

2010年12月22日

金种子酒

合肥座谈会纪要

A
未有评级

600199.SS - 人民币 20.46

刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	135	35	33	164
相对新华富时A50指数(%)	156	34	25	180

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	556
流通股(%)	67.93
流通股市值(人民币 百万)	7,728
3个月日均交易额(人民币 百万)	457
主要股东(%)	
安徽金种子集团	32.07

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏斌为本报重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

金种子酒近年来走差异化竞争道路, 凭借独特的营销模式在安徽市场取得了骄人的增长业绩, 2010年公司主业增长在40%以上, 省内省外市场都有较好表现。省内17个地区销售收入至少有7个增幅在100%以上, 73个县市当中一半销售收入增幅在50%以上。省外市场100县布局目标已经完成1/4, 围绕省界重点布局的战略有其独到之处, 未来复制放量有较好基础。

主要发现

- 2005年以来持续快速增长, 2010年无论白酒主业还是核心主力产品都实现了快速增长, 势头良好。
- 公司2011年继续推进有选择的全国化战略和高档化战略, 两者将实现互动。预计558元及以上产品主要树品牌形象, 228元终端价的徽蕴6年将成为放量主流产品。
- 公司独特的厂商管理模式和营销模式在企业发展过程当中起到了关键作用。
- 公司“十二五”规划已经在制订当中, 目标宏伟。计划2015年实现销售收入40亿元, 市值400亿元, 各翻两番。

图表 1. 投资摘要 (市场预期)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	661.7	1,045.6	1,392.8	1,804.9	2,192.6
变动(%)	(15.99)	58.02	33.21	29.59	21.48
净利润(人民币 百万)	24.3	71.4	168.4	272.4	389.6
变动(%)	(7.57)	194.19	128.88	66.74	43.03
全面摊薄每股收益(人民币)	0.04	0.13	0.30	0.49	0.70
市盈率(倍)	458.8	156.1	66.2	40.9	28.6
每股现金流量(人民币)	0.55	1.18	(0.10)	0.48	0.52
净资产收益率(%)	4.20	10.94	19.78	27.40	33.42

资料来源: 万得资讯及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

2010年12月20日我们参加了金种子酒于合肥举行的投资者见面会，公司高层领导介绍了公司2010年基本运营情况，并介绍了公司“十二五”规划的纲要内容。

参加会议的公司高层有董事长锁炳勋、副总经理张向阳、董事长助理周业升、董事会秘书金彪。

2010年高增是主基调

2010年公司销售情况良好，包括以下几个方面：

一是公司白酒整体呈现高速增长，初步估算整体销售增速在43%-45%，自2005年来持续高增。

二是核心主力产品保持高增长，预计全年“柔和”（含柔和经典）以及恒温窖藏系列同比增长40%，突破1,000万箱；“祥和”种子酒同比增长在40%左右，醉三秋同比增长也在20%左右。

三是省内17个地区总体在前4年高速增长基础上继续实现大幅增长，截至11月30日，17个地区当中，蚌埠（皖酒所在地）销售增长170%以上，淮北地区增长166%以上（口子酒所在地），六安增长104%以上（迎驾所在地），合肥增长100%以上，宣城、淮南、宿州销售同比增长均超过70%。

独立考核的73个县市中一半销售增长50%以上，18县市增幅超过200%，8个县市在100%以上，省内市场增幅大。

四是省外市场增长势头较好。05年提出两个聚焦，聚焦资源做强白酒主业和聚焦市场做强安徽市场，此后有一段时期省外市场有所收缩。09年确定开始重新做省外市场，随之成立省外市场拓展部。

省外市场起步晚，但进展快。截至11月末，已进入周边省份的23个县市，基本分布于湖北、河南、江西、江苏和天津，新近又进入了徐州等三个县市，目前正在运作的省外县市总计有26个。省外市场表现不错，例如在湖北咸宁地区，仅嘉鱼县级市场预计全年可突破1,000万销售收入，荆州市市场也已进入，销售势头也不错。河南省重点开拓了4地区——信阳、驻马店、周口和商丘，距离阜阳的距离都在300公里以内，甚至比阜阳离合肥还近，符合公司省外市场开拓的整体打法。

总体看，2010年还是省外市场开始起步的阶段，部分县市表现较好，但总量占比依然较低。

下一步的想法——销售方面（2011年）

第一，进一步强化实施本土化策略，省内市场重点做。安徽市场是金种子酒的立业之本，不论是生存角度还是未来发展角度都要坚持省内根据地地位不动摇。此外，安徽白酒消费潜力依然巨大，官方数据显示安徽白酒消费规模是120亿元，如果将未计入统计的量统计进来，市场应该更大。安徽经济持续向好，按年均15%增速计算，3年后市场规模应在180-200亿，公司的市场份额应当可以达到15%-20%之间，即27亿-36亿元。

本土化战略还包括——全系列和全价位领先的目标。目前公司在省内17个地区当中的阜阳、宿州、安庆、巢湖、黄山、马鞍山六个地区处于整体份额第一，其他市场主要是某一价位的市场第一或是某个地区的部分县市居第一。

安徽名酒较多，公司采取“差异化竞争”，在其他酒厂主销地区采取聚焦主要价位产品策略，先做大再做强，避开商务政务市场，主打祥和系列，取得较好效果，在亳州地区（古井）取得8,000万销售收入，六安地区（迎驾）取得6,000万以上收入，这两个地区未来仍有翻番空间。

公司未来将继续迅速扩大战果，加快先进市场经验复制和推广，未来继续将局部市场优势放大为全局市场优势，单一价位优势发展为全价位优势。

第二，继续实施全国化战略，省外市场抓重点，以地级市场为单位，板块拓展，以县级单位，小区域高占有。未来重点布局5个省15个地区100个千万级县，实现省外市场整体销售10亿以上。目前已经进入26个，从市场运作策略看，公司不会分散资源全面投入，而是集中资源重点打造样板市场。公司所谓的全国化是有重点的全国化，确保做一个成功一个。

板块市场运作有效避免了点状市场的风险。公司认为点状市场不容易形成口碑，宣传也不易起效。

公司全国化战略的实施严格控制在这5省15个地级行政区内（100个县），不会全面铺开。如果这些市场运作成功，我们认为公司“再造一个安徽市场”的目标实现是比较乐观的。预计在2011年年底，100个县市的布局基本可完成。这其中靠近省界的10个地区79个县，人口6,700万以上，相当于又一个安徽市场（73县市，6,500万人口）。

第三，2011年全面实施高档化战略。 公司认为推出高档化战略有其前瞻性和必要性：

1. 中高端白酒消费人群持续增长，区域性品牌有必要且有力量依靠地缘优势抢占这一市场；200-800元价位的白酒市场将可能全面让位于区域品牌，区域性品牌完全可以打败五粮液和茅台的中档产品；
2. 白酒精神消费品属性越来越突出，预计不久的将来，安徽市场200元以上的白酒将成为消费主流，这在江苏市场已经成为现实。公司目前着手推出高档产品是未雨绸缪，加快市场培育，满足消费升级，满足未来主流消费的需求；
3. 金种子品牌整体提升的需要，也是市场和资源效益最大化的需要。公司目前150元以上产品太少，不符合公司未来出击省内一线市场和省外市场的目标；公司拥有较好的品牌资源和企业形象，拥有良好的经销商队伍和营销队伍，前期主打产品在100元左右和以内，这意味着现有网络营销等资源的未充分利用。
4. 徽蕴系列将是公司高端战略产品，也是未来的主流产品。徽蕴系列彰显徽文化，同时在价位上同柔和系列种子酒有效区隔。公司认为200元以上的徽蕴系列跟现有产品不但不矛盾，反而对种子品牌起到很好的拉升，尤其是柔和种子等，同时也对同一企业的其他品牌如醉三秋一样起到拉动作用。

徽蕴金种子系列现有三款，分为6年、10年和20年，酒店终端价格分别为228元、568元和1280元。10年和20年主要是树品牌形象，6年将是主销上量品种。

为配合高端酒的推出，公司将整合传播资源，强势营销，高举高打，注重名烟名酒店展示和核心酒店占有。广告方面，公司于央视购买两个时段广告，如央视二套中午12点新闻节目的插播，一套电视剧节目开始前的广告，元月1日开播（央视一年投入约3,000万），省级媒体包括安徽卫视，冠名了天气预报和7点新闻联播的报时，6点半安徽新闻联播三次15秒插播，非卫视高收视率节目“第一时间”的主持人电脑背板名称显示，此外还有安徽境内高速的大型广告立牌。

未来公司还可能推行每一个加盟经销商设立一个徽蕴金种子旗舰店，合肥两个旗舰店已装修即将开业，旗舰店要求形象好，门面大，是宣传的窗口，是公关工作开展的窗口。

公司也提高了徽蕴金种子招商门槛，地级市场经销商门槛为150万，县级100万，小型县50万，平均门槛为150万。

支撑销售发展的优势

公司总结了其自身支持销售发展的优势：

1. **经济实力优势。**公司白酒业务5年增长，产销规模和资金在省内具备优势，尤其是新近增发后，资金比较充裕。
2. **品牌优势。**公司将是省内唯一一家拥有2个驰名商标和2个老字号的企业。
3. **营销网络优势。**公司拥有强大销售网络，于全省拥有6,000名人员做终端；经销商层面，公司拥有148家经销商，经销商队伍普遍强于竞争对手。公司网络的最大优势是深度覆盖，以地市级和县市级及县级为主要支撑，渠道下沉带来独特的不可复制的竞争力。
4. **人脉资源优势。**公司认为其主要人脉资源是各级政府，他们是白酒消费方向标，同时也是未来高档酒发展的潜在资源。公司举了一例说明公司的人脉资源——公司新近于合肥（不是公司所在地阜阳）举办了大型晚会暨高档酒上市发布会，省级领导、阜阳市主要领导、以及73个县市的“厅局委办”全部派员出席。
5. **营销模式优势。**
 - 公司系统性多环节营销模式非常独特。其一，经销商队伍较强，以前白酒市场经销商起点都不高，公司率先推进经销商的公司化和规范化管理，在经销商选择上，对资金、人员配置、配送能力和办公场所都提出统一要求，因此金种子的经销商队伍起点都是比较高的。
 - 厂商合作关系和同业不同，实施厂商一体化管理，派出人员深入经销商内部管理，嫁接金种子文化，实现对经销商全盘掌控，对经销商进行分公司式管理——公司对经销商的管理是比较强势的。
 - 价格管理到位。公司变涨价为稳价，稳定的每年提一次，价格保持稳中有升，保证渠道利润，并适当以返利进行二次分配。
 - 实施保证金制度，防止窜货。

- 关注消费者，以消费为者为中心，以单位团购为龙头，商超酒店名烟名酒店多渠道互动。
- **渠道下沉和五个垄断。**公司注重渠道下沉和市场精耕，不设地区总代，也没有省级总代，市区经销商只作市区，县级经销商只作县级，区域划小，精耕细作。2010年提出的五个垄断是针对渠道下沉到乡镇，垄断乡镇长酒店——目标乡镇府消费、垄断乡镇宣传——政府门口的路灯杆、垄断主要的商超店、垄断主要的烟酒店，垄断好的分销商资源。五垄断保证了深度的精准营销和不可复制性。

增发情况介绍：机构报价超预期

定向增发已于12月13日公告完成，增发价16.02元/股，共增发3,433万股，净募集资金5.39亿元。

最终增发价格超公司预期和市场预期，估计公司定向增发心理价位在14元一线，但部分机构报价在16元以上，最高报价达16.60元一线。增发价格相当于发行日（2010年11月23日）前20个交易日股票均价16.21元/股的98.83%；相当于发行日公司收盘价16.25元/股的98.58%。

公司募资主要用于白酒主业的拓展。此次募集资金项目完成后，公司优质基酒产能将会较大幅度上升、基酒储备能力翻倍、销售网络将更为完善。机构投资者的踊跃参与显示了部分投资者对公司未来发展的乐观。

“十二五”规划初稿摘要

总的指导思想：坚持做强白酒主业不动摇（产业方向），加快变革机制（治理结构），推进结构升级（产品出路）。

主要任务：全力做强品牌，顺势做大市值，实现跨越发展。

主要定量目标：至“十二五”末，市值翻两番至400亿，销售收入翻两番至40亿（也即P/S=10），净利润翻两番至8.5-10亿元，上缴税金12亿，职工年均收入达4-5万。

六大任务：

1. 高标准建设金种子生态产业园，高效完成灌装中心、营销和物流中心等五个项目；
2. 高质量的推进市场全国化，省内市场做第一，省外市场抓重点，实施品牌战略，打造高端产品；
3. 2012年初启动再融资计划，继续推进以资本运营推动产业发展，当年6月完成此次融资项目的全部投资，新融资15亿以上，仍然投入核心主业；
4. 高层次构建金种子人才战略优势，包括外部引进和内部培养，内部培养中层技术人才300人，加快构筑人才群体优势；
5. 高效率完成集团整体改制，2011年底完成员工身份置换，对经营者实行年薪制，基础年薪+风险年薪，推出人员激励计划，其中核心人员进行股权激励，推行员工持股，提高弹性收入的收入占比；
6. 高起点推进生化制药资产的上市。

公司“十二五”规划指导思想明确，任务划分较细，具体实行还要看执行力以及各方面的条件是否配合。同改制相关联，董事长认为下一步的首要任务可能是引入战略投资者。

附：主要产品的价格情况

图表 2.主要产品价格情况

名称	出厂价/元	批发价/元	零售/元
祥和	30	36-42	45-55
柔和	50	60左右	商超 78，酒店 88-98
地蕴醉三秋	62	88	商超 98，酒店 118-128
天蕴	90		

资料来源：公开座谈会资料，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 12 月 20 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371