



东兴证券
DONGXING SECURITIES

金种子酒：六力铸就超预期高增长

——金种子酒（600199）深度调研报告

2009 年 12 月 17 日

强烈推荐/维持

金种子酒

调研报告

报告摘要：

- **公司 09 年实现十大突破，品牌影响力和销售增长挤进徽酒第一阵营** 近期实地调研发现，公司在 09 年实现投入有效性、核心产品价格管理、营销模式创新、营销网络建设、核心产品销量、品牌美誉度、毛利率提升、现金流增长、净利润规模和形象提升等十大突破，收入与效益高增长远超预期，其市场份额和品牌影响力等已挤进徽酒第一阵营，成为六朵金花之一
- **六力齐推，公司进入可持续高增长轨道** 一是以优秀的**领导力**主动转战二线市场，各方面皆有新思考和部署；二是以卓越的**品质力**吸引消费者，顺应白酒消费时尚潮流；三是以高度的**契合力**满足消费者，主打中档品牌酒，价格重心 50 元至 100 元左右，正好满足消费者诸多需求；四是以独特的**营销力**在本土品牌群雄逐鹿中独占鳌头，创建厂商合一的销售体制，在激烈竞争中取得主动权和市场份额，实现多赢；五是巧遇**外力**助推公司高成长，一方面是金融危机影响下的安徽各地区经济增速远超全国及许多地区，为公司销售超预期增长提供转机；另一方面消费者出于食品饮料安全性考虑，对品牌酒的消费需求突然增长；六是以卓越的**资源整合力**谋划崭新的未来在“三好”——好品质、好机制和好团队——基础上，充分整合内外资源，优化和扩大基酒生产能力和规模，积极创建白酒高端品牌（2010 年 5 月将推出高端品牌“金种子”），规划新的生产基地，适时拓展新的业务（房地产开发等），提升发展空间
- **业绩预测与评级：**鉴于公司具备持续高增长能力，2009-2011 年净利润增速从 170%、100%和 55%调升至 175%、145%和 60%，EPS 从 0.24 元、0.51 元和 0.70 元调升至 0.25 元、0.60 元和 0.98 元。以目前白酒平均 38 倍 PE 测算，公司 2010-2011 年对应股价区间为 23 元至 36 元左右，与目前股价有 53%-145%左右提升空间；以第二阶段增长率 10%、长期增长率 3%等为假设，公司绝对估值 20.3 元，绝对估值区间为 17-26 元左右，升幅同样很大，故维持“强烈推荐”评级

财务指标预测

指标	07A	08A	09E	10E	11E
营业收入（百万元）	787.62	661.70	1,057.85	1,425.57	1,788.99
增长率（%）	1.76	-15.99	59.87	34.76	25.49
净利润（百万元）	26.25	24.26	71.32	157.44	256.26
增长率（%）	42.59	-7.57	170.03	79.92	55.41
每股收益(元)	0.10	0.09	0.25	0.60	0.98
净资产收益率（%）	4.76	4.20	11.37	21.14	27.73
PE	150.80	167.56	55.12	24.97	15.34
PB	7.13	6.81	6.27	5.28	4.25

刘家伟

食品饮料行业分析师

010-66507309

liujw@dxzq.net.cn

MSN: ynnljw999@hotmail.com

资产负债表数据

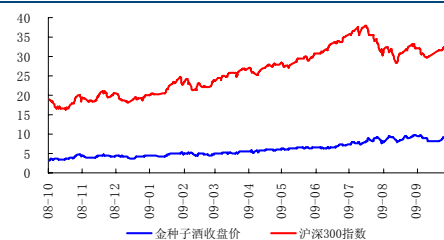
(09.9.30)

总资产（百万元）	914.16
股东权益（百万元）	626.38
每股净资产（元）	3.39
市净率（X）	3.74
负债率（%）	31.48

交易数据

52 周股价区间（元）	3.88-15.90
总股本（亿股）	2.61
总市值（亿元）	39.3
流通市值（亿元）	39.3
总股本/流通 A 股	1
流通 B 股/H 股	/
52 周日均换手率	65.45

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

- 1.金种子酒：做强白酒主业 打造百年品牌——白酒行业上市公司调研报告系列之一 2008.10.13
- 2.五粮液：历经风雨 巨人应更强大——五粮液（000858）深度报告之二 2009.10.20
- 3.寒冬逢瑞雪 好酒好时节——食品饮料行业 11 月投资策略 2009.11.6
- 4.销售看好 高成长可持续 维持强烈推荐评级——金种子酒（600199）持续跟踪报告 2009.11.2
- 5.金种子酒：苏醒巨人 二线品牌典范——金种子酒（600199）深度报告 2009.11.20

目 录

1.09 年实现十大突破 进入徽酒第一阵营	4
1.1 09 年销量收入效益均远超预期	4
1.2 09 年实现十大突破	5
1.3 市场份额与品牌影响力挤进徽酒第一阵营	7
2.六力合推 公司进入可持续高增长轨道	7
2.1 以优秀的领导力主动转战二线市场 各方面思考部署到位	7
2.2 以卓越的品质力吸引消费者 顺应白酒消费时尚潮流	9
2.3 以高度的契合力满足消费者的购买欲望和购买力	10
2.4 以独特的营销力在本土品牌群雄逐鹿中独占鳌头	10
2.5 巧遇外部力助推公司高成长	11
2.6 以卓越的资源整合力谋划崭新的未来	15
3.业绩预测、估值与评级	16
3.1 业绩预测	16
3.2 相对估值与绝对估值	17
3.3 投资评级：维持强烈推荐评级	17

表格目录

表 1：2007-2009.1-10 金种子酒三个主打产品销售情况及其占比	4
表 2：金种子酒主要销售地区排名及安庆地区销售情况	4
表 3：本次实地考察主要拜访情况	5
表 4：公司主打产品和主销区域的销售、份额与品牌影响力	7
表 5：公司主要产品一批价格和终端售价	10
表 6：2008-2009 各季度全国、京沪、安徽、阜阳、泉州、惠安等 GDP 增速情况	13
表 7：金种子酒主要控股和参股公司的 2008-2009 中期经营情况（单位：万元）	16
表 8：金种子酒 2007-2013E 主业业绩指标（含医药等收入）	17
表 9：金种子酒绝对估值结果汇总	17

插图目录

图 1：2009 年前三季度合肥、泉州等地 GDP 增速对比	6
图 2：金种子酒主业利润占比情况	8
图 3：金种子酒控股股东及持股比例	8
图 4：金种子酒主打产品醉三秋品质简况	9
图 5：金种子酒主打产品柔和种子酒品质简况	9

图 6：金种子酒主打产品醉三秋简况.....	9
图 7：金种子酒主打产品柔和种子酒简况.....	9
图 8：金种子酒主打产品柔和种子酒简况.....	9
图 9：我国白酒行业具有五大驱动因素	12
图 10：我国白酒消费增长的主要逻辑.....	12
图 11：我国二线白酒品牌消费增长的主要逻辑.....	13
图 12：2009 年前三季度合肥、泉州等地 GDP 增速对比.....	14
图 13：2009 年上半年安徽省会及 16 市 GDP 增速与全国及京沪排名	14
图 14：2009 年中期安徽及一会十六市 GDP 总额排名	14
图 15：2009 年前三季度合肥、泉州等地与全国等社会消费品零售总额增速对比	15
图 16：09 中期阜阳、安徽财政收支增速与全国比较	15
图 17：09.1-9 月兰州、阜阳等财政收入增速比较.....	15

我们近期联合部分机构投资者前往合肥、阜阳等地与安徽金种子酒业股份有限公司（下称“公司”）主要高管及部分经销商进行了比较广泛而深入的交流，本人实地考察了安庆、铜陵、芜湖、黄山等地，最远到过乡村，拜访了公司主打产品“醉三秋”、“柔和种子酒”与“祥和种子酒”的部分销售渠道——酒店、烟酒商行、超市、餐饮等。此行打消了我们此前对公司主打产品在销量、收入和效益方面突然大幅增长之疑惑，我们对公司进一步良性发展和持续高增长有了更加清晰的认识，预计公司发展空间将会十分广阔。

1.09 年实现十大突破 进入徽酒第一阵营

1.1 09 年销量收入效益均远超预期

本次调研给我们最深刻的印象是：无论是公司方面还是经销商方面，言语间都透露出极为振奋的心情和感受：“没想到”09 年公司主打产品“醉三秋”、“柔和种子酒”与“祥和种子酒”在销量、销售额以及效益方面突然爆发式增长，远远超过预期：前三季度这三大产品比 08 年全年增长 37.5%、62.96%和 138.81%，总量增长超过 30%。

表 1：2007-2009.1-10 金种子酒三个主打产品销售情况及其占比

	地蕴醉三秋	柔和种子酒	祥和种子酒	其他	合计	三大产品销量占比
07 年	484	425	566	2525	4000	36.88%
08 年	800	1350	1340	6510	10000	34.90%
08 比 07 增减	65.29%	217.65%	136.75%	157.82%	150.00%	-
09.1-10	1100	2200	3200	8500	13000	50.00%
09 前三季比 08 增减	37.50%	62.96%	138.81%	-0.15%	30.00%	-

资料来源：东兴证券研究所

表 2：金种子酒主要销售地区排名及安庆地区销售情况

销售额排名	地区	安庆市	销售产品	09 年预计销售额（万元）
1	阜阳	潜山县	柔和种子酒	4000
2	安庆	枞阳县	柔和种子酒	4000
3	宿州	望江县	柔和种子酒	3000
4	巢湖	岳西县	柔和种子酒	3000
5	黄山	桐城市	祥和种子酒	2500
6	芜湖	怀宁县	祥和种子酒	2500
7	铜陵	太湖县	祥和种子酒	2500
8	马鞍山	安庆市区	醉三秋、柔和种子酒	2000
9	-	宿松县	祥和种子酒	400
合计				21000

资料来源：东兴证券研究所

· 两个实例 ·

- 芜湖经销商“芜湖吉丰商贸有限公司”负责人：近几年一直在培育市场，07 年开始做，今年冲破一个拐点，做到全省醉三秋单品销量第一，达到 40 万箱，160 万瓶，相当于 800 吨。08 年组织芜湖市奥运观摩团，为安徽省观摩团服务，与观摩团成员建立了良好关系，许多很快成为我们的重要客户。仅芜湖一个地区我们的品牌推广部就有 50 多人。我们也是黄山市屯溪区经销商，08 年销售额 1200 万元，今年可达 1800 万元，增长 50%左右。

- 安庆市经销商“安庆柔和铭酒商贸公司”负责人（负责全市迎江区、大观区和宜秀区三个区销售）：今年新上市柔和经典一个多月以来，定价和近几年卖得很好的“五年口子窖”差不多，酒店终端售价 128 元，超市卖 98 元，由于销售方式多种多样，如组织 100 多人的港澳旅游团，前几天刚回来，销售效果特别好，1 个多月之内卖出 900 件，相当于 3.6 万瓶，按照每瓶 88 元计算，销售额就达 300 多万元，目前是先打款后付货，这在前几年“想都不敢想”。

表 3：本次实地考察主要拜访情况

受访者	单位	职务	访谈形式
多位主要负责人	安徽金种子酒业股份有限公司及集团公司	高管	座谈
胡继峰	芜湖·黄山市吉丰商贸有限公司	总经理	座谈
陈国兴	马鞍山市吉鑫商贸有限公司	总经理	座谈
徐冬梅	安庆柔和铭酒商贸有限公司	总经理	茶聊
朱新民	安庆市柔和铭酒商贸有限公司	常务副总经理	茶聊
业务员	合肥市宜力商贸有限公司		聊天
烟酒柜台负责人	合肥百货股份有限公司		聊天
白酒销售人员	合肥市合家福超市		聊天
负责人	上海华联超市合肥徽州大道门店		聊天
服务员	合肥木子酒店		聊天
服务员	安徽饭店		聊天
售货员	安徽饭店门前名烟名酒商行		聊天
负责人	安庆市昌隆烟酒商行		聊天
售货员	安庆市大华超市烟酒柜台		聊天
售货员	安庆市大翔超市烟酒柜台		聊天
老板夫妻	安庆市黄山小饭馆		聊天
售货员	铜陵市某烟酒商行		聊天
售货员	黄山市台客隆超市		聊天
冯继周	黄山名烟名酒店售货员		聊天
老板及服务人员	黄山市好想来饭店		聊天
无名氏若干	安庆市大观区；黄山市屯溪区、歙县及徽州区等 20 多家烟酒商行		聊天

资料来源：东兴证券研究所

1.2 09 年实现十大突破

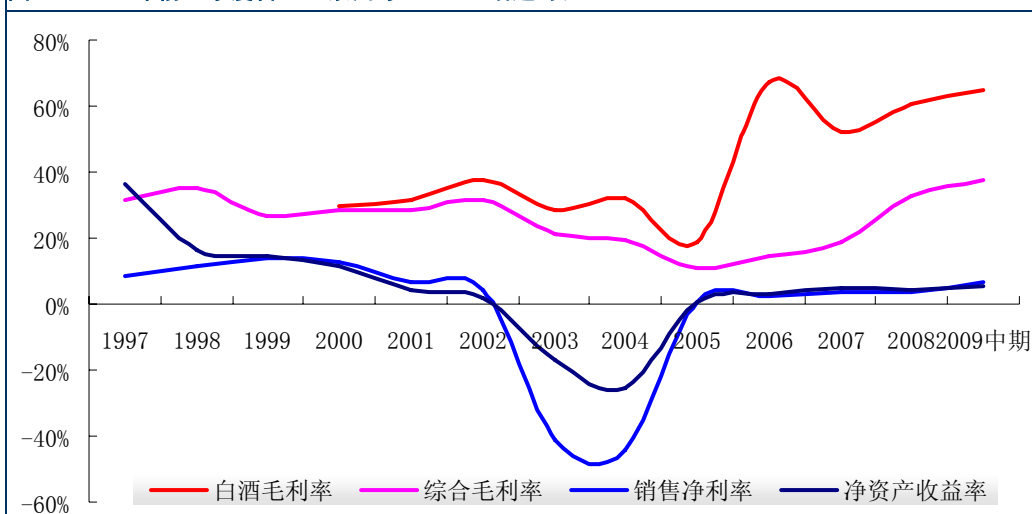
据公司介绍，09 年早些时候，《糖业烟酒》杂志有这样一个评价：省内惟一可以改变安徽白酒格局的是金种子酒，这个评价具有很高的份量。公司“醉、柔、祥”三大产品自从 2005 年开始导入市场以来，销量以年均 50% 以上的速度增长，净利润则在 2009 年实现飞跃。总结起来，公司已实现十大突破：

一是市场投入有效性的突破，主要包括在已有的“多盘互动”模式基础上，在名烟名酒店里搞店中店，变成专卖店，投入少、见效快。到 2009 年，公司连续四年多的较大规模宣传投入，对市场引起了化学反应，消费者对公司品牌和产品的认可开始逐渐加速提升，效果越来越好；二是核心产品价格管理方面的重大突破，主要是理顺价格体系，统一价格，包括及时提价，提升价格档次；三是营销模式创新，即实现了厂商一体化，经销商的公司化运作，对经销商可以掌控，可以全面贯彻金种子酒的营销思路与文化；四是网络建设，网络下移向乡镇延伸，所有镇都有铺货；五是核心产品销量突破，单品营销质量很高，培养知名度、美誉度和忠诚度；六是美誉度的突破，单品上量，预想不到，对培育美誉度极大提升；七是毛利率突破，目前达到 65%，产品获利能力在二线品牌中

最高；八是现金流量增长突破，增速达到 200%，这是核心指标；九是净利润规模突破，前三季度超过 4500 万元；十是形象提升突破，将为资本市场提升形象奠定基础。

公司特别引以自豪的是，公司根据市场供需情况，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调升 10%-18%，这是 2009 年以来白酒行业公开表示提价幅度最大的，提价后，不仅没有减少销量反而刺激销售，增加销量。截至目前公司取得了主打产品价增量增效益递增的效果。公司酒业毛利率和销售净利率 09 年中期继续较大幅度提升。从酒业毛利率看，已从 2007 年的 52.14% 升至 2008 年的 60.72% 和 2009 年中期的 65.02%，处于持续提升态势；综合毛利率则从 2005 年的 10.86% 持续提升至 2008 年的 33.02% 和 09 年中期的 37.83%，销售净利率和净资产收益率也有较大提升

图 1：2009 年前三季度合肥、泉州等地 GDP 增速对比



资料来源：东兴证券研究所根据公司披露信息整理

· 四个实例 ·

- 公司及有关地区销售负责人：地蕴醉三秋单品销量排名：芜湖、阜阳、合肥、淮南和铜陵，芜湖市醉三秋单品销量可以达到 4000 万元以上；铜陵增长很快，09 年 1-10 月卖了 5 万箱，柔和种子酒 09 年销售额可能会达到 4000 万元
- 合肥经销商“合肥宜力商贸公司”业务员：我们主要销售醉三秋和柔和种子酒，08 年销售额 4000 万元，09 年将达到 6000 万元，增长 50%。由于竞争激烈，种子酒公司去年投入合肥市场 2000 万元，今年投入接近 4000 万元，处于高投入高产时期，或者说合肥已成为成长性市场
- 安庆市经销商：在安徽，白酒品牌众多，近些年大有“你方唱罢我登场”的趋势，一些品牌红火一两年就消退甚至消失了（如双轮池），一些品牌则持久性极强，种子酒属于第三类型：不容易火起来，但一旦火起来就不容易消退
- 马鞍山市经销商：09 年卖出 20 万件柔和种子酒，每件 4 瓶，达 80 万瓶，相当于 400 吨

1.3 市场份额与品牌影响力挤进徽酒第一阵营

白酒业界素有“东不入皖西不入川”之说，意即安徽和四川是我国非常突出的白酒产销大省，这两大区域白酒形成了明显的概念——川酒和徽酒，不仅消费量大，而且品牌众多、竞争激烈。不过，就价位档次、产品品质、销售规模与效益，以及品牌知名度、美誉度和影响力等多方面综合考察，“徽酒”总体属于全国性白酒品牌第二阵营，或者说属于二线品牌，四川则具有雄霸国内白酒第一阵营的实力。

就徽酒而言，近几年迅速崛起，出现了“徽酒三个阵营”说和“六朵金花”说：以口子窖、迎驾和公司为第一阵营，古井贡、高炉家和皖酒为第二阵营，处于第一二阵营的这六家白酒企业又被誉为“徽酒六朵金花”；其他如文王酒等为第三阵营或小品牌，有些品牌的销售和影响力甚至局限一个市、一个县等，如宜酒、黄山、宣酒、金裕皖、金临水、六尺巷等，分属于安庆市、黄山市、宣城市、桐城市、怀宁县等。

公司挤进徽酒第一阵营的主要标志是市场份额和品牌影响力。在安徽“省会城市合肥+十六个地级市”区域内，白酒销售额总体上有 100 亿元多一点，公司主要市场在阜阳、安庆、宿州、巢湖、黄山、芜湖、铜陵和马鞍山等地，也就是接近省内区域一半，而覆盖面则基本上全省覆盖。这些主要销售区域每个地区均有着至少 4000 万元以上销售额；“柔和种子酒”早在 2007 年就已经成为皖南白酒第一品牌。

表 4：公司主打产品和主销区域的销售、份额与品牌影响力

地区	主打产品销售、市场份额及品牌影响力
阜阳	公司总部基地，最大销售额有 4 个亿，公司销量、收入和利税在当地是当仁不让的第一名，醉三秋市场份额绝对居首位
合肥和安庆市区	醉三秋市场份额排在第三位
安庆下属若干县、乡、镇	祥和种子酒成为销量遥遥领先、市场份额占绝对优势的同价位档次品牌第一名
宿州、芜湖、铜陵、马鞍山和黄山等	醉三秋与柔和种子酒在市场份额排在第一、二、三名不等
皖南地区	柔和种子酒早在 2007 年起成为第一品牌

资料来源：东兴证券研究所

· 实例 ·

- 黄山出租司机：目前喝白酒最常喝、喝得最多的是柔和种子酒，因为它很有品牌、品质、价格和口感优势

2. 六力合推 公司进入可持续高增长轨道

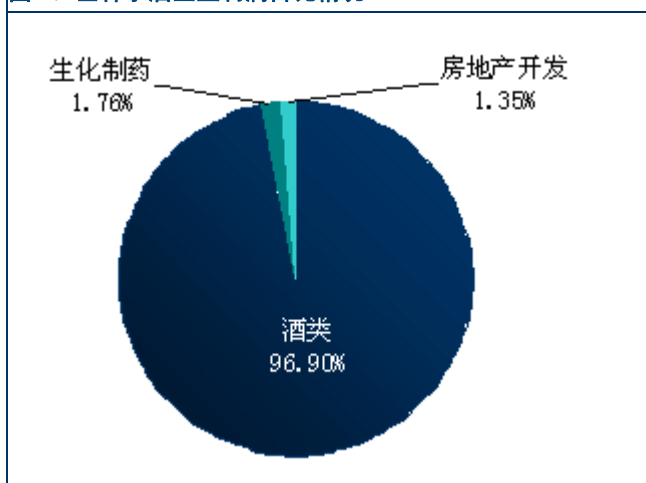
我们认为，公司之所以在 09 年进入高速增长轨道，且表现出较强的可持续性，主要在于公司具备六种力量——领导力、品质力、契合力、营销力、外部力与整合力。

2.1 以优秀的领导力主动转战二线市场 各方面思考部署到位

以锁炳勋董事长为核心的优秀管理团队 2005 年开始主动转战二线区域，在战略规划、观念创新、体制创新、资源整合以及公司治理等方面全方位出击，历经三年多苦战终于迎来销售拐点，步入高增长轨道。

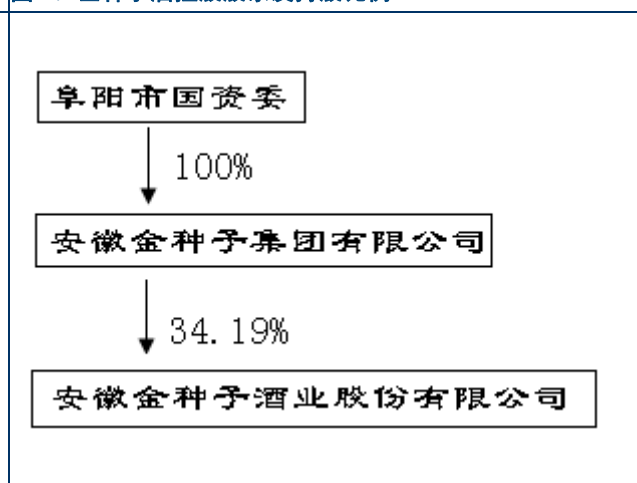
- 在地方国有企业中实行民营化运作，干部能上能下，收入能升能降，效果十分显著。1997年锁炳勋董事长管理下的麻纺厂实施三项制度改革，干部能上能下、工资能高能低、人员能进能出，尤其是实行干部聘任制，竞争上岗，被国家经贸委选定为好管理经验典型加以介绍推广，他本人担任过两届全国人大代表。可以认为，公司领导班子具有优秀的管理经验、能力和胆略，以及广泛的资源；
- 多年来，公司形成了一支稳定、敬业、善于管理、营销和创新的队伍，拥有精明能干的管理团队，具有明确的战略目标、实用的策略手段和灵活的方式方法，尤其是不断创新的理念，认为理念新，值千金，要下决心做大做强白酒主业，并且志在长远，要做“百年品牌”。采用业内流行的盘中盘营销模式，并加以创新，与经销商形成独特的厂商合一营销体制；
- 公司 2005 年开始创建醉三秋、柔和种子酒和祥和种子酒三个中高端品牌，将市场优先定位于省内二线区域——市县镇作为重点，全面到位，潜心培育，省外优先考虑临近省份，逐步推进全国化。省内首先选择阜阳地区作为突破口，醉三秋很快成为阜阳市政府招待指定用酒，阜阳作为公司大本营，销售很快迅速增长，成为最大的市场，至今仍然是公司销售额和利润最大的地区；
- 公司治理结构较为规范。公司已于 2007 年 11 月完成公司治理专项整改，一直以来未受到监管部门处罚。公司控股股东——安徽金种子集团有限公司是经阜阳市人民政府批准设立的国有独资公司，经安徽省国资委批准成为国有资产投资主体并授权经营，其实际控制人为阜阳市国资委。醉三秋成为阜阳招待用酒在白酒企业中较为独特，说明当地政府和实际控制人对公司扶持力度很大，希望公司做强做大。

图 2：金种子酒主业利润占比情况



资料来源：东兴证券研究所根据公司公开披露信息整理

图 3：金种子酒控股股东及持股比例

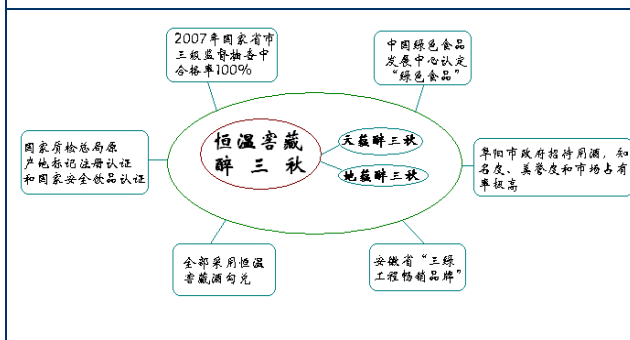


资料来源：东兴证券研究所根据公司公开披露信息整理

2.2 以卓越的品质力吸引消费者 顺应白酒消费时尚潮流

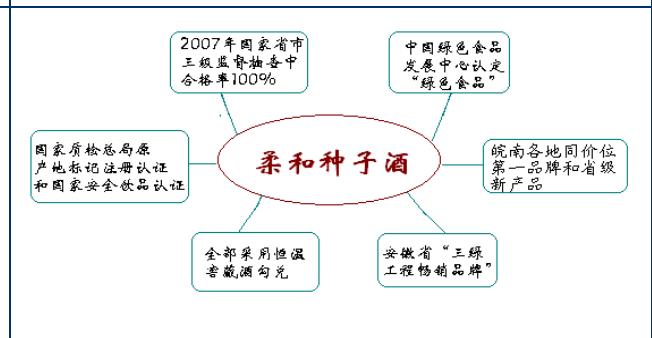
公司产品均为绿色产品，为安徽著名品牌，多次获得国家和安徽省多项认证；主打产品以柔和口感为特色，好合不上头、不易醉，符合白酒消费时尚。

图 4：金种子酒主打产品醉三秋品质简况



资料来源：东兴证券研究所根据公司公开披露信息整理

图 5：金种子酒主打产品柔和种子酒品质简况



资料来源：东兴证券研究所

图 6：金种子酒主打产品醉三秋简况



产品名称：地蕴醉三秋

发布时间：2008-11-25

恒温窖藏醉三秋三大品质突破：

1. 克服了温度对酯化、水解反应的可逆性的影响，使酒体品质异常稳定；
2. 更有利于氢键结合作用力明显，使酒体品质绵柔无比；
3. 更有利于去除酒体中任何一丝杂味，使酒体品质极度纯净

资料来源：东兴证券研究所根据公司公开披露信息整理

图 7：金种子酒主打产品柔和种子酒简况



产品名称：柔和 种子酒

发布时间：2008-11-22

详细介绍：

独特柔和型白酒，口感绵柔无比，不冲不刺；突破性的分离了醛类化合物，有益身心健康；采用东北绿色基地原料，全程绿色环保工艺酿造

资料来源：东兴证券研究所根据公司公开披露信息整理

图 8：金种子酒主打产品柔和种子酒简况



产品名称：祥和种子酒

发布时间：2008-11-17

详细介绍：

独特柔和型白酒，口感绵柔无比，不冲不刺；
突破性的分离了醛类化合物，有益身心健康；
采用东北绿色基地原料，全程绿色环保工艺酿造

资料来源：东兴证券研究所根据公司公开披露信息整理

2.3 以高度的契合力满足消费者的购买欲望和购买力

二线区域与一线城市相比，消费者收入水平较低，但消费欲望和习俗较强，随着收入的增长而不断提升白酒消费档次，公司主打中档品牌酒，价格重心 50 元至 100 元左右，正好满足消费者诸多需求。

表 5：公司主要产品一批价格和终端售价

产品名称	一批价格（元/瓶）	终端售价（元/瓶）	注
柔和珍藏版种子酒	208	308	新上市
天蕴醉三秋	188	258-268	销售一般
柔和经典种子酒	108	158	新上市
地蕴醉三秋	88	118-128	销售较好
柔和种子酒	70-72	98	（销量最大品种）
种子酒	20	25-28	销售较好
特供种子酒	15	20 以下	销售较好

资料来源：东兴证券研究所

2.4 以独特的营销力在本土品牌群雄逐鹿中独占鳌头

2008 年，公司强力提升营销水平，营销出现重大变化，成功打造六种营销机制：一是聚焦资源做单品与多盘互动相结合的市场运营机制；二是持续提价与稳价相结合的价格机制；三是经销商与厂家相结合的一体化运营管理机制；四是公益营销与热点造势相结合的品牌提升机制；五是预算制、审批制与包干制相结合的市场运作机制；六是市场打假与维权相结合的监管机制。2009 年 2 月投资 1000 万（全资）设立阜阳金种子酒业销售有限公司，意欲通过独立、规范地运作，完善公司经营管理控制体系和销售市场整体布局，加快实施主营业务白酒发展规划，增强对区域市场的管控能力，进一步做大做强主业白酒。这一举措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，成为公司销售发力、迈上新台阶的重要标志。

总体而言，公司推行的厂商合一销售体制主要特色在于：**第一，实行市、县或某区域独家代理制。**经销商是公司产品的专业销售商，不再销售其他产品，这有利于经销商专注于公司产品销售，并有销售排他性；县市分离，根据经销商的能力类划分，区域多大，一地一策；**第二，厂商合一，各司其职，共谋发展。**公司销售办事处主任担任经销商常务副总经理，经销商总经理担任办事处副主任，这样可以保证经销商严格按照公司要求的品牌宣传、价格策略等运营，但不会过多干预经销商的日常经营，从而可以在有效掌控经销商的同时，充分调动其有效积极性，经销商实际上成为公司的分公司；**第三，政策灵活，区别对待。**公司根据市场属于成熟期、长周期和初创期，给予不同的宣传费用预算或调整，做到一地一策、一人一策，十分灵活有效；**第四，加强价格管理，同时保**

障经销商利益，通过价格掌控、年终返点等手段，确保经销商的净利润稳定在相当的水平，从利益分配上稳定经销商队伍。如产品提价要做到终端价涨幅要大于出厂价。如柔和出厂价提 8 块，经销商都提 10 块，目前没有一家经销商违背公司的价格管理体系。有的经销商从 05 年就开始经销公司的产品，有的经销商则放弃别的品牌经销专做公司产品，并取得了良好回报；**第五，严格的处罚措施**。目前的厂商合一体制与过去的大流通体制相比有很大的管理优势，发现窜货可罚款 5-10 万，直至取消资格。公司 160 个经销商都向公司交纳保证金，根据销售规模 3-10 万不等，每个产品都有物流编码，每家卖的货都有喷码机在瓶盖上、外包装上，防止窜货，企业内部人员知道这种编码，公司有市场稽查部随时纠察。另外，如果经销商某些考核不达标，相应的宣传投入费用就不给报销。市场投入可以分季度投下去，经销商要报计划，审批合格就可以操作，费用会根据是否做到位而报销；**第六，营销模式上实行多盘互动，多渠道互动**，酒店、商超、团购、婚庆、烟酒店等并用，还在烟酒店、超市等开创店中店，想尽办法宣传和促销。主要是围绕品牌建设来投入，参加大量公益和热点活动以便拉升品牌，把企业营销与百姓关注的事情结合起来，如与合肥市工委合作，每消费 1 品酒，就为贫困生捐出 0.5 元，今年为大学生捐款达 200 多万元，另外还赞助冠名体育、赠送演唱会的门票等。

· 营销实例 ·

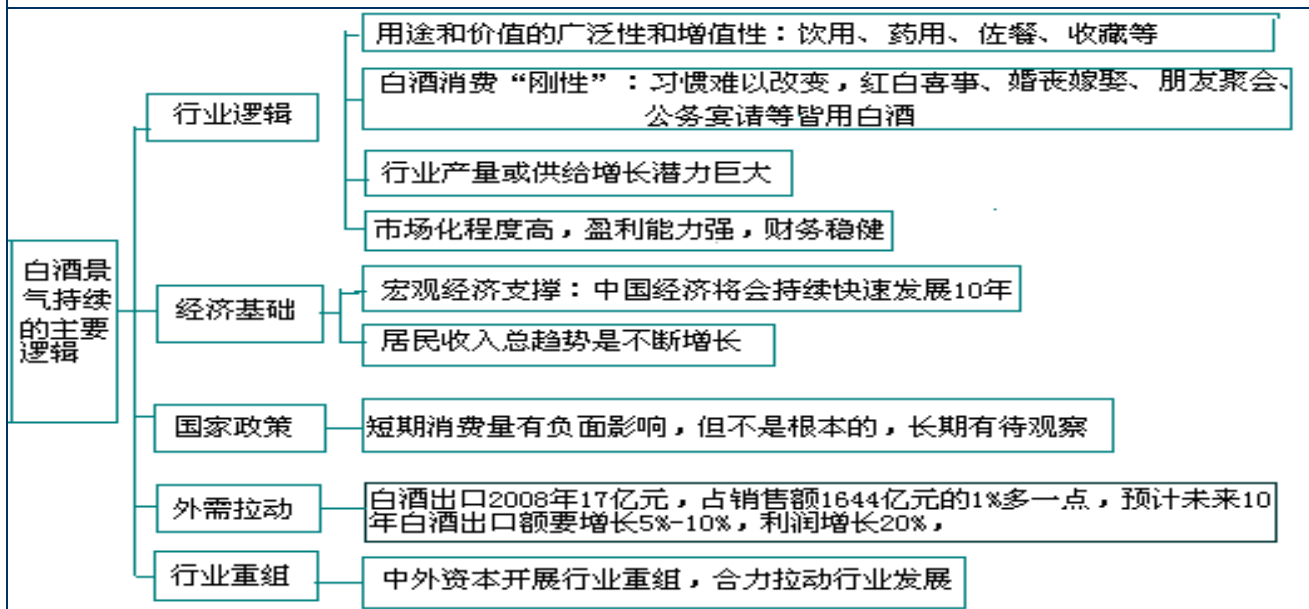
- 在公司主销区主要的广告发布载体上随处可见“好酒自然柔和·柔和种子酒”的广告语，这些载体包括街道路牌、烟酒店和酒店店牌、高层建筑外墙广告牌、超市标签等，如六安市的舒城县、安庆市的怀宁县，以及黄山的歙县棠樾村等公路路边，无论是烟酒行的店牌，还是一些饭店的店牌，随处可以见到同样的广告，这些广告充满了宣传和渲染醉三秋、柔和种子酒等的热烈氛围。
- 广告语大多集中于宣传醉三秋和柔和种子酒，而且既宣传经销商，又突出公司品牌，如黄山市屯溪区黄山中路路牌的广告词：“绵柔醉三秋·恒温窖藏·绿色工艺·黄山市利达行商贸公司总经销·安徽金种子酒业股份有限公司”；在合肥市合家福超市酒类专柜，我们看到醉三秋的促销广告：“迎新年·醉三秋精彩献礼·100%中奖，特等奖可获得宋祖英、刘欢演唱会门票”；在一些超市和不少烟酒店柜台，我们看到包装盒上印有“万台电脑共享”等促销语；我们甚至听到过民间流传这样的说法：喝金种子，生儿子，过好日子。
- 公司在销售方面采取很多有力措施，包括和联想共同推出万台电脑中奖活动、大小节日均有各类促销、酒店消费奖励等；在和经销商关系方面可以实行“一地一策”、“一家一策”。我们在合肥的一些酒店看到这样的促销横幅广告：菜肴满 158 元送价值 58 元的祥和种子酒一瓶，菜肴满 288 元送价值 98 元的柔和种子酒一瓶。

2.5 巧遇外部力助推公司高成长

一方面是金融危机影响下的安徽各地区经济增速远超全国及许多地区，为公司销售超预期增长提供转机；另一方面消费者出于食品饮料安全性考虑，对品牌酒的消费需求突然增长。2008 年金融危机对国内实体经济的冲击带给二线品牌良机，那些本来就无力或不远喝贵酒的消费者，退而求其次选择了口感和品牌都不错的二线白酒。更有甚者，这些地区的外出打工者在 08 年金融危机冲击后失业回到家乡，把在外地学会的品牌消费习惯通过言传身教带回家乡，培育了本土居民的品牌白酒消费意识和习惯。

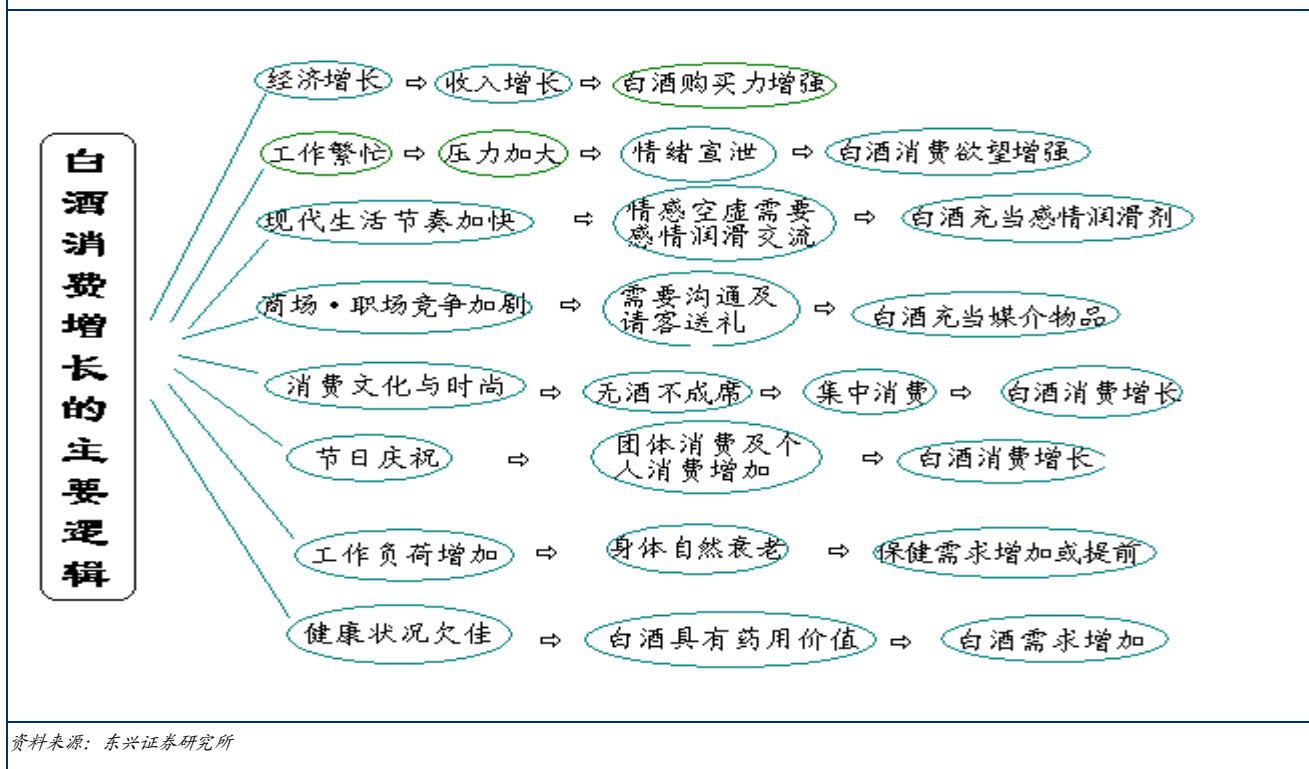
我们对比了 2009 年上半年安徽全省及各地区、全国、北京、上海、福建等区域的 GDP、财政收支及社会消费品零售总额增速发现，安徽占据很大优势，这使得公司产品消费具有很好的经济基础和实力，印证了二线区域经济、财政收支和社会消费品零售总额等增长较好可以带动这些地区白酒消费增长的内在逻辑。

图 9：我国白酒行业具有五大驱动因素



资料来源：东兴证券研究所

图 10：我国白酒消费增长的主要逻辑



资料来源：东兴证券研究所

图 11：我国二线白酒品牌消费增长的主要逻辑

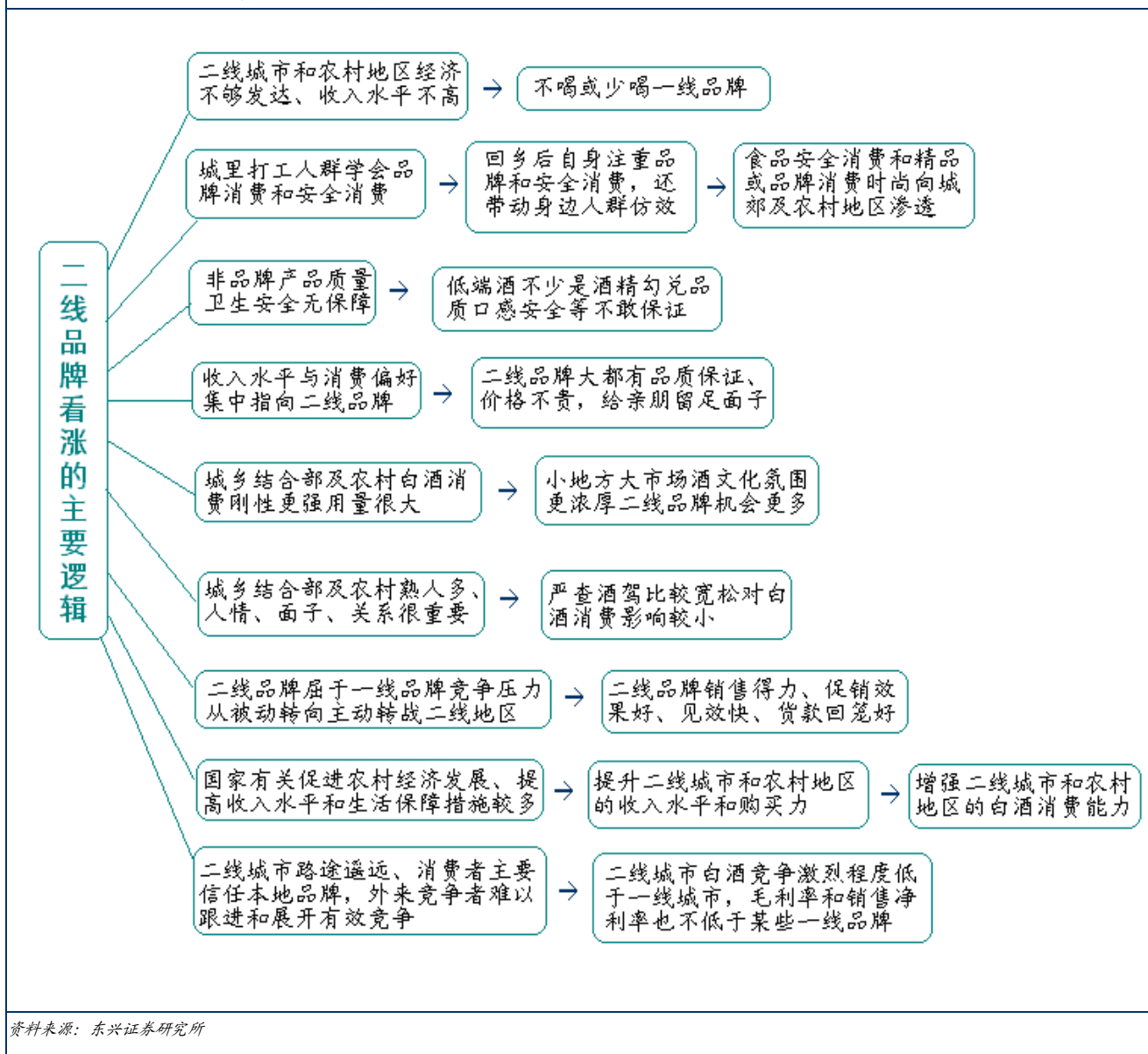
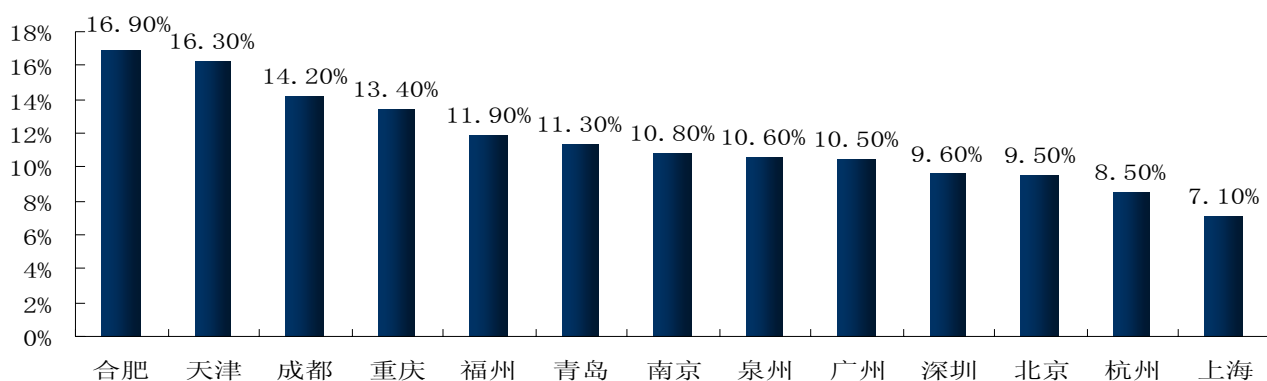


表 6：2008-2009 各季度全国、京沪、安徽、阜阳、泉州、惠安等 GDP 增速情况

	2008	2009Q1	2009Q2	2009Q3
全国	9.00%	6.10%	7.10%	7.70%
北京	9.00%	6.10%	7.80%	9.50%
上海	9.70%	3.10%	5.60%	7.10%
安徽	12.70%	11.60%	11.80%	12.90%
福建	13.00%	7.40%	8.50%	10.20%
阜阳	12.00%	-	10.20%	-
泉州	14.50%	-	8.50%	10.60%
惠安	15.00%	-	10.50%	9.20%

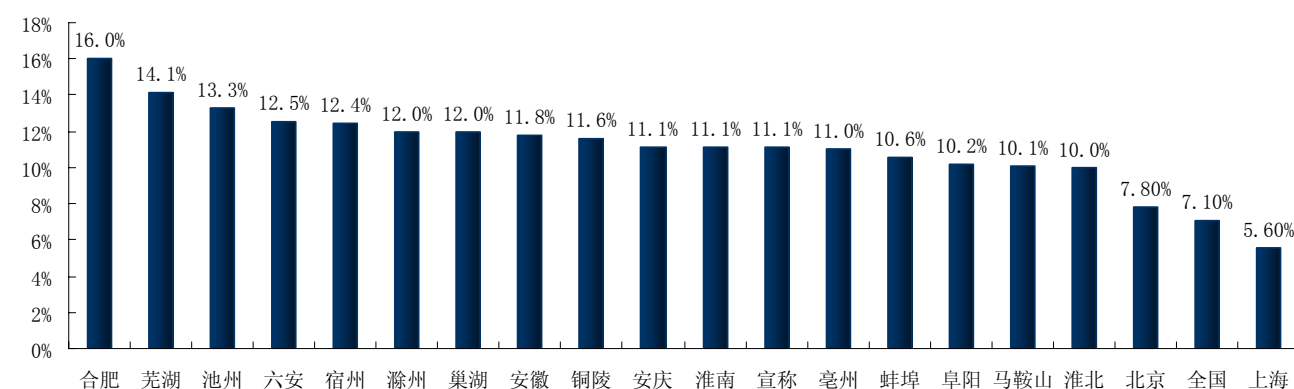
资料来源：国家统计局，各地经济社会发展统计公报

图 12：2009 年前三季度合肥、泉州等地 GDP 增速对比



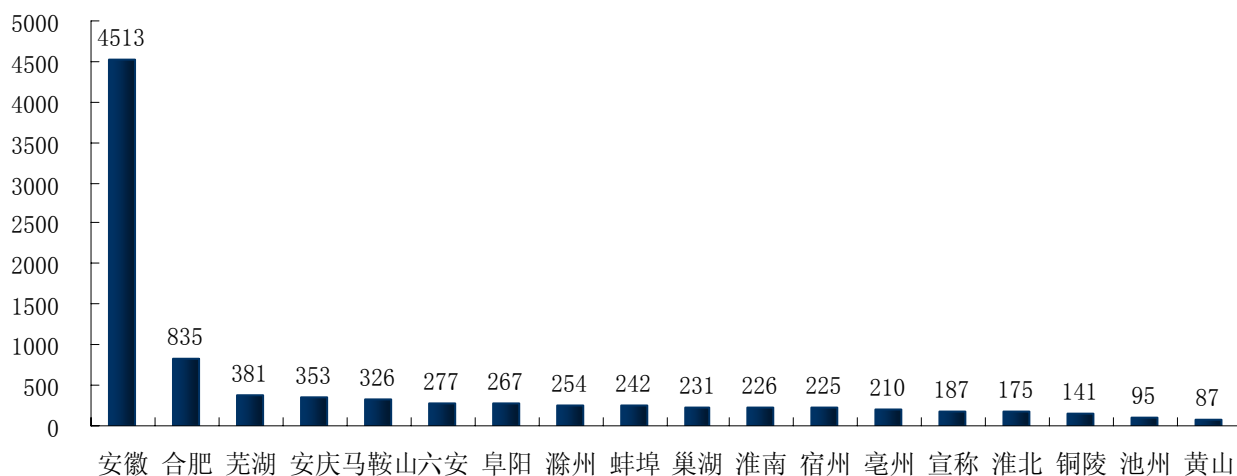
资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局、各地有关数据整理

图 13：2009 年上半年安徽省会及 16 市 GDP 增速与全国及京沪排名



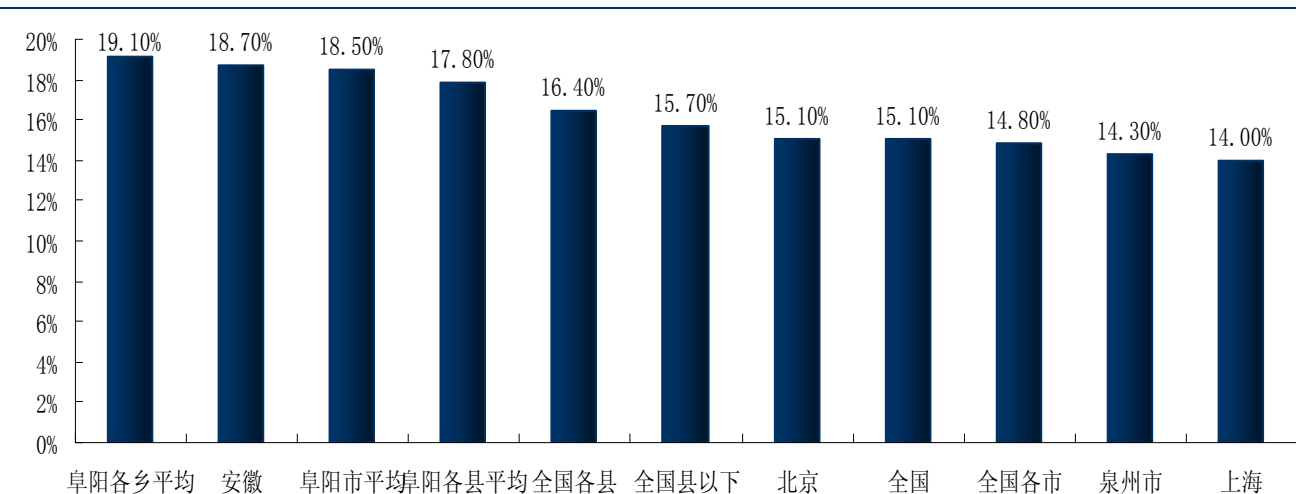
资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局、各地有关数据整理

图 14：2009 年中期安徽及一会十六市 GDP 总额排名



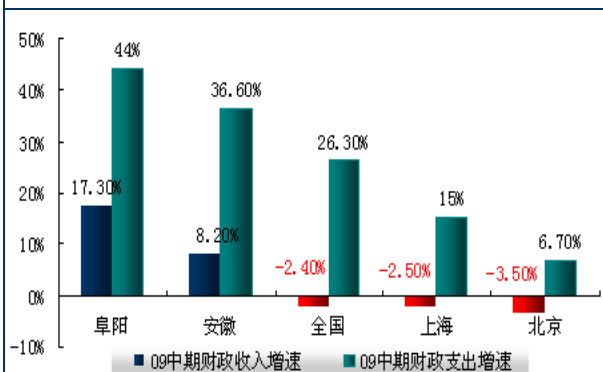
资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局、各地有关数据整理

图 15：2009 年前三季度合肥、泉州等地与全国等社会消费品零售总额增速对比



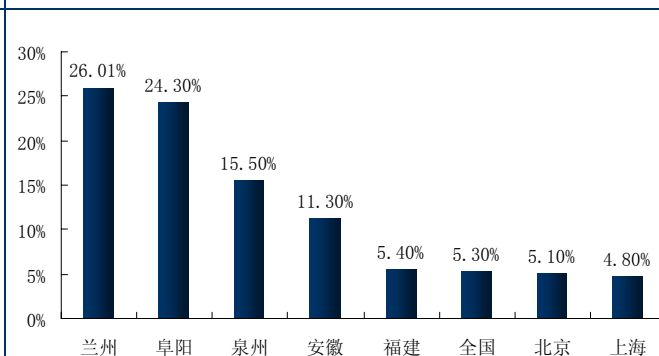
资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局、各地有关数据整理

图 16：09 中期阜阳、安徽财政收支增速与全国比较



资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局、各地有关数据整理

图 17：09.1-9 月兰州、阜阳等财政收入增速比较



资料来源：东兴证券研究所根据国家统计局、各地有关数据整理

2.6 以卓越的资源整合力谋划崭新的未来

在“三好”——好品质、好机制和好团队——基础上，充分整合内外资源，优化和扩大基酒生产能力和规模，积极创建白酒高端品牌（2010 年 5 月将推出高端品牌“金种子”），规划新的生产基地，适时拓展新的业务（房地产开发等），提升发展空间

- 09 年 4 月董事会决定自筹资金实施绿色食品优质曲酒技改项目，计划总投资为 1995 万元，建设期为 18 个月。项目实施后，能够年新增优质曲酒 3000 吨，解决主业白酒快速发展的“瓶颈”问题，进一步降低生产成本，稳定产品质量和风格，初步预测每年可新增效益 3000 万元
- 09 年 7 月 18 日召开股东大会，通过决议申请银行贷款 4500 万元、自筹 2250 万元，总投资 6750 万元，用于十条灌装生产线节水改造项目，建设期 12 个月，预计每年可新增销售收入 36000 万元，新增利税 10800 万元、新增效益 3500 万元
- 09 年 10 月 10 日参加安徽种子酒总厂（简称：种子酒总厂）政策性破产整体财产拍卖竞买，并以总额人民币 1570 万元竞买成功，已取得有关竞买成交确认书。种子酒总厂是安

徽金种子集团的全资子公司，拥有“颍州府”等当地有名的白酒品牌，此举可以达到减少关联交易、扩大产能等目的

- 生化制药业务可增添业绩亮色。制药分公司一次性通过了 GMP 再认证和医药经营 GSP 再认证；新开发的左氧氟沙星片剂正在临床试验，胰酶肠溶胶囊等三个产品获得国家批准文号，即将上市；国家二类新药阿克他利及四类新药地红霉素正在申请新药证书代理销售
- 房地产业务出现转机。上半年公司房地产业务产生 455 万元收入；土地储备近千亩，包括老厂址（玻璃厂、麻纺厂旧址等）搬迁后留下的地块 500 亩（已成为阜阳市中心城区并转为商业用地），以及在开发区新获得的 450 亩土地。目前可以算作商业用地的面积可达 500 多亩，价值 2.4 亿元以上
- 预计新建生产与办公新基地两年后完成，目前正在规划筹备之中，届时将会形成花园式的生产办公和旅游基地，公司产能也会扩张很大
- 省外市场将有重点地选择和经营。目前，广东、福建、海南、湖南、江苏、石家庄、山东菏泽以及天津等均有经销商。将逐步实现重点区域的扩张，向全国发展
- 公司目前正在聘请专业的机构进行策划，计划于 2010 年 5 月推出高端产品“金种子”，这是对曾经这一高端品牌的复归，价格将会覆盖三个区间：200 元以内、300 元左右和 1000 元以上，重点放在 300 元上下，借以提升公司高端形象，产生新的利润增长点。
- 2010 年公司计划实现产品经营与资本经营结合互动，价值、品牌和市场三个提升：通过资本市场提升产品知名度、美誉度和建立利益协同，打造企业、投资者和社会多方面满意的新格局。

表 7：金种子酒主要控股和参股公司的 2008-2009 中期经营情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	表决权比例	主业	总资产		主营收入		净利润	
				2008	09 中期	2008	09 中期	2008	09 中期
(1)安徽金太阳药业有限公司	3000	92%	中西药生产	7251	-	30942	-	70	-
(2)安徽金宇高速公路发展有限公司	55600	19.78%	高速公路建设管理	48020	66373.62	2038	73.96	38117	-180.78
(3)安徽颍上县金种子酒业有限公司	500	90.00%	白酒啤酒销售	29763	-	34142	-	2872	-
(4)安徽金种子集团阜阳房地产开发有限公司	2722	98.16%	房地产开发销售建筑装潢等	13055	355	-171	-	-	-

资料来源：东兴证券研究所根据公司公开披露信息整理

3.业绩预测、估值与评级

3.1 业绩预测

基于对白酒行业特别是二线品牌景气度的更高预期，通过对公司主要产品销量、价格、各项费用以及税收等综合因素的模型分析，从不太保守角度预计，2009-2011 年公司白酒销售可达 1.6 万吨、1.95 万吨和 2.47 万吨，增速达 50%、30%和 27%，包括白酒、生化制药和房地产在内的营业

收入可增长 45%、24%和 22%，净利润增长约 170%、99%和 55%，每股收益可达 0.25 元、0.45 元和 0.70 元。

表 8：金种子酒 2007-2013E 主业业绩指标（含医药等收入）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	787.62	661.70	1,057.85	1,425.57	1,788.99	2,179.93	2,654.96
主营收入增长率	1.76%	-15.99%	59.87%	34.76%	25.49%	21.85%	21.79%
EBITDA（百万元）	263.50	256.96	107.17	221.73	349.86	452.14	575.84
EBITDA 增长率	0.05%	-2.48%	-58.29%	106.89%	57.79%	29.24%	27.36%
净利润（百万元）	26.25	24.26	71.32	157.44	256.26	336.15	433.21
净利润增长率	42.59%	-7.57%	193.99%	120.74%	62.76%	31.18%	28.87%
ROE	4.76%	4.20%	11.37%	21.14%	27.73%	28.99%	29.62%
EPS（元）	0.10	0.09	0.27	0.60	0.98	1.29	1.66
P/E	131.00	145.56	47.89	21.69	13.33	10.16	7.88
P/B	6.19	5.91	5.44	4.59	3.70	2.95	2.34
EV/EBITDA	13.25	13.11	32.15	15.19	9.20	6.63	4.72

资料来源：东兴证券研究所

3.2 相对估值与绝对估值

目前白酒行业市盈率达到 38 倍左右，以此测算公司 2010-2011 年对应股价区间为 23 元至 37 元，与目前股价有 53%-144%左右提升空间。

以第二阶段增长率 10%、长期增长率 3%等为假设，公司绝对估值 FCFF 为 20.56 元，FCFE 为 20.30 元，估值区间为 17~26 元左右，升幅同样很大。

表 9：金种子酒绝对估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	20.56	17.02 - 26.17	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	20.30	16.79 - 25.81	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	11.34	9.17 - 14.79	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	18.94	15.42 - 24.53	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	19.76	17.00 - 23.74	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	19.89	16.84 - 24.94	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：东兴证券研究所

3.3 投资评级：维持强烈推荐评级

综合考虑公司面临的良好行业背景、主动转战二线进行战略策略布局谋划，在品质、口感、价格、销售等方面的优势或强势，资源整合对盈利预期的提升，业绩高成长的持续性，以及二级市场估值存在的巨大上升空间等因素，我们维持“强烈推荐”评级。

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品研究小组负责人，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。

行业评级体系

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：

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：

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。