

金种子酒 (600199.SH)

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

34.0-35.8

联系人

分析师

邢庭志

谢刚

食品饮料小组

S0740510120005

021-20315162

021-20315178

xingtz@r.qlzq.com.cn

xiegang@r.qlzq.com.cn

2012年3月23日

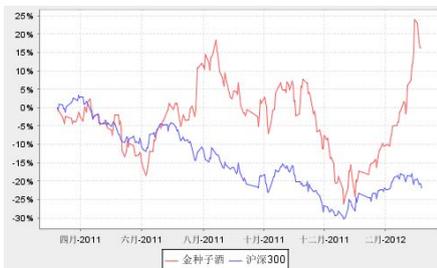
2012年3月23日

向大众酒类巨头迈进

基本状况

总股本(百万股)	555.78
流通股本(百万股)	555.78
市价(元)	20.96
市值(百万元)	11649.15
流通市值(百万元)	11649.15

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,045.63	1,379.93	1858.46	2832.22	4,072.17
营业收入增速	58.02%	31.97%	34.68%	52.04%	43.78%
净利润增长率	227.06%	136.72%	122.29%	61.88%	57.55%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.30	0.68	1.09	1.72
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	63.53	68.65	22.05	19.16	12.16
PEG	0.28	0.50	0.18	0.31	0.21
每股净资产(元)	2.50	2.46	3.13	4.23	5.95
每股现金流量	1.18	0.31	0.65	1.21	1.83
净资产收益率	10.94%	12.37%	21.57%	25.88%	28.96%
市净率	6.95	8.49	4.76	4.96	3.52
总股本(百万股)	260.72	555.78	555.78	555.78	555.78

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 金种子酒为大众酒类的区域龙头, 在强大的中档基础上**快速推进结构升级**, 开启新一轮 3-5 年高成长, 看好金种子稳健升级扩张和外延式增长, 本深度报告提出金种子持续高成长的三大平行且递进战略步骤:
- **第一步, 本土市场中高端、次高端快速升级。**公司 2012 年新品牌徽蕴金种子全面导入市场, 再造高端团购、专卖店网络, 占据安徽新一轮升级的主流价位 200-400 元左右; 预计 2012-2014 年达到 4.77、8.95 和 14.57 亿元, 实现 100-200 元价位的快速升级放量; 并进一步形成在 200-400 元价位的后发优势地位;
- **第二步, 金种子酒稳健全国化, 实现运营模式复制。**大众价位名酒主导品牌真空, 全国化无核心竞争对手, 金种子酒自身的运营管理能力极为精细, 自我复制能力较强。行业前 10 大名酒全部战略聚焦争夺 400 元以上价位市场, 形成 350 元以下大众价位的品牌空心格局, 金种子战略定位 300 元以下的全国化市场, 其类似于洋河的渠道管理模式、品牌打造和柔和品质将推动其加速全国化; 预计 2012-2014 年省外含税营收达到 4.0、7.0 和 12 亿元;
- **第三步, 金种子将会是中国大众白酒企业和市场整合的核心受益者。**中国 1000 家以上规模企业需要被并购, 通过全球消费品的整合模式和酒业并购分析: 大众品牌可以发起对同等档次和更高档次品牌的并购, 且成功率极高, 被并购概率较大, 金种子并购标的广泛, 外延增长机遇更大;
- 预计 2011-2013 年公司营收为 **18.58、28.32 和 40.72 亿元**, 净利润达到 3.76、6.44 和 9.58 亿元, EPS 分别为 **0.68、1.09 和 1.72 元**, 分别增长 126.67%、61.88%和 57.55%;
- 综合 PE 和 PEG 估值, 首次给予“买入”评级, 2012 年目标价 **34.0-35.8 元**, 看好公司长期增长能力。

内容目录

产品结构快速升级，开启新一轮业绩高增长.....	- 4 -
高端徽蕴金种子品牌强势导入，后发优势成就次高端增长潜力.....	- 4 -
渠道基础支持徽蕴金种子品牌打造，正在拓展团购和专卖店渠道网络.....	- 5 -
中档、中高档价位放量增长，结构稳健升级，100元以下无核心竞争对手.....	- 6 -
安徽市场格局趋向金种子和古井贡寡头垄断.....	- 7 -
综述：金种子和古井贡两大巨头强势增长，引领安徽市场.....	- 7 -
金种子和古井贡占据消费升级主流价位.....	- 8 -
行业大众价位名酒空心化，金种子全国化无名酒压制.....	- 9 -
名酒大众价位空心化，金种子有确定性的巨大升级机遇.....	- 9 -
全国化的核心能力是渠道的精细管理，金种子具备超强的渠道管理能力.....	- 10 -
金种子最适宜成为行业整合者，并购机遇远大于内生增长.....	- 11 -
消费品以及白酒行业整合模式是“门当户对”or“低端整合高端”.....	- 11 -
金种子作为中档中高端龙头，具备整合区域名酒的优势和能力.....	- 13 -
目标价 34.0-35.8 元，首次给予“买入”评级.....	- 14 -
综合分析给予“买入”评级，2012 年目标价 34.0-35.8 元.....	- 14 -
金种子酒营收预测.....	- 14 -
利润及相关指标测算.....	- 15 -
相对估值分析.....	- 16 -
风险提示.....	- 16 -

图表目录

图表 1: 徽蕴金种子酒安徽市场定位图.....	- 4 -
图表 2: 名酒品牌升级与业绩增速提升案例 (%).....	- 4 -
图表 3: 公司柔和品牌和醉三秋营收 (百万元).....	- 5 -
图表 4: 徽蕴金种子和古井高档酒 (含年份原浆) 营收对比 (百万元).....	- 5 -
图表 5: 金种子酒的广告费用及占营收比重 (百万元).....	- 6 -
图表 6: 金种子 80-120 元中档价位营收及占比 (百万元).....	- 6 -
图表 7: 金种子、古井贡酒主营业务营收增速与行业增速比较 (%).....	- 7 -
图表 8: 金种子、古井贡两大企业基础产能建设投入.....	- 7 -
图表 9: 安徽市场升级方向和新价格带.....	- 8 -
图表 10: 高端价位本地市场营收 (亿元).....	- 8 -
图表 11: 中高端白酒的容量与行业占比 (亿元).....	- 8 -
图表 12: 次高端白酒容量与行业占比 (亿元).....	- 8 -
图表 13: 名酒企业全国化主流价位分布.....	- 9 -
图表 14: 金种子销售量和吨酒价位测算 (吨 万元/吨).....	- 9 -
图表 15: 金种子省外市场营收 (含税、折让 亿元).....	- 10 -
图表 16: DIAGEO 并购标的以名酒为主.....	- 11 -

图表 17: 中国上市公司与非上市公司规模比较.....	- 11 -
图表 18: 中国白酒企业近年并购交易列表.....	- 12 -
图表 19: 近十年宝洁并购的主要标的.....	- 12 -
图表 20: 优质高端、大众酒类并购模式对比.....	- 13 -
图表 21: 金种子参与并购的 SWOT 分析.....	- 13 -
图表 22: 金种子整体营收预测表.....	- 14 -
图表 23: 徽蕴金种子营收预测 (2011 年上市推广).....	- 14 -
图表 24: 柔和种子品牌营收预测.....	- 15 -
图表 25: 醉三秋品牌营收预测.....	- 15 -
图表 26: 金种子酒盈利预测假设前提.....	- 15 -
图表 27: 金种子酒业绩综合预测表 (2012 年 3 月 13 日).....	- 16 -
图表 28: 白酒行业 2012 年度 PE/PS 估值表.....	- 16 -
图表 29: 金种子酒财务报表预测.....	- 17 -

产品结构快速升级，开启新一轮业绩高增长

高端徽蕴金种子品牌强势导入，后发优势成就次高端增长潜力

- 公司 2011 年开始重点打造徽蕴金种子（以下简称徽蕴）系列，定位 200-700 元次高端市场；采用年份概念快速导入，适应安徽市场升级趋势；其中徽蕴 6 年的价位为 200 元左右，价格定位适应安徽市场从 130-150 元向升级的需要；无核心主导品牌竞争对手；

图表 1：徽蕴金种子酒安徽市场定位图

主要竞争企业	安徽市场毛销售额规模（亿元）	主流品牌	主流价位（元/瓶）
金种子酒	35	徽蕴金种子酒 柔和种子酒 醉三秋	200-250 80-120
古井贡酒	28	年份原浆献礼版 五年	100-160
口子窖	32	口子窖五年	120
迎驾贡酒	35	迎驾贡酒银星	70-100
宣酒	8	宣酒特供	80-130
高炉家	7	高炉家	80
洋河股份	8	天之蓝 梦之蓝 M3	380 700-800

来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

- 徽蕴金种子独立品牌定位，成功实现了原有品牌向高端的升级裂变，类似于泸州老窖之国窖、洋河天之蓝和梦之蓝、红花郎、古井年份原浆、汾酒青花品牌裂变；安徽市场现有的迎驾贡酒、口子窖、高炉家都处于明显的品牌老化期，无新主导品牌导入；名酒主导品牌均推动了其营收和利润的拐点出现；金种子正在实现品牌升级驱动业绩成长；

图表 2：名酒品牌升级与业绩增速提升案例（%）



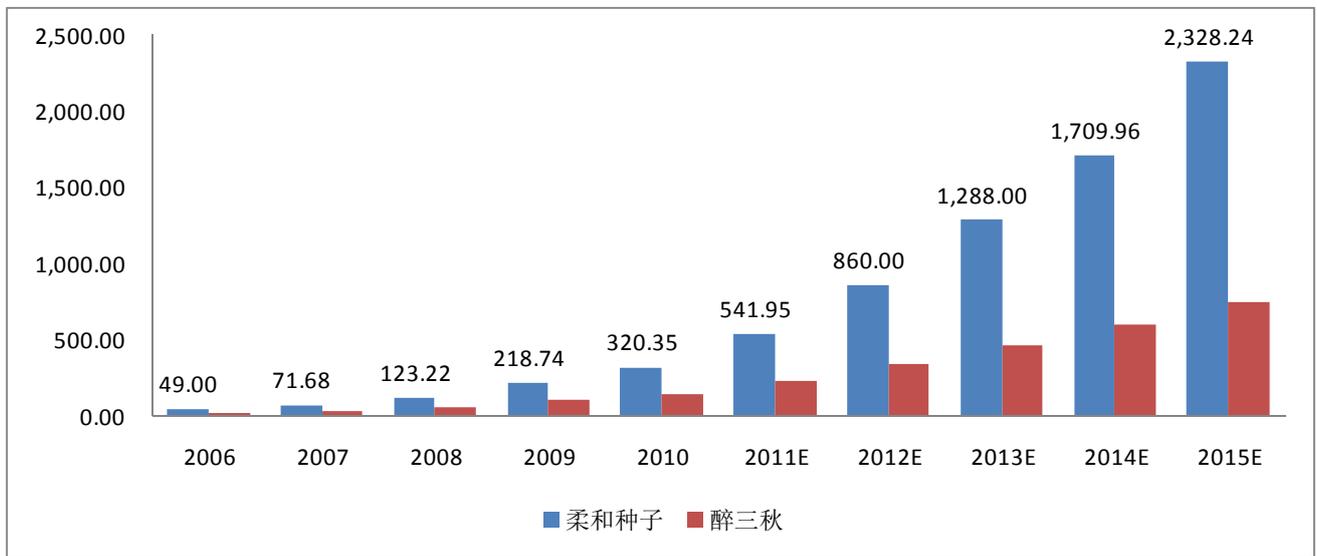
来源：上市公司报告 齐鲁证券研究所

- 徽蕴金种子以**极度柔和**的品质强化产品竞争力，以消费者为导向，打造柔和品类；早在2003年公司提出了以“健康适口”为主的“柔和型”白酒的新概念，成功打造了以“柔和种子酒”和“恒温窖藏醉三秋”酒为代表的系列柔和型白酒，并起草《柔和型白酒》安徽地方工业标准。

渠道基础支持徽蕴金种子品牌打造，正在拓展团购和专卖店渠道网络

- 原有中高端醉三秋和中档柔和种子品牌的渠道商和终端网络支持200元价位徽蕴新品牌打造；公司从2005年开始打造的120元价位醉三秋品牌和80元的柔和种子酒品牌，相对档次较高，网络构建覆盖安徽所有的县市，主要乡镇均实现深度分销；考虑到公司赠酒和费用支持，我们预计柔和种子+醉三秋合计销量达到23000吨，90%在安徽市场；

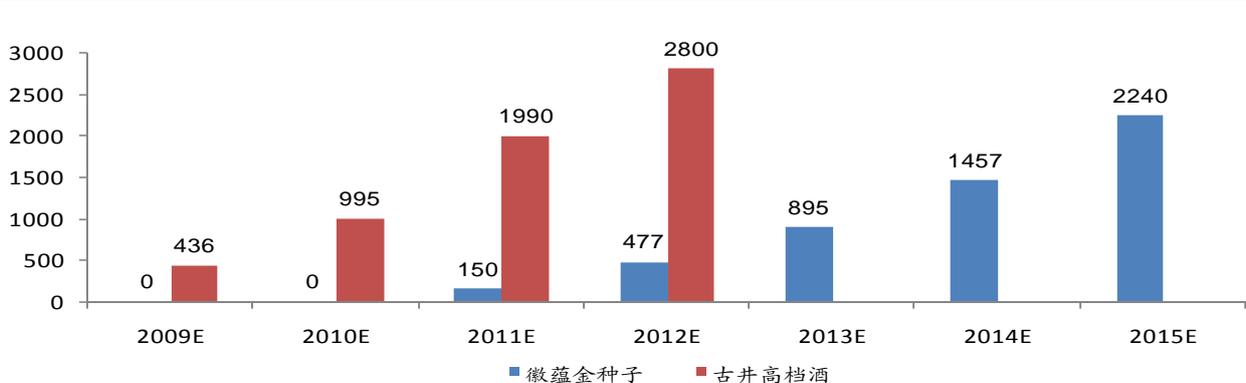
图表3：公司柔和品牌和醉三秋营收（百万元）



来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

- 导入期业绩优良，2012年培育期开始放量，公司超常规的发展速度印证了公司新品牌的市场接受程度高，模式高效；

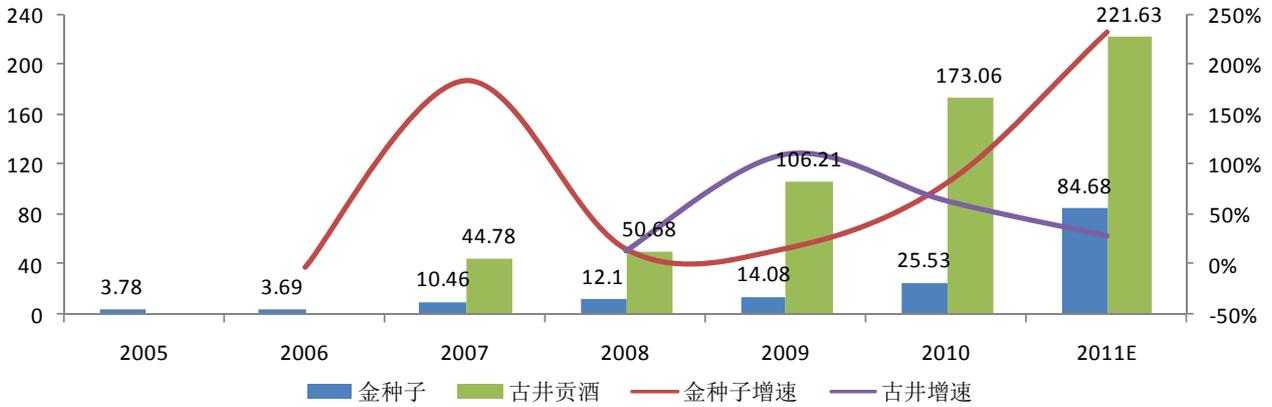
图表4：徽蕴金种子和古井高档酒（含年份原浆）营收对比（百万元）



来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

- 后续广告提升加高了金种子的品牌短板，结合其自身的强势渠道管理能力，徽蕴在安徽市场打造成功较为确定，品牌和渠道均不是障碍；金种子过去高成长对应较少的广告费用，从反面印证了公司极高的渠道管理能力，随着公司品牌投入的增加，品牌带动的增长潜能更大。

图表 5: 金种子酒的广告费用及占营收比重 (百万元)

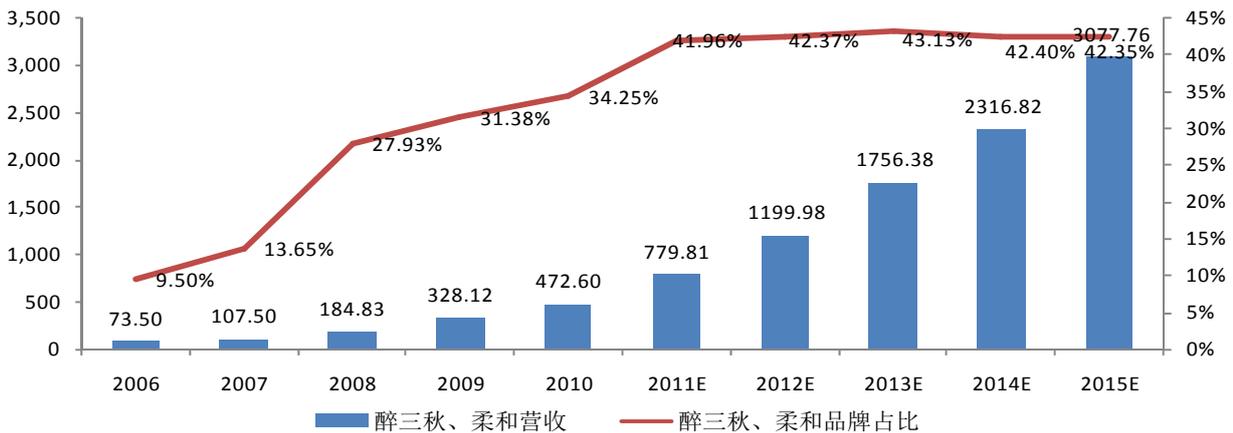


来源: 上市公司年报 齐鲁证券研究所

中档、中高档价位放量增长，结构稳健升级，100元以下无核心竞争对手

- 中档、中高档价位金种子目前增长最为强势，2012年预计达到12亿元，成为公司营收稳健成长的核心；主要竞争对手古井淡雅规模偏小，迎驾、口子窖均无较大投入且停滞增长，高炉家、皖酒王等均持续小幅下滑；而80-150元价位的产品结构也在持续提升；

图表 6: 金种子 80-120 元中档价位营收及占比 (百万元)



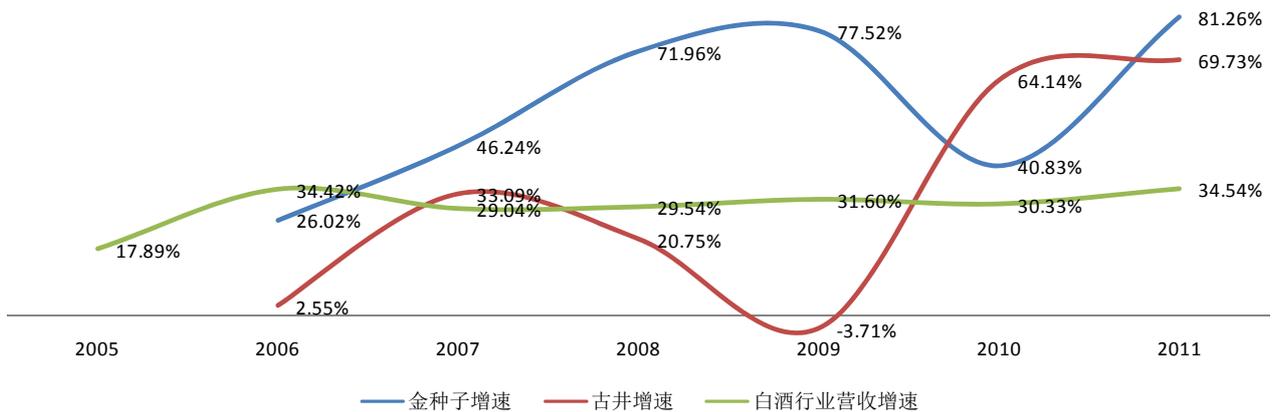
来源: 经销商调研 齐鲁证券研究所

安徽市场格局趋向金种子和古井贡寡头垄断

综述：金种子和古井贡两大巨头强势增长，引领安徽市场

- 两大上市公司增速远高于安徽市场容量增速，市场向两大企业集中；毛收入 35 亿元的口子窖和迎驾贡酒基本无强势新品牌抢占细分市场；口子窖原有高端业务增长乏力，口子窖五年产品老化；迎驾贡酒高端年份酒达到 2-3 亿元，开始凸现增长疲态；

图表 7：金种子、古井贡酒主营业务营收增速与行业增速比较（%）



来源：上市公司报告 齐鲁证券研究所

- 安徽市场 10 亿元级别的高炉家、皖酒王在省内持续下滑；5 亿元级别的文王贡酒、老明光酒同样下滑明显，在省内主要做生命周期延缓方面的工作，无新主导品牌推出，进一步增长可能性极低；
- 安徽两大酒类上市公司相继融资推动基础产能建设，随着行业高端化趋势明显，两大公司均处于江淮名酒带，综合品质、产能和资本优势明显；

图表 8：金种子、古井贡两大企业基础产能建设投入

公司/年份	募集资金投资项目	募集资金投资额 (万元)	项目介绍	产能释放时间
金种子酒2010年定增募集5.5亿元	优质基酒酿造技改项目	21176	现有年产7,000吨基酒产能改建为年产6,800吨优质基酒产能，大幅提升公司的基酒品质。	2013年
	优质基酒恒温窖藏技改项目	17421	新增基酒储存能力1.1万吨，项目实施后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。	2013年
古井贡酒2011年定增募集17.5亿元	优质基酒酿造技改项目	13500	优质基酒产能增加8000吨/年，优质基酒比例从30%提高到70%。	2013年
	基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目	68600	项目建成后，形成5万吨基酒勾储能力和5万吨成品酒灌装能力。	2013年

来源：上市公司报告 齐鲁证券研究所

金种子和古井贡占据消费升级主流价位

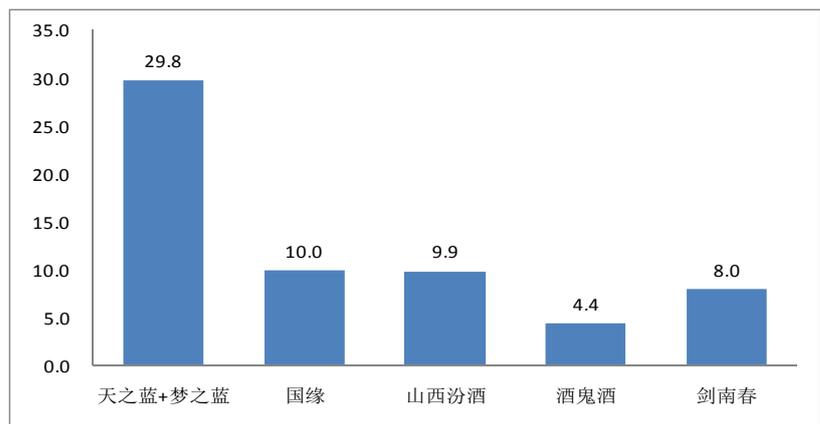
- 从行业来看，中高档正在成为两者的强势增长点；柔和金种子 2011 年增速达到 80%，2012 年预计继续保持 50% 的强势增长，考虑到升级产品，预计增速达到 60-70%；

图表 9：安徽市场升级方向和新价格带

安徽升级增长价位（元/瓶）	高成长品牌	缓慢增长或增速下滑品牌
40 向 80	柔和种子 古井淡雅	文王贡酒 迎驾 皖酒
80 向 120-150	古井贡 柔和种子 宣酒	迎驾之星 高炉家
120-150 向 200 左右	古井贡酒 徽蕴金种子 洋河海之蓝	口子窖 10 年
300-800 新价格带	洋河天之蓝 梦之蓝 年份原浆 16 年 徽蕴金种子 10 年	口子窖 20 年

来源：齐鲁证券研究所

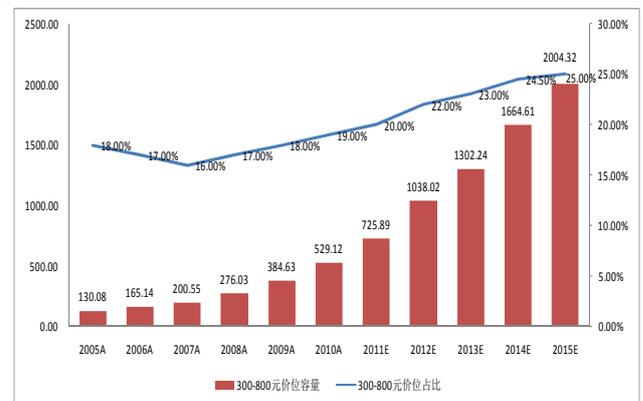
- 当前两大公司分别推出古井年份原浆 26 年和徽蕴 20 年、30 年，主打 500-1500 元价位，地方政府支持本地高端品牌，本地高端市场份额快速提升，酒鬼酒、洋河股份、山西汾酒已经显示出本地高端主流化趋势；

图表 10：高端价位本地市场营收（亿元）


来源：上市公司年报 经销商调研 齐鲁证券研究所

图表 11：中高端白酒的容量与行业占比（亿元）


来源：国家统计局 齐鲁证券研究所分析

图表 12：次高端白酒容量与行业占比（亿元）


来源：国家统计局 齐鲁证券研究所分析

行业大众价位名酒空心化，金种子全国化无名酒压制

名酒大众价位空心化，金种子有确定性的巨大升级机遇

- 前十大名酒全力运营 400-1000 元细分市场，区域名酒主流价位 100 元向 300 元甚至更高价位升级的空间巨大，几乎无强劲竞争对手；

图表 13: 名酒企业全国化主流价位分布

主流价位	主流企业品牌	发展势头
1000 以上	茅台、五粮液、国窖、苏酒、梦之蓝、红花郎 15 年等	增速放缓
500-1000	梦之蓝 汾酒青花 红郎酒 剑南春 酒鬼酒 水井坊 舍得	增长迅速
400-500	洋河天之蓝 剑南春 泸州老窖 酒鬼酒	快速扩容
80-350	无强势全国化主导品牌，主要依赖渠道管理和品质创新。洋河海之蓝、古井贡酒相对较好，但比重有限，见前述	持续扩容，区域集中度持续提升，全国集中度提升空间巨大

来源：齐鲁证券研究所

- 金种子 2011 年的吨酒价位为 7.75 万元/吨，平均出厂价 38.75 元/瓶，约相当于零售价格 64 元左右，进一步升级的空间巨大，按照当前的高端化升级趋势，到 2015 年吨酒价位为 11.3 万元/吨，平均零售价约为 94 元/瓶，仍然具备持续的升级空间；

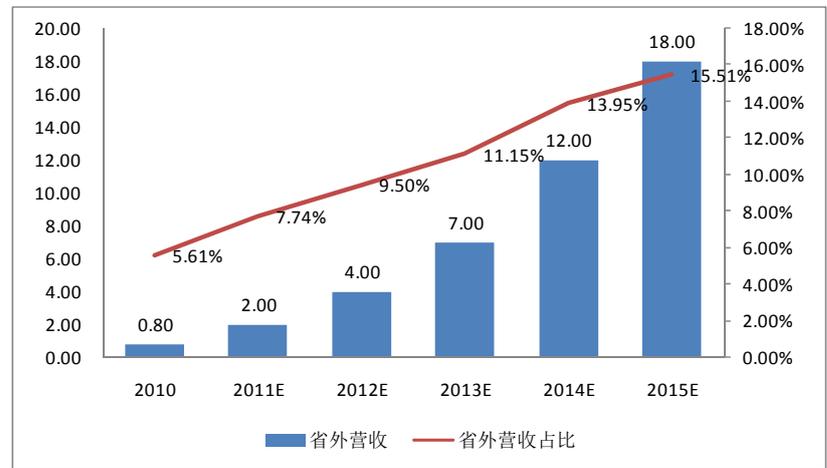
图表 14: 金种子销售量和吨酒价位测算 (吨 万元/吨)



来源：上市公司年报 齐鲁证券研究所

全国化的核心能力是渠道的精细管理，金种子具备超强的渠道管理能力

- 全国化的企业都是运营能力特别是渠道运营极为精细的公司，企业的组织能够整合经销商的组织实现深度分销，例如洋河股份新推出的三大品牌借助 4000 人队伍，整合经销商队伍约 40000 人，实现每个县多品牌的布局，郎酒也同样具备在次高端以上价位精细化运营的實力；当前在中档价位全国化的公司基本为这一类企业，其他公司如沱牌、全兴、红星等企业均难以全国化；
- 金种子全国化缺乏同档次核心竞争对手，在区域酒厂竞争力相对较强的湖北市场，公司的厂商一体化深度分销能力突出；公司 2011 年属于全国化的第二年，在湖北市场打造 7 个千万元市场，实践检验了公司对其其他区域名酒在运营模式、品质和品牌塑造上的综合优势。

图表 15：金种子省外市场营收（含税、折让 亿元）


来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

- 公司在湖北、安徽、江西这样竞争极为激烈，区域名酒较强的市场取得稳健的扩张成长，以县级市场为基础进行稳健板块化，进而全国化的思路符合公司的大众品类定位，随着公司规模增强，其渠道的价值将进一步提升。

金种子最适宜成为行业整合者，并购机遇远大于内生增长

消费品以及白酒行业整合模式是“门当户对” or “低端整合高端”

- 我们认为，消费品整合主要目标就是实现渠道共享和品牌品类丰富，但是同一行业高端品牌极少收购低端品牌，且成功案例几乎没有，而同档次和低端收购高端或者大众品收购高端品为绝对主流；主要因为大众品龙头的渠道管理能力明显优于更高端的品牌，并带动自身盈利能力提升；
- 世界酒类巨头企业整合基本是同等档次之间的品牌，推动渠道品牌丰富；例如 DIAGIO 就是通过 Johnnie Walker、Crown Royal、J&B、Windsor and Bushmills whiskies、Smirnoff、Captain Morgan、Jose Cuervo、Tanqueray and Guinness、水井坊等世界知名品牌整合而成的巨头；

图表 16: DIAGEO 并购标的以名酒为主

日期	并购标的	品类	所在地	
2012/1/10	Meta Abo Brewery Share Co SC	葡萄酒、烈酒	埃塞俄比亚	100%
2011/8/24	Hanoi Liquor JSC	Liquor	越南	18.67%
2011/7/14	成都全兴酒厂	白酒	中国	4%
2011/6/16	Zacapa Rum	Rum	危地马拉	100%
2010/6/29	London Group LLC	多元化生产经营	美国	
2010/3/2	水井坊	白酒	中国	60.29%
2009/6/16	Stirrings LLC	葡萄酒、烈酒	美国	80%
2009/2/26	Global diatribution rights for Windhoek	葡萄酒、烈酒	纳米比亚	100%
2008/12/19	D Distribution	葡萄酒、烈酒	俄罗斯	100%
2008/6/30	Distillery and bottling facility	葡萄酒、烈酒	加拿大	100%
2008/2/29	Rosenblum Cellars	葡萄酒、烈酒	美国	
2006/12/12	成都全兴酒厂	白酒	中国	43%
2005/10/19	Allied Domecq's Montana wine business	葡萄酒、烈酒	新西兰	100%
2005/8/25	Old Bushmills Distillery Co Ltd	葡萄酒、烈酒	发过	100%
2005/2/25	Ursus Vodka Holding NV	葡萄酒、烈酒	荷兰	100%
2005/2/9	Chalone Wine Group Ltd/The	葡萄酒、烈酒	美国	100%
2003/1/20	Dorval plant	葡萄酒、烈酒	加拿大	100%
2001/12/20	Seagram liquor business	liquor	法国	
2001/11/26	Lehigh Valley plant	葡萄酒、烈酒	美国	100%
2001/7/16	295 Regent Street ppty	葡萄酒、烈酒	英国	100%
2000/12/6	Bundaberg Rum	Rum	英国	50%
2000/2/16	US/Canada bakery business	葡萄酒、烈酒	英国	100%

来源: Bloomberg 齐鲁证券研究所

- 除上市公司和剑南春、西凤、稻花香等企业，营收规模均较小，未来进一步被并购的标的较为丰富，由于非上市营收均值在 2.4 亿元，10 亿元以下的公司较为丰富，安徽、山东、四川、河南较为集中；

图表 17: 中国上市公司与非上市公司规模比较

年度	白酒上市公司收入(亿)	上市公司数量	上市公司平均营收	白酒行业总收入	非上市公司总收入(亿元)	非上市白酒企业个数	非上市公司平均(亿)
2006	225.1	12.0	18.8	971.4	746.3	1012.0	0.7
2007	266.9	12.0	22.2	1253.4	986.6	1103.0	0.9
2008	301.6	12.0	25.1	1623.7	1322.1	1214.0	1.1
2009	383.5	13.0	29.5	2136.8	1753.3	1420.0	1.2
2010	520.3	13.0	40.0	2784.9	2264.6	1593.0	1.4
2011E	764.0	14.0	54.6	3746.5	2982.5	1219.0	2.4

来源: Wind 资讯 齐鲁证券研究所

- 当前国内酒业并购主要为业外资本并购业内酒企, 2010年洋河并购双沟较为成功, 其他名酒茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、沱牌舍得、酒鬼酒、剑南春等均难以发起对行业其他企业的成功并购;

图表 18: 中国白酒企业近年并购交易列表

	标的获得方	标的出让方	交易标的	交易金额(万元)	收购后获得方股权占出让方比例	交易简介
2011/4/28	成都金瑞通实业股份有限公司	水井坊	四川全兴酒业有限公司55%股权	6482.85	55%	集中精力和财力强化高档精品白酒业务
2010/9/1	高盛、平安	河南宋河酒业	宋河40%股权	50000	40%	宋河为独立上市铺路
2010/3/16	海航集团	陕西杜康酒业集团有限责任公司	陕西杜康酒业集团有限责任公司股权			实现多元化发展
2010/5/26	海航集团	贵州怀酒厂	贵州怀酒厂60%股份	78000	60%	看好贵州酱香型白酒资源
2011/8/27	金枫酒业	水井坊	四川全兴酒业有限公司40%股权	4800	40%	集中精力和财力强化高档精品白酒业务
2011/11/2	联想控股	曲阜孔府家酒业有限公司	曲阜孔府家酒业有限公司股权			联想控股和中粮集团方面入股孔府家还在意向阶段, 目前国有股约为30%, 其他股份由管理层等方面持有.
2011/10/18	联想控股	承德乾隆醉酒业有限责任公司	承德乾隆醉酒业有限责任公司34%股权	10000	34%	欲借助白酒增厚未来业绩, 为整体上市做准备
2011/6/21	联想控股	泸州老窖旗下武陵酒业	武陵酒业7843万股股权	13000	39%	欲借助白酒增厚未来业绩, 为整体上市做准备
2010/3/6	上海厚丰投资有限公司	北京鼎泰亨通有限公司	ST皇台19.6%股权	22113.72		
2010/3/31	维维股份	湖北枝江酒业股份有限公司	湖北枝江酒业股份有限公司51%股权	34802.4	51%	有助于枝江酒业品牌打造, 向现代型企业转变, 提升综合竞争力
2011/8/23	洋河股份	江苏双沟酒业股份有限公司	江苏双沟酒业股份有限公司100%股权	117500	100%	做大做强

来源: 水井坊、洋河股份等公司公告 齐鲁证券研究所

- 从消费品行业的宝洁、联合利华等公司来看, 基本没有行业内高端品牌公司收购低端品牌公司的案例, 主要为低端品牌收购高端品牌, 我们认为这主要因为大众品牌的渠道网络更加复杂难以驾驭。宝洁的并购基本是同品类中对同等档次和对部分优质高端品牌的整合;

图表 19: 近十年宝洁并购的主要标的

日期	并购标的	标的所属行业
2010/7/5	Ambi Pur	建筑、暖气
2010/6/1	Natura Pet Products Inc	宠物食品与用品
2010/2/4	Navigenics Inc	医学-生物医学工程
2009/12/17	MDVIP Inc	门诊/家庭保健
2009/6/16	Zirh skincare brand	化妆品与卫生用品
2009/6/3	Art of Shaving/The	化妆品与卫生用品
2008/3/25	Frederic Fekkai&Co	化妆品与卫生用品
2007/11/13	Wella AG	化妆品与卫生用品
2007/1/22	HDS Cosmetics Lab Inc	化妆品与卫生用品
2006/12/7	MDVIP Inc	门诊/家庭保健
2006/6/29	Gillette India Ltd	化妆品与卫生用品
2006/1/3	Heavy-duty laundry detergent brands	肥皂及清洁用品
2005/10/3	Gillette Co/The	化妆品与卫生用品
2005/9/1	Portfolio of trusted oral care brands	牙科用品及设备
2004/9/3	Grupo Vita	医疗-药品
2004/6/30	Latin American Detergent Business	化妆品与卫生用品
2004/6/18	P&G-Hutchison Ltd	化妆品与卫生用品
2003/10/20	European laundry detergent brands	化妆品与卫生用品
2003/9/17	Glide floss business	牙科用品及设备
2003/9/2	Wella AG	化妆品与卫生用品
2001/11/16	P&G-Clairol Inc	医疗-药品
2001/9/14	Jean Patou	零售-香水与化妆品
2001/5/7	Moist Mates LLC	纸业及相关产品
2001/3/31	Cyclopss Corp	其他产品制造
2001/1/9	Dr Johns Products Ltd	牙科用品及设备

来源: Bloomberg 齐鲁证券研究所

- 美容品牌中的欧莱雅同样在持续整合，并不断收购同档次和更高端的美容品牌，如高丝、Sanoflore、Revlon 公司及企业优质品牌、Coty 等知名企业 and 品牌，甚至包括 Maly's West 这样的商业渠道资源。

金种子作为中档中高端龙头，具备整合区域名酒的优势和能力

- 中国规模企业除老八大名酒+酒鬼酒、舍得、水井坊外，其他公司的主营业务均在 300 元以下价格带，除极少数优质区域龙头公司外，绝大部分公司进一步升级的难度极大；

图表 20: 优质高端、大众酒类并购模式对比

核心要素	高端名酒	大众酒类
并购模式	合并为主	收购，规模强势公司对区域劣势公司发起
并购目标	品类互补 品牌多元化 区域互补	区域互补 品类互补 渠道共享 规模效应
并购金额	单一品牌较大	较小，由上市公司发起为主
并购对象	高端品牌	大众品牌 高端品牌

来源：齐鲁证券研究所

- 综合分析，金种子具备行业并购的机遇和能力，自身上市公司的优势和规模的增强会推动其成为行业强大的整合者。

图表 21: 金种子参与并购的 SWOT 分析

金种子行业并购 SWOT	<p>O：1、行业 10 亿以下企业达到 1000 家，且上市无望，发展艰难；</p> <p>2、10 家名酒重点打造高价位品牌、多香型、多品类，企业无兴趣和能并购中档价</p> <p>3、业务资本并购无成功案例</p>	<p>T：1、业外资本参与并购</p> <p>2、区域名酒也在做高价位，但主要是机会性的做法，无系统能力</p>
<p>S：1、大众价位运营模式先进，厂商一体会能力强；</p> <p>2、主营中价位，并购对象丰富</p> <p>3、上市公司，融资能力强</p>	<p>1、增强 100-300 元价位的产品线，强化组织队伍，扩张周边板块，推进全国化；</p> <p>2、通过并购占据更多的板块市场，形成大众价位最大的企业集团，整合渠道、品牌和组织管理，形成最具规模优势的大众龙头</p>	<p>1、通过自身优势实现更高溢价的并购和并购后的有效整合；</p> <p>2、运营能力优势会压倒一般性区域名酒，产品竞争力强，口感柔和符合现代消费趋势</p>
<p>W：1、市值偏小，缺乏经验</p> <p>2、市场集中于安徽及周边</p>	<p>1、持续做大利润，做大市值；</p> <p>2、集中大众价位的发展战略，本省全价位运营</p>	<p>1、壮大大本营规模和盈利能力，并购强化规模和终端壁垒；</p> <p>2、联手业外资本发起并购</p>

来源：齐鲁证券研究所

目标价 34.0-35.8 元，首次给予“买入”评级

综合分析给予“买入”评级，2012 年目标价 34.0-35.8 元

- 预计 2011-2013 年公司营收为 18.58、28.32 和 40.72 亿元，净利润达到 3.76、6.44 和 9.58 亿元，EPS 分别为 0.68、1.09 和 1.72 元，分别增长 126.67%、61.88%和 57.55%；
- 综合 PE 和 PEG 两种估值法，给予 2012 年 32 倍 PE，对应 2013 年 20 倍 PE，目标价 34.0-35.8 元，首次给予“买入”评级。

金种子酒营收预测

- 金种子酒整体营收预测结果；

图表 22：金种子整体营收预测表

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
酒类销售收入小计	136.10	199.04	342.28	607.62	855.71	1,553.46	2,527.22	3,767.17	5,159.66	6,961.65
增长率 (YOY)		46.24%	71.96%	77.52%	40.83%	81.54%	62.68%	49.06%	36.96%	34.92%
酒类销售成本小计	44.30	95.26	134.44	227.64	287.75	474.14	730.75	1042.20	1360.00	1743.22
增长率 (YOY)		115.05%	41.13%	69.32%	26.41%	64.77%	54.12%	42.62%	30.49%	28.18%
白酒毛利	91.81	103.78	207.84	379.99	567.96	1079.32	1796.47	2724.97	3799.65	5218.43
白酒毛利率	67.45%	52.14%	60.72%	62.54%	66.37%	69.48%	71.08%	72.33%	73.64%	74.96%

来源：齐鲁证券研究所

- 重点产品徽蕴金种子预计 2012 年营收增速接近 223%，全省范围的导入和渠道架构的完成为 2013 年之后三年高成长打下基础；

图表 23：徽蕴金种子营收预测 (2011 年上市推广)

徽蕴金种子	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
平均售价 (万元/吨)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	20.00	22.00	23.95	26.00	28.00
增长率 (YOY)						—	10.00%	8.86%	8.56%	7.69%
销售数量 (吨)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	750.00	2,170.00	3,735.00	5,605.00	8,000.00
增长率 (YOY)						—	189.33%	72.12%	50.07%	42.73%
销售收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	150.00	477.40	894.53	1,457.30	2,240.00
增长率 (YOY)						—	218.27%	87.38%	62.91%	53.71%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.75%	76.00%	77.00%	78.00%	79.00%
销售成本						36.38	114.58	205.74	320.61	470.40
增长率 (YOY)						—	214.99%	79.57%	55.83%	46.72%
毛利						113.63	362.82	688.79	1,136.69	1,769.60
增长率 (YOY)						—	219.32%	89.84%	65.03%	55.68%
占总销售额比重						10.87%	25.69%	31.58%	35.79%	40.99%
占主营业务利润比重						19.48%	33.12%	37.98%	41.43%	46.33%

来源：齐鲁证券研究所

- 核心品牌柔和种子（含柔和经典）营收预测如下，这一品牌有两只核心产品，产品结构在持续提升；

图表 24：柔和种子品牌营收预测

柔和酒	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
平均售价（万元/吨）	7.70	7.90	8.10	8.30	8.52	9.01	9.48	9.88	10.27	10.68
增长率（YOY）	N/A	2.60%	2.53%	2.47%	2.65%	5.75%	5.22%	4.22%	3.95%	3.99%
销售数量（吨）	636.33	907.32	1,521.20	2,635.47	3,760.00	6,015.00	8,722.00	12,300.00	16,650.00	21,800.00
增长率（YOY）	N/A	42.59%	67.66%	73.25%	42.67%	59.97%	45.00%	41.02%	35.37%	30.93%
销售收入	49.00	71.68	123.22	218.74	320.35	541.95	860.00	1,288.00	1,709.96	2,328.24
增长率（YOY）	N/A	46.29%	71.90%	77.53%	46.45%	69.17%	58.69%	49.77%	32.76%	36.16%
毛利率	71.85%	58.16%	69.35%	71.87%	74.97%	76.38%	76.70%	77.00%	78.00%	79.00%
销售成本	13.79	29.99	37.77	61.53	80.18	128.01	200.38	296.24	376.19	488.93
增长率（YOY）	N/A	117.43%	25.93%	62.93%	30.31%	59.64%	56.54%	47.84%	26.99%	29.97%
毛利	35.20	41.69	85.45	157.21	240.17	413.94	659.62	991.76	1,333.76	1,839.31
增长率（YOY）	N/A	18.42%	104.98%	83.98%	52.77%	72.36%	59.35%	50.35%	34.48%	37.90%
占总销售额比重	6.33%	9.10%	18.62%	20.92%	23.21%	29.16%	30.36%	31.63%	31.29%	32.04%
占主营业务利润比重	33.73%	34.86%	39.23%	40.27%	41.16%	37.78%	36.37%	36.15%	34.92%	35.11%

来源：齐鲁证券研究所

- 随着公司渠道网络的升级和整体品牌档次提升，公司的醉三秋品牌将在新的统一营销组织管理下继续稳健成长，独立团购保证做大作强；

图表 25：醉三秋品牌营收预测

醉三秋	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
平均售价（万元/吨）	12.89	13.21	13.67	14.07	14.50	15.15	15.74	16.32	16.82	17.31
增长率（YOY）	N/A	2.48%	3.48%	2.93%	3.06%	4.48%	3.89%	3.68%	3.06%	2.91%
销售数量（吨）	190.06	271.20	450.70	777.34	1,050.00	1,570.00	2,160.00	2,870.00	3,608.00	4,330.00
增长率（YOY）	N/A	42.69%	66.19%	72.47%	35.08%	49.52%	37.58%	32.87%	25.71%	20.01%
销售收入	24.50	35.83	61.61	109.37	152.25	237.86	339.98	468.38	606.87	749.52
增长率（YOY）	N/A	46.23%	71.97%	77.52%	39.20%	56.23%	42.94%	37.77%	29.57%	23.51%
毛利率	75.86%	62.25%	70.23%	71.86%	74.94%	75.55%	75.55%	75.55%	75.55%	75.55%
销售成本	5.91	13.52	18.34	30.78	38.15	58.16	83.13	114.52	148.38	183.26
增长率（YOY）	N/A	128.68%	35.62%	67.80%	23.97%	52.42%	42.94%	37.77%	29.57%	23.51%
毛利	18.58	22.30	43.27	78.59	114.10	179.70	256.86	353.86	458.49	566.26
增长率（YOY）	N/A	20.00%	94.02%	81.64%	45.17%	57.50%	42.94%	37.77%	29.57%	23.51%
占总销售额比重	3.17%	4.55%	9.31%	10.46%	11.03%	12.80%	12.00%	11.50%	11.11%	10.31%
占主营业务利润比重	17.81%	18.65%	19.87%	20.13%	19.56%	16.40%	14.16%	12.90%	12.00%	10.81%

来源：齐鲁证券研究所

利润及相关指标测算

- 盈利分析假设前提如下表；

图表 26：金种子酒盈利预测假设前提

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业费用率	3.84%	4.47%	12.47%	12.76%	14.53%	14.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
管理费用率	3.79%	2.34%	5.67%	4.80%	4.64%	4.00%	4.60%	5.20%	5.50%	5.50%
营业税金及附加	2.41%	3.66%	9.25%	10.96%	11.14%	14.58%	15.00%	15.00%	15.28%	15.49%
所得税税率	16.90%	8.29%	29.97%	24.41%	14.40%	24.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
醉三秋、柔和营收	73.50	107.50	184.83	328.12	472.60	779.81	1199.98	1756.38	2316.82	3077.76
醉三秋、柔和品牌占比	9.50%	13.65%	27.93%	31.38%	34.25%	41.96%	42.37%	43.13%	42.40%	42.35%
白酒销量小计	2141.10	3068.18	5113.60	8949.50	12239.50	20023.00	28438.00	38455.00	49533.00	61595.00
吨酒价位（万元/吨）	6.36	6.49	6.65	6.79	6.99	7.75	8.89	9.80	10.42	11.30

来源：齐鲁证券研究所

- 预计 2011-2013 年公司营收为 18.58、28.32 和 40.72 亿元，净利润达到 3.76、6.44 和 9.58 亿元，EPS 分别为 0.68、1.09 和 1.72 元，分别增长 126.67%、61.88%和 57.55%；

图表 27: 金种子酒业业绩综合预测表 (2012 年 3 月 13 日)

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股盈利 (元)	0.084	0.274	0.304	0.676	1.094	1.723
净利润增长率	-19.55%	227.06%	136.72%	122.29%	61.88%	57.55%
市盈率 (倍)	45.52	63.53	68.65	22.05	19.16	12.16
EV/EBITDA (倍)	19.40	39.14	60.43	13.94	11.91	6.84
EV/销售收入 (倍)	1.43	4.02	7.69	3.76	3.43	2.15
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PE/G (倍)	—	0.28	0.50	0.18	0.31	0.21
净资产收益率	3.78%	10.94%	12.37%	21.57%	25.88%	28.96%
每股净资产 (元)	2.22	2.50	2.46	3.13	4.23	5.95
市净率 (倍)	1.72	6.95	8.49	4.76	4.96	3.52
每股经营性现金 (元)	0.55	1.18	0.31	0.65	1.21	1.83
已上市流通A股 (百万股)	195.07	260.72	521.44	555.78	555.78	555.78
总股本 (百万股)	260.72	260.72	555.78	555.78	555.78	555.78

来源: 齐鲁证券研究所

相对估值分析

- 相对估值分析。综合分析金种子处于新一轮成长周期的起点，给予 2012 年金种子 32 倍 PE 估值，对应 2013 年 20 倍 PE，目标价 34.9 元，价格区间 34.0-35.8 元；

图表 28: 白酒行业 2012 年度 PE/PS 估值表 (2012 年 3 月 17 日)

证券简称	营业收入2011三季[单位] 亿元	预测市盈率 [年度] 2012	预测市盈率 [年度] 2013	预测PEG值 [年度] 2012	预测PEG值 [年度] 2013	市销率 (PS, TTM)
泸州老窖	56.28	16.21	12.90	0.47	0.50	8.64
古井贡酒	22.37	23.59	16.92	0.37	0.43	8.40
五粮液	156.49	16.07	12.46	0.45	0.43	7.05
洋河股份	96.97	21.99	15.53	0.39	0.37	11.78
伊力特	9.51	23.01	18.08	0.71	0.66	5.35
金种子酒	14.02	19.72	14.14	0.39	0.36	6.38
贵州茅台	136.42	18.30	13.67	0.45	0.40	13.13
老白干酒	9.82	30.23	18.04	0.42	0.27	3.28
水井坊	10.59	29.54	25.19	1.18	1.46	5.93
山西汾酒	35.64	25.17	17.70	0.53	0.42	7.36
青青稞酒	6.47	41.49	31.01	1.01	0.92	49.89
沱牌舍得	8.07	27.33	18.09	0.36	0.35	7.44
酒鬼酒	6.58	32.09	21.45	0.43	0.43	11.18
加权平均	102.04	19.83	14.68	0.46	0.44	9.95
算术平均	43.79	24.98	18.09	0.55	0.54	11.22

来源: wind 资讯 齐鲁证券研究所

风险提示

- 公司管理层发生较大变动，公司经营战略较大调整；
- 公司在安徽市场的高端品牌遭遇外地品牌强力竞争。

附件：金种子酒财务报表预测

图表 29：金种子酒财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	662	1,046	1,380	1,858	2,832	4,072
增长率	-15.99%	58.0%	32.0%	34.7%	52.4%	43.8%
营业成本	-443	-652	-798	-763	-1,019	-1,329
% 销售收入	67.0%	62.4%	57.8%	41.0%	36.0%	32.6%
毛利	219	394	582	1,096	1,814	2,744
% 销售收入	33.0%	37.6%	42.2%	59.0%	64.0%	67.4%
营业税金及附加	-61	-115	-154	-271	-425	-611
% 销售收入	9.2%	11.0%	11.1%	14.6%	15.0%	15.0%
营业费用	-83	-133	-200	-260	-453	-652
% 销售收入	12.5%	12.8%	14.5%	14.0%	16.0%	16.0%
管理费用	-38	-50	-64	-74	-130	-212
% 销售收入	5.7%	4.8%	4.6%	4.0%	4.6%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	37	95	164	490	805	1,269
% 销售收入	5.6%	9.1%	11.9%	26.4%	28.4%	31.2%
财务费用	-7	-1	-1	3	4	6
% 销售收入	1.0%	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-1	-1	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	35	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.3%	17.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	30	94	200	493	810	1,276
营业利润率	4.5%	9.0%	14.5%	26.6%	28.6%	31.3%
营业外收支	2	0	-3	1	1	1
税前利润	31	95	197	494	811	1,277
利润率	4.7%	9.0%	14.3%	26.6%	28.6%	31.4%
所得税	-9	-23	-28	-119	-203	-319
所得税率	30.0%	24.4%	14.4%	24.0%	25.0%	25.0%
净利润	22	71	169	376	608	958
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	22	71	169	376	608	958
净利率	3.3%	6.8%	12.2%	20.2%	21.5%	23.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	22	71	169	376	608	958
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	13	9	11	11	12
非经营收益	3	-2	-34	-1	-1	-1
营运资金变动	106	225	29	-23	55	50
经营活动现金净流	143	307	174	363	673	1,018
资本开支	13	20	81	47	53	54
投资	0	-3	24	0	0	0
其他	0	1	2	0	0	0
投资活动现金净流	-13	-23	-56	-47	-52	-54
股权募资	0	0	540	0	0	0
债权募资	-83	43	-75	0	0	0
其他	-7	-1	-4	0	0	0
筹资活动现金净流	-90	42	461	0	0	0
现金净流量	41	326	579	316	621	964

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	79	405	984	1,300	1,921	2,885
应收账款	88	98	287	380	572	811
存货	188	183	212	188	251	328
其他流动资产	9	3	25	31	41	53
流动资产	365	690	1,508	1,899	2,785	4,076
% 总资产	45.9%	60.4%	78.5%	80.9%	85.0%	88.4%
长期投资	120	123	122	122	122	122
固定资产	92	115	191	230	275	321
% 总资产	11.6%	10.1%	9.9%	9.8%	8.4%	7.0%
无形资产	213	207	90	88	86	83
非流动资产	430	452	412	449	491	535
% 总资产	54.1%	39.6%	21.5%	19.1%	15.0%	11.6%
资产总计	794	1,143	1,920	2,348	3,276	4,612
短期借款	32	75	0	0	0	0
应付款项	114	310	473	475	748	1,061
其他流动负债	67	96	67	116	164	228
流动负债	213	481	539	592	912	1,290
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	6	12	12	12	12
负债	213	487	551	604	924	1,302
普通股股东权益	578	653	1,366	1,741	2,349	3,307
少数股东权益	3	4	3	3	3	3
负债股东权益合计	794	1,143	1,920	2,348	3,276	4,612

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.084	0.274	0.304	0.676	1.094	1.723
每股净资产 (元)	2.215	2.503	2.458	3.133	4.227	5.950
每股经营现金净流 (元)	0.550	1.179	0.312	0.653	1.212	1.832
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	3.78%	10.94%	12.37%	21.57%	25.88%	28.96%
总资产收益率	2.75%	6.25%	8.80%	15.99%	18.56%	20.77%
投入资本收益率	6.32%	35.63%	53.32%	115.50%	195.10%	313.51%
增长率						
营业总收入增长率	-15.99%	58.02%	31.97%	34.68%	52.40%	43.78%
EBIT增长率	-44.79%	155.78%	71.40%	199.72%	64.30%	57.64%
净利润增长率	-19.55%	227.06%	136.72%	122.29%	61.88%	57.55%
总资产增长率	3.78%	43.89%	68.03%	22.29%	39.52%	40.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.0	13.5	7.2	5.0	4.5	4.0
存货周转天数	149.6	103.9	90.4	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	38.3	48.3	53.4	49.2	50.4	50.5
固定资产周转天数	46.1	33.1	27.5	20.2	13.1	8.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.17%	-50.44%	-71.92%	-74.53%	-81.66%	-87.15%
EBIT利息保障倍数	5.6	121.9	142.6	-153.2	-190.6	-203.4
资产负债率	26.83%	42.58%	28.72%	25.72%	28.20%	28.22%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。