

2014年06月18日

今世缘 (603369.SH)

公司新股定价

证券研究报告

江苏地产名酒，“缘文化”聚焦喜宴细分市场，全国化可期

■ **江苏地产名酒，以“缘文化”为诉求，聚焦喜宴细分市场，全国化可期：**作为江苏第二大白酒企业，现拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三个著名品牌，产品定位层次清晰：“国缘”定位高端；“今世缘”定位大众喜宴市场，差异化竞争优势明显；“高沟”定位普通大众酒。在白酒行业深度调整阶段，看好公司通过聚焦大众喜宴细分市场，走向全国化。

■ **江苏大本营精耕细作，分级开发：**“国缘”专注于有团购资源的经销商，以开设加盟店、开发团购经销商为主；“今世缘”主要面对大众消费群体，以餐饮和分销流通渠道为主，目前在江苏省内已具有较大影响力。

■ **股权结构合理，管理层动力足：**公司中高层管理人员均有持股，与股东利益紧密联系，动力足够；此外持股股东中还包括专业投资公司、文化创意公司、白酒行业咨询公司，股东之间已构成了良好的协同关系，保证了公司能制定并实施长期稳定的发展战略。

■ **募集资金 9.31 亿元：**1) 酿酒机械化及酒质提升技改工程 6.16 亿元，优化产能结构，提高优质白酒产能占比；2) 信息化建设及科技创新项目 1.5 亿元，提高公司整体现代信息化管理能力；3) 营销网络建设项目 1.65 亿元，加速全国化布局战略，加强终端反应与掌控能力。

■ **盈利预测、估值与投资建议：**我们预计公司 2014-2016 年收入分别为 23.67 亿、24.59 亿和 25.95 亿元，YOY 分别为-5.9%、3.9%和 5.6%；净利润分别为 6.22 亿、6.51 亿和 6.9 亿元，YOY 分别为-8.7%、4.6%和 6.0%。按照发行 5,180 万股来计算，全面摊薄的 EPS 分别为 1.24 元、1.3 元和 1.37 元。根据可比上市公司 2014 年 PE 估值的对比，我们认为给予公司 2014 年 PE 为 13.7-14.5 倍相对合理，建议询价区间为 17 元-18 元，定价区间为 19.10 元-20.22 元。

■ **风险提示：**经济持续放缓、三公消费从紧、行业调整幅度过大、行业竞争加剧、行业政策变化、食品安全问题。

询价区间：**17.00—18.00 元**
定价区间：**19.10—20.22 元**

发行数据

总股本(万股)	45,000
发行数量(万股)	5,180
网下发行(万股)	3,626
网上发行(万股)	1,554

保荐机构

发行日期	2014-6-23
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

上海铭大实业(集团)有限公司	13.00%
周素明	4.00%
涟水吉缘贸易有限公司	4.00%
周素明	4.00%
涟水今生缘贸易有限公司	4.00%
江苏万鑫控股集团有限公司	3.00%
煜丰格林文化创意(北京)有限公司	3.00%
吴建峰	2.00%
朱怀宝	2.00%
倪从春	2.00%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

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

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,593.8	2,515.4	2,367.2	2,458.8	2,595.2
净利润	676.7	681.3	621.9	650.7	689.8
每股收益(元)	1.50	1.51	1.24	1.30	1.37
每股净资产(元)	4.03	5.08	7.81	9.11	10.48

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	71.7%	70.6%	69.5%	69.3%	69.3%
净利润率	26.1%	27.1%	26.3%	26.5%	26.6%
净资产收益率	37.2%	29.6%	15.8%	14.2%	13.1%
ROIC	96.2%	88.1%	54.3%	56.9%	37.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

1. 公司简介

1.1. 基本情况

公司是由江苏今世缘酒业有限公司整体变更而来，今世缘有限由涟水县商业贸易总公司与江苏省涟水制药厂于1997年12月23日出资设立。公司坐落于江苏省涟水县高沟镇。公司主要从事浓香型白酒的生产、加工和销售。高沟酿酒源于西汉，盛于明清，酿酒历史源远流长。公司曾连续被国家统计局工业统计司和中国行业企业信息发布中心联合评定为“中国白酒制造业行业效益十佳企业”。

1.2. 公司主营业务分析

1.2.1. 多元的产品结构

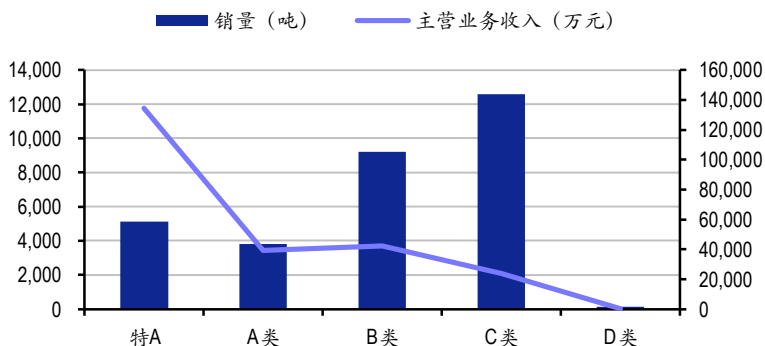
公司主营白酒生产和销售，生产“今世缘”、“国缘”、“高沟”等系列品牌产品。主要产品属浓香型白酒，今世缘系列和国缘系列以其独有的“缘文化”内涵，柔雅醇厚的口味、风格，通过差异化的营销模式，迅速进入了优质白酒市场。针对不同的客户群体，公司将产品划分为特A类、A类、B类、C类、D类，分别代表不同档次的产品。

表 1: 公司产品结构

产品	代表品牌	价格区间	主要客户	项目	2013年	2012年	2011年
特A	国缘V系列、国缘K系列、十五年典藏及三十年典藏系列等	100-2000	企事业单位、政府机关和高端个人消费者。主要用于商务宴请和私人收藏	产量(吨)	5,826	5,936	4,553
				销量(吨)	5,114	5,220	4,061
				产销率(%)	87.80%	87.90%	89.20%
				销售单价(元/吨)	280,483	294,726	302,608
				主营业务收入(万元)	134,439	153,844	122,900
A类	十年典藏、八年典藏及五年典藏等	50-100	消费者主要集中在中产阶层和普通企事业单位。主推婚宴市场、商务和个人宴请市场	产量(吨)	3,841	3,329	2,760
				销量(吨)	3,823	3,125	2,510
				产销率(%)	99.50%	93.90%	91.00%
				销售单价(元/吨)	102,871	115,938	111,832
				主营业务收入(万元)	39,326	36,236	28,071
B类	三年典藏、佳酿系列及兰纪元等	20-50	一般个人消费者	产量(吨)	9,771	9,405	9,869
				销量(吨)	9,205	9,107	9,371
				产销率(%)	94.20%	96.80%	95.00%
				销售单价(元/吨)	46,026	47,440	45,651
				主营业务收入(万元)	42,366	43,203	42,780
C类	蓝瓷系列、高沟系列等	8-20	社会低收入消费人群	产量(吨)	13,019	13,779	15,746
				销量(吨)	12,589	12,594	15,832
				产销率(%)	96.70%	91.40%	100.60%
				销售单价(元/吨)	18,793	18,956	17,935
				主营业务收入(万元)	23,659	23,873	28,422
D类	蓝瓷系列、高沟系列等	8元以下	社会低收入消费人群	产量(吨)	214	331	549
				销量(吨)	149	222	334
				产销率(%)	69.40%	66.90%	60.80%
				销售单价(元/吨)	14,582	11,799	12,289
				主营业务收入(万元)	217	261	410

数据来源：招股意向书、公开资料搜集整理，安信证券研究中心

图 1：2013 年公司各产品销量及收入

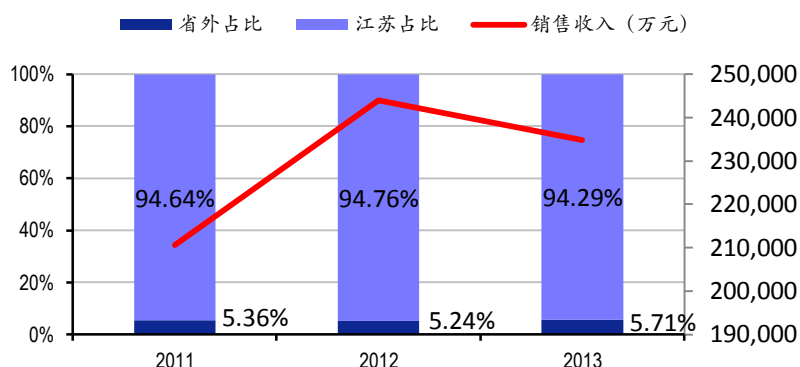


数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

1.2.2. 立足江苏，拓展省外

2011-2013 年，公司白酒产品在江苏市场的销售占公司全部白酒销售的比例分别为 94.64%、94.76%和 94.29%，分别为 210,644.29 万元、243,932.07 万元和 234,781.13 万元。江苏消费档次较全国平均水平领先，市场空间巨大，利润水平较高。

图 2：公司江苏省内外收入情况



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

1.2.2.1. 公司在江苏省内市场采取精耕细作，分级开发的策略

根据品牌选择经销商：由于国缘品牌产品主要面对政商消费的顾客群体，公司将主要寻找具有团购资源的经销商，以开设加盟店、开发团购经销商为主；今世缘品牌产品主要面对中档及中低档家庭消费的大众消费群体，主要为餐饮和分销流通。公司的今世缘品牌与国缘品牌在江苏省内具有较大的影响力。

1.2.2.2. 省外市场的拓展战略为“重点突破、周边辐射”，核心策略为“点上做强，面上做大”

通过对市场进行有效分级，公司将投入资源，重点开发并做强战略市场，同时对其他市场采取广泛招商、量式增长的模式。公司已确立北京与上海作为全国性形象标杆市场，重点投入资源进行开发。公司将以今世缘品牌重点开发婚庆、喜宴的细分市场，以今世缘深刻丰富的缘文化，聚焦资源和渠道，突破相应的消费群体，逐步渗透、辐射、带动其他消费群体。公司将采取江苏省内省外同步增长的模式，不断加快省外发展速度，力

争提升省外销售额的占比。

1.2.3. 销售模式分析

1.2.3.1. 销售以经销模式为主

公司产品的主要销售模式分为经销模式和直销模式，经销模式针对的渠道为经销商，直销模式针对的渠道为：团购、商超、酒店以及零售等。其中，经销商模式销售金额占总收入的比例约 90%。

表 2：公司产品销售模式分类金额（万元）与占比

销售模式	2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经销	227,301.42	90.36%	239,598.91	92.38%	212,081.26	94.55%
直销	24,240.75	9.64%	19,776.77	7.62%	12,215.22	5.45%
团购	8,690.52	3.45%	9,136.58	3.52%	8,887.07	3.96%
其他	15,550.23	6.18%	10640.19	4.10%	3,328.45	1.49%
合计	251,542.17	100.00%	259,375.68	100.00%	224,223.78	100.00%

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

1.2.3.2. 营销中心管理

营销中心负责推进当地市场营销，但并不直接面向消费者，也不替代今世缘销售办理上述订立合同、开票、收付货款、发货等销售事项。营销中心所在区域的销售规模如果年销售额超过 1 亿元或营销网点的营销地域面积过大，原有营销中心将细化为更多的营销网点。2013 年公司有 29 个营销中心，其中江苏市场 13 个，江苏以外市场 16 个。

表 3：公司全国营销中心分布

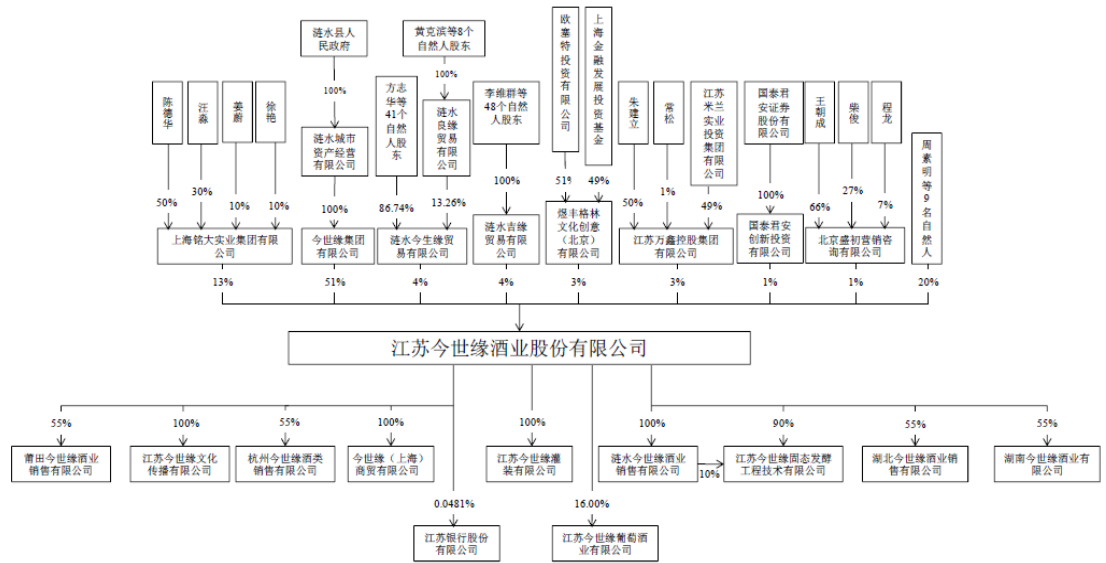
区域	形式	营销中心
江苏	实体分公司	淮安、南京
	区域营销中心	苏州、无锡、常州、镇江、扬州、泰州、南通、盐城、连云港、宿迁、徐州
江苏省外	实体公司	北京、武汉、上海、杭州、莆田、长沙
	安徽营销中心	安徽
	省外其他营销中心	浙江、福建、华中、华南、河北、东北、山东、河南、西北

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

公司对营销中心实行财务预算管理和销售管理，并以指标来引导整体销售目标的实现。公司在省内市场以县为单位，实现销售渠道全覆盖。营销中心按照厂商共建营销模式与经销商合作开发终端市场，即直接向终端市场投入销售资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转，同时承担部分开发费用。该模式加强了经销商和厂家的市场开发合作程度，使双方能够共同致力于市场开发，实现共赢。

1.3. 公司股权结构

图 3：本次公开发行前今世缘股权结构



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

表 4：发行前后今世缘股权结构表

股东类别	发行前		发行后	
	持股数量 (百万股)	持股比例	持股数量 (百万股)	持股比例
今世缘集团	229.5	51%	224.32	44.70%
上海铭大	58.5	13%	58.5	11.66%
今生缘贸易	18	4%	18	3.59%
吉缘贸易	18	4%	18	3.59%
江苏万鑫	13.5	3%	13.5	2.69%
煜丰格林	13.5	3%	13.5	2.69%
国泰君安创投	4.5	1%	4.5	0.90%
北京盛初	4.5	1%	4.5	0.90%
周素明等 9 位自然人股东	90	20%	90	17.94%
本次发行股份	-	-	51.8	10.32%
全国社会保障基金理事会	-	-	5.18	1.03%

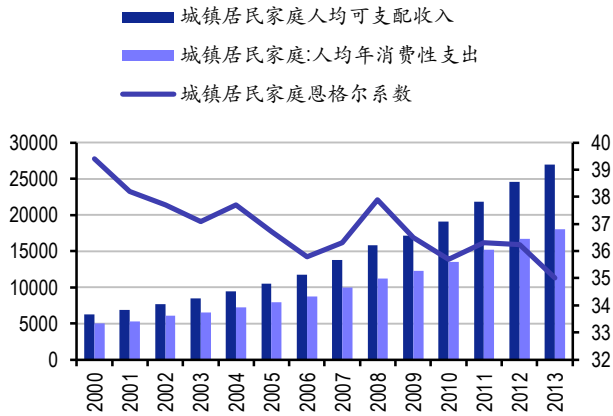
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

2. 行业背景分析

2.1. 白酒行业已进入全面结构化调整期

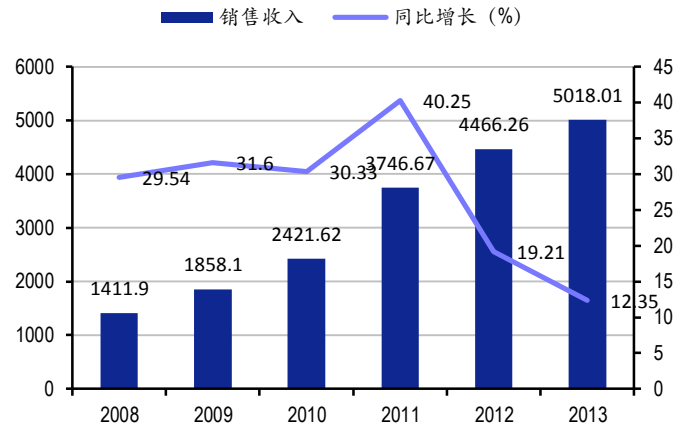
自 2012 年下半年以来，由于禁酒令、三公消费政策趋严以及塑化剂事件等的影响，一线白酒市场规模出现萎缩。白酒行业结束了“量价齐升”的黄金发展期，全行业进入了结构化调整期。但白酒大众消费受传统理念的影响，仍具有刚性需求的特点，随着城市化进程的逐步深化，在居民收入增长带动下购买力增强的趋势仍然可以预期，预计行业仍将维持一定的增长。

图 4: 城镇居民人均收入稳步增长



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 5: 白酒行业销量稳步增长



数据来源: 公开资料搜集整理, 安信证券研究中心

2.2. 市场竞争层次逐步下沉

受国家严控三公消费政策的影响, 高档白酒的消费受到巨大的影响, 全行业产品结构开始出现调整, 白酒产品的竞争逐步从高端市场的竞争转向中端市场的抢占。原来中端市场多由区域性二线白酒企业占据, 随着一线白酒向中端市场的投入加大, 中端白酒市场竞争逐步加剧。

表 5: 以零售价格区分各细分市场的竞争格局

分类	零售价格	特点	代表品牌
超高端	800 元以上	寡头垄断, 进入壁垒高	主流品牌: 飞天茅台、五粮液、国窖1573、水井坊; 其他品牌: 二线白酒的升级产品。如洋河梦之蓝M9、M6、今世缘国缘V6 和V9、酒鬼酒内参等
次高端	500-800 元	主流产品较少, 多为二线白酒的升级产品	青花瓷汾酒、舍得、洋河梦之蓝M3、今世缘国缘V3 和K5 等
中高端	100-500 元	差异性大, 区域品牌占优势	剑南春、酒鬼酒、洋河的海之蓝、天之蓝、老白汾、古井原浆酒、年份口子窖、西凤的年份陈酿酒、红花郎、今世缘国缘4K、柔雅、对开及今世缘典藏系列
中低端	50-100 元	竞争激烈, 市场容量大	金种子酒、伊力特、老白干酒、沱牌曲酒、五粮液旗下系列酒(金六福、浏阳河)、剑南春的绵竹大曲、山西汾酒的玻汾、今世缘高沟等

数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

我国的白酒生产主要集中在四川和华东地区(包括江苏、山东、河南和安徽), 地区环境及市场消费者结构及消费水平对传统白酒的发展产生了积极作用, 相应的市场集中度越高, 各大品牌的竞争也越激烈。

表 6: 各大白酒产地及品牌介绍

	省份	2013 年产量	产量占比	代表品牌
第一梯队 (>200 万吨)	四川	336.36	27.43%	五粮液、泸州老窖、水井坊、剑南春、郎酒、沱牌舍得
第二梯队 (80-200 万吨)	山东	131.71	10.74%	泰山特曲、扳倒井、孔府家、景芝、兰陵、趵突泉
	河南	106.76	8.71%	宋河、宝丰、杜康、四五、张弓、赊店和仰韶
	江苏	94.05	7.67%	洋河酒、双沟酒、汤沟酒、今世缘酒
第三梯队 (30-80 万吨)	湖北	72.15	5.88%	枝江、稻花香、白云边、黄鹤楼
	内蒙古	64.59	5.27%	河套王酒、宁城老窖
	吉林	56.17	4.58%	榆钱树、洮南香、洮儿河、龙泉春、大泉源
	辽宁	54.78	4.47%	道光廿五、老龙口、朝阳凌塔、凤城老窖
	黑龙江	50.05	4.08%	北大仓、玉泉、嫩江春、花园、黑土地
	安徽	40.2	3.28%	古井贡、金种子、口子窖、迎驾、高炉家、皖酒王、文王
	贵州	32.38	2.64%	贵州茅台、董酒
	第四梯队 (10-30 万吨)	北京	28	2.28%
	河北	27.66	2.26%	老白干酒、板城烧锅、山庄老酒
	湖南	25.67	2.09%	酒鬼酒、武陵
	重庆	17.23	1.41%	几江、诗仙太白
	江西	14.19	1.16%	四特
	广东	11.88	0.97%	小糊涂仙
	山西	11.19	0.91%	汾酒
	陕西	10.49	0.86%	西凤
	全国	1185.51	96.69%	

数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

3. 公司竞争优势分析

3.1. “缘”文化的品牌诉求

公司现拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三个著名品牌，其中“国缘”、“今世缘”均是“中国驰名商标”，“高沟”是“中华老字号”。公司的产品无论是国缘还是今世缘，其品牌文化与消费者情感追求的结合点，均在一个“缘”字。在中国人的心目中，缘文化已融入中国人的日常生活和心灵深处，与酒文化、酒的消费文化有着天然而密切的联系。在白酒行业向大众消费转移的形势下，公司品牌更容易获得普通消费者的认同和共鸣，更容易被普通消费者所选择。

图 6: 中国驰名商标-“今世缘”、“国缘”



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 7: 中华老字号-“高沟”



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

3.2. 产品质量与技术优势

公司先后与中科院成都生物研究所、江南大学等科研院所建立了产学研合作关系。建立省级企业技术中心、博士后科研工作站、固态发酵工程研究中心等科研平台，成为中国白酒业“169 计划”9 个科研协作单位之一。2010 年，在省科技厅的支持下，组建了江苏省今世缘生物酿酒技术研究院。公司现有 11 项发明专利，以及 13 项专有技术，科技研发水平处于行业先进地位。

3.3. 股权结构较优，管理层动力足

公司形成了较为合理的股权结构。股东中既有作为公司控股股东的国有独资公司，也有管理层、公司中层以上管理人员以及业务和技术骨干共同持股的公司（公司管理层均有持股）、还有专业投资公司、文化创意公司、白酒行业咨询公司。股东之间已构成了良好的协同关系，保证了公司能制定并实施长期稳定的发展战略。

表 7：公司股东背景介绍

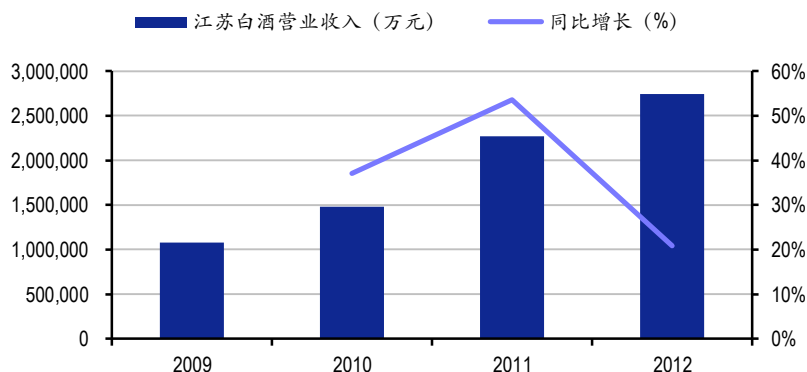
股东名称	持股比例	股份性质	股东主营业务/职位
今世缘集团	44.70%	国有股	主要从事投资管理业务
国泰君安创投	0.90%	国有股	境内企业进行股权投资、为客户提供股权投资财务顾问服务等
上海铭大	11.66%	社会法人股股东	实业投资、房地产开发与经营、资产管理、投资管理、企业管理咨询、企业并购、财务咨询、科技创业投资、高科技产品的研制及开发、物业管理
今生缘贸易	3.59%	社会法人股股东	建筑材料、服装销售、对外投资
吉缘贸易	3.59%	社会法人股股东	建筑材料、服装销售、对外投资
江苏万鑫	2.69%	社会法人股股东	实业投资、社会经济咨询、国内贸易，电子及通信设备的研发和销售，计算机系统的设计、集成、安装、销售，化工产品的销售，铁矿石、铁矿粉、钢铁炉料的销售，石油化工技术研发
煜丰格林	2.69%	社会法人股股东	组织文化艺术交流活动（不含演出）、投资咨询、投资管理咨询、承办展示、提供会议服务、艺术推广、文化演出信息咨询、企业形象策划、营销策划、文化艺术方面的技术培训
北京盛初		社会法人股股东	企业管理咨询，广告设计、制作，承办展览展示，组织文化艺术交流活动（不含演出），广告信息咨询
全国社会保障基金理事会	1.03%	社会法人股股东	中央政府集中的社会保障资金，是国家重要的战略储备，主要用于弥补今后人口老龄化高峰时期的社会保障需要。
周素明	共计 0.9%	管理层持股	董事长、总经理
吴建峰		管理层持股	副总经理、总工程师
刘可康		管理层持股	党委副书记、工会主席
朱怀宝		管理层持股	党委副书记、副总经理
倪从春		管理层持股	党委副书记、副总经理
严汉忠		管理层持股	纪委书记、副总经理
陆克家		管理层持股	副总经理
羊栋		管理层持股	副总经理
王卫东		管理层持股	副总经理
本次发行股份	10.32%	-	-
合计	100%	-	-

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

3.4. 区域市场优势

公司产品市场的大本营在江苏。一方面，公司品牌知名、文化亲民，在江苏市场已经发展多年，具有良好的市场基础和口碑。另一方面，江苏地处长江三角洲，经济总量及发展水平全国领先；江苏素有白酒消费传统，白酒市场容量较大，对全国市场也有一定的影响力。

图 8：2009-2012 年江苏省白酒营业收入情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

3.5. 差异化营销策略，以“中国人的喜酒”为目标定位，围绕婚庆市场转型

“三公”消费禁令后，高端白酒份额急速下降，中端白酒消费增长比较明显，而中端白酒最大的消费群体就是以婚宴为代表的“三宴市场”。今世缘以“中国人的喜酒”为目标占位，使消费者由姻缘联想到小孩出生、老人寿宴等喜缘上，由点到面地全面拓展喜宴市场空间，极大的丰富了自身品牌的内涵。

2013 年以来，今世缘酒业根据白酒消费结构整体下移的实际，今世缘品牌以“中国人的喜酒”为目标定位，以“有喜庆，今世缘；结婚，当然今世缘”为品牌主张，聚焦央视等主流媒体传播。在全国各地组织了与品牌诉求契合度高的中国情歌演唱会、婚博会、相亲交友、集体婚礼等活动，实施了婚庆喜宴市场提升等方案，婚喜宴市场份额大幅提升。

图 9：公司主抓婚庆市场



数据来源：公开资料搜索整理，安信证券研究中心

图 10：公司主抓婚庆市场

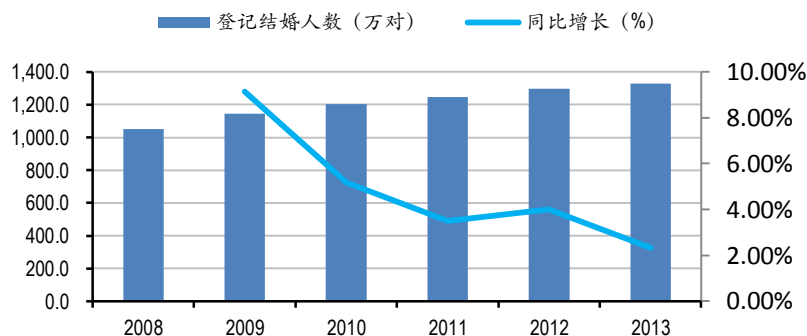


数据来源：公开资料搜索整理，安信证券研究中心

今世缘围绕婚庆市场转型，主要基于以下三个方面的考虑：

- **婚庆市场消费潜力巨大。**目前，中国内地正进入一个新的婚育高峰期，每年有超过 1000 万对新人结婚，婚庆产生的消费总额超过 3000 亿元，每对新人的加权平均消费金额达到 12.58 万元，未来 5 年中国婚庆消费额将在此基础上还要再翻一番。婚庆市场因其蕴藏的巨大商机，被业内人士称为“甜蜜金矿”。

图 11: 2008-2013 年全国登记结婚新人数量及其对比情况



数据来源: wind, 安信证券研究中心

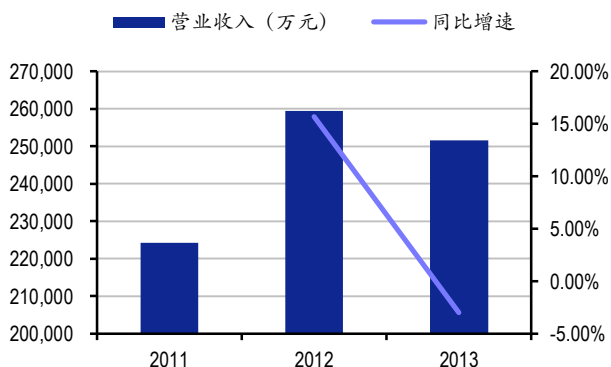
- **今世缘和婚庆市场有着很高的契合度。**今世缘与婚庆市场有着天然的渊源。“有喜庆今世缘，结婚当然今世缘”，今世缘品牌适合做婚喜宴的特色，多年来已经得到了消费者的普遍认同，结婚选用今世缘酒已从一种时尚演变成一种风俗。
- **今世缘有着较强的渠道覆盖优势。**通过多年运作，今世缘销售渠道的广度与深度、效率与实力，特别是大面积的网点覆盖率和较强的服务能力，为今世缘介入婚庆产业提供了顺畅有力的支点。

4. 公司财务分析

4.1. 营收规模增速放缓 毛利率逐渐攀升

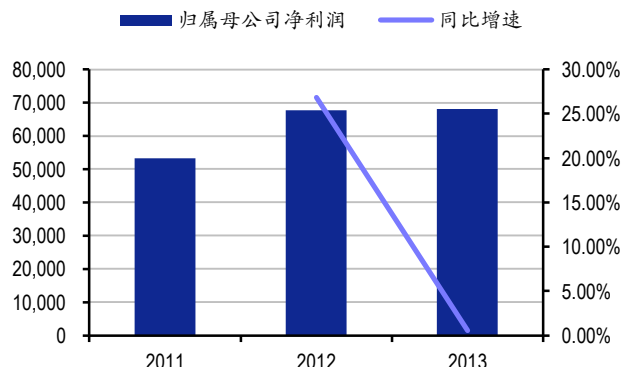
公司 2012-2013 年营业收入分别为 259,375.68 万元和 251,542.17 万元, YOY 分别为 15.67% 和 -3.02%; 2012-2013 年净利润分别为 67,637.55 万元和 68,011.03 万元, YOY 分别为 26.86% 和 0.55%。

图 12: 公司营业收入及同比增速



数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

图 13: 归属于母公司净利润及同比增速

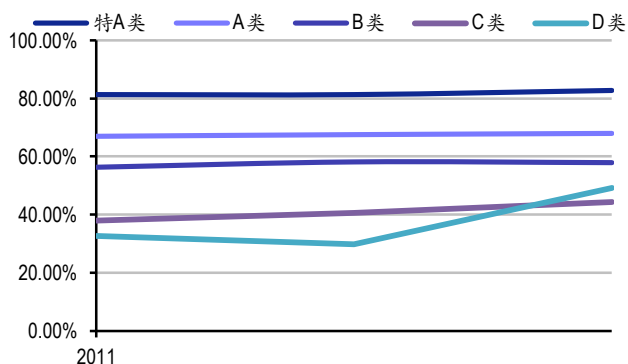


数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

公司的毛利率整体较高，一直维持在 70% 以上。2013 年，公司主要产品销售价格均有不同程度下降，同时产品结构继续向中档产品调整，因此毛利率相比报告期前两年小幅下滑。

公司产品的毛利率随着产品档次的提高而上升，特A类产品的毛利率最高，报告期内始终维持在80%以上，A类和B类产品的毛利率在报告期内都维持在55%以上。而普通的C类和D类产品毛利率只有30%-50%。

图 14: 公司分产品毛利率



数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

图 15: 公司近三年毛利率水平

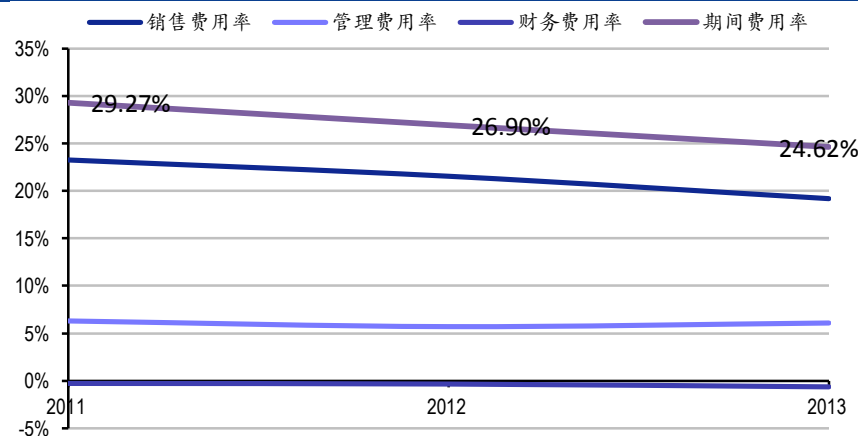


数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

4.2. 公司期间费用有所下降

随着销售规模的扩张, 公司销售费用率近些年略有下滑, 管理费用与财务费用较平稳, 最终使得公司期间费用总体有所下降, 显示了公司较强的费用控制能力。

图 16: 公司期间费用有所下降



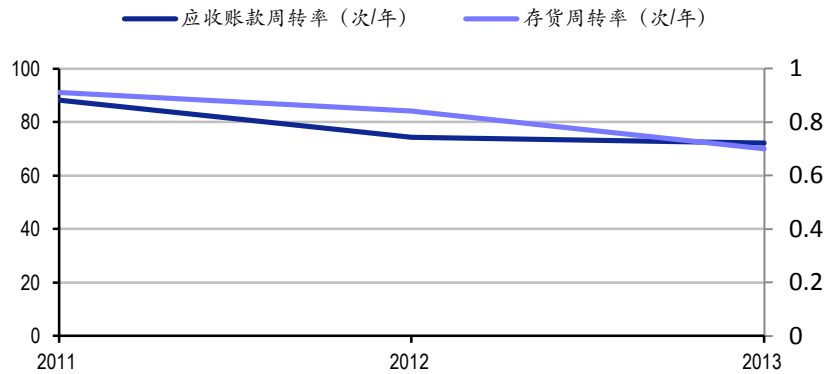
数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

4.3. 应收账款周转质量较高, 存货周转正常

公司应收账款周转率始终维持在相当高的水平, 这主要是因为公司白酒产品一直颇受销售者的青睐, 公司主要采取收款发货的方式进行销售, 所以应收账款相当少。

根据白酒酿造工艺的特点, 基酒存放的时间越长品质越好, 勾兑出来的白酒附加值就越大。为保证白酒产品质量和未来不断增长的市场需求, 公司主动增加原酒储备, 导致公司报告期内的存货周转率变慢。但是从实际效果来看, 储备较多的存货为公司报告期内收入和利润的增长提供了坚实基础, 是一种符合行业运行规律的运营模式。

图 17: 公司应收账款周转率和存货周转率



数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

5. 募投项目分析

表 8: 本次募集资金扣除发行费用后拟用于投资下列项目 单位: 万元

序号	项目名称	项目投资总额	拟用募集资金投入总额
1	酿酒机械化及酒质提升技改工程	61,600	61,600
2	信息化建设及科技创新项目	17,000	15,000
3	营销网络建设项目	20,000	16,500
	合计	98,600	93,100

数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

5.1. 酿酒机械化及酒质提升技改工程

本项目通过对传统酿酒发酵机理的研究, 将传统的手工操作通过仿生设计, 尽可能地利用机械化、自动化装备替代手工, 将酿酒过程中的部分流程进一步标准化, 以提高基酒产品产量和质量稳定性, 提高优质原酒所占比例, 促进产品结构升级。

公司拟在保持原酒产能不变的基础上调整结构, 即在压减普优原酒产能的同时增加优质原酒产能。通过技术改造, 将公司现有酿酒九个车间从原有 9,000 吨普优原酒及 6,000 吨优质原酒规模技改为 6,000 吨普优原酒及 9,000 吨优质原酒规模, 同时对配套的成品曲储存库、半成品酒储存库实施技术改造, 以满足公司优质白酒扩产对名优原酒的需求, 增强市场竞争力。

5.2. 信息化建设及科技创新项目

本项目实现从管理咨询到信息化落地实施的完整解决方案, 以支撑企业未来实现百亿的战略目标。公司信息化建设基于 SAP 平台信息化系统实现架构蓝图, 总计有 19 个功能模块。

5.3. 营销网络建设项目

设立公司营销网络统管指挥中心; 在全国布设 400 个今世缘国缘旗舰店及加盟专卖店营销网点, 逐步扩大国缘、今世缘及高沟品牌产品的市场份额, 推进全国化市场战略; 设

立省外办事处 10 个，和省内、华东、华中、华北、华南等 5 个区域营销中心；租赁转运库房总面积 50,000 平方米，供各营业网点存放、周转用于市场营销活动的产品及宣传物料，提高物流效率。

6. 盈利预测、估值及投资建议

基于以上对行业及公司的分析，我们预计公司在 2014 年收入与利润负增长，2015 年开始扭亏，具体关键财务指标预测如下：

1) 主营业务收入增速

主营产品	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
特 A 类		25.14%	-6.76%	-12.00%	2.00%	5.00%
A 类		28.83%	8.56%	3.00%	10.00%	10.00%
B 类		0.93%	-1.85%	2.00%	5.00%	5.00%
C 类		-15.85%	-0.84%	0.00%	0.00%	0.00%
D 类		-25.00%	-33.33%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
总收入		15.67%	-3.02%	-5.89%	3.87%	5.55%

数据来源：安信证券研究中心

2) 主营业务毛利率

主营产品	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
特 A 类	82.75%	81.34%	81.31%	81.30%	81.10%	80.90%
A 类	67.97%	67.40%	66.92%	66.70%	66.50%	66.30%
B 类	57.94%	58.10%	56.37%	56.00%	56.00%	56.00%
C 类	44.37%	40.59%	37.97%	38.00%	38.00%	38.00%
D 类	50.00%	33.33%	50.00%	33.00%	33.00%	33.00%
总收入	71.15%	71.73%	70.58%	69.55%	69.35%	69.31%

数据来源：安信证券研究中心

3) 期间费用率

费用率	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售费用率	21.54%	19.18%	20.00%	20.00%	20.00%
管理费用率	5.70%	6.08%	6.08%	6.08%	6.08%
财务费用率	-0.3%	-0.6%	-1.3%	-1.7%	-1.9%

数据来源：安信证券研究中心

综合以上分析，我们预计公司 2014-2016 年收入分别为 23.67 亿、24.59 亿和 25.95 亿元，YOY 分别为-5.9%、3.9%和 5.6%；净利润分别为 6.22 亿、6.51 亿和 6.9 亿元，YOY 分别为-8.7%、4.6%和 6.0%。按照发行 5,180 万股来计算，全面摊薄的 EPS 分别为 1.24 元、1.3 元和 1.37 元。根据可比上市公司 2014 年 PE 估值的对比，我们认为给予公司 2014 年 PE 为 13.7-14.5 倍相对合理，建议询价区间为 17 元-18 元，定价区间为 19.10 元-20.22 元。

图 18: 可比上市公司估值比较 (股价日期 2014 年 6 月 17 日)

简称	股价(元/股)	总市值(亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB(LF)	市销率 PS (TTM)
			TTM	14E	15E	TTM	14E	15E		
贵州茅台	153.19	1,590.39	14.68	15.41	17.24	10.43	9.91	8.86	3.81	5.05
五粮液	17.15	651.01	1.83	1.87	2.03	9.35	9.18	8.44	1.68	2.86
洋河股份	54.68	588.59	4.32	4.50	4.99	12.67	12.16	10.97	3.39	4.10
泸州老窖	16.35	229.27	1.99	1.96	2.07	8.22	8.35	7.88	2.07	2.57
山西汾酒	13.09	113.34	0.64	0.99	1.09	20.57	13.20	12.01	2.93	2.34
古井贡酒	17.65	88.89	1.19	1.31	1.51	14.79	13.45	11.71	2.20	1.97
伊力特	9.10	40.13	0.66	1.03	1.19	13.88	8.80	7.65	2.56	2.42
金种子酒	7.18	39.90	-0.13	0.40	0.45	-57.44	18.05	16.04	1.85	2.18
酒鬼酒	10.81	35.12	-0.14	0.05	0.08	-77.77	219.53	140.50	1.99	6.19
沱牌舍得	10.38	35.01	-0.11	0.11	0.14	-92.81	97.01	74.51	1.56	2.68
行业均值(整体法)	31.67	268.41	2.75	3.02	3.49	11.40	10.48	9.40	2.61	3.65
行业中值	13.09	40.13	0.64	1.01	1.19	9.35	13.33	11.71	2.20	2.68

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

7. 风险提示

➤ 行业政策风险

若国家对现行白酒产业政策进行进一步调整,如通过税收、信贷、土地、广告宣传、价格等方面的调控手段对白酒生产与消费进行限制,可能会对本公司的生产经营产生不利影响。

➤ 宏观经济增速下行风险

白酒作为高端可选消费品,需求与宏观经济变化高度相关,宏观经济增速下行可能导致需求不达预期。

➤ 依赖单一市场的风险

现今公司严重依赖于江苏市场,如果江苏市场对白酒的需求量下降或公司在江苏白酒市场份额下降,且公司不能有效拓展其他市场,将对公司的生产经营活动产生不利影响。

➤ 食品质量安全风险

白酒行业需要谨防食品安全风险,行业也曾发生过包括“塑化剂”、“勾兑门”等事件。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年06月17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	2,593.8	2,515.4	2,367.2	2,458.8	2,595.2	成长性					
减:营业成本	733.1	740.0	720.9	753.7	796.4	营业收入增长率	15.7%	-3.0%	-5.9%	3.9%	5.6%
营业税费	256.5	247.7	233.1	242.1	255.6	营业利润增长率	28.6%	0.2%	-9.1%	4.7%	6.0%
销售费用	558.6	482.4	473.4	491.8	519.0	净利润增长率	26.9%	0.7%	-8.7%	4.6%	6.0%
管理费用	147.9	153.0	144.0	149.6	157.9	EBITDA 增长率	28.5%	0.4%	-9.0%	6.6%	6.7%
财务费用	-8.9	-16.1	-30.0	-42.6	-49.9	EBIT 增长率	28.4%	-0.6%	-10.8%	3.2%	5.4%
资产减值损失	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	NOPLAT 增长率	28.2%	-1.1%	-10.0%	3.2%	5.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.0%	45.8%	-1.5%	61.3%	-14.7%
投资和汇兑收益	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4	净资产增长率	41.4%	26.4%	71.0%	16.5%	15.0%
营业利润	907.4	908.9	826.3	864.7	916.8	利润率					
加:营业外净收支	-2.0	5.7	1.9	1.9	1.9	毛利率	71.7%	70.6%	69.5%	69.3%	69.3%
利润总额	905.4	914.6	828.2	866.7	918.7	营业利润率	35.0%	36.1%	34.9%	35.2%	35.3%
减:所得税	229.0	234.5	207.1	216.7	229.7	净利润率	26.1%	27.1%	26.3%	26.5%	26.6%
净利润	676.7	681.3	621.9	650.7	689.8	EBITDA/营业收入	36.9%	38.2%	36.9%	37.9%	38.3%
						EBIT/营业收入	34.6%	35.5%	33.6%	33.4%	33.4%
						运营效率					
资产负债表	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	79	85	98	124	148
货币资金	984.0	1,142.9	2,771.7	2,758.2	3,703.9	流动营业资本周转天数	0	17	22	23	25
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	244	322	473	581	625
应收帐款	50.5	46.1	46.0	49.6	51.3	应收帐款周转天数	7	7	7	7	7
应收票据	37.5	51.3	32.3	54.5	37.1	存货周转天数	121	151	156	157	157
预付帐款	44.0	34.7	42.0	38.2	46.5	总资产周转天数	365	453	633	785	843
存货	959.5	1,145.3	905.1	1,238.7	1,026.5	投资资本周转天数	101	133	166	207	224
其他流动资产	-	0.3	0.1	0.1	0.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	37.2%	29.6%	15.8%	14.2%	13.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	22.8%	20.2%	12.5%	11.3%	10.8%
长期股权投资	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	ROIC	96.2%	88.1%	54.3%	56.9%	37.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	583.8	599.2	689.4	1,010.9	1,127.1	销售费用率	21.5%	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%
在建工程	29.6	74.2	226.9	376.1	203.1	管理费用率	5.7%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
无形资产	193.7	182.1	161.1	140.1	119.1	财务费用率	-0.3%	-0.6%	-1.3%	-1.7%	-1.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	26.9%	24.6%	24.8%	24.4%	24.2%
资产总额	2,969.8	3,366.3	4,964.5	5,756.1	6,404.1	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	38.8%	31.7%	20.9%	20.4%	17.7%
应付帐款	583.1	498.9	553.3	546.8	615.6	负债权益比	63.4%	46.5%	26.4%	25.7%	21.6%
应付票据	14.9	14.0	7.4	14.9	8.6	流动比率	1.89	2.27	3.87	3.68	4.49
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.02	1.19	2.95	2.58	3.55
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-101.14	-55.40	-26.50	-19.28	-17.37
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,152.0	1,068.5	1,035.5	1,177.0	1,136.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	4.2	9.8	9.1	8.4	7.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	450.0	450.0	501.8	501.8	501.8	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	1,363.7	1,838.0	3,418.1	4,068.9	4,758.6						
股东权益	1,817.9	2,297.7	3,929.0	4,579.0	5,268.0						

现金流量表

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	676.4	680.1	621.9	650.7	689.8	EPS(元)	1.50	1.51	1.24	1.30	1.37
加:折旧和摊销	59.4	68.9	78.4	110.6	128.1	BVPS(元)	4.03	5.08	7.81	9.11	10.48
资产减值准备	-0.1	-0.1	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-30.0	-42.6	-49.9	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-0.8	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-0.3	-1.2	-0.7	-0.7	-0.8	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-54.9	-355.9	237.7	-214.1	178.6	CAGR(%)	-1.3%	0.4%	5.2%	-1.3%	0.4%
经营活动产生现金流量	737.0	495.2	906.8	503.5	945.4	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-142.4	-136.1	-299.4	-559.6	-49.6	ROIC/WACC	25.7	23.5	14.5	15.2	9.9
融资活动产生现金流量	-159.0	-200.3	1,021.4	42.6	49.9	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 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

