


销售看好 高成长可持续 维持强烈推荐评级

2009 年 11 月 2 日

——金种子酒（600199）持续跟踪报告

强烈推荐/维持

金种子酒

事件点评

刘家伟 食品饮料行业分析师
liujw@dxzq.net.cn ; MSN: yynljw999@hotmail.com; 010-66507309
事件：

金种子酒股价 10 月以来最高涨幅达到 50% 左右, 10 月 30 日发布的三季报显示, 7-9 月份净利润 1439.2 万元, 同比增长 376%, 1-9 月净利润 4536.96 万元, 同比增长 138.76%, 每股收益 0.17 元, 我们在随后的点评报告中调升评级为“强烈推荐”。为了探明公司估值近期大幅提升的缘由和业绩持续成长可能性, 我们通过电话调研等方式对公司进行了跟踪。

观点：

1. 关于公司产品品质 and 美誉度。公司产品仍以天蕴地蕴醉三秋和柔和种子酒三大产品为主打, 产品品质有国家级酿酒师、现任总工程师杨红文等一批具有多年酿酒经验的酿酒师把关。从产品的知名度和美誉度看, 公司柔和种子酒成为沿江和皖南各地同价位产品第一品牌, 荣获省级新产品称号, 并与恒温窖藏醉三秋一道, 被中国绿色食品发展中心认定为“绿色食品”, 荣获安徽省“三绿工程畅销品牌”, 还通过了国家质量监督检验检疫总局原产地标记注册认证和国家安全饮品认证。醉三秋用酒全部采用恒温窖藏酒进行勾兑, 2007 年在国家、省、市三级监督抽查中, 公司白酒产品合格率 100%, 全国仅有 7 家白酒生产企业获得最高级别“质量较好产品”称号, 醉三秋酒获此殊荣, 并与公司其他四个产品一道顺利通过了“地理标志保护产品”注册认证。醉三秋系列酒已被阜阳市列为招待酒, 在当地拥有极高的知名度和市场占有率。

2. 关于销售区域与价格：今年 2 月公司投资 1000 万（全资）设立阜阳金种子酒业销售有限公司, 体现了公司更好做大做强主业白酒、加强白酒经营销售管理、提升白酒销售专业化管理水平和市场的快速反应能力的战略。目前三大主力产品在阜阳、黄山、芜湖、合肥等地销售较好, 目前在全省铺点, 全省市县镇大部分有销售点, 这两年铺货到镇, 阜阳市很早, 重点的市县早就铺到镇了, 不过独占性营销不多; 在全国的推广会逐步推进; 金种子酒 98 年是全国知名度很高的酒, 目前央视广告还没有投放, 主要在地方台做; 外省经销商有山东、江苏、浙江、福建、河南等主动联系购货销售, 其中, 山东、江苏等省份较多。价格方面, 公司公告过, 根据市场供需情况, 决定从 2009 年 8 月 10 日起对“地蕴醉三秋”、“柔和种子酒”和“祥和种子酒”系列产品的对外销售价格按原价基础上上调 10% 至 18%。提价后效果明显, 在不影响销售的情况下, 效益得以提升, 但近期没有提价打算。

3. 关于主业：公司目前主业为白酒和生化制药, 前者盈利能力强, 后者基本不赚钱, 其贡献在于做大销售收入规模。公司将执行 2007 年下半年做出的做强白酒、压缩生化制药业务的决定, 整合有利于白酒发展的资源, 打造百年品牌, 促进白酒业务持续快速健康发展, 白酒产能可达 10 万吨, 今后的关键是在销售。生化制药业务可以采取与人合作的方式来经营。

4. 关于资产收购整合：公司 10 月 13 日公告用 1555 万元竞买已经有 50 年历史的安徽金种子集团的全资子公司安徽种子酒总厂, 该公司近几年来主要生产低档白酒, 市场严重萎缩, 生产经营陷入困境。去年 9 月, 该厂宣告破产, 相关资产进行整体拍卖, 评估价格为 1555 万元。如果竞买成功的话, 可以较低成本获得白酒及瓶盖生产设备, 并解决部分关联交易。同时, 公司还计划进行技术改造, 扩大产能。

5.关于房地产和土地：公司还有一部分房地产业务，不会是主业，但 09 年前三季度已产生 450 万元收入，加上阜阳市老厂区 500 亩土地和新近拍得 485 亩商业用地，公司的房地产业务和土地资源具有较高的商业价值和增值价值。

结论：维持业绩预测和“强烈推荐”评级

公司近几年的战略调整给人们提供了新的思考和新的预期：公司将逐步转型为以中高档白酒为主的白酒企业，而且销售已经有效突破，有望加快实现从区域市场到全国市场的回归，加上房地产和土地资源的增值潜力等，公司的高成长性继续看好。特别值得关注的是，公司白酒产能有保障，且有扩大的潜力；白酒提价之后公司第三季度综合毛利率从 08 年同期的 33.06% 提升至 35.94%，销售净利率从 4.2% 提升至 6.10%，分别提升 8.7% 和 45.13%，上升趋势明显。综合考虑各方面因素，保守预计 2009-2011 年公司净利润增速可达 150%、80% 和 50%，每股收益达到 0.24 元、0.41 元和 0.61 元，与目前市价对应市盈率为 45 倍、25 倍和 17 倍，目前白酒行业平均市盈率 30 倍，以 30-35 倍市盈率计算，公司 2010-2011 年对应股价区间为 12.37 元至 21.43 元，与目前股价有 16%-101% 左右提升空间，考虑其业绩高成长性、今后两年的较低 PE 水平和与目标价位相比的大幅升值空间，维持“强烈推荐”评级。

表 1 金种子酒 2007-2009 前三季度单季度主要业绩与财务指标

指标	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
营业收入（百万元）	123.40	117.70	148.17	185.54	210.30	246.28	223.03	274.57
增长率（%）	-48.28	-50.64	-39.45	2.45	70.43	109.25	50.52	47.99
毛利率（%）	34.78	39.32	31.96	29.98	32.94	41.25	34.05	32.70
期间费用率（%）	10.11	16.73	18.30	17.23	21.60	21.22	13.66	14.24
营业利润率（%）	-2.79	13.19	5.08	3.42	1.25	9.29	8.34	8.23
净利润（百万元）	-6.92	15.45	0.51	3.00	5.32	16.93	14.01	14.42
增长率（%）	-47.62	32.13	-95.07	-73.37	-176.83	9.59	2627.63	380.06
每股盈利（元，季度）	0.10	0.06	0.06	0.07	0.09	0.06	0.06	0.05
资产负债率（%）		22.17	22.45	25.48	26.83	26.27	29.61	31.48
存货周转率（次）	3.59	0.40	0.95	1.65	2.44	0.82	1.56	2.70
应收账款周转率（次）	10.09	1.83	4.22	7.60	12.60	4.87	9.02	15.75

资料来源：公司公开魄力信息

表 2 金种子酒 2007-2011E 业绩预测表

万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	78,762.34	66,170.35	96704.45	130551.01	176243.87
(+/-)	1.76%	-15.99%	46.14%	35.00%	35.00%
经营利润（EBIT）	2,830.69	3,202.82	5148.82	7646.00	11354.31
(+/-)	6557.58%	974.73%	60.76%	48.50%	48.50%
净利润	2,648.35	2,428.50	6369.53	10748.58	15961.65
(+/-)	4259.00%	-1055.95%	162.28%	68.75%	48.50%
每股净收益（元）	0.10	0.09	0.24	0.41	0.61

资料来源：公司公开魄力信息，东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品研究小组组长，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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

投资评级体系

公司投资评级：

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，定义如下：

- 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，定义如下：

- 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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。