

徽蕴金种子酒发力省内中高端，省外泛区域化扩张

金种子酒 (600199) 深度分析报告

评级: 买入-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 28.25 元

期限: 12 个月 上次预测: 22.00 元

现价 (2012 年 03 月 16 日): 22.71 元

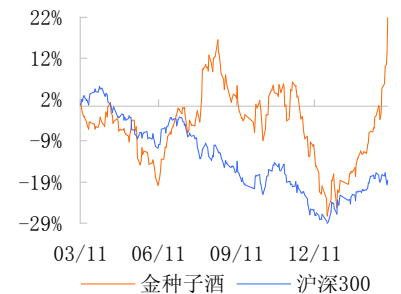
报告日期: 2012-03-19
报告关键点:

- 📖 “金种子” 品牌新产品徽蕴金种子发力省内中高端市场，产品结构大幅提升；
- 📖 省外泛区域化市场，复制成熟深度分销模式，成功概率高；
- 📖 未来三年预计业绩复合增长率40%，并且依赖渠道成长业绩稳健性强。

报告摘要:

- **公司未来业绩成长的逻辑是自省内市场产品结构高端化和省外市场的扩张。**近几年公司业绩的高速增长的驱动因素主要是通过深度分销，扎实推进省内市场销售收入逐年提升。我们认为公司未来成长的路径是：价格端-徽蕴金种子酒快速增长，产品结构升级带来吨酒价格上涨；销量端-“金种子”品牌营销投入加大，品牌影响力提升，品牌力和渠道力共同作用终端销售增长；市场端-省内市场扩张新渠道和持续深度分销，省外泛区域化市场可快速复制深度分销的成熟模式。
- **徽蕴金种子酒在省内市场结构升级产品。**“金种子”并不是公司新设品牌，而是老品牌的恢复，产品构架类似洋河蓝色经典系列和古井贡年份原浆系列。徽蕴金种子价格带在公司主销醉三秋、柔和系列之上，产品结构得到升级。公司计划在安徽省内开设100家徽蕴金种子专卖旗舰店，合肥地区目前就有10家以上专卖店在装修阶段。徽蕴的经销商除了原资源优势强的经销商外，新进入的经销商也有着优质资源。品牌力方面，公司投放了央视和安徽卫视黄金时段的广告，影响力在提升。今年公司集中了几乎省内所有营销资源，聚焦在徽蕴金种子产品上。预计未来3年徽蕴金种子收入复合增长率80%。
- **复制深度分销模式，泛区域化扩张加速。**公司在2010年开始启动省外市场的扩张，目标市场是安徽周边5省，10个重点城市，79个县级市场。省外市场我们认为是一种泛区域化的扩张，公司将把深度分销的成熟快速复制到省外区域。依赖公司成熟的经验和良好的管理，我们认为省外市场的扩张会逐步加速。公司预期未来覆盖100个县级市场，平均收入1000万，省外市场收入达到10亿元。
- **盈利预测和估值。**我们预计公司业绩稳健持续增长，预计未来三年业绩复合增长率40%，12年一季度业绩增长60%，我们认为公司2012年合理估值为25倍PE，给予公司12个月目标价28.25元，调高公司评级至“买入-A”。
- **风险提示:** 1) 安徽白酒市场竞争加剧带来新品推广低于预期的风险；2) 省外市场扩张不利的风险；3) 白酒行业整体下滑的风险。

总市值(百万元)	12,621.65
流通市值(百万元)	12,621.65
总股本(百万股)	555.78
流通股本(百万股)	555.78
12个月最低/最高	13.30/22.88 元
十大流通股东(%)	43.95%
股东户数	50,848

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	34.39	24.46	40.50
绝对收益	37.80	34.22	22.09

徐昊

 010-66581748
 执业证书编号

李铁

 010-66581633
 执业证书编号

行业分析师

 xuhao1@essence.com.cn
 S1450511080005

行业分析师

 litie2@essence.com.cn
 S1450511020014

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,045.6	1,379.9	1,854.3	2,437.4	3,041.3
Growth(%)	58.0%	32.0%	34.4%	31.4%	24.8%
净利润	71.4	169.0	402.9	625.9	875.7
Growth(%)	194.2%	136.7%	138.5%	55.4%	39.9%
毛利率(%)	37.6%	42.2%	59.3%	65.0%	68.8%
净利润率(%)	6.8%	12.2%	21.7%	25.7%	28.8%
每股收益(元)	0.13	0.30	0.72	1.13	1.58
每股净资产(元)	1.17	2.46	3.12	4.08	5.29
市盈率	148.2	62.6	26.3	16.9	12.1
市净率	16.2	7.7	6.1	4.7	3.6
净资产收益率(%)	10.9%	12.3%	23.2%	27.6%	29.8%
ROIC(%)	14.2%	56.3%	110.2%	110.3%	175.8%
EV/EBITDA	39.1	49.6	17.0	10.3	6.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	1.5%

前期研究成果
金种子酒: 三季报超预期, 新品推广顺利

2011-10-31

金种子酒: 白酒大省的后起之秀

2009-12-16

金种子酒: 白酒大省的后起之秀

2009-11-21

1. 金种子回归安徽白酒龙头，成长路径清晰

安徽金种子集团的前身是阜阳酿酒总厂，始建于1949年。“种子”品牌创设于1994年，1996年公司利润总额同比增长超过100%，当年上交利税突破亿元，并且首次进入全国白酒行业综合效益前十强。安徽种子酒的综合效益位居1996年全国第八位，安徽白酒第三位（当年排名第一的是四川五粮液、第二的是安徽古井，第三是四川泸州老窖，安徽高炉排名第六）。1997年安徽种子酒厂产量已达到11.5万吨，产量水平仅次于山东兰陵集团，在安徽省白酒公司中当年产量也位居第一。1997年公司销售收入也达到了全国前五强。

表1 1997年白酒产量前10公司

序号	公司名称	产量(吨)
1	山东兰陵集团	146984
2	安徽种子酒厂	115187
3	四川宜宾五粮液酒厂	114225
4	四川沱牌曲酒股份有限公司	108476
5	江苏泗洪酒厂	70801
6	安徽古井贡酒股份有限公司	59634
7	河南仰韶集团	58734
8	安徽高炉酒厂	53038
9	北京市牛栏山酒厂	45873
10	山东景芝集团	44272

数据来源：原国内贸易部价格司资料、安信证券研究中心

公司于1998年上市，上市时公司业务除白酒外还涉及皮革、饲料和生化制药，IPO募集资金也没有投向白酒产业。上市后公司意识到传统产业占比较大，公司整体盈利能力不高，公司开始逐步调整产业结构。2004年后逐步剥离了盈利能力较差的啤酒、养殖、饲料产业，白酒产业目前是公司盈利的核心。

图1 1997年金种子酒公司主销产品系列



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

回顾金种子酒的历史，我们认为公司是一家有深厚积淀的安徽白酒龙头公司。金种子酒集中体现了“徽商”的特点：吃苦耐劳、踏实勤奋，这样特点在公司销售渠道运作能力上有着集中体现。近几年公司业绩的高速增长的驱动因素主要是通过深度分销，扎实推进省内市场销售收入逐年提升。我们认为公司未来成长的路径是：

- ◆ 价格端：徽蕴金种子酒快速增长，产品结构升级带来吨酒价格上涨
- ◆ 销量端：“金种子”品牌营销投入加大，品牌影响力提升，品牌力和渠道力共同作用终端销售增长

- ◆ 市场端：省内市场扩张新渠道和持续深度分销，省外泛区域化市场可快速复制深度分销的成熟模式

2. 产品结构升级之路——徽蕴金种子高速增长

2.1. “金种子”品牌的新演绎“徽蕴金种子酒”

2010年11月，公司“金种子”品牌高端产品徽蕴金种子酒上市。徽蕴金种子系列产品是集公司60年酿造技术，采用东北绿色基地原料，全程绿色环保恒温酿造，代表了窖藏技术新高度，适应高端消费的新需求，高端年份酒典范。徽蕴金种子酒分为：6年、10年和20年三款产品。徽蕴金种子6年终端价格228，10年终端价568，20年终端价1280，产品价格远高于公司目前主销的“种子”和“醉三秋”系列。

图 2 金种子酒产品系列



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

“金种子”并不是公司新设品牌，而是老品牌的恢复。上世纪90年代末，公司产品线就已经包含：“醉三秋”、“种子”和“金种子”三大系列。当时“金种子”系列产品就处于公司产品结构的高端，并且有着良好的市场基础。近几年公司的产品线聚焦在“醉三秋”和“种子”酒上，“金种子”一直未推新品。

表 2 金种子主销产品价格体系

产品系列	细分产品	终端指导价（元）
徽蕴金种子	徽蕴 20 年	1280
	徽蕴 10 年	568
	徽蕴 6 年	228
醉三秋	天蕴	108
	地蕴	85

种子酒	柔和经典	168
	柔和	98
	祥和	48

数据来源：合肥家乐福超市、安信证券研究中心

我们认为徽蕴金种子酒的上市首先是“金种子”品牌焕发新的升级，其产品设计和品牌构架类似洋河蓝色经典系列和古井贡年份原浆系列，即：在传统品牌基础上建立新的产品类别。这样的产品设计思路也是近年中档白酒屡试不爽的思路。我们认为徽蕴金种子酒具备了快速成长的基础。

2.2. “徽蕴金种子”契合省内白酒消费升级趋势

我们认为目前的安徽省内白酒的消费环境正在进行价格带的上移，这是徽蕴金种子酒上市销售的有利环境。安徽白酒市场首先升级的是省会合肥，目前合肥市场已经率先完成白酒主销价格带从 50-100 元上升至 100-200 元的变化，而合肥地区政商务消费已经在 200-400 元价格带。我们估计合肥地区白酒市场容量也已经从前几年的 10 亿元，增长至目前阶段的 20 亿元以上。

我们认为在安徽合肥以外的地区也正在进行消费价格带的提升。以安庆市场为例，安庆市场是徽酒的典型区域，集中了所有的徽酒厂商。安庆白酒市场容量在 7 亿元，仅市区范围白酒市场容量就 3 亿元。2009 年前安庆市场的政商务主流消费价格带 100 元，2011 年已经进入 100 元至 200 元的区间。

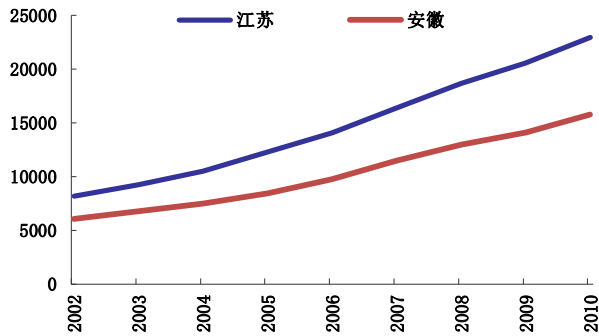
表 3 安徽白酒市场价格带情况

价格带	主销产品
400-600	16 年年份原浆、徽蕴金种子 10 年、20 年口子窖
300-400	8 年年份原浆、迎驾 15 年、10 年口子窖
200-290	徽蕴金种子 6 年、宣酒 10 年、迎驾 10 年
150-190	5 年年份原浆、6 年口子窖、6 年高炉和谐年份酒、迎驾 8 年
110-140	年份原浆献礼版、宣酒 6 年、迎驾金星
100	5 年口子窖、和谐家酒
90	古井淡雅青花、柔和金种子、宣酒 5 年
80	迎驾银星、老明光地之光、醉三秋地蕴
70	古井淡雅红花、经典高炉家
60	高炉家酒、铁盒皖国春秋
50	古井淡雅蓝花、百年皖酒、祥和种子酒

数据来源：合肥家乐福超市、安信证券研究中心

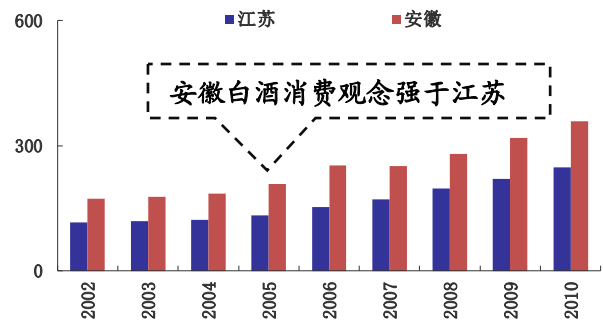
目前，安庆白酒市场已经开始出现 300 元以上的徽酒需求扩张的趋势。例如口子窖 20 年（终端价 418 元），2008 年开始在安庆市场运作，2008 年启动年的销量低于 2000 件，2009 年销量增长到 5000 件，2010 年销量增长到 8000 件。我们预计未来，安徽省内市场对 200-300 元价格带产品的需求会呈现逐步上升的趋势。这一价格带是徽蕴金种子对应的价格带。

图 3 江苏、安徽城镇居民人均可支配收入（元）



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

图 4 江苏、安徽城镇人均饮料和酒年消费支出（元）



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

驱动安徽省内白酒消费升级的因素我们认为主要是经济增长带来的购买能力的提升。前几年江苏省经济的高速增长就驱动了江苏白酒市场的快速膨胀，规模增长的主要因素是价格带的上升。我们倾向于认为现在江苏白酒市场消费现状，就是3年后安徽白酒市场情况。并且随着安徽省人均收入水平的提升，安徽白酒市场容量可能会超越江苏，安徽省对白酒的消费观念或者说饮酒理念要好于江苏省，皖人对白酒的青睐源自历史文化的传承。

2.3. 围绕“徽蕴金种子”建立差异化营销，聚焦省内营销资源

公司在安徽省内拥有强大的渠道资源，但是本次针对徽蕴金种子，公司没有大量使用原有渠道资源，而是走了差异化的营销路线：采取一线名酒的销售形势——专卖旗舰店，重点投放团购渠道和名烟名酒店。公司今年计划在安徽省建立100家专卖旗舰店。首批专卖店集中在合肥市场，数量在10家以上，按照城区地理位置划分。我们认为公司建设专卖旗舰店的思路依然有深度分销核心思想的体现：区域化、高占有。目前合肥市场专卖店已经进入装修阶段，年内会开门迎客。

图 5 徽蕴金种子专卖店形象设计



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

图 6 徽蕴金种子专卖店内装修突出“徽蕴”



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

徽蕴采取专卖旗舰店的销售终端形象，是为了在省内营造高端产品的新形象。专卖旗舰店的投入会采取和经销商合作的方式，公司投入的资金来自上一次定向增发的融资资金。这次针对徽蕴金种子酒，公司除选取原“柔和”优质经销商外，还引入了部分新的经销商，但无论是老的经销商还是新进经销商选择的标准是必须在当地有优质资源。徽蕴金种子旗舰店是按照一个大的代理商建1或2个高标准的专卖旗舰店。

旗舰店的位置选择核心地段，店面面积和装修标准要比当地茅台五粮液的专卖店

档次高。专卖店内装修突出了安徽传统文化，贴近安徽人审美观。公司建立专卖旗舰店不仅仅是当作销售终端和形象展示点，店内面积空间大，还将设有专门的会客区，方便和客户做沟通交流。另外，公司还将会针对名烟名酒店渠道加大铺货力度，对专柜形象进行改造，同时争取和茅台、五粮液并列陈列。

图 1 徽蕴金种子投放央视黄金时段广告形象



数据来源：土豆网、安信证券研究中心

图 2 徽蕴金种子省内投放的地面广告模拟产品



数据来源：飞虹广告公司、安信证券研究中心

在营销资源方面，公司 2010 年首次在央视综合屏道黄金时间段投放广告，广告最后出现的产品形象是徽蕴金种子。空中媒体方面，除了央视外，公司还拿下了安徽卫视黄金时间段的广告资源。按国家广电总局 61 号令规定，19:00-21:00 时间段白酒广告限制为两条。因此这一黄金时间段的广告对白酒公司来说是排他性资源。2012 年安徽卫视黄金时间段拥有广告权的白酒公司仅古井贡和金种子两家。我们认为这个广告资源对拉动终端销量有巨大影响，《安徽新闻联播》观众多为本地消费者，政商务人士观看频率较高。

表 4 2012 年安徽卫视黄金时段广告中标情况

招标项目	广告形式	时间单元	中标客户	中标金额(万元)
《安徽新闻联播》 特约播映	节目前 A 段 5 秒标版 +15 秒广告倒一条	全年	古井集团	3590
《新闻联播》前报 时钟	新闻联播前 B 段 5 秒标版 +15 秒广告倒一条	全年	金种子集 团	2099

数据来源：安徽卫视、安信证券研究中心

2012 年公司集中了安徽省内几乎所有的地面营销资源：广告牌、高速路边高炮、车厢广告等，全部用徽蕴金种子广告替代。公司希望通过营销资源的聚焦来迅速在省内推广产品形象。

3. 深度分销的渠道模式在省外市场快速复制

3.1. 深度分销是公司省内增长的利器

公司在省内按照行政区划建立了 17 个销售区域，覆盖了安徽省 73 个县。公司从 2005 年开始调整战略方向，“聚焦资源、做强白酒主业”，采取的策略是“聚焦资源，做强安徽市场”。渠道策略上，公司放弃了以前做市场广种薄收的指导思想，而开始采取深度分销的模式，应用“小区域内、高占有率”的市场操作思路。公司深度分销的方式是徽酒擅长的“盘中盘”模式的升级。

公司还坚持了厂商一体化的指导思想，即帮助经销商做渠道管理。起步阶段，安徽本地经销商规模较小，营销能力很弱。在市场增长的过程中，公司同步也累积

的大量有实力的经销商资源。

我们认为公司深度分销的渠道策略在安徽省已经取得了成功。公司目前在安徽省内拥有接近 200 家的经销商，终端营销队伍数量在 6000 人以上。这样的渠道网络资源在安徽白酒公司里首屈一指。

图 9 公司在安徽省内重点市场分布



数据来源：百度文库资料、安信证券研究中心

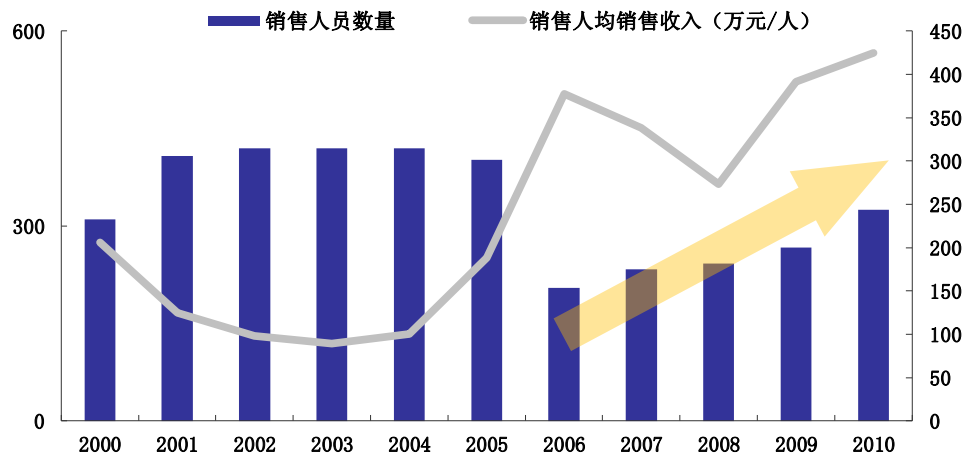
2011 年公司在安徽省内实现销售收入超过亿元的县级市场可能达到 3 个，5000 万的县有 5 个，而销售过 1000 万的县更多。我们认为正因为公司在安徽省内有诸多过 1000 万销售的县级市场，才有信心去实现外县级市场销售过 1000 万的目标。安徽省内白酒竞争激烈度高于省外市场，外省县级市场达到千万销售规模要可能比省内实现容易。

3.2. 自创“动态管理”是成熟模式复制的核心

公司上市以来一直在进行内部管理方面的改革和创新，董事长创立了“动态管理”法则被成功运用到公司的日程管理中。这套系统管理方法已经被证实符合公司发展的特点。公司销售人员的人均销售收入已经在 400 万元以上，而销售人员数量已经比 2005 年以前有大幅的下降，除了公司将盈利能力差的业务剥离的影响外，内部管理也是重要原因。（2008 年人均收入下降因为当年药业收入和房地产收入大幅下降所致，而白酒收入当年增长 72%。）

动态管理的核心内容是：人员最精干，职位可变换，分配看贡献，凡事顶真办。动态管理是指保证企业各要素依公司内环境不断变动而变动，使公司各要素打破原有状态实现最佳组合，是以动态为特征的公司用人、用工、分配等各项管理制度的综合。

图 10 金种子子公司销售人员数量和人均销售收入增长趋势



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

洋河的销售模式与公司类似，而洋河已经完成全国市场布局，依赖的也是公司内部管理的优势。我们认为所有成功的运作深度分销的公司，管理水平的高低是成败关键。并且这一点是深度分销模式不能轻易被竞争对手模仿的地方。而公司的管理经验在开拓省外市场阶段则成为有利的武器。

3.3. 利用深度分销模式在泛区域化省外市场扩张

2005 年公司聚焦安徽省内市场后省外市场一直是战略性收缩，2009 年省外收入的占比已经很小。公司正在进行的是泛区域化省外市场扩张。2010 年，公司才重新启动省外市场的扩张，2011 年继续全国化的战略，我们认为省外市场销售可能在 2012 年后取得突破。

省外市场的招商标准：不一定是最有钱的经销商，不一定是现有渠道网络最强大的。公司看中三点：1) 经销商的发展愿望是否强烈；2) 经销商的理念是否和公司接轨；3) 经销商的社会资源是否强健。公司对经销商的选择依然是基于长期合作、共同发展的“厂商一体化”思路。

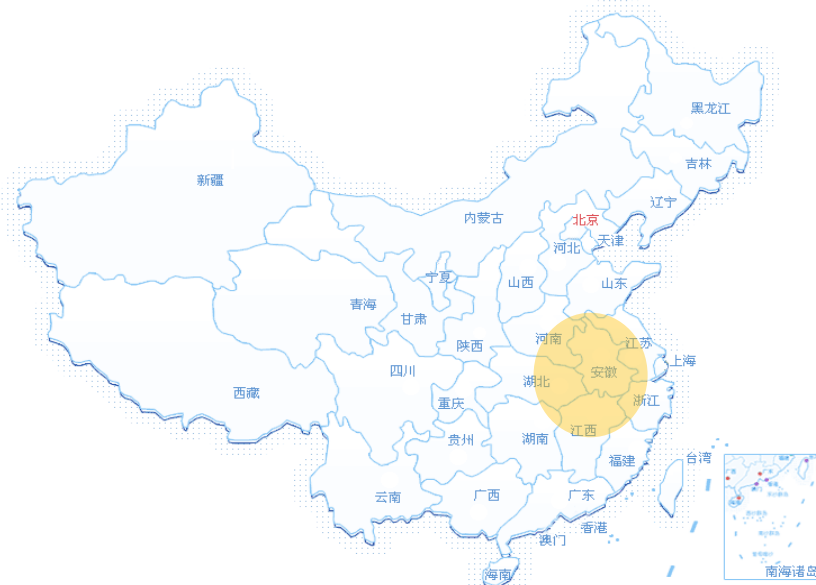
泛区域化市场扩张定位准确

公司提出的全国化市场，并不是在全国市场全面铺货，而是选择了与安徽省交界的 5 个省：河南、山东、江苏、江西、湖北，5 个省内又优选 10 个地区，九江、黄冈、黄石、咸宁、荆州、信阳、驻马店、周口、商丘和徐州，将在这些重点地区内覆盖 100 个县。

公司选择的目标市场地区共有 79 个县市，总共有 6900 万人口。安徽省 73 个县市，有 6300 万常住人口。如果省外这些区域市场启动顺利，其市场规模基本可以与安徽省相当。公司希望能在周 5 省 100 县再造一个安徽市场。

我们认为这样的外省扩张战略成功的概率比较大。地域上相近便于产品的口碑传颂，相互带动，这样市场的抗风险能力和竞争能力都强于远端市场。对省外市场，公司淡化省的概念，强化地级、县级、小区的概念，即销售公司在管理上会把管理层级扁平化，提高市场管理的效率。

图 11 金种子酒的市场泛区域化扩张

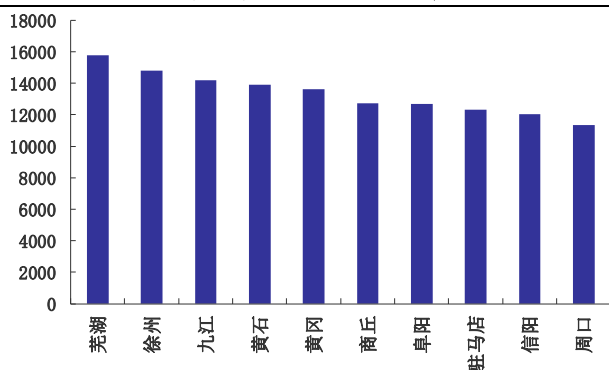


数据来源：百度文库资料、安信证券研究中心

泛区域化白酒消费市场环境相近，深度分销模式被复制成功概率大

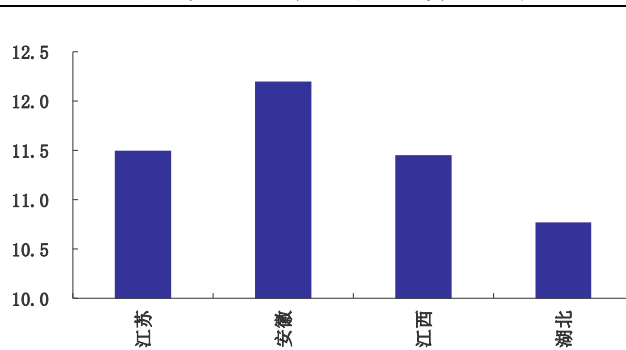
除了市场消费群体数量相同外，选择做泛区域化的主要原因还是，泛区域化市场的经济环境和白酒市场状况，适宜公司继续使用深度分销模式去运作。从地区经济环境来看，10 个地区的人均收入水平相差并不大。从人均酒年消费量情况看，地区间差异也不大。

图 12 重点区域人均可支配收入水平（万元）



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

图 13 安徽和周边省份年人均酒消费量（千克）



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

具体到白酒消费市场情况，我们无法考量所有市县地区的白酒消费市场情况，只能管中窥豹。以河南信阳白酒市场情况来看，信阳白酒市场也在进行消费的升级。信阳主流的价格带，大众的白酒消费从 30-80 元往 80-180 元升级，而当地郑商务消费价格带已经升级为 200-300 元。但总体看河南市场的白酒消费价格带低于安徽。

金谷春是信阳当地产酒，得到了当地政府的支持，其产品在信阳当地销售规模在亿元以上。信阳市区销售额约有 5000 万，其余各县的销售额在 600 万到 1800 万不等。综合来看，信阳地区外地比较强势的是川酒和鄂酒。但信阳没有大的经销商，400 万的规模已经是在信阳地区大的经销商。信阳地区白酒的竞争手段和江

苏、安徽市场相比，还比较落后。苏酒、徽酒诸多促销手段在信仰地区基本看不到。信阳地区的营销形式还停留在传统的节日促销压货。

表 5 河南信阳白酒市场情况

品牌	市场份额	品牌定位
茅台、五粮液	1.5 亿	高档、超高档
白云边	1 亿	全价格段产品
乌龙	1 亿	全价格段产品
金谷春	8000 万	中高档产品
枝江	8000 万	中低端产品
宋河	7000 万	中高端产品
郎酒	5000 万	中高端产品
合计(亿元)	6.3	

数据来源：百度文库资料、安信证券研究中心

从信阳白酒市场情况，我们看到了公司在信阳市场可能成功的三点有利因素：

- 1) 信阳白酒市场合计有 6 亿元，市场空间足够大；
- 2) 当地白酒在当地县级市场最大销售规模有 1800 万，而公司目标市场销售是达 1000 万，这一预期并不是遥不可及；
- 3) 信阳当地白酒营销水平有限，无论已经在当地强势的鄂酒还是川酒，相比徽酒营销略显单薄；
- 4) 信阳当地都是小的经销商，非常复合公司希望扶持经销商成长，“厂商一体化”的要求。

我们预计，省外的县级市场启动年可以有 200-300 万的销售规模，第二年可以达到 500-600 万，第三年运作的好的县可以上 1000 万。2010 年启动省外市场有些县已经做的很好，例如湖北的黄梅、江西的彭泽，预计 2011 年会有更多的样板县级市场出现。2012 年后随着实际有效覆盖的市场增加，平均销售规模的提升，省外市场收入会快速提升。我们预计 2015 年前后可以实现省外收入 10 亿元。

表 6 金种子酒省外收入增长模拟表

时间	县级区域覆盖数量	平均销售规模(万元)	省外销售收入合计(万元)
2012	30	300	9000
2013	60	550	33000
2014	80	750	60000
2015	90	900	81000
2016	100	1000	100000

数据来源：百度文库资料、安信证券研究中心

3.4. 产能提升支撑泛区域化的扩张

公司在 2010 年 12 月通过定向增发募集资金 5.5 亿元，用于基酒酿造技改、恒温窖藏技改、营销与物流网络建设和技术研发品控中心。我们认为产能公司现有的销售模式来说仍然是重要的环节，在深度分销的模式中，渠道的铺货率是一项重要的指标。

基酒酿造技改是在保持产能基本不变的基础上通过技术改造调整产品结构，将现有年产 7000 吨基酒产能通过技改改建为年产 6800 吨优质基酒产能，大幅提升公司的基酒品质。恒温窖藏技改项目会对原 1.13 万吨酒池和室外罐群进行技术改造升级，并新增基酒储存能力 1.1 万吨。项目实施后公司将形成基酒总储存能力 2.23

万吨，大幅提高白酒产品结构中优质酒的比率。两项产能技改项目完成后，公司中高端产品比例也会大幅提升。

2012年1月，金种子生态产业园奠基。生态园占地1500亩，设计总投资10亿元，分为南、北两区。生态园北区建设曲酒储存灌装基地，新增曲酒恒温窖藏酒库3万吨，配套建设品控、研发、物流、营销、酒文化等项目。南区建设生态酿酒基地，新建优质曲酒产能1.5万吨。金种子生态产业园集生产、人文景观于一体，重点突出生态酿造和文化展示两大功能，着力建设生态酿酒企业。生态产业园的达产将进一步提升产能水平。

图 14 金种子酒生态工业园奠基照

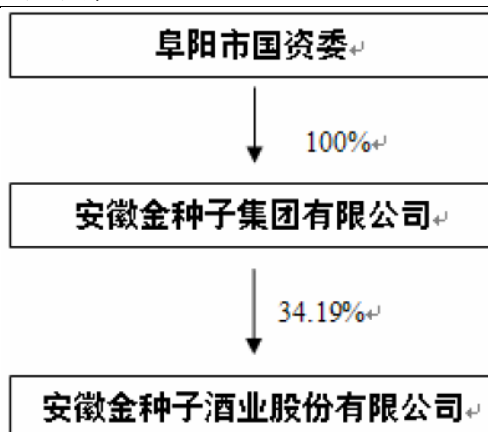


数据来源：公司网站、安信证券研究中心

4. 金种子集团改制值得期待

安徽的名酒公司大部分已经完成了改制，安徽白酒改制后均出现了业绩的高速增长。安徽白酒改制典型的案例是濉溪口子酒和亳州古井贡。口子酒集团在2002年开始改制。2006年国有股已经全部退出，完成MBO，并引入高盛战投。2007年口子酒实现销售收入17亿元，2011年口子酒的销售收入已经增长至30亿元以上。古井集团在2009年引入战略投资者上海浦创集团，股份公司业绩2009年开始持续高速增长。

图 15 金种子酒股权结构



数据来源：公司年报、安信证券研究中心

金种子酒的实际控制人为阜阳市国资委，国资委持有公司大股东安徽金种子集团100%股权。金种子集团可能是目前安徽名酒公司中少数的未改制企业。我们估计金种子酒可能会采取类似古井集团的改制模式，集团引入战略投资者。我们认为近3年白酒行业，尤其是二、三线白酒的高速增长的环境，将会有利于集团公司的改制的推进。2011年，在政府的主导下公司正在积极稳妥的推进员工身份置换工作。

表 7 安徽名酒公司改制情况

公司名称	企业性质	改制时间	2010 年末人员数量
迎驾贡酒业有限公司	民营	2011 年	8130
古井贡酒股份有限公司	国有	2009 年集团	4307
口子酒业股份有限公司	民营	2002 年	3456
金种子集团有限公司	国有	未改制	3129
双轮酒业股份有限公司	民营	2009 年	1828
皖酒制造集团有限公司	民营	2001 年	826
文王酿酒股份有限公司	民营	2002 年	512
明光酒业有限公司	民营	2005 年	768
宣酒集团	民营	2004 年	220

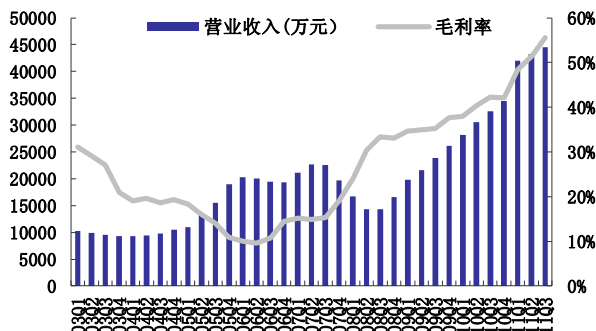
数据来源：安徽省经济调查总队、安信证券研究中心

5. 盈利预测和公司估值

我们对公司未来 3 年的盈利预测是基于以下假设：

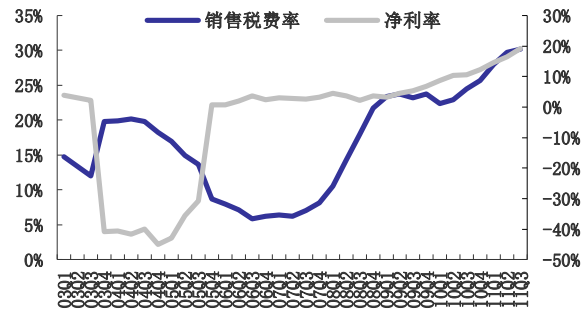
- 1) 假设公司徽蕴金种子酒未来三年的增长可持续，预计徽蕴金种子酒单品 3 年收入的复合增长率达到 80%，三年后品类销售收入接近 10 亿元；
- 2) 假设公司省外市场扩张顺利，有效覆盖外省市场数量增长，并且平均销售收入保持增长，预计其他系列酒未来三年收入复合增长率 16%，三年后新增销售收入 10 亿元；
- 3) 假设公司销售费用增长幅度低于收入增长幅度，假设公司现在享有的税收优惠、税率等维持不变。

图 16 公司连续四个季度一点平均收入毛利率曲线



数据来源：公司财务报告、安信证券研究中心

图 17 公司连续四季度移动平均费用率净利率曲线



数据来源：公司财务报告、安信证券研究中心

表 8 可比公司估值表

公司名称	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE	PS
水井坊	0.65	0.81	39.3	31.4	6.8
伊力特	0.47	0.62	31.4	23.8	6.0
酒鬼酒	0.49	1.03	67.3	32.1	17.9
老白干酒	0.60	1.04	52.6	30.5	3.8
青青稞酒	0.46	0.65	59.1	41.9	5.4
古井贡酒	2.47	4.06	40.9	24.9	12.7
沱牌舍得	0.50	1.02	56.2	27.5	10.6
山西汾酒	1.92	2.83	37.1	25.1	10.2
洋河股份	4.47	7.00	35.8	22.9	9.5
平均	1.34	2.12	46.6	28.9	9.2

数据来源: wind、安信证券研究中心(3月16日收盘价)

白酒行业可比上市公司 2011 年平均 PE 为 46.6 倍,2012 年平均 PE 为 28.9 倍 PE。我们预计公司未来 3 年业绩复合增长率为 40%,但考虑到公司在省内高端化和泛区域化省外市场扩张存在风险因素,以及白酒行业在高速增长数年后行业可能出现的拐点,我们认为公司 2012 年合理水平为 25 倍 PE,对应 12 个月目标价为 28.25 元,给予公司“买入-A”的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

		单位					百万元	模型更新时间		2012-03-16		
财务报表		2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表		2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	1,045.6	1,379.9	1,854.3	2,437.4	3,041.3	营业收入增长率	58.0%	32.0%	34.4%	31.4%	24.8%	
减: 营业成本	652.0	798.3	755.6	854.3	947.5	营业利润增长率	194.0%	112.7%	168.0%	55.6%	39.8%	
营业税费	114.6	153.7	231.8	309.5	392.3	净利润增长率	194.2%	136.7%	138.5%	55.4%	39.9%	
销售费用	133.4	200.5	264.2	338.8	416.7	EBITDA 增长率	113.2%	99.7%	158.5%	55.0%	39.0%	
管理费用	50.2	64.0	85.3	106.0	124.1	EBIT 增长率	145.3%	112.1%	163.6%	55.7%	39.8%	
财务费用	0.8	1.1	-5.8	-8.2	-11.7	NOPLAT 增长率	133.4%	135.5%	134.4%	55.5%	39.8%	
资产减值损失	0.8	-3.1	-12.9	2.2	5.1	投资资本增长率	-40.7%	19.7%	55.4%	-12.2%	-7.1%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	12.9%	108.6%	27.0%	30.6%	29.7%	
投资和汇兑收益	0.3	34.8	0.5	-	-							
营业利润	94.2	200.3	536.6	834.8	1,167.4	利润率						
加: 营业外净收支	0.4	-2.8	1.0	0.5	1.0	毛利率	37.6%	42.2%	59.3%	65.0%	68.8%	
利润总额	94.5	197.4	537.6	835.3	1,168.4	营业利润率	9.0%	14.5%	28.9%	34.2%	38.4%	
减: 所得税	23.1	28.4	134.4	208.8	292.1	净利润率	6.8%	12.2%	21.7%	25.7%	28.8%	
净利润	71.4	169.0	402.9	625.9	875.7	EBITDA/营业收入	10.2%	15.5%	29.8%	35.1%	39.1%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率						
货币资金	405.5	984.3	1,322.9	1,970.2	2,727.6	固定资产周转天数	33	27	22	25	29	
交易性金融资产	0.5	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-3	-18	3	-6	-20	
应收帐款	41.4	61.1	79.4	97.9	129.4	流动资产周转天数	182	287	333	337	369	
应收票据	56.5	225.9	228.6	277.1	406.2	应收帐款周转天数	28	7	6	7	6	
预付帐款	3.0	25.0	26.3	31.9	43.3	存货周转天数	68	54	46	38	33	
存货	183.5	211.8	265.6	265.2	292.2	总资产周转天数	333	399	427	428	452	
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	140	87	90	78	56	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	10.9%	12.3%	23.2%	27.6%	29.8%	
长期股权投资	99.9	99.4	99.6	99.7	99.6	ROA	6.3%	8.8%	16.3%	18.9%	20.3%	
投资性房地产	22.8	22.3	21.2	21.8	22.5	ROIC	14.2%	56.3%	110.2%	110.3%	175.8%	
固定资产	104.7	103.2	118.7	219.6	278.6	费用率						
在建工程	10.7	87.4	109.9	114.9	117.0	销售费用率	12.8%	14.5%	14.3%	13.9%	13.7%	
无形资产	207.2	90.3	200.9	206.2	201.8	管理费用率	4.8%	4.6%	4.6%	4.4%	4.1%	
其他非流动资产	7.0	9.2	7.8	7.9	8.1	财务费用率	0.1%	0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	
资产总额	1,142.7	1,920.0	2,481.2	3,312.5	4,326.3	三费/营业收入	17.6%	19.2%	18.5%	17.9%	17.4%	
短期债务	75.0	-	-	-	-	偿债能力						
应付帐款	132.7	135.5	131.7	155.9	166.3	资产负债率	42.6%	28.7%	29.9%	31.5%	31.9%	
应付票据	7.6	-	2.9	4.4	2.9	负债权益比	74.1%	40.3%	42.7%	45.9%	46.9%	
其他流动负债	256.1	404.0	579.1	850.2	1,182.7	流动比率	1.44	2.80	2.65	2.60	2.67	
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.03	2.39	2.29	2.34	2.46	
其他非流动负债	5.7	11.9	17.2	25.9	34.9	利息保障倍数	121.35	175.65	92.03	100.39	98.40	
负债总额	486.5	551.4	743.0	1,041.9	1,381.0	分红指标						
少数股东权益	3.6	2.8	3.0	3.4	3.9	DPS(元)	-	-	-	0.11	0.28	
股本	260.7	555.8	555.8	555.8	555.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	18.0%	
留存收益	383.8	796.7	1,179.4	1,711.4	2,385.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	1.5%	
股东权益	656.1	1,368.6	1,738.2	2,270.6	2,945.3	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.13	0.30	0.72	1.13	1.58	
净利润	71.5	169.0	402.9	625.9	875.7	BVPS(元)	1.17	2.46	3.12	4.08	5.29	
加: 折旧和摊销	12.0	12.1	21.1	28.8	33.4	PE(X)	148.2	62.6	26.3	16.9	12.1	
资产减值准备	0.8	-3.1	-12.9	2.2	5.1	PB(X)	16.2	7.7	6.1	4.7	3.6	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	32.8	308.4	47.5	15.2	11.6	
财务费用	0.7	1.1	-5.8	-8.2	-11.7	P/S	10.1	7.7	5.7	4.3	3.5	
投资收益	-0.3	-34.8	-0.5	-	-	EV/EBITDA	39.1	49.6	17.0	10.3	6.8	
少数股东损益	0.1	0.1	0.4	0.5	0.6	CAGR(%)	106.2%	73.1%	39.1%	31.7%	24.0%	
营运资金的变动	232.5	18.6	115.8	225.5	135.8	PEG	1.4	0.9	0.7	0.5	0.5	
经营活动产生现金流量	307.4	173.5	520.9	874.7	1,038.8	ROIC/WACC	1.4	5.6	11.0	11.0	17.6	
投资活动产生现金流量	-22.9	-56.1	-175.5	-141.0	-91.0	REP	9.8	5.2	1.5	1.6	1.0	
融资活动产生现金流量	41.5	461.4	25.8	-54.4	-145.9							

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

徐昊，食品饮料行业分析师，会计学硕士，3年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011年7月加盟安信证券研究中心。

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

徐昊、李铁分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034