



白酒第三条路：重组并购迎拐点 首次推荐

——ST 皇台 (000995) 调研快报

2011年9月5日

推荐/首次

ST 皇台

调研快报

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

事件:

日前我们围绕ST皇台(下称公司)拟以14.78元/股增发5500-6500万股(大股东上海厚丰将以现金认购35%,约1925万股至2275万股)、融资8.13亿元至9.1亿元、收购承德避暑山庄企业集团(下称山庄企业)51%-100%股权一事,进行了包括白酒专家咨询、山庄企业参观座谈、承德市实地考察等在内的相关调研。

观点:

1. 山庄企业的历史、规模、机制、品牌、市占率和战略等都很有吸引力,有诸多过人之处。

山庄企业位于河北省承德市以北100多公里外的平泉县,综合其网站等信息可以发现: (1)该企业始建于1949年,主要品牌山庄老酒由康熙大帝赐名,最早酿酒历史可至4200多年前的仪狄造酒,是中国老酒的缔造者; (2)现有资产7.3亿元,员工1500人,下辖酒业有限公司、饲料有限公司、山庄老酒经营有限公司、废旧物资经营有限公司、津钢二氧化碳公司等子公司; (3)主要产品有山庄老酒、启健牌酒精和DDGS蛋白饲料,另有玉米毛油和二氧化碳等,白酒产量3万吨,酒精和饲料各10万吨; (4)是平泉县支柱企业,承德工业50强、河北民营100强、中国白酒行业30强企业之一,也是河北省最大的酒精生产厂家,全国酒精10强企业、是国家级农业产业化重点龙头企业; (5)酒业公司河北市场整体占有率位居第二。拥有灌装车间共计8条生产线,员工400余人,年产量3万吨,产品包括高档山庄皇家窖藏、红色山庄、山庄老酒三大系列200余个品种,采用280米深夷狄古井的生态好水、五粮配方及百年活菌窖池酿造,较好传承皇家贡酒秘技,产品特色为闻香奇新、入口奇润、饮后奇畅、回味奇雅;山庄老酒价位近年提升较快,主要收入和利润来源于100元至200元上下的产品,其中2010年推出的皇家窖藏(恒温窖藏)酒店“五香合一”,终端价200元以上,增长最快; (6)“山庄老酒”是中华老字号、“山庄”商标是中国驰名商标,2010年9月在由中国酒类流通协会、中华品牌战略研究院等权威机构共同举办的首届“华樽杯”中国酒类企业品牌价值评议白酒类品牌价值排行榜上,山庄老酒品牌价值排行“河北第一”,并以28.88亿的品牌价值入围中国白酒品牌30强(第26位); (7)十二五期间沿着“酒精饲料生产、白酒营销、卓越绩效”三条主线,通过实施10万吨酒精、饲料生产项目、污水处理项目、玉米脱胚提油和粉煤灰陶粒砖项目,延长产业链条;完善4万吨白酒灌装线扩能改造项目,重点推进山庄老酒文化产业园项目,投资建设4万吨山庄老酒生产线、山庄老酒文化广场、山庄老酒博物馆、综合办公楼等,力争至2014年,实现产值50亿、山庄老酒回款达到30亿、利税各5亿元; (8)力争到2015年山庄老酒跻身中国白酒行业20强。

2. 山庄老酒已成为河北三朵金花之一,增速正在超越另外两朵金花——老白干酒和板城烧锅酒,有望成为又一个跨区域的北方强势白酒品牌。

通过进一步的了解,我们认为山庄企业在河北地产酒中有如下看点:首先,山庄老酒属于浓香型白酒,且

高端酒具有“五香合一”之特色，在区域推广上仍然比清香和酱香有很大优势。目前白酒主要香型为浓香、清香和酱香三大类，消费者占比大致为65%、20%和7%，且多数消费者仍然是主要习惯一种香型。也就是说，浓香型酒的消费者大多大于清香和酱香，而公司产品均属浓香型，主打100元及以上级别的中高端产品，在个别高端酒产品上更具有浓、清、酱、芝麻香等“五香合一”特色，故在产品推广上比清香型为主的老白干酒（老白干香型基本上属于清香型）占优，也比同属于承德市的浓香型但定位较低的板城烧锅酒更具有中高端客户群体优势；

其次，营销方面更加注重调动员工积极性和灵活性，追求积极营销、主动营销和灵活营销，而不仅仅是压迫式营销、被动式营销和刻板式营销。最近一年多来，山庄企业采取新的营销策略，两年内新增200多位营销人员，且实行薪酬市场化，与其他企业的营销人员比薪酬水平，通过薪酬调动积极性；在推广新品方面，以承德、石家庄、邢台、邯郸、唐山等为代表，一地一策，有的主要是获得促销权（如邯郸），有的突出团购（如邢台），有的实施终端买断（如石家庄部分郊县），结果在短时间内河北市场占有率迅速超越板城烧锅酒、仅次于老白干酒位居第二；

第三，公司与白酒一流的营销策划公司合作，后者在战略、营销、产品、市场布局、人才、资源整合等方面都会成为好帮手，受益匪浅。公司选择了思维比较超前、行业理解到位、盈利模式与行动路线等设计比较周到的一流白酒营销咨询公司作为战略合作伙伴，该咨询公司在战略规划方面为山庄企业进行了六个方面的梳理和重新定位：一是实施品牌领先战略，从渠道驱动转到品牌驱动，实现产品高端化，诉求产品化，推广用途化，如红色山庄酒突出欢庆时刻；二是区域扩张战略，形成领军河北，以辽宁、辽蒙、津等为主战场，进一步辐射全国的市场格局；三是运营升级战略，管理职能专业化，和专业化公司合作，促进公司管理的科学化；四是渠道战略做到精确定位，根据产品、市场情况，寻求饭店或代理商，要深度耕作，河北市场做深做透，产品全覆盖，要进乡、下乡、进村、入户，实现厂商共赢；五是人才全国化，迅速解决资金和人才两个短板。公司现有400多营销人员，两年内补充了200多人，并开展历时两个月的培训；实现队伍梯次化，业务员标准为大专学历，以农村户口为主，能够吃苦，踏实，作为基层业务员比较放心，有执行力；实现薪酬市场化，与其他企业的营销人员比，通过薪酬调动积极性；六是文化经济战略，如规划建设山庄老酒文化产业区，这是省级项目，有文化广场，有碑林、博物馆、灌装线、办公楼等，在卖产品时，通过参观体验，与消费者互动，提供休闲观光平台。

第四，山庄企业属于民营企业，体制机制优越于同行。目前政府占12%股份，其余为管理层等个人持股，这种充分民营化的体制和机制在白酒行业是不太多的，已有的洋河、郎酒等民营化酒企都实现了做大做强的梦想，对于拥有相同体制机制的山庄企业来说，实现跨越式增长也不会太遥远。我们从承德市部分烟酒店和超市专卖店了解到，最近一两年，山庄企业宣传增多，营销发力，一周内可以得到数次服务，以山庄老酒、皇家窖藏、铁帽子等为代表的山庄企业主打产品，销量好于甚至远好于当地其他品牌，在承德已成为当地白酒第一品牌。

综合考虑山庄企业的产品、运营、战略、体制机制等方面的优势，我们认为，它在冀津辽蒙实现强势营销，在2015年成为销售额达到30亿元、相当于2010年的7.5倍、年均增长50%左右的中型浓香白酒企业，可能性比较大。

3.公司未来成长将呈现双重叠加甚至多重叠加预期，山庄企业也许是其第一个并购对象。

可以从以下几个层面加以理解：第一，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、四川等白酒产销大省（非白酒品牌大省）；第二，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。第三，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”。

4.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、以小吃大的先例，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。

迄今为止，国内白酒上市公司做大做强走过了两条道路：一是以茅台、五粮液、泸州老窖、汾酒等为代表的品牌领先之路，二是以洋河、古井贡、金种子酒等为代表的营销领先之路。ST 皇台地处河西走廊甘肃武威市，以五粮配方酿造的浓香型酒在上世纪90年代曾获得“南有茅台、北有皇台”的赞誉，后几经沉浮，2008年以来白酒销售收入最低时仅有2500多万元，几陷停滞状态，股票亦险些摘牌。2010年上半年引入战略投资者实施跨行业重组，重新梳理和创新产品与营销体系，再加之债务重组，使得企业渡过难关，从2008年到2011中期，从亏损5800多万元变为盈利750万元，我们曾经将公司的模式称之为“三线白酒之转型重生”（参见“东兴证券食品饮料行业2010年下半年策略报告”），现在看来，这一模式已被赋予新的内容：自身转型重生并伴随行业内部以小吃大——2010年白酒收入近4亿元，包括酒精、饲料在内的净利润近7000万元，预计2011年白酒收入会达到6亿元，之后两年内保持50%以上增速，净利润会保持更高增速。

也就是说，无论是收入规模、盈利水平还是业务结构与链条，甚至身份与文化历史，山庄企业都更胜一筹。而限于目前的企业上市制度，山庄企业无法与资本市场接轨，而公司正好具备这一优越条件，假如并购成功且实现两家企业的共同发展，则可以概括为白酒上市公司做大做强的第三条道路——并购发展之路。这是一条完全符合白酒行业发展新时代——并购时代趋势的道路：可以快速提升行业集中度、品牌高度与产品健康价值，减少耗粮、促进节能环保……

结论：

（1）公司本次并购山庄企业属于白酒行业内部的内涵式并购，而不是跨行业作业，是资源的整合与优化，会形成内生性增长模式，存在着较强的加速公司成长3预期；（2）公司和山庄企业均处于高成长期，假如今年年底并购成功，则山庄企业对公司今年业绩不会有大的贡献，而2012年则会贡献突出。

盈利预测与投资评级：

综合考虑我们对皇台酒业与山庄企业相关管理层、营销咨询公司、市场调研等层面获得的信息，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%、867%和68%，EPS为0.14元、0.99元和1.75元，对应PE162倍、23倍和13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，故首次给予推荐评级。

风险提示：

假如并购失败及营销力度与效果未达预期，则PE过高，形成估值泡沫。

表1：2011-2013年ST皇台盈利预测表

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	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)	-46.84	-51.20	-107.51	-992.28	-1667.03
(+/-)	24.66%	-9.29%	110.00%	822.94%	68.00%
净利润	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)	174.00	-39.97	161.71	22.85	12.98
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

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品行业研究小组负责人，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，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。