前公司产品定位相对较低，市场相对集中，长期增长潜力略显不足。

5、业绩预测

我们预计今明两年公司有望取得经营业绩的较快增长，预计公司 09、10 年的每股收益将分别达到 0.26 元和 0.37 元。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209