



三季环比大涨228% 全年将会盈利摘帽

——ST 皇台 (000995) 2011 年三季报点评

2011 年 10 月 29 日

推荐/维持

ST 皇台

财报点评

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: ynynljw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017	
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

公司 10 月 27 日发布 2011 年三季报:1-9 月营业收入为 6954.96 万元,归属于上市公司股东的净利润 1239.16 万元,同比增长 62.38% 和 162.48%;其中,7-9 月收入 2657.87 万元,归属于上市公司股东的净利润为 488.46 万元,同比增长 94.84% 和 228.43%, EPS0.07 元。

表 1: 公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入 (百万元)	19.09	10.10	13.64	21.55	24.46	18.51	26.58
增长率 (%)	40.20%	71.44%	53.80%	-57.23%	28.13%	83.31%	94.84%
毛利率 (%)	73.67%	13.89%	45.33%	48.01%	42.45%	38.13%	63.15%
期间费用率 (%)	47.60%	72.71%	51.26%	70.12%	41.09%	65.65%	29.52%
营业利润率 (%)	8.19%	-178.01%	-21.10%	-144.04%	-17.21%	-103.37%	20.71%
净利润 (百万元)	1.56	-17.98	-3.27	-40.16	26.32	-19.40	5.73
增长率 (%)	-123.41%	-7.53%	-68.66%	-193.49%	1587.56%	7.88%	275.38%
每股盈利 (季度, 元)	0.009	-0.099	-0.019	-0.223	0.148	-0.105	0.028
资产负债率 (%)	51.43%	51.89%	52.45%	58.57%	51.17%	55.39%	52.93%
净资产收益率 (%)	0.66%	-8.21%	-1.52%	-22.89%	13.04%	-10.64%	3.04%
总资产收益率 (%)	0.32%	-3.95%	-0.72%	-9.48%	6.37%	-4.74%	1.43%

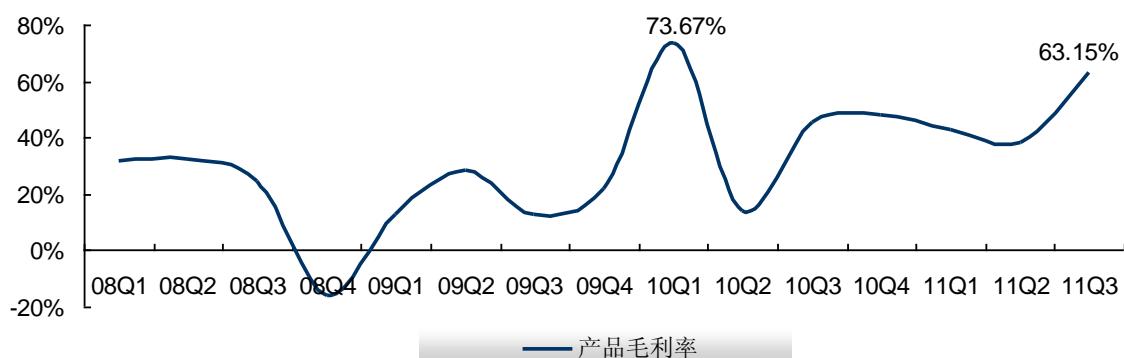
评论:

积极因素:

- 三季度单季营业收入增速创近年新高,产品销售逐渐入佳境。公司第三季度营业收入增长94.84%,为近年来的最好水平,同比增加41个百分点,同时增速有逐渐变大的趋势。营业收入高增长的主要原因除基数较低外,还得益于公司10年年初以来贯彻执行的“回归与振兴白酒”的战略策略。其中,市场开拓受益于在甘肃武威、兰州、金昌和新疆、青海等省外重点市场的开拓营销,产品上受益于强势品牌龙马本色酒、皇台六鼎酒及新产品红六鼎、皇台本色系列的强劲势头,根据我们所了解的情况,目前红瓷九鼎、皇台至尊系列经过市场培育已成为当地高端白酒消费的主流品牌,白酒销售创近几年最好水平。这说明公司白酒销售逐渐走入加速增长轨道。

- 第三季度毛利率水平为10年Q2以来新高，盈利能力不断改善。10年第二季度以来，公司产品的毛利率一直稳步提升，今年第三季度达到63.15%，同比增加17.82个百分点，为08年以来第二高，仅次于10年第一季度。公司毛利率持续回升，表明盈利能力在不断改善。
- 产品升级和创新为公司注入新的增长活力。主要表现为2010年开发了“皇台本色”系列、“皇台六鼎”系列和“皇台至尊”系列新品，进一步升级了“红六鼎”、“金六鼎”的外包装，2011年新开发了“皇台祁连冰川”系列高端产品，有8款新产品通过了国家知识产权局的外观设计专利申请，获得了16项外观设计专利证书。

图 1：ST 皇台 08Q1-11Q3 产品毛利率变动情况

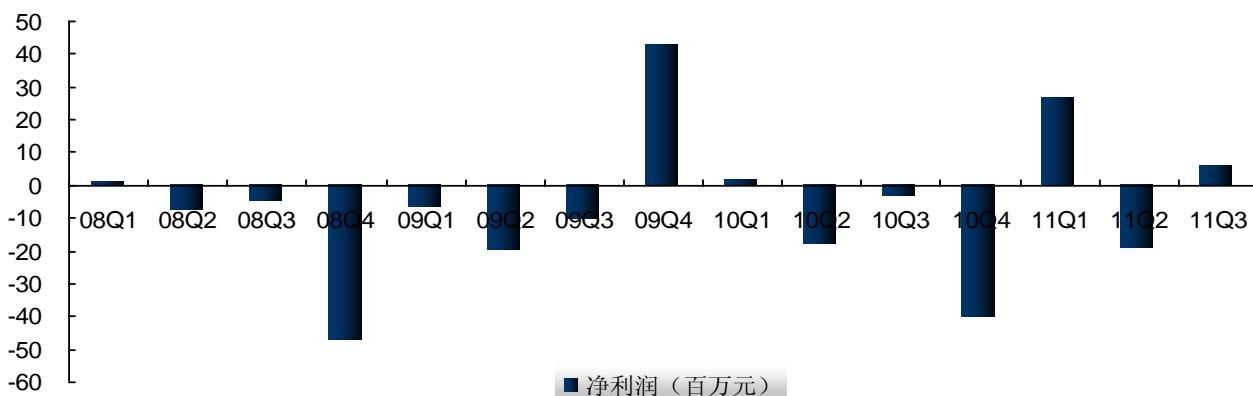


资料来源：东兴证券研究所

消极因素：

- 营业外收入即债务重组收益规模偏大，主业白酒的稳定增长势头尚需巩固。2010年新大股东上海厚丰投资入主公司后，不断进行债务重组，11年上半年共获得3000多万元的收益，对增加公司盈利发挥了主要作用。从11年Q1、Q2、Q3分季度净利润看，虽然都有增长，增速分别为1587.56%、7.88%和275.38%，但金额为263.2万元、-194万元和57.3万元，从中可以发现两点：一是第二季度亏损，二是第二季度增速严重偏低，二季度虽然是白酒消费淡季，但也表明公司业绩增长不够稳定。

图 1：ST 皇台 08Q1-11Q3 产品毛利率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

业务展望：

- **公司重新定位产品，重建营销体系，昔日名酒浴火重生。**皇台酒业由于治理结构出现问题，导致公司几陷停滞状态，股票亦险些摘牌。但即使这样，能支撑公司强势崛起的两大关键因素没有流失。首先，品牌影响力尚在，由于在第二届巴拿马万国博览会上，凉州皇台酒和茅台一起被评为特别金奖，故素有“南有茅台，北有皇台”之赞誉。在90年代，其主要产品皇台酒在甘肃省甚至全国都有一定的知名度，目前，以其良好的品质，在甘肃省内仍有着很好的口碑；其次，公司制作优良浓香型酒的基础尚在。公司85年建厂之初就建有700口窖池，时间已经超过25年。之后不断增加，目前已经有1500口窖池，时间均在10年以上；公司92年投资1.2亿元进行技术改造，建立了万吨级的液态白酒生产线，当时的设计产能在1.6万吨左右，实际最大产能可以达到4万吨；公司还拥有8个酿酒车间（目前仅开工3个，产量3000吨）；截止目前公司的老原酒的储量达到3000吨左右。所以在新大股东上海厚丰投资进入公司后，逐步理顺了公司的管理架构，清除了长期困扰公司发展的主要障碍。之后，即开始着手公司的资产重组。首先投入1000万元用于厂区内部改造，关、停、并、转亏损、微利、没有前途的部门、公司和车间，集中精力做强、做大白酒业务，并以较快的速度恢复了公司白酒的生产和销售；然后携手盛初对原有产品进行重新定位，并开发出皇台本色系列、皇台六鼎系列、皇台至尊系列等白酒新产品，让皇台这个老品牌重新焕发出时代的气息，武威市人民政府亦已将鼎系列新品指定为人民政府招待指定用酒。同时，对皇台的营销体系进行重建，重新夺回属于皇台酒的市场份额，以实现昔日名酒的强势回归。
- **顺应白酒发展的历史趋势，对行业进行整合和收购，走并购壮大之路，大大提升业绩爆发式预期。**首先，中国白酒可供并购的资源十分丰富。以2010年中国白酒行业销售收入3500亿元、上市公司约500亿元计算，拥有资本市场便利或证券化的白酒销售额仅占14.28%，销量占比更低，不足4.5%（白酒行业销售890万吨，白酒上市公司不足40万吨），行业集中度很低；假如未来5年白酒行业销售收入增长20%~30%，到2015年可达8000亿，若并购其中的10%，则具有800亿元的并购规模；假如行业平均利润率达到15%，则并购有关的净利润可达120亿元之巨；假如市销率达到10倍，则并购市值规模将达到800亿元。其次，公司的大手笔背后有著名白酒专业营销公司做后盾。在白酒版图演化、行业趋势理解、战略战术定位、产品创新营销、资源优化整合等各方面都有很好的积淀和优势，所开展的并购属于专业性较强的内涵式并购，并非“外来和尚念经”（即非白酒资本进入白酒行业）难以理解行业精髓，也不是“洋和尚念经”会“水土不服”；第三，公司所走的第三条道路可以复制。一个甘肃的白酒企业，跨区域到河北并购同行，不但没有改变后者的行政隶属关系，没有中断和改变既有的税收、就业等当地政府十分看重的利益链条，反而通过专业策划、战略重构、营销转型、融资便利等，实现企业发展提速。可以认为，类似模式可以推广到山东、江西、河南、东北、四川等白酒产销大省或区域（非白酒品牌大省或区域）。目前公司已经公告，并购承德山庄老酒企业，假如并购成功，则无疑开创了白酒行业上市公司行业内部跨区域并购、以小见大的先例，同时也是白酒行业上市公司做大做强过程中继品牌取胜、营销取胜之后的第三条道路——并购取胜，属于行业内部内涵式发展模式，是行业演进过程中的新阶段，符合行业发展大趋势。同时，如果此次并购能够成功，也能为公司下一次的并购提供更多的经验指导，公司也在积极的洽谈并购标的，争取每年都有收获。如果公司能够按目前的转型重生加并购壮大之路继续走下去，未来的发展将极具看点。
- **如果能够延续目前的发展势头，全年盈利并“摘帽”是大概率事件。**第四季度往往是白酒营销旺季，我们预计在各方共同努力下，包括债务重组收益、主业净利润在内的公司净利润将会是正的，属于连续两年扭亏，将会在年报公布后摘掉ST帽子，在资本市场上也随之进入正常发展轨道。

盈利预测与投资评级：

综合考虑公司自身产品的重新定位、营销体系的重建、即将并购的山庄企业相关信息以及未来公司持续的并购计划，我们初步预计 2011-2013 年收入为 1.28 亿元、11.3 亿元和 18.1 亿元，增速达到 100%、780% 和 60%；净利润达到 2489 万元、2.4 亿元和 4.23 亿元，增速为 141% 高达 867% 和 68%，EPS 为 0.14 元、0.99 元和 1.75 元，对应 PE139 倍、20 倍和 11 倍，以二三线酒地板式估值水平 40 倍 PE 测算，2012 年目标价可达 40 元左右，提升空间超过 76%，但鉴于并购还存在不确定性，而且以公司自身业绩测算的动态 PE 过高，故维持推荐评级。

风险提示：

假如公司营销改革达不到预期，并购计划未获通过或被并购的公司盈利能力未达预期，则 PE 过高，形成估值泡沫。

表 2：2011-2013 年 ST 皇台盈利预测表

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	78.75	64.38	128.76	1131.76	1810.82
(+/-)	-7.40%	-18.25%	100.00%	778.99%	60.00%
经营利润(EBIT)（百万元）	-46.84	-51.2	-107.51	-992.28	-1667.03
(+/-)	24.66%	-9.29%	110.00%	822.94%	68.00%
净利润（百万元）	6.43	-60.29	24.89	240.69	423.61
(+/-)	111.94%	-946.11%	141.29%	866.89%	76.00%
每股净收益（元）	0.04	-0.33	0.14	0.99	1.75
市盈率（倍）	487.50	-59.09	139.29	19.70	11.14
总股本（百万股）	177.41	177.41	177.41	242.41	242.41

资料来源：东兴证券研究所

表 3：公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	应收账款较年初下降 54.07%	本报告期内计提坏账准备所致
2	短期借款较年初下降 100%	本报告期内偿付短期借款所致
3	应付职工薪酬较年初下降 32.74%	本报告期内支付以前年度欠付的职工社会保险费所致
4	营业总收入较去年同期增长 62.38%	本报告期内白酒销售收入增长所致
5	财务费用较去年同期下降 95.92%	本报告期内偿付短期借款后再不计提利息所致
6	营业外收入较去年同期上升 10551.36%	本报告期内债务重组产生收益计入本科目核算所致
7	净利润较去年同期上升 162.85%	本报告期内白酒营业收入比去年同期大幅增长所致
8	经营活动产生的现金流量净额下降 131.66%	本报告期内购买商品、接收劳务支付的现金及其它各项现金支出较去年同期增长所致
9	筹资活动产生的现金流量净额上升 231.36%	本报告期内收到的与筹资活动有关的现金流入所致

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务业研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。