

皇台酒入浙：意味深长 提振预期

——ST 皇台（000995）对外投资公告点评

2011 年 11 月 15 日

推荐/维持

ST 皇台

事件点评

刘家伟 食品饮料行业首席分析师 MSN: yynljw999@hotmail.com 电话: 010-66554017	执业证书编号: S1480510120001
联系人: 李德宝 电话: 010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

公司 11 月 15 日公告, 为开拓省外市场, 提高公司品牌在省外市场的知名度, 增加公司产品的销售收入, 决定出资 1000 万元全资设立浙江皇台酒业有限公司 (暂定名)。

观点:

1. 浙江卖酒：区域视角指向长三角，整体视野可能是全国化。公司 2010 年年初确立“回归与振兴白酒”战略以来, 主要市场为甘肃武威、兰州、金昌和新疆、青海等西北区域, 此次开辟浙江市场, 在浙江以及长江三角洲地区销售产品, 有利于完善市场布局, 也有可能借此成立全国性运营管理中心, 进军全国市场, 包括产业和资本双运作, 一方面卖酒, 一方面收购兼并。

2. 皇台酒在江浙一带有一定基础。一是公司董事长卢鸿毅长期在上海工作, 在江浙一带具有较好的人脉资源, 有利于公司白酒销售; 二是公司此前在江浙一带开展过皇台酒品鉴活动, 颇受欢迎, 今后有可能导入目前在甘肃等西北市场销售较好的三大系列产品——本色系列、鼎级系列和至尊系列。

3. 长三角白酒消费市场空间很大。浙江及长三角一带是我国经济较为发达区域, 白酒消费潜力巨大, 仅浙江就有 100 多亿的销售额, 但这一带没有大的白酒品牌, 有消费需求但本土化供给相对不足, 预示着外来白酒的市场空间可以十分看好。新疆的浓香型白酒伊力特 (600197) 每年可以在浙江销售 2 亿元左右, 浙江也成为伊力特最大的疆外市场, 就是明显例证。

4. 公司未来最大的看点是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。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 2010 年销售 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。公司有可能在 2011 年底完成对承德山庄企业的收购, 之后会进一步考虑类似业务, 假如进展顺利, 其 2012 年业绩的爆发式增长便可以期待。

5. 如果能够延续目前的发展势头, 公司全年盈利并“摘帽”是大概率事件。我们预计在各方共同努力下, 公司将会扭亏为盈, 将会在 2011 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。

结论:

我们对公司成立浙江皇台酒业有限公司这一举措给予一定预期, 考虑到初期可能有不小的投入以及各项成本, 而收益有限, 结合公司拟增发收购承德山庄企业等因素, 维持如下预测与评级: 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 1.74 元, 对应 PE122 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	122.32	1097.24	1865.31
(+/-)	-7.40%	-18.25%	90.00%	797.03%	70.00%
经营利润 (EBIT) (百万元)	-46.84	-51.20	-102.14	-962.01	-1717.19
(+/-)	24.66%	-9.29%	99.50%	841.88%	78.50%
净利润 (百万元)	6.43	-60.29	24.46	237.00	423.05
(+/-)	111.94%	-946.11%	-140.58%	868.79%	78.50%
每股净收益 (元)	0.04	-0.33	0.14	0.98	1.75
市盈率 (倍)	174.00	-39.97	145.47	20.52	11.49
总股本 (百万股)	78.75	64.38	122.32	1097.24	1865.31

资料来源: 东兴证券研究所

图 1: ST 皇台 08Q1-11Q3 产品毛利率变动情况

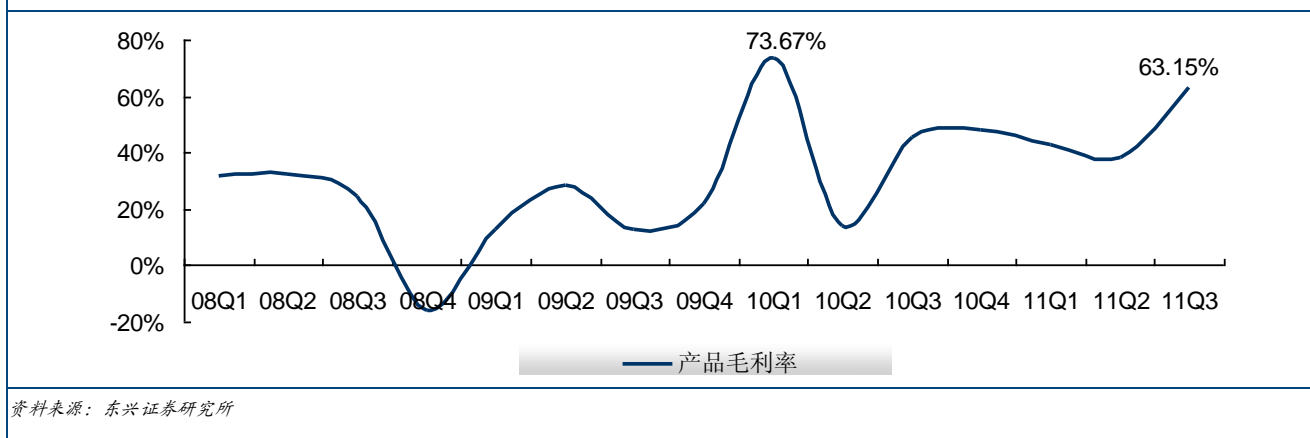
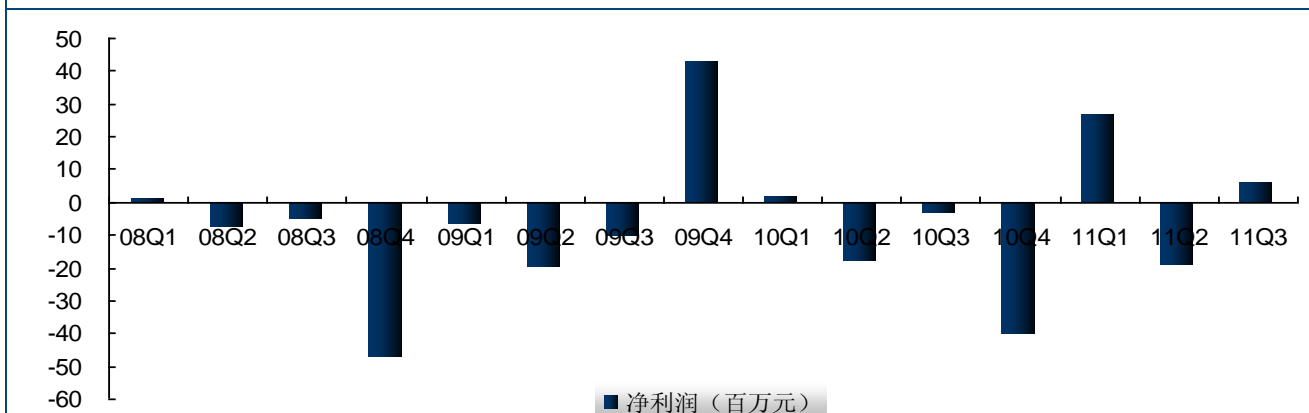


图 2：ST 皇台 08Q1-11Q3 产品毛利率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

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。