

日期: 2014年6月27日

行业: 白酒行业



滕文飞

021-53519888-1969



tengwenfei@shzq.com

执业证书编号: S0870510120025

江苏地方名酒企业

上市合理定价 RMB 15.99~22.14 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	51.80
发行后总股本 (百万股)	501.80
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	国泰君安

主要股东 (IPO 前)

今世缘集团有限公司	51.00%
上海铭大实业 (集团) 有限公司	13.00%

收入结构 (13Y)

白酒	98.99%
其它	1.01%

报告编号: TWF14-NSP06

首次报告日期: 2014年6月27日

■ 投资要点:

公司为江苏地方名酒企业

公司主营白酒生产和销售,自设立以来,未发生变化。公司生产“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。

白酒行业发展放缓 公司 2013 年以来收入增速下滑

2011年、2012年和2013年,公司分别实现营业收入 224,233.78 万元、259,375.68 万元和 251,542.17 万元。2013年主营业务收入下滑了 8,411.70 万元,主要原因是特 A 类产品的收入下降较多。公司销量的变化与行业形势基本一致,2012年以前中高端白酒市场维持着量价齐升繁荣发展景象,2013年面对高端消费萎缩的影响,公司收入增速出现下滑。

募投项目优化产品结构

公司预计募集资金 9.31 亿元,拟募集资金投资项目:酿酒机械化及酒质提升技改工程项目、信息化建设及科技创新项目和营销网络建设项目。募投项目投产后,公司将维持原酒 15,000 吨的生产规模,成品酒的生产规模也维持 34,035 吨不变,但成品酒的产能结构将发生变化。

盈利预测

国内白酒行业整体发展放缓,考虑到公司在江苏市场具有一定竞争优势,我们初步预计公司 2014-2015 年归于母公司的净利润为 6.18 亿元和 7.02 亿元,相应的稀释后每股收益为 1.23 元和 1.40 元。

定价结论

考虑到需募投资金 9.31 亿元,扣除发行成本后,发行价格为 16.93 元。参考同类型上市公司,给予今世缘公司 14 年净利润 13-18 倍估值,预计 14 年摊薄后 EPS 为 1.23 元,对应的价格区间为 15.99 元-22.14 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	259,375.68	251,542.17	233,742.43	252,731.92	281,852.52
年增长率	15.67%	-3.02%	-7.08%	8.12%	11.52%
归属于母公司的净利润	67,667.90	68,129.74	61,847.96	70,175.73	79,452.35
年增长率	26.92%	0.68%	-9.22%	13.46%	13.22%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	1.35	1.36	1.23	1.40	1.58

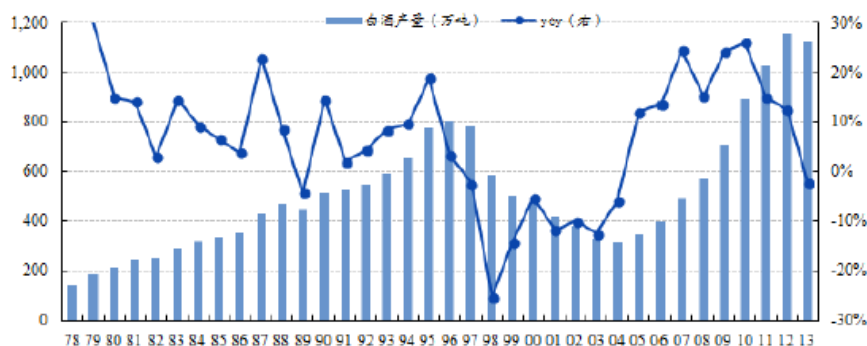
数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理; 按发行 5180 万股摊薄

一、行业背景

● 白酒行业发展趋势

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，据万得资讯数据显示 2013 年白酒产量达到 1,226.2 万千升，较 2012 年相比增长了 6.33%。按国家统计局统计数据计算，人均白酒消费量逐年上升，截至 2013 年末全国人均白酒（折 65 度）消费量已达 8.57 升/年。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。

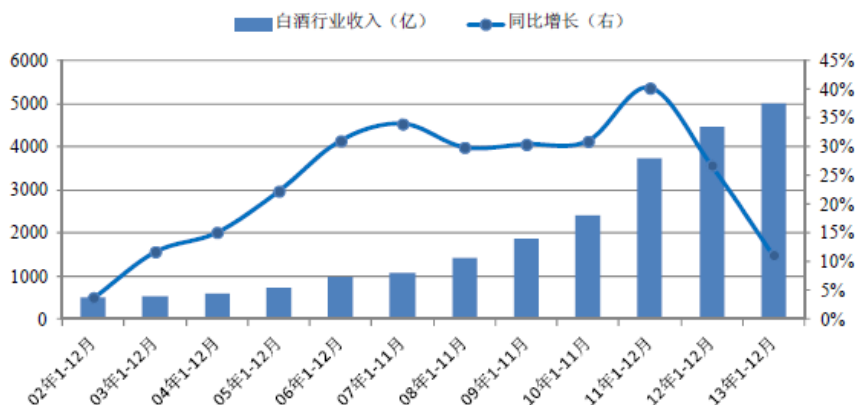
图 1 1978 年-2013 年我国白酒历年产量



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所整理

白酒产量 2004 年以来呈现稳中有升的态势，2013 年白酒销售收入达 5,018 亿元。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。一方面，随着公务消费的减少，高端白酒需求量的萎缩不会在短期内恢复，现有的高端白酒消费客户主要以商务消费为主，且偏好全国性高端一线品牌和部分区域高端产品，其对品牌的认可度相对固定，市场增量有限。另一方面，中端白酒市场多以刚性需求为主，受高端阶层消费意志影响较小，市场化程度较高且市场空间广阔。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。

图 2 我国白酒行业销售收入



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

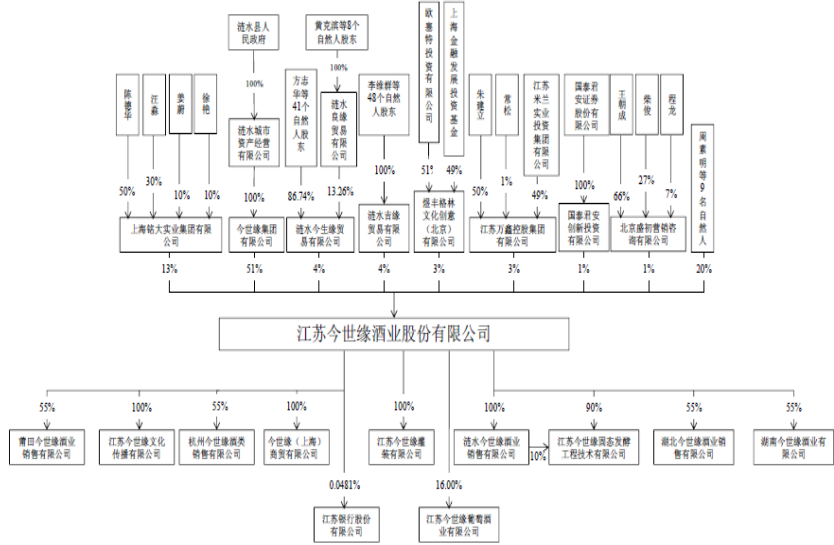
根据国家统计局的统计，2011年、2012年和2013年我国规模以上白酒生产企业数量分别为1,233家、1,290家和1,423家，其中具有省级及省级以上区域竞争实力的只有少数企业。公司与白酒行业13家主要上市公司相比，营业收入、净利润指标位居中游，净资产收益率指标则排名第2。公司地处江苏，在江苏消费者中有很高的知名度、美誉度和忠诚度。受制于资金、品牌及网络的瓶颈，现阶段江苏白酒市场仍然是公司主要目标市场，公司2013年主营业务收入中的94.29%在该市场实现。2011年、2012年和2013年白酒行业上市企业营业收入分别约为789.29亿元、1,079.18亿元和1,039.44亿元，公司同期营业收入分别为22.42亿元、25.94亿元和25.15亿元，占白酒行业上市公司营业收入的比重分别为2.84%、2.40%和2.42%。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

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。公司控股股东为今世缘集团有限公司。今世缘集团成立于2006年2月24日，注册资本40,000万元，法定代表人别纯海。目前，今世缘集团主要从事投资管理业务，本次发行前，今世缘集团除持有公司22,950万股外（持股比例51%），还持有今世缘商贸、今世缘房地产、涟水今世缘投资、今世缘宾馆、国缘宾馆、小额贷款公司及聚缘机械设备股权等资产。

图3 今世缘发行前股权结构

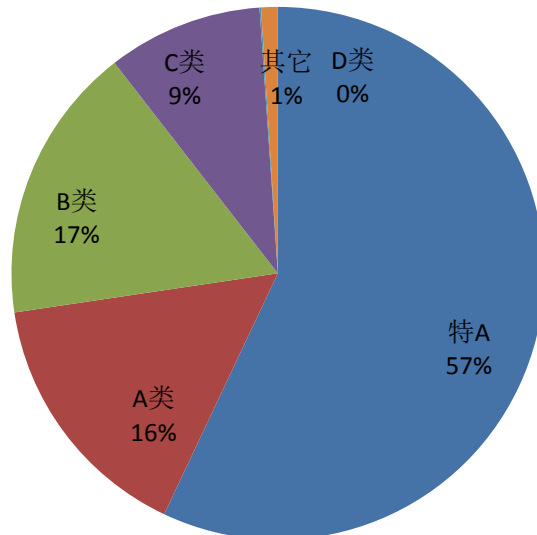


资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况

公司主营白酒生产和销售，自设立以来，未发生变化。公司生产“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。

图4 今世缘主营收入结构（分产品，2013年）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 募资项目

本次预计募集资金9.31亿元，拟募集资金投资项目：酿酒机械化及酒质提升技改工程项目、信息化建设及科技创新项目和营销网络建设项目。募投项目投产后，公司将维持原酒15,000吨的生产规模，成品酒的生产规模也维持34,035吨不变，但成品酒的产能结构将发生变化：一级优质白酒产能将增加到2,440吨，二级优质白酒将增加到4,155吨，普优白酒将下降为27,440吨。

表 1 今世缘 IPO 项目概况

项目名称	投资金额 (万元)	建设期 (月)	项目是否备案
酿酒机械化及酒质提升技改工程	61600	24	已备案
信息化建设及科技创新项目	15000	24	已备案
营销网络建设项目	16500	48	已备案
合计	93100	--	--

资料来源：公司招股意向书

(一) 酿酒机械化及酒质提升技改工程

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，降低劳动强度，减少用工量，提高酿酒产能，缓解目前用工困难、劳动力成本不断攀升、环境污染以及品质不稳定等制约酿酒业规模化发展的问题。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。项目建设期为两年，总投资 61,600 万元，其中建设投资 61,320 万元，流动资金 280 万元。建设完成项目达产后，每年可新增营业收入 50,940.62 万元（不含增值税），按企业所得税率 25% 计算，每年新增净利润 16,921.93 万元。

(二) 信息化建设及科技创新项目

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。项目总投资为 17,000 万元，其中信息化建设投资 8,450 万元，科技创新投资 8,050 万元（包括科研用房及相关配套研发设备投资 3,450 万元，中试基地及配套中试生产设备 4,600 万元），基本预备费 500 万元。

(三) 营销网络建设项目

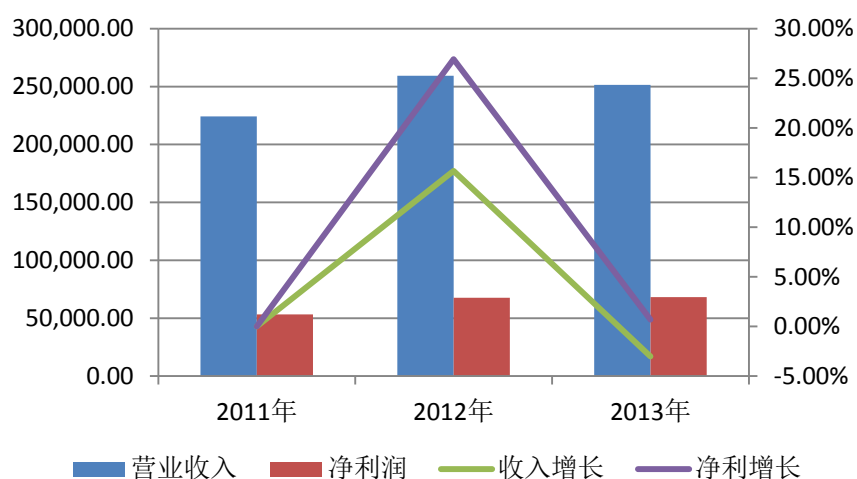
项目将设立公司营销网络统管指挥中心。在全国布设 400 个今世缘国缘旗舰店及加盟专卖店营销网点（旗舰店及专卖店各 200 个，其中省会城市 32 个（南京建 2 个），地级市 142 个，其它市县 226 个），逐步扩大国缘、今世缘及高沟品牌产品的市场份额，推进全国化市场战略。

三、公司财务状况及盈利预测

● 收入和净利润实现较快增长

2011年、2012年和2013年，公司分别实现营业收入224,233.78万元、259,375.68万元和251,542.17万元，2011年、2012年和2013年，分别同比增长13.94%、15.67%和-3.02%。营业收入2011年、2012年有较大幅度增长的原因主要是特A类、A类等优质白酒销量的增长和销售价格的提高。2013年主营业务收入下滑了8,411.70万元，主要原因是特A类产品的收入下降较多。公司销量的变化与行业形势基本一致，2012年以前中高端白酒市场维持着量价齐升繁荣发展景象，包括公司在内的白酒生产企业的优质白酒产品销量得到了大幅提升。2013年面对高端消费萎缩的影响，公司积极调整了产品销售结构，中档产品的销售实现了稳定增长，因此总体销售较前期相比仍有增长。

图5 公司近年收入和净利润增速



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 业绩预测

国内白酒行业整体发展放缓，考虑到公司在江苏市场具有一定竞争优势，我们初步预计公司2014-2015年归属于母公司的净利润为6.18亿元和7.02亿元，相应的稀释后每股收益为1.23元和1.40元。

表2 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	259,375.68	251,542.17	233,742.43	252,731.92	281,852.52
营业总成本	168,715.32	160,691.24	151,414.79	159,288.87	176,560.06
营业成本	73,314.38	74,000.22	70,703.53	72,020.54	79,236.38
营业税金及附加	25,646.80	24,770.85	23,023.63	24,894.09	27,762.47
销售费用	55,859.70	48,240.67	44,831.80	48,473.98	54,059.31
管理费用	14,791.78	15,304.36	14,024.55	15,163.92	16,911.15
财务费用	-888.43	-1,611.68	-1,168.71	-1,263.66	-1,409.26

资产减值损失	-8.91	-13.18	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	80.00	40.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	80.00	40.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	90,740.37	90,890.93	82,327.65	93,443.04	105,292.46
加：营业外收入	170.27	864.07	701.23	750.55	830.28
减：营业外支出	368.28	293.45	233.74	250.18	276.76
利润总额	90,542.35	91,461.55	82,795.13	93,943.41	105,845.98
减：所得税	22,904.81	23,450.52	20,947.17	23,767.68	26,393.63
净利润	67,637.55	68,011.03	61,847.96	70,175.73	79,452.35
减：少数股东损益	-30.36	-118.71	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	67,667.90	68,129.74	61,847.96	70,175.73	79,452.35
摊薄 EPS	1.35	1.36	1.23	1.40	1.58

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

行业政策风险

公司所处行业为白酒行业。根据中华人民共和国国家发展与改革委员会《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（国家发改委令 2011 年第 9 号），“白酒生产线”被列入“限制类”目录。根据《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》（国发[2005]40 号），对此类项目，国家有关部门要根据产业结构优化升级的要求，遵循优胜劣汰的原则，实行分类指导，允许企业在一定期限内采取措施改造升级，金融机构按信贷原则继续给予支持。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，可能会对公司的生产经营产生不利影响。

依赖单一市场的风险

江苏市场是目前公司白酒产品最重要的市场，公司 2011 年、2012 年和 2013 年在江苏市场实现的主营业务收入分别占公司当年主营业务收入的 94.64%、94.76%和 94.29%。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。

业务结构单一的风险

公司目前生产和销售白酒，主导产品为今世缘系列、国缘系列等白酒，业务结构相对单一，营业收入和利润主要来自于该系列产品。如果消费者对白酒的消费偏好发生变化，将会对公司的生产经营产生不利影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中，业务相近的公司 14 年平均 PE 为 16.34 倍。

表 3 部分国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2011A	2012A	2013A	2014E	2011A	2012A	2013A	2014E
000596.SZ	古井贡酒	18.16	2.34	1.44	1.24	1.30	7.76	12.61	14.65	13.97
600559.SH	老白干酒	20.27	0.66	0.80	0.47	0.44	10.50	8.66	14.74	15.75
600809.SH	山西汾酒	13.08	1.80	1.53	1.11	0.99	5.97	7.03	9.71	10.88
600199.SH	金种子酒	6.93	0.66	1.01	0.24	0.28	10.50	6.86	28.88	24.75
000799.SZ	酒鬼酒	10.77	0.63	1.52	-0.11	0.05	17.15	7.06	(95.39)	215.40
平均							10.38	8.44	16.99	16.34

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所; 股价以 2014 年 6 月 26 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

考虑到需募投资金 9.31 亿元, 扣除发行成本后, 发行价格为 16.93 元。参考同类型上市公司, 给予今世缘公司 14 年净利润 13-18 倍估值, 预计 14 年摊薄后 EPS 为 1.23 元, 对应的价格区间为 15.99 元-22.14 元。

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。