

## \*ST 皇台 (000995)

### ——携手通达韦思，期待皇台再创辉煌

市场数据	2010年5月27日
当前价格(元)	8.71
52周价格区间(元)	4.38-9.39
总市值(百万)	1545.22
流通市值(百万)	1545.22
总股本(万股)	17740.80
流通股(万股)	17740.80
近一个月换手率	36.19%
第一大股东	上海厚丰投资有限公司

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(万元)	8504.45	7875.46	11030.00	15380.00
收入同比		-7.40%	40.06%	39.44%
净利润(万元)	-5915.61	642.91	678.44	2477.91
毛利率	14.20%	19.78%	49.89%	57.52%
每股收益(元)	-0.33	0.04	0.04	0.14
P/E	N/A	218	218	62
P/B	6.2	6.4	6.1	5.8

资料来源: 华龙证券研究中心

#### ■ 投资要点:

- 公司白酒业务未来提升潜力较大。公司作为甘肃省内唯一一家白酒行业上市公司，在 20 多年的发展中建立了一定的市场基础，公司产品在国内、国际上曾多次获奖，与茅台同时获得第二届巴拿马万国览博会特别金奖，被誉为“南有茅台，北有皇台。”与通达韦思的合作将为公司带来科学的营销模式，有望突破销售瓶颈，使公司在甘肃白酒行业中快速恢复。
- 2010 年是公司转折一年，实现白酒业务盈利是关键。公司 2009 年实现的净利润 642.91 万元来自于债务核销，如果公司在 2010 年不能实现盈利，那么仍然面临退市的风险，因此，2010 年对公司是至关重要的一年。
- 携手通达韦思，再创新高度。通达韦思是国内规模最大、声誉卓著的酒类营销咨询公司，曾为山西汾酒、洋河等多个名酒企业进行过成功策划，期待本次合作能使皇台酒业再创辉煌。
- 预计公司 2010 年，2011 年 EPS 分别为 0.02 元和 0.14 元，短期给与公司“中性”评级，中长期关键看公司白酒业务的恢复情况。

#### 华龙证券研究中心

高级研究员: 王璇

执业证书编号: S0530209060076

研究员: 谢雯婷

执业证书编号: S0230110040001

0931-4890588

wsx1204@yahoo.com.cn

## 目录

一、公司概况 .....	2
二、公司业务分析 .....	3
1、公司业务概况.....	3
2、公司白酒业务分析.....	3
3、公司葡萄酒业务分析.....	7
4、公司制糖业务分析.....	10
三、携手通达韦思，突破营销瓶颈 .....	11
四、盈利预测及投资评级 .....	11
1、盈利预测.....	11
2、投资评级.....	12

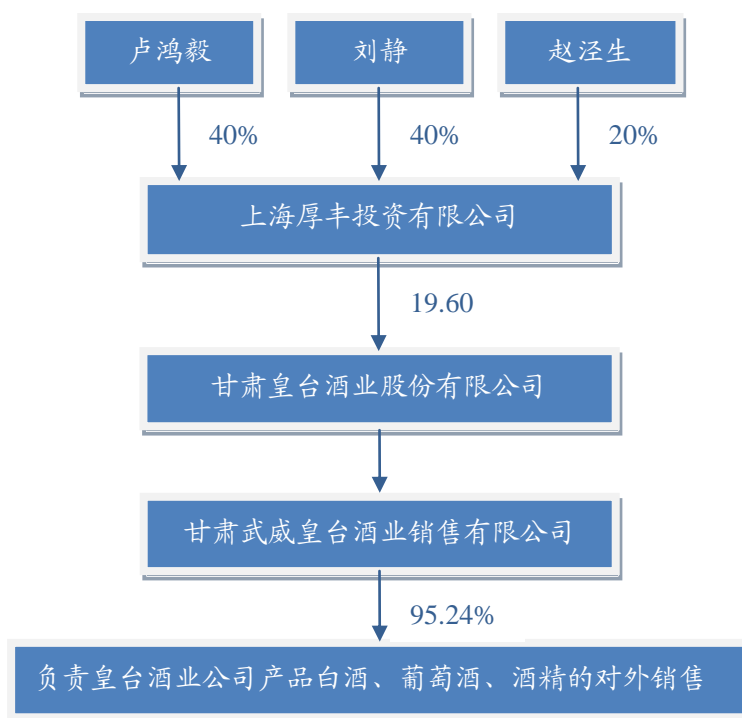
## 图表目录

图 1：甘肃皇台酒业股份有限公司股权结构 .....	2
图 2：2009 年皇台酒业主营收入占比.....	3
图 3：2009 年皇台酒业主营业务利润.....	3
图 4：我国白酒产量十大省份（单位：万千升） .....	4
图 6：白酒消费结构（按香型） .....	5
图 5：我国白酒香型分类及代表企业 .....	5
图 7：皇台酒业白酒业务收入及毛利率变化.....	6
图 8：我国葡萄酒产量及增速 .....	7
图 9：我国葡萄酒产量和进口量情况.....	8
图 10：公司葡萄酒业务收入及利润变化 .....	10
表 1：我国主要白酒品牌企业地域分布 .....	4
表 2：皇台酒业葡萄基地情况 .....	8
表 3：《甘肃省葡萄酒产业发展规划》葡萄种植面积 .....	9
表 4：公司盈利预测 .....	12

## 一、公司概况

甘肃皇台酒业股份有限公司前身为甘肃皇台集团公司，始建于1985年。公司通过20多年的不懈努力，已经发展成为甘肃地区最大的酒类生产经营企业，业务范围已涉及白酒、葡萄酒、食用酒精、葡萄种植、白砂糖等多个行业。目前已经形成了年产1万吨固态白酒、1.6万吨液态酒精、1万吨葡萄酒的生产能力、1万亩酿造葡萄种植基地和糖业日处理甜菜2200吨的生产能力。公司产品在国内、国际上曾多次获奖，被誉为“南有茅台，北有皇台。”“九五”期间，公司利用在国内资本市场上市募集的3亿元资金建成了年产1万吨高档葡萄酒生产线暨2万亩葡萄种植基地项目，同时研制开发了“凉州”和“皇台”两大品牌的干红、干白、冰红、冰白葡萄酒，被甘肃省人民政府确定为甘肃酿造业的龙头企业。

图 1：甘肃皇台酒业股份有限公司股权结构



资料来源：公司公告，华龙证券

## 二、公司业务分析

### 1、公司业务概况

公司目前主要业务包括三个部分：白酒、葡萄酒、制糖，公司营业收入及利润主要来自于白酒和葡萄酒业务，未来公司仍以白酒、葡萄酒为主要发展方向，未来公司将进一步细分产品，扩大销售渠道，利用原有的品牌优势，进行区域精耕细作。

图 2：2009 年皇台酒业主营收入占比

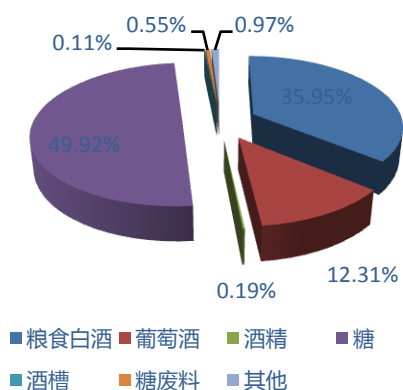
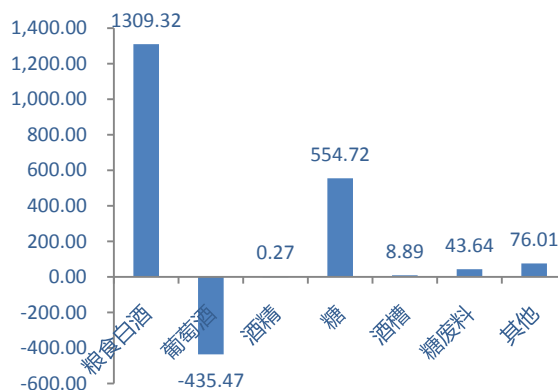


图 3：2009 年皇台酒业主营业务利润



资料来源：公司公告，华龙证券

2005 年以来，公司综合业务毛利率维持在 27.91% 左右的水平。其中，占收入比重最大的白酒业务毛利率 29.50%；葡萄酒毛利率业务毛利率为 27.96%。公司产品主要销往省内，2009 年省内业务收入占比为 71.95%，省外业务主要集中在浙江、山东，收入占比为 26.42%。

### 2、白酒业务分析

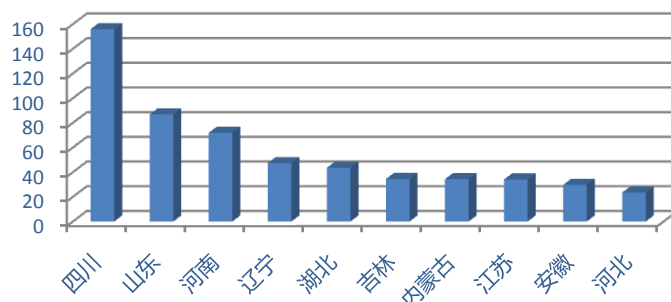
#### (1) 我国白酒行业分析

##### ➤ 白酒生产地域性高度集中

我国白酒生产呈现高度集中的特点，从 2009 年产量数据来看，全国白酒累计产量为 706.93 万千升，前十大省份的白酒产量占全国产量的 79.47%，白酒第一大

省四川的产量占全国产量的22.06%，四川、山东、河南、辽宁、湖北五省的产量占据了全国产量的半壁江山。

图 4：2009 年我国白酒产量十大省份（单位：万千升）



资料来源：华龙证券

表 1：我国主要白酒品牌企业地域分布

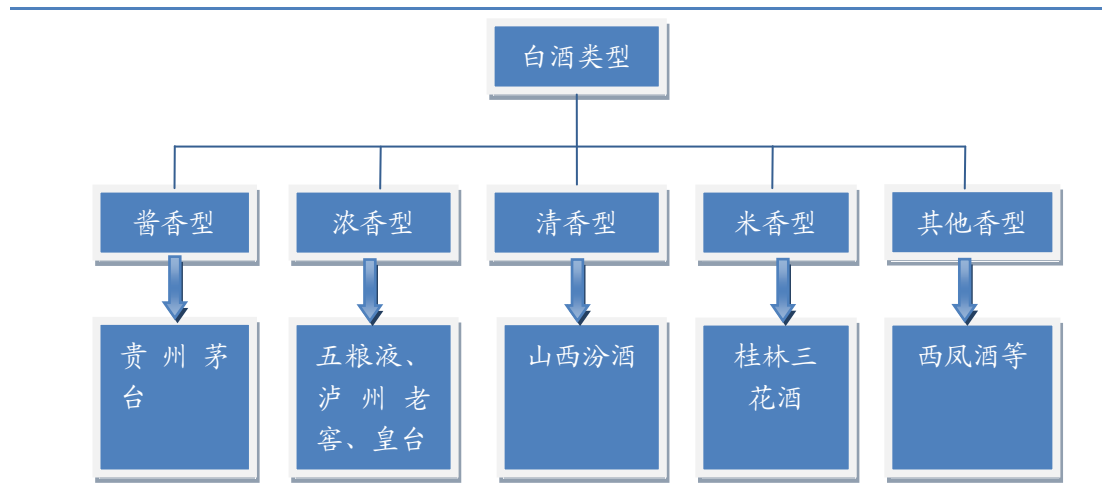
白酒企业	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	水井坊	古井贡酒
产地	贵州	四川	四川	山西	四川	安徽
白酒企业	沱牌曲酒	伊力特	老白干酒	酒鬼酒	金种子酒	*ST 皇台
产地	四川	新疆	河北	湖南	安徽	甘肃

资料来源：华龙证券

### ➤ 不同类型的产品市场呈现品牌垄断竞争特征

我国白酒按香型主要分为酱香型、浓香型、清香型、米香型等，目前浓香型白酒与酱香型白酒共同形成白酒市场主流。其中，贵州茅台占据了酱香型市场的主导，五粮液则占据了浓香型产品的主要市场，众多品牌在浓香与酱香这两个市场展开争夺，同时，浓香型与酱香型产品之间也构成直接竞争关系。

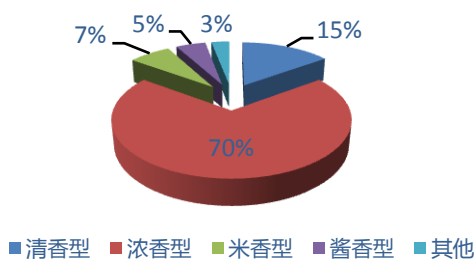
图 5：我国白酒香型分类及代表企业



资料来源：华龙证券

在中国的白酒消费市场里，清香型的白酒销量占 15%，浓香型占 70%，米香型占 7%，酱香型仅占 5%。

图 6：白酒消费结构（按香型）



资料来源：华龙证券

### ➤ 白酒价格趋势保持缓慢上升态势

2009 年，国家税务总局制定《白酒消费税计税价格核定管理办法》，白酒消费税从价税率不变，但税基扩大一倍将导致消费税纳税额翻倍。之前白酒行业实行 20% 的从价税率和 1 元/公斤的从量税。由于大型白酒企业都会设立自己的销售公司，先将产品低价出售给销售公司，然后销售公司以高价出售给经销商，企业在低价出售给销售公司时报税，从而在高价出售给经销商时逃避相对高的税收。因此，白酒公司的实际消费从价税率通常低于 20%，大致在 5-15% 的范围内。一般情况下，如果税负增加，白酒企业会通过提价来转移一部分被压缩的利润。

随着经济复苏带来的行业景气回升预期，白酒龙头企业的品牌号召力的综合催化下，白酒消费税直接点燃了贵州茅台的提价预期，部分经销商开始囤货，价格开始小幅上涨。其他白酒零售价也已于5月末集体上浮，一般涨幅都在几十元左右。自2009年6月26日起，各大公司部分产品销售价格上调10%左右。预计未来白酒价格仍保持缓慢上升态势。

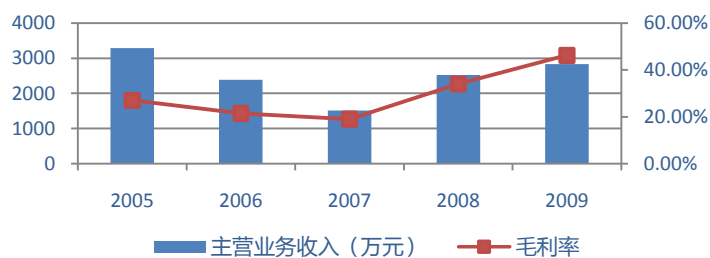
## （2）公司白酒业务未来提升潜力较大

公司旗下的白酒品牌有：“本色”、“皇台”、“凉州”、“真情”、“鼎”五大品牌，其中“鼎”系列定位为高、中档白酒，填补了公司高、中档白酒的缺位。2009年6月，公司在原有的“鼎”系列基础上，精心研制推出了红、黄、蓝瓷瓶六鼎皇台酒，由于推出时间较短，尚无法对公司贡献明显利润。

### ➤ 公司目前白酒年产能1万吨，受制于销售渠道，产销比为30%左右

公司作为甘肃省内唯一一家白酒行业上市公司，在20多年的发展中建立了一定的市场基础，其品质和口味深受西北地区消费者喜爱。此次股权转让后，大股东认为只要给予一定的资金支持，加强销售和管理，公司定有较大的发展空间。

图 7：皇台酒业白酒业务收入及毛利率变化



资料来源：公司公告、华龙证券

### ➤ 2010 年是公司转折一年，实现白酒业务盈利是关键

由于资金、管理等因素的制约，公司主营业务仍为亏损。在面临退市风险的压力下，公司采取债务重组措施，于2009年12月底与中国东方资产管理公司达成债务核销协议，从而增加了营业外收入，最终使公司扭亏为盈，2009年实现净利润642.91万元。如果公司在2010年不能实现盈利，那么仍然面临退市的风险，因此，2010年对公司是至关重要的一年。

公司 2010 年计划实现白酒收入 8000 万元，按照毛利率 42% 计算，2010 年白酒业务可实现营业利润 3360 万元。

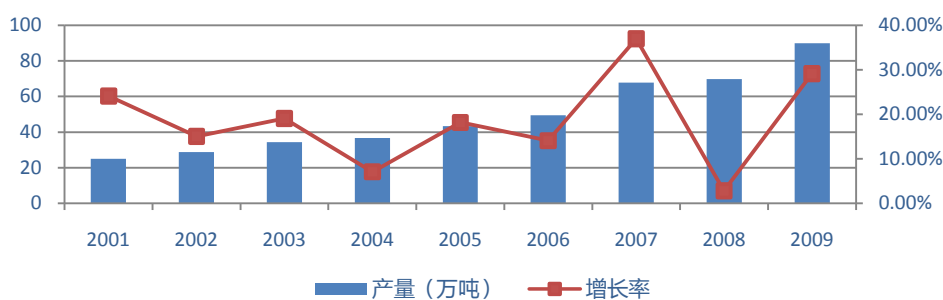
### 3、公司葡萄酒业务分析

#### （1）葡萄酒行业分析

##### ➤ 行业景气度逐步恢复，产量回升加速

2009 年 1-12 月，我国葡萄酒累计产量为 96.00 万千升，同比增长 27.63%。其中，累计产量前 5 个省（市、区）是山东、吉林、河北、河南、天津，累计产量分别为 34.26、22.09、11.35、10.27、5.03 万千升，其累计产量合计占全国葡萄酒总产量的 86.45%。

图 8：我国葡萄酒产量及增速



资料来源：WIND、华龙证券

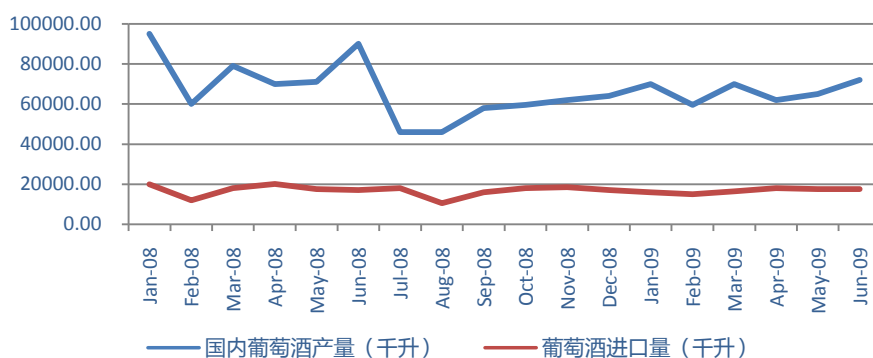
##### ➤ 进口葡萄酒加剧国内市场竞争

我国葡萄酒行业处于快速发展期，2007 年产量增速达到了 37.05% 的水平。2008 年上半年，国内葡萄酒产量增速依然维持 50%-60% 的高速增长，但下半年开始，受到国际金融危机以及国内宏观经济放缓的影响，我国葡萄酒消费受到了较大幅度的抑制，产量增幅逐月回落，于 2008 年 11 月份首次出现负增长，但全年依然维持了 3.83% 的增长幅度。

目前，国产葡萄酒依然在中国市场占据主导位置，主要原因之一就是国产葡萄酒有一定的价格竞争优势。2004 年以前，葡萄酒关税高达 65%，大部分进口葡萄酒被拒之门外，2004 年之后，根据中国加入世贸的有关约定，葡萄酒的关

税由原先的 65% 大幅下降为 14%，部分进口葡萄酒开始活跃在中国市场上。虽然关税大幅下调，但进口葡萄酒价格仍然高于国内葡萄酒价格一定幅度，国内葡萄酒的价格优势依然存在。

图 9：我国葡萄酒产量和进口量情况



资料来源：华龙证券

## (2) 依托产业发展规划，做大公司葡萄酒业务

### ➤ 优质葡萄种植基地，提升公司红酒品质

皇台酒业拥有河西走廊葡萄酒原产地保护的 2 万亩酿酒葡萄园，其中 1 万亩为自有葡萄基地，1 万亩为采购基地。种植的品种有黑比诺、赤霞珠、梅鹿辄、霞多丽，所产葡萄除了自用酿造葡萄酒之外，同时还向张裕提供葡萄原汁。

表 2：皇台酒业葡萄基地情况

葡萄基地	总面积	实际种植面积
自有葡萄基地	10000 亩	5000 亩
葡萄采购基地	10000 亩	10000 亩

资料来源：华龙证券

公司葡萄种植基地位于河西走廊东端的武威，河西走廊是我国葡萄栽培最早的地区之一，具有悠久的葡萄酒酿酒历史和深厚的葡萄酒文化底蕴。武威葡萄种植区位于东径 101°43' - 104°43'，北纬 36°46' - 38°09'，分布在民勤县，武威市和古浪县北部的沙漠沿线区，正好处于北纬 30 - 40 度世界种植葡萄的“黄金”地带。

在继续做好“皇台”、“凉州”牌葡萄酒的同时，公司将皇台葡萄酒主导品牌定为“西行敦煌”，推出了西行敦煌赤霞珠干红葡萄酒、西行敦煌黑比诺干红葡萄

酒、西行敦煌梅鹿辄干红葡萄酒、西行敦煌霞多丽干白葡萄酒，年产量可达 1 万吨。目前产品主要销往浙江、山东地带。

### ➤ 借助《甘肃省葡萄酒产业发展规划》，拓展公司葡萄酒业务

根据《甘肃省葡萄酒产业发展规划》，到 2020 年，酿酒葡萄种植面积达到 60 万亩，其中，武威酿酒葡萄种植面积达到 20 万亩，酒泉、秦岭关达到 15 万亩，张掖达到 12 万亩，天水达到 8 万亩，省内其他地区发展到 5 万亩。到 2020 年，全省葡萄酒生产加工能力达到 40 万吨，实际产量 35 万吨，中、高档酒比例达到 60% 以上，葡萄酒生产企业数达到 50-60 家；建成完整配套的现代化、规模化葡萄酒厂 15-20 个；建成集葡萄酒文化展示、科研开发、休闲娱乐、生态观光旅游为一体的葡萄酒庄园 5-10 个。葡萄酒产业产值超过 200 亿元。目前，公司正在积极争取符合国家政策重点扶持的葡萄产业化项目，有望借助该产业发展规划，进一步拓展公司葡萄酒业务。

表 3:《甘肃省葡萄酒产业发展规划》葡萄种植面积

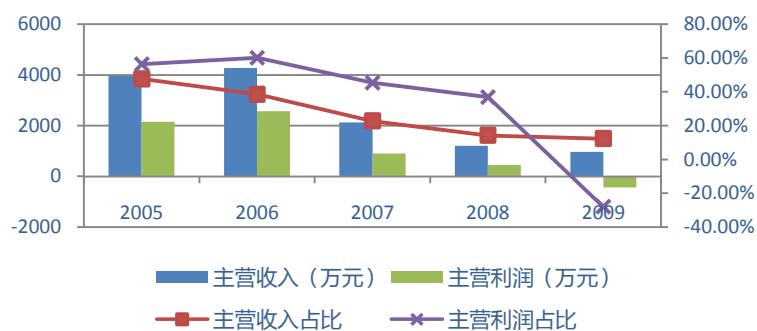
单位： 万亩	武威	酒泉、 秦岭关	张掖	天水	省内其他 地区	合计
面积	20	15	12	8	5	60

资料来源：华龙证券

### ➤ 提升葡萄酒的利润贡献度

公司葡萄酒生产线全部为意大利进口设备，未来将进一步提升葡萄基地种植与管理水平，利用自身葡萄酒已形成的优势，在发展自身品牌的同时建立起与国外红酒场上的合作，为开发新型口味的红酒提供原料保障，快速提升葡萄酒在公司利润中的贡献度。

图 10：公司葡萄酒业务收入及利润变化



资料来源：公司公告、华龙证券

#### 4、公司制糖业务将逐步退出

##### ➤ 受制于当地治理规划，甜菜种植面积难以提高

由于公司所在地甘肃省武威市，是国家实施石羊河流域综合治理的重点项目区，当地政府采取的主要措施是大力发展现代阳光农业，关井压田，集中实施塑料温棚种植节水作物，因此，对公司发展农户种植甜菜，提高原料种植面积有一定的负面影响。

##### ➤ 其他农产品与甜菜种植存在争抢种植基地情况

武威地区作为农产品种植基地，其他订单农产品如番茄、制种玉米、马铃薯等存在与甜菜种植争抢种植基地的情形。

##### ➤ 配合公司主业发展需要，逐步退出制糖业务

为集中精力和资金做强公司白酒、葡萄酒主业，公司已于2010年3月1日起逐步退出制糖业务。

### 三、携手通达韦思，突破营销瓶颈

通达韦思是国内规模最大、声誉卓著的酒类营销咨询公司，曾为诸如山西汾酒、洋河等多个名酒企业进行过成功策划，通过咨询公司和企业的共同努力，业绩均实现了 30%-50% 的增长。通达韦思将为公司提供为期三年的营销咨询服务，包括战略、策略、品牌、产品线、组织、市场推广、培训等范畴，体现于营销战略规划、营销策略、营销模式、品牌机产品规划、创意与设计、新品上市、价格体系、渠道运营、推广模式及团队培训等。

合同的主要内容：（1）营销咨询服务范围包括：战略、策略、品牌、产品线、组织、市场推广、培训等综合营销咨询顾问服务。（2）合同价格：咨询服务费用以年度基础服务费加业绩奖励费为原则确定。基础服务费为每年度 220 万元，如果完成销售目标后将再支付 80 万元；对于销售目标及业绩奖励费需双方在履约的过程中进一步协商确定。本公司将及时披露协商后的结果。（3）结算方式：以现金支付。（4）协议生效条件：双方签字盖章后生效。（5）违约责任条款：任何一方违约将以合同约定总费用的 20% 作为违约金数额。（6）履行期限为 2010 年 4 月至 2013 年 4 月。

### 四、盈利预测及投资评级

#### 1、盈利预测

基本假设：

- （1）公司 2010、2011 年白酒业务能按计划实施
- （2）葡萄酒业务利润贡献率保持上升。

表 4: 公司盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E
<b>一、营业总收入(万元)</b>	<b>8504.45</b>	<b>7875.46</b>	<b>11030.00</b>	<b>15380.00</b>
营业收入增长率	-8.96%	-7.40%	40.06%	39.44%
毛利率	14.20%	19.78%	49.89%	57.52%
<b>二、营业总成本(万元)</b>	<b>14722.48</b>	<b>12559.95</b>	<b>10125.42</b>	<b>12076.12</b>
营业成本	7296.43	6318.08	5527.60	6532.83
营业税金及附加	555.44	515.42	551.50	769.00
资产减值损失	3019.90	1441.88	44.12	61.52
期间费用	3850.71	4284.57	4002.20	4712.77
其中: 销售费用	492.56	775.04	849.80	896.02
管理费用	2530.97	2645.54	2832.40	3366.75
财务费用	827.18	863.99	320.00	450.00
期间费用率(%)	45.28%	54.40%	36.28%	30.64%
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>三、营业利润(万元)</b>	<b>-6218.03</b>	<b>-4684.49</b>	<b>904.58</b>	<b>3303.88</b>
加: 营业外收入	11.98	5343.63	0.00	0.00
减: 营业外支出	114.71	16.23	0.00	0.00
<b>四、利润总额</b>	<b>-6320.76</b>	<b>642.91</b>	<b>904.58</b>	<b>3303.88</b>
减: 所得税	-405.15	0.00	226.15	825.97
<b>五、净利润(万元)</b>	<b>-5915.61</b>	<b>642.91</b>	<b>678.44</b>	<b>2477.91</b>
少数股东损益	-34.91	-59.11	30.00	56.00
归属于母公司所有者净利润	-5880.70	702.02	648.44	2421.91
总股本	17740.80	17740.80	17740.80	17740.80
每股收益(元/股)	<b>-0.33</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.14</b>

数据来源: 华龙证券

## 2、投资评级

截至 2010 年 5 月 27 日, 公司股价 8.71 元, 预计公司 2010 年, 2011 年 EPS 分别为 0.04 元和 0.14 元, 短期给与公司“中性”评级, 中长期关键看公司白酒业务的恢复情况。

## 投资评级说明:

### 华龙证券公司投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上;

谨慎推荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上;

中 性:预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

### 华龙证券行业投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内行业指数上涨幅度超过大盘在 10%以上;

中 性:预期未来 6 个月内行业指数变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内行业指数下跌幅度超过大盘在 10%以上;

本报告是华龙证券研究中心的研究员通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表华龙证券研究中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and China-dragon Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.