

配股募资落地，助力龙头继续引领黄酒消费全国化

■ **事件：**公布配股发行公告，将以2014年6月3日收市后公司股本总数约6.35亿股为基数，按每10股配3股的比例向股东配售，共计可配股份数量约1.9亿股；本次配股价格为6.40元/股，募集资金总额预计不超过人民币12.19亿元。据此，我们点评如下：

■ **配股解公司资金之忧：**此次配股募集资金预计不超过12.19亿元，其中约2.5亿元将用于黄酒生产技术升级建设项目（一期工程），0.8亿元用于建设公司第二期“百城千店”专卖店终端网络项目，剩余约8.7亿元将用于补充公司流动资金；作为黄酒行业第一品牌，公司需要持续在生产研发、品牌建设、营销推广、渠道多元化上做更大的投入，对资金的需求十分迫切，此次配股将有助于改善公司资金状况，从而降低自2011年以来不断提高的财务费率（2011年-2013年分别为0.78%、0.97%、1.5%）。

■ **公司未来发展战略路径清晰——加强黄酒宣传，培育黄酒消费群体，拓展江浙沪外围市场：**1) 公司主要市场在江浙沪，收入占比约65%，其中浙江占40%，上海约20%，江苏约5%，外围市场约35%，包括福建、安徽、广州、江西、北京等地；2) 黄酒尽管在江浙沪拥有良好的消费基础，但始终难以在全国化道路上获得重大突破。作为一款历史悠久、品质优良的酒品类，其重点应该在于对消费市场的培育和营销手段的多元化，这也是公司近几年非常重视的方面；3) 公司在推进“百城千店”工程的基础上，坚持在央视、江浙沪等地投放广告，在杭州策划“千人盲品活动”，在绍兴推出“酒管家”营销模式，2013全年共举办百场黄酒文化宣传推广活动；为进一步做大“女儿红”品牌，公司董事会还在13年9月通过了投资6900万拍摄电视剧《女儿红》的决议，期待江浙沪外围消费市场形成为公司打开广阔的收入增长空间。

■ **盈利预测、估值与投资建议：**预计2014年-2016年的收入增速分别为3.4%、10%、14.8%，净利润增速分别为17.6%、15.4%、15.5%，EPS分别为0.21元、0.24元和0.27元；当前股价对应2014年PE为31.6，维持增持-A的投资评级，6个月目标价为10.4元（约为配股后的8元/股）。

■ **风险提示：**营销投入过大而效果不达预期，三公消费政策从紧，食品安全问题导致公司大量黄酒库存价值重估损失过大。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,421.8	1,467.9	1,518.5	1,670.4	1,917.2
净利润	190.8	143.9	169.3	195.3	225.7
每股收益(元)	0.30	0.23	0.21	0.24	0.27
每股净资产(元)	3.79	3.92	4.62	4.76	4.92
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	27.3	36.2	40.0	34.7	30.0
市净率(倍)	2.2	2.1	1.8	1.7	1.7
净利润率	13.4%	9.8%	11.1%	11.7%	11.8%
净资产收益率	7.9%	5.8%	4.4%	5.0%	5.6%
股息收益率	1.2%	1.2%	1.0%	1.2%	1.3%
ROIC	7.3%	6.2%	5.1%	5.9%	6.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

维持评级

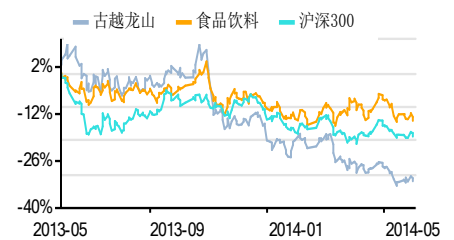
6个月目标价
股价 (2014-05-29)

10.40元
8.08元

交易数据

总市值(百万元)	5,072.50
流通市值(百万元)	5,072.50
总股本(百万股)	634.86
流通股本(百万股)	634.86
12个月价格区间	7.89/13.03元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.23	-9.64	-15.07
绝对收益	-6.11	-16.16	-31.00

苏青青

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514020001
suqq@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张龙

021-68763897

zhanglong2@essence.com.cn

王园园

021-68765661

wangyy7@essence.com.cn

相关报告

黄酒消费全国化领头人，机遇与风险并存 2014-03-14

财务报表预测和估值数据汇总(2014年05月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,421.8	1,467.9	1,518.5	1,670.4	1,917.2	成长性					
减:营业成本	882.0	897.6	933.4	1,026.7	1,177.2	营业收入增长率	14.1%	3.2%	3.4%	10.0%	14.8%
营业税费	63.0	54.9	60.6	66.6	76.5	营业利润增长率	2.6%	-2.3%	5.5%	18.3%	21.2%
销售费用	193.4	220.9	243.0	267.3	297.2	净利润增长率	12.1%	-24.6%	17.6%	15.4%	15.5%
管理费用	91.1	98.1	106.3	116.9	124.6	EBITDA 增长率	6.5%	6.7%	-5.6%	8.9%	17.0%
财务费用	13.7	22.0	-8.2	-25.7	-24.0	EBIT 增长率	4.6%	2.1%	-10.2%	9.5%	24.8%
资产减值损失	2.2	2.1	1.3	1.8	1.7	NOPLAT 增长率	3.3%	-2.0%	-10.2%	9.5%	25.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.1%	10.8%	-6.7%	20.0%	-7.8%
投资和汇兑收益	6.3	6.3	6.2	6.3	6.2	净资产增长率	7.0%	3.3%	52.7%	3.0%	3.5%
营业利润	182.8	178.6	188.4	223.0	270.2	利润率					
加:营业外净收支	61.2	13.1	37.0	37.1	29.1	毛利率	38.0%	38.9%	38.5%	38.5%	38.6%
利润总额	244.0	191.7	225.4	260.1	299.2	营业利润率	12.9%	12.2%	12.4%	13.3%	14.1%
减:所得税	51.7	46.6	54.8	63.2	71.8	净利润率	13.4%	9.8%	11.1%	11.7%	11.8%
净利润	190.8	143.9	169.3	195.3	225.7	EBITDA/营业收入	18.4%	19.1%	17.4%	17.2%	17.6%
						EBIT/营业收入	13.8%	13.7%	11.9%	11.8%	12.8%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	246	279	287	268	227
货币资金	481.1	259.4	1,318.3	1,030.8	1,452.3	流动营业资本周转天数	237	273	250	252	254
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	502	518	593	659	638
应收帐款	129.1	141.3	123.9	167.8	167.0	应收帐款周转天数	30	33	31	31	31
应收票据	3.8	3.1	2.1	3.7	3.0	存货周转天数	363	390	369	369	369
预付帐款	4.8	9.5	19.4	12.4	24.1	总资产周转天数	846	880	966	1,008	934
存货	1,534.4	1,643.4	1,472.0	1,955.0	1,974.5	投资资本周转天数	575	628	617	596	545
其他流动资产	6.0	8.0	4.7	4.7	4.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.9%	5.8%	4.4%	5.0%	5.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	4.0%	3.7%	4.1%	4.4%
长期股权投资	87.7	96.6	96.6	96.6	96.6	ROIC	7.3%	6.2%	5.1%	5.9%	6.2%
投资性房地产	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	费用率					
固定资产	1,087.5	1,188.9	1,234.7	1,250.9	1,165.7	销售费用率	13.6%	15.0%	16.0%	16.0%	15.5%
在建工程	60.1	48.1	103.7	92.2	92.2	管理费用率	6.4%	6.7%	7.0%	7.0%	6.5%
无形资产	154.8	156.2	150.8	145.4	140.0	财务费用率	1.0%	1.5%	-0.5%	-1.5%	-1.2%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	21.0%	23.2%	22.5%	21.5%	20.8%
资产总额	3,586.4	3,588.6	4,559.8	4,792.6	5,152.8	偿债能力					
短期债务	491.1	447.9	-	100.0	150.0	资产负债率	32.0%	29.9%	15.7%	17.4%	20.5%
应付帐款	446.7	448.2	496.0	542.6	648.3	负债权益比	47.1%	42.6%	18.6%	21.0%	25.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.90	1.95	4.18	3.87	3.47
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.55	0.40	2.09	1.49	1.58
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	14.32	9.10	-22.06	-7.68	-10.28
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,149.1	1,071.3	715.3	832.1	1,055.3	DPS(元)	0.10	0.10	0.08	0.10	0.11
少数股东权益	29.0	29.0	30.3	31.9	33.6	分红比率	33.3%	44.1%	38.7%	41.4%	40.0%
股本	634.9	634.9	825.3	825.3	825.3	股息收益率	1.2%	1.2%	1.0%	1.2%	1.3%
留存收益	1,776.1	1,856.6	2,988.8	3,103.3	3,238.6						
股东权益	2,437.3	2,517.3	3,844.5	3,960.5	4,097.5						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	192.3	145.1	169.3	195.3	225.7	EPS(元)	0.30	0.23	0.21	0.24	0.27
加:折旧和摊销	66.1	79.6	84.1	90.7	90.7	BVPS(元)	3.79	3.92	4.62	4.76	4.92
资产减值准备	2.2	2.1	-	-	-	PE(X)	27.3	36.2	40.0	34.7	30.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.2	2.1	1.8	1.7	1.7
财务费用	14.6	22.4	-8.2	-25.7	-24.0	P/FCF	30.8	-32.4	-68.1	-32.5	13.3
投资损失	-6.3	-6.3	-6.2	-6.3	-6.2	P/S	3.7	3.6	4.5	4.1	3.5
少数股东损益	1.5	1.1	1.3	1.5	1.8	EV/EBITDA	27.7	22.3	20.7	20.4	16.3
营运资金的变动	-96.1	-182.4	275.5	-504.2	143.8	CAGR(%)	0.8%	16.2%	-0.2%	0.8%	16.2%
经营活动产生现金流量	71.8	72.7	515.8	-248.6	431.7	PEG	35.0	2.2	-258.4	44.5	1.9
投资活动产生现金流量	-203.0	-149.8	-173.8	-83.7	6.2	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	262.9	-143.7	716.9	44.8	-16.4	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A—正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B—较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏青青声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据,特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写,但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断,本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期,本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态,本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料,但不保证及时公开发布。同时,本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准,如有需要,客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下,本公司及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或期权并进行证券或期权交易,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,提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议,无论是否已经明示或暗示,本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有,未经事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

