



聚焦主业, 外延式并购值得期待

投资要点

- **未来战略依然聚焦黄酒主业。**公司黄酒 200 多年的历史, 未来依然深耕黄酒主业, 短期内不会考虑转型: 1、黄酒的区域性可以向江浙沪以外市场开拓, 通过与江浙沪地理位置相邻的区域推广黄酒, 实现渗透率的提升(江浙沪三地贡献黄酒行业销售收入的近一半, 近几年安徽、湖南、福建等邻近省份增速较快); 同时, 有望选择一个重点区域大力推广, 公司民营体制, 具有向主流消费区域之外大力推广的魄力和条件。2、推出相关新品, 实施消费升级, 公司纯正 5 年销量最大, 8 年占比逐步增加。3、开拓新的销售渠道, 比如电商等培育市场。
- **资本市场逐步加码。**公司 14 年上市, 今年 1 月份斥资 7300 万元收购绍兴柯桥醉之缘酒业 100% 股权, 对其土地资源进行整合; 6 月份非公开发行预案, 分别投资 4 亿元和 8160 万元收购乌毡帽酒业和唐宋酒业 100% 股权, 实现黄酒行业的整合。公司上市后的 1 年多时间里, 实施了三项并购, 定位于做大做强黄酒主业, 收购完成后, 三家新收购公司与会稽山在产品、渠道、品牌等方面形成较好的互补, 有利于发挥协同作用。公司积极整合黄酒行业, 体制灵活, 未来有望继续实施并购。
- **员工持股, 完善激励机制:**在此次定增中, 公司员工出资 4125 万元认购 300 万股, 其中管理层 7 人占持股计划 36.33%, 员工合计持有 63.67%。实现公司、股东和员工利益的一致性, 建立三者的利益共享机制, 完善公司治理结构, 促进公司长期稳健发展。长期、有效的激励体系, 可以充分调动员工的积极性和创造性, 吸引和保留优秀管理人才和业务骨干, 提高公司员工的凝聚力和竞争力。
- **盈利预测与投资建议:**考虑到增发时点的变动, 我们调减 15 年 EPS 至 0.27 元(-18%)、16 年、17 年 EPS 保持不变, 对应的动态 PE 分别为 53 倍、40 倍和 38 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:**黄酒的区域市场推广或不如预期; 并购项目整合及推进成效或不及预期; 食品安全风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	859.13	883.08	1125.47	1235.16
增长率	-8.00%	2.79%	27.45%	9.75%
归属母公司净利润(百万元)	109.94	108.92	142.82	159.83
增长率	-11.37%	-0.92%	31.12%	11.91%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.27	0.36	0.40
净资产收益率 ROE	7.68%	3.32%	4.22%	4.56%
PE	52.47	52.96	40.39	36.09
PB	3.96	1.73	1.67	1.62

数据来源: Wind 资讯, 西南证券

西南证券研究发展中心

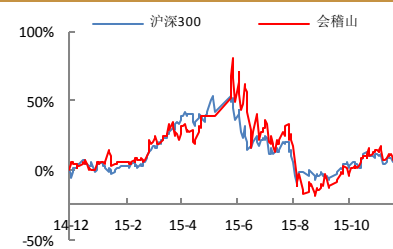
分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4
流通 A 股(亿股)	2.48
52 周内股价区间(元)	9.5-21.68
总市值(亿元)	55.12
总资产(亿元)	23.46
每股净资产(元)	3.65

相关研究

1. 会稽山(601579): 员工持股提供安全保障, 外延式扩张值得期待 (2015-07-17)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	859.13	883.08	1125.47	1235.16	净利润	112.00	110.97	145.50	162.83
营业成本	469.95	493.04	632.14	688.75	折旧与摊销	56.35	58.47	71.73	82.14
营业税金及附加	31.62	33.02	41.65	45.83	财务费用	15.10	3.12	-4.94	-4.66
销售费用	115.54	123.63	157.57	172.92	资产减值损失	2.71	0.00	0.00	0.00
管理费用	80.91	83.89	106.92	117.34	经营营运资本变动	-137.00	-12.34	-104.65	-40.46
财务费用	15.10	3.12	-4.94	-4.66	其他	34.64	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.71	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	83.81	160.21	107.64	199.85
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-233.62	-360.00	-300.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	125.47	-15.00	-20.00	-20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-108.15	-375.00	-320.00	-70.00
营业利润	143.29	146.38	192.13	214.98	短期借款	-60.63	-184.37	0.00	0.00
其他非经营损益	6.30	2.98	3.20	3.82	长期借款	-290.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	149.60	149.36	195.34	218.79	股权融资	375.49	1801.80	0.00	0.00
所得税	37.60	38.40	49.84	55.96	支付股利	0.00	-32.98	-32.68	-42.85
净利润	112.00	110.97	145.50	162.83	其他	-47.10	-3.12	4.94	4.66
少数股东损益	2.06	2.04	2.68	3.00	筹资活动现金流净额	-22.24	1581.33	-27.73	-38.19
归属母公司股东净利润	109.94	108.92	142.82	159.83	现金流量净额	-46.61	1366.55	-240.10	91.66
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	244.71	1611.26	1371.16	1462.83	成长能力				
应收和预付款项	103.40	106.29	135.49	148.67	销售收入增长率	-8.00%	2.79%	27.45%	9.75%
存货	744.69	781.26	1001.69	1091.38	营业利润增长率	-15.90%	2.15%	31.26%	11.89%
其他流动资产	4.52	4.65	5.92	6.50	净利润增长率	-10.51%	-0.92%	31.12%	11.91%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-3.15%	-3.16%	24.50%	12.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	851.56	1157.93	1391.03	1363.73	毛利率	45.30%	44.17%	43.83%	44.24%
无形资产和开发支出	207.41	202.63	197.85	193.08	三费率	24.62%	23.85%	23.06%	23.12%
其他非流动资产	24.87	39.81	59.74	79.68	净利率	13.04%	12.57%	12.93%	13.18%
资产总计	2181.15	3903.82	4162.89	4345.86	ROE	7.68%	3.32%	4.22%	4.56%
短期借款	184.37	0.00	0.00	0.00	ROA	6.05%	5.13%	2.84%	3.50%
应付和预收款项	456.23	481.16	613.39	670.67	ROIC	8.54%	6.87%	7.14%	7.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.00%	23.55%	23.01%	23.68%
其他负债	82.91	85.24	99.26	104.97	营运能力				
负债合计	723.52	566.40	712.65	775.64	总资产周转率	0.40	0.29	0.28	0.29
股本	400.00	530.00	530.00	530.00	固定资产周转率	1.33	1.01	1.01	0.96
资本公积	528.91	2200.71	2200.71	2200.71	应收账款周转率	11.74	12.14	13.51	12.59
留存收益	505.04	580.99	691.13	808.11	存货周转率	0.68	0.65	0.71	0.66
归属母公司股东权益	1433.95	3311.70	3421.84	3538.82	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	112.82%	—	—	—
少数股东权益	23.68	25.73	28.41	31.41	资本结构				
股东权益合计	1457.64	3337.42	3450.24	3570.22	资产负债率	33.17%	14.51%	17.12%	17.85%
负债和股东权益合计	2181.15	3903.82	4162.89	4345.86	带息债务/总负债	25.48%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.59	4.72	3.71	3.66
					速动比率	0.51	3.24	2.23	2.19
					股利支付率	0.00%	30.28%	22.88%	26.81%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	214.74	207.97	258.92	292.46	每股收益	0.27	0.27	0.36	0.40
PE	52.47	52.96	40.39	36.09	每股净资产	3.64	8.34	8.63	8.93
PB	3.96	1.73	1.67	1.62	每股经营现金	0.21	0.40	0.27	0.50
PS	6.71	6.53	5.12	4.67	每股股利	0.00	0.08	0.08	0.11
EV/EBITDA	26.47	28.81	23.99	20.86					
股息率	—	0.57%	0.57%	0.74%					

数据来源: Wind 资讯, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn