

增 持 首次

金种子酒（600199）

2010 年 3 月 16 日

## 安徽中档商务酒的新秀

合理股价：20-25 元

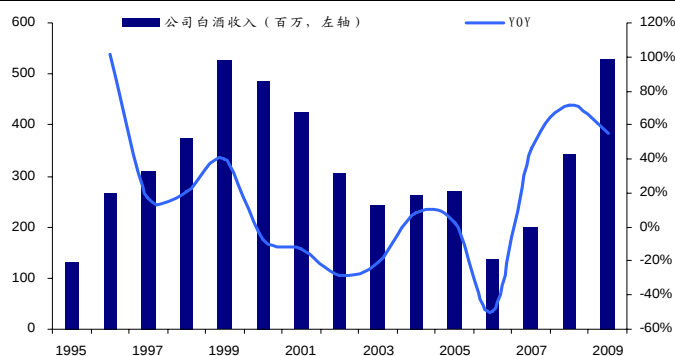
食品饮料行业分析师：赵勇  
SAC 执业证书编号：S0850209090682  
zhaoyong@htsec.com  
021-23219460

近期我们调研安徽金种子酒，并与相关领导进行了沟通交流，以下是调研简报。

公司今后几年发展战略仍将是聚焦资源，做强白酒主业。

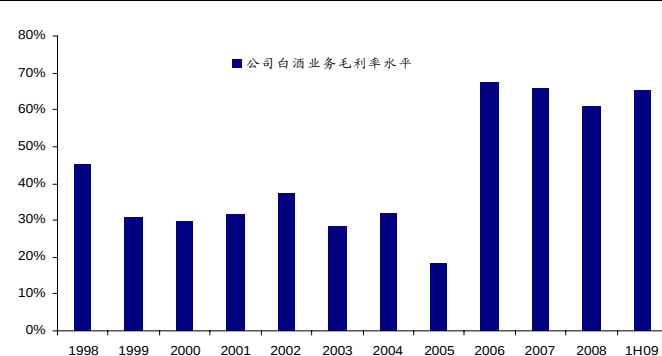
主要在于公司 2005 年 6 月进行了产品体系梳理，成功推出了中高档恒温窖藏醉三秋（天蕴、地蕴）系列，以及中档种子酒（柔和、祥和）系列，经过 2006 年的结构调整，以及 2007-2009 年的快速增长，公司白酒收入已经达到总收入 50% 以上。贡献总毛利额 95% 以上。公司白酒业务的毛利率也由 2005 年的 18.5% 大幅提升至 1H09 年的 65%，并带动公司业绩大幅增长。

图 1 公司白酒销售额从 2007-09 年快速增长



资料来源：海通证券研究所

图 2 新产品推出后带动白酒业务毛利率在 06 年大幅提高



资料来源：海通证券研究所

公司主打产品醉三秋（地蕴）终端零售价格定位在 108-128 元之间，种子酒终端零售价格定位在 58-88 元之间。由于价格定位精准，并且公司产品口味改良，创造“恒温窖藏”等新概念等，再加上公司营销得力，在 2005 年就让“恒温窖藏醉三秋”成为市政府指定招待专用酒。单单这三款产品系列在 2005 年下半年销售额就高达 1 个亿，占据总白酒收入的 37% 强。到 2006 年上述三款产品销售额达到 1.3 亿，基本贡献了所有白酒收入。由于结构调整，公司在 2006 年砍掉了其他低档酒，当年白酒总收入下滑了 49.6%，但白酒业务毛利率大幅提高了 48.9 个百分点至 2006 年的 67.5%，之后公司白酒业务毛利率开始出现平稳回落。

据了解，2009 年公司主打产品地蕴醉三秋销量约 1300 多吨，祥和种子酒 3900 多吨，柔和种子酒 2700 多吨，分别同比大幅增长 73%、191% 和 90%。我们预计公司这三款产品在今后几年仍能保持快速增长，主要在于价格定位精准。目前随着消费升级，安徽省消费 30-80 元的白酒容量最大，80-128 元的其次，再上去 128-168 元之间的量也较大，而 168 元以上的消费容量较小。其中 80-128 元是县乡市场主流的商务政务用酒。如果公司能被市场做的更深更细，我们相信其不仅能获得行业自然增长带来的受益，更能抢占很多其他成熟品牌的一部分市场份额。

按照公司发展规划，未来三年实现白酒业务销售额 12.8 亿（含税 15 亿），也即 2010-12 年收入复合增长 47%。这个水平要低于公司在 2007-09 年的复合增速 57.7%。对于这个增速水平我们持谨慎乐观态度。公司在历史上最辉煌的时候销售额最高的是 1999 年的 5.3 亿，到 2009 年公司白酒收入正好达到这个水平，考虑到产品出厂价大幅提升的因素，公司在产能供给上能否保持还需观察，同时在市场营销推广上仍需关注。公司在 2009 年 8 月 10 日公告：对“醉三秋地蕴系列”、“柔和种子酒”、“祥和种子酒”等系列的产品对外销售价格调 10%-18%。从此公告来看，公司上述三款产品还颇受消费者喜爱。

公司目前主销区域还集中在安徽本省，重点是阜阳，皖南地区的芜湖、马鞍山和铜陵等，这与皖北的几个大型徽酒销售区域形成区隔。而且其主要竞品就是口子窖的 5 年陈酒，这仍需要公司持续加强营销模式创新。

#### 业绩预测：

公司在 2010 年 1 月 19 日公告了定向增发预案：增发数量不超过 3500 万，增发价不低于 15.07 元/股。预计募集资金 5.5 亿，用于优质基酒酿造技改项目、优质酒恒温窖藏技改项目、营销与物流网络建设项目和技术研发及品控中心建设项目。增发预案已通过董事会，尚需相关部门和股东大会批准通过。据了解，公司目前正在积极与参与定向增发的投资机构洽谈，不仅包括资本市场的投资者，还有可能包括其核心经销商，甚至是战略投资者，我们认为这将增强公司未来产品销售的竞争优势。

公司在 2010 年 1 月 22 日发布 2009 年业绩预告：“预计 2009 年公司净利润同比增长约 190%”，即 2009 年 EPS 为 0.261 元；同时，公司在 2010 年 3 月 10 日发布业绩预增公告：“预计 2010 年 1 季度归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长约 150%”，即 2010 年 EPS 为 0.163 元。业绩预增公告称净利润增长的主要原因为白酒销售收入增长、销售结构好转、产品毛利率提升所致。

按照上述公告，结合公司白酒销售额发展计划，我们预计公司 2009 年 EPS 为 0.27 元，2010 年 EPS 为 0.5 元，2011 年 EPS 为 0.8 元。主要是考虑到公司白酒销售额占总收入比重持续提高，带动公司毛利率和净利润率大幅度提高，我们认为未来几年公司业绩增速超收入增速确定性较高。若公司未来几年收入能复合增长 47%，我们认为市场理应给予其高估值，短期内公司合理股价为 20-25 元，给予“增持”评级。

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

赵勇：食品饮料行业

重点研究上市公司：五粮液、贵州茅台、泸州老窖、水井坊、山西汾酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕、金枫酒业、古越龙山

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

#### 公司评级

**买入:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

**增持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

**卖出:** 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

**中性:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

**减持:** 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。