

ST 皇台 (000995)

# 重塑皇台，任重道远

## —ST 皇台调研报告

**增持/ 首次评级**

股价: RMB10.37

**分析师**

洪婷  
SAC 执业证书编号:S1000210080001  
021-68498639 hongting@lhqz.com

蒋小东  
SAC 执业证书编号:S0930208020141  
021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

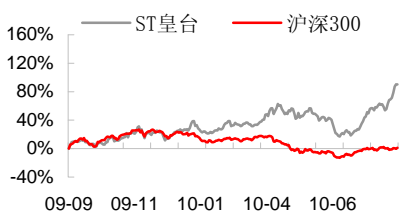
- **新大股东的改造将使公司焕然一新。**公司在新大股东厚丰投资进入之前处于长期亏损状态，新股东自今年 4 月进入公司后以较快的速度恢复了公司白酒的生产和销售，并对白酒包装车间，污水处理厂等进行改造，今年上半年白酒收入较去年同期增长 81.29%。
- **白酒业务重新起步，新股东推出新产品，制定新的销售策略和规划以重塑皇台品牌。**公司聘请盛初销售策划旗下的通达韦思策略新的产品线和销售策略，新产品线预计将于 9 月公司 25 周年庆时推出。公司计划未来在武威实现 60% 的市场占有，恢复在兰州市的产品地位，公司计划明年白酒销售收入达到 1.5-2 个亿，后年收入 2.5-3 个亿。
- **甘肃市场增长提速，发展空间大。**近年来政府加快西部城市开发，甘肃省的经济增长加速，白酒产销量增速也随之提高，预计未来增速将保持较高水平。另一个方面甘肃省中档酒市场缺乏绝对强势品牌，为皇台重新发展白酒业务提供较好的市场空间。
- **皇台酒品牌历史上在甘肃地区有较高知名度，一定数量的窖池和老原酒为公司扩张提供基础。**皇台酒曾经在 1992 年实现 2 亿收入，产品销售全国 18 个省，历史上有较高知名度。公司拥有 1500 个窖池，其中 700 个始建于 1985 年，公司目前还存有 2000 吨原酒，大部分保存时间超过 10 年。
- **白酒业务复苏将推动公司收入规模快速扩大。**作为一个历史上有一定影响力的区域品牌，皇台在新的销售团队和销售策略的推动下，我们预计其销售收入和市场规模将能够实现明年 1.5 亿，后年 2.7 亿元的收入目标。但由于前期为扩大市场费用投入也将较大，利润的增长将慢于收入的增长。预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.09、0.04 和 0.26 元，相对于目前的股价，2012 年的 PE 为 40 倍，但是由于公司目前处于一个转型期，如果成功，公司未来长期的增长空间和增速都将是高于目前已经拥有稳定市场的其他白酒企业的，给予其相对偏高的估值也是较为合理的，鉴于其未来业绩较大的增长可能，我们给予其增持评级，将继续跟踪其后续增长和变化。

**相关研究**

**基础数据**

总股本 (百万股)	177
流通 A 股 (百万股)	177
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	1840

**最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图**



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	78.8	29.2	79.4	151.0	301.0
(+/-%)	-7.4	49.6	0.9	90.1	99.3
归属母公司净利润(百万元)	7.0	-16.0	15.4	7.0	46.2
(+/-%)	111.9	37.8	119.1	-54.6	561.6
EPS(元)	0.04	-0.09	0.09	0.04	0.26
P/E(倍)	262.1	-114.8	119.4	263.1	39.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

1、	大股东的改造将使公司焕然一新 .....	3
	今年上半年白酒收入实现较大幅度提升 .....	4
	生产线的改造和厂区的修缮将于今年完成 .....	4
	建立新的销售体系和产品线继续推动白酒销售增长 .....	4
	制定全面销售增长计划，力争 3 年内实现收入 3 个亿 .....	5
2、	甘肃白酒市场增长快，机会多 .....	5
	甘肃地区白酒产销量增速逐步提升 .....	5
	甘肃地区中档市场中缺乏绝对优势品牌为公司的发展提供机会 .....	5
3、	皇台拥有良好品牌基础及丰富原酒储存 .....	6
	皇台曾是甘肃地区著名白酒品牌 .....	6
	充足的白酒产能及丰富的老酒储量 .....	6
4、	葡萄酒业务逐步改进，白糖业务停止 .....	6
5、	白酒业务复苏将推动公司未来收入快速增长 .....	7
6、	存在的风险 .....	7
图 1:	皇台历史的收入构成及变化（百万元） .....	3
图 2:	皇台历史的净利润（百万元） .....	3
图 3:	目前皇台的股权结构 .....	3
图 4:	皇台白酒收入及其变化率（百万元） .....	4
图 5:	甘肃省季度累计 GDP 增速 .....	6
图 6:	甘肃地区白酒累计产销量及增速变化 .....	6
表 1:	白酒上市公司的盈利预测和估值水平 .....	7

上周我们调研了皇台酒业，与公司领导就公司近期的经营情况和未来的发展战略进行了交流，我们较为看好公司白酒业务长期的增长和发展潜力。主要理由有以下三点：

- 新的大股东入主公司推动白酒业务重新起步。
- 近年来甘肃地区白酒产销量增速加快，同时甘肃地区中档酒市场没有绝对的强势品牌，处于诸侯争战阶段，利于公司争夺市场。
- 公司皇台酒品牌历史上在甘肃省市场上有一定的地位和市場影响力，有一定数量的窖池和老原酒资源。

## 1、 大股东的改造将使公司焕然一新

皇台酒业是甘肃武威地区一家以销售白酒为主的地方性白酒企业，公司的业务包括白酒、葡萄酒、食糖、酒糟等的生产和销售，由于前任管理层经营不善公司 2006 年开始进入持续亏损的阶段。公司于 2010 年 3 月被厚丰投资收购，其大股东由北京鼎泰亨通有限公司变为厚丰投资公司，实际控制人也由张力鑫变为卢鸿义。

在大股东厚丰投资入主公司之前的几个月皇台的生产、经营和销售基本已经处于停滞状态，企业由于连年的亏损而成为 ST 的企业。

图 1：皇台历史的收入构成及变化（百万元）

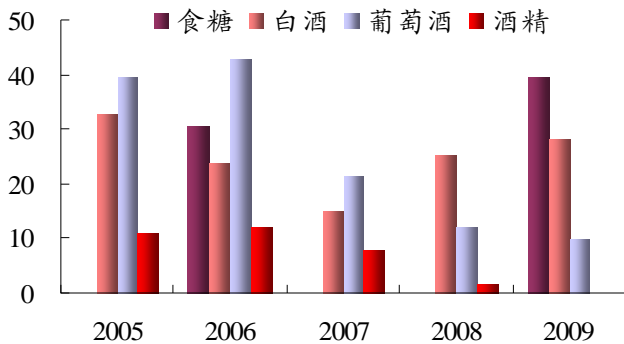
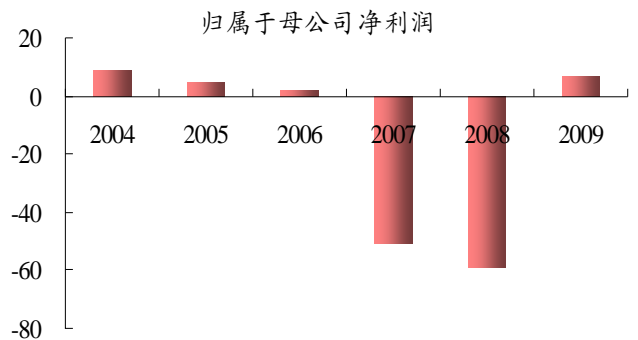


图 2：皇台历史的净利润（百万元）

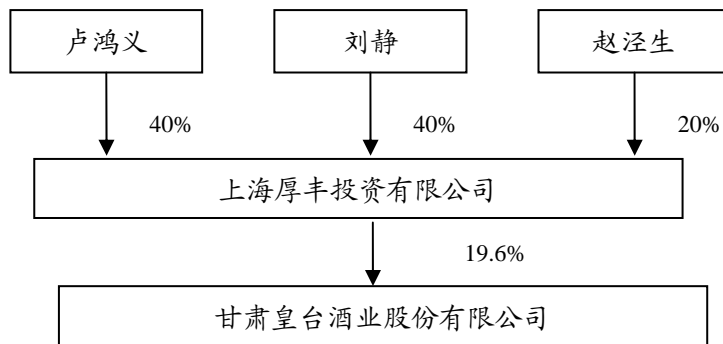


资料来源：公司公告,华泰联合证券研究所

资料来源：公司公告,华泰联合证券研究所

本年 4 月新股东的进入公司之后便开始实行一系列的活动来帮助公司逐步从困境和停滞中走出来，我们预计新的大股东的改造将帮助公司焕然一新实现新的投资价值。

图 3：目前皇台的股权结构

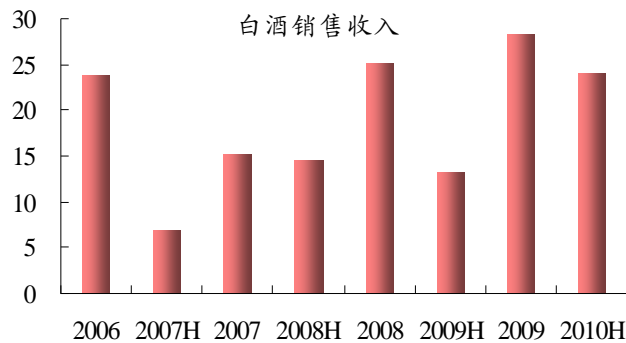


资料来源：公司公告,华泰联合证券研究所

### 今年上半年白酒收入实现较大幅度提升

大股东收购公司之后将集中力量重点发展白酒业务，于4月开始恢复白酒的生产和运营，公司上半年白酒业务的收入达到2410万元，较上年同期上升81.29%，接近去年全年水平。

图4：皇台白酒收入及其变化率（百万元）



资料来源：公司公告,华泰联合证券研究所

### 生产线的改造和厂区的修缮将于今年完成

大股东从3月完成收购，4月开始进入公司恢复运营，包括恢复4个白酒生产线以及各项对生产线的改造和修缮，主要包括以下几项：

- 包装车间的技术改造：新增2条线，改造完成后公司共有5条线，包装线一条线能达到5000瓶。新增生产线的罐装水平能达到五粮液的水平。投资200多万，下月完成。
- 污水处理厂改造：投资100多万。
- 葡萄酒车间改造：对生产线进行小型改造，投资200多万
- 能源改造：利用太阳能为厂区提供能源。

除了能源改造之外，其他的几项生产线改造基本将于今年底之前完成。

### 建立新的销售体系和产品线继续推动白酒销售增长

公司聘请新的销售主管管理公司的原料采购和销售，并用每年2000万的成本聘期盛初销售策划公司的子公司通达韦思帮助公司进行销售市场调研、新产品线的设计以及销售策略的制定。

公司老产品主要包括老六鼎系列、本色系列和部分低档酒，这些老产品在武威市及周边地区都有一定的市场基础，公司将继续恢复其市场销售。另一方面公司为了提高品牌形象和市场知名度，公司计划推出包装和酒体质量都全面升级的新产品系列，目前这些新产品处于最后设计包装阶段，预计将于今年9月15日公司建厂25周年的庆典活动上推出。

制定全面销售增长计划，力争 3 年内实现收入 3 个亿

为实现白酒业务的增长和发展，公司制定了其白酒销售的策略和区域增长计划。公司今年的主要任务是恢复和巩固武威地区市场，第二步是进入兰州市场；第三步是进入银川市场。

- **武威地区：**公司在该地区有良好的市场基础，一直是公司的主销市场。目前在武威市场公司主要的竞争对手是武酒，武酒以销售低档酒为主，其销量在近几年也处于逐步下降的趋势，有利于公司销售的恢复和增长。公司计划通过市场的恢复，在武威地区的市场占有率达到 60%，收入达到 1.2 亿元。公司在武威地区将做到全市场、全渠道的覆盖，而与经销商的合作机制是厂商一体化，公司负责全面的市场投入。
- **兰州地区：**公司将于今年下半年开始布局兰州市场，首先是与当地的经销商组建销售公司销售老产品；同时成立中高档酒事业部销售新产品系列。公司在兰州主要销售低档和超高档白酒，超高档白酒的销售从团购及酒店渠道开始。
- **银川地区：**公司从今年底计划进入银川市场。

公司未来 2-3 年的主销区是武威和兰州地区。公司计划明年销售收入达到 1.5-2 亿元，后年的销售收入达到 2.5-3 亿元。

## 2、 甘肃白酒市场增长快，机会多

甘肃地区白酒产销量增速逐步提升

近年随着西部城市经济的增长和居民收入的提升，甘肃省白酒的产销量增速逐步提升，从原来的负增长转变为月均增长 20% 以上。由于甘肃省白酒的基础消费量相对较小，未来发展空间和增长速度将较大。

甘肃地区中档市场中缺乏绝对优势品牌为公司的发展提供机会

甘肃白酒的市场规模约为 20 亿元，其中超高档酒市场主要被五粮液、茅台等占据，而中低档酒市场以地产酒为主，其中发展较好的公司有世纪金徽、滨海集团的九粮液、古河洲等，其中世纪金徽去年收入在 3.5 亿元、九粮液的收入在 1-2 亿元，古河洲主要以销售低档酒为主。

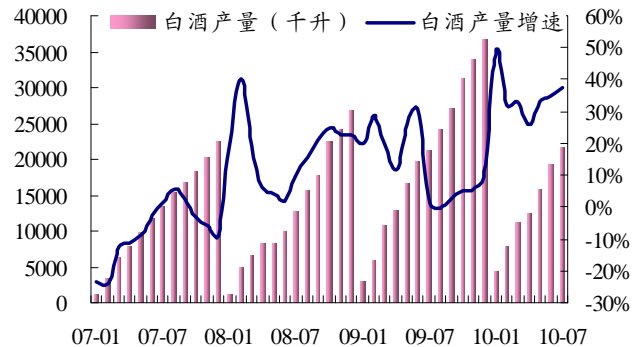
从品牌知名度及市场占有率角度来看，甘肃高档酒和中档酒市场都缺乏有绝对优势的企业，这为公司未来打开兰州及甘肃市场提供机会。

图 5：甘肃省季度累计 GDP 增速



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

图 6：甘肃地区白酒累计产销量及增速变化



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

### 3、 皇台拥有良好品牌基础及丰富原酒储存

#### 皇台曾是甘肃地区著名白酒品牌

皇台酒厂自 1985 年建立，迄今已有 25 年的历史。在 90 年代，其主要产品皇台酒在甘肃省甚至全国都有一定的知名度，91 年公司年销售量达到 2000 吨，92 年皇台酒在国内和国外陆续获奖，93 年公司的收入达到 2 亿元，在甘肃省及省外 18 个地市实现销售。公司的产品拥有较为辉煌的历史，其品牌在甘肃省乃至全国的消费者之中有一定的认知度。

#### 充足的白酒产能及丰富的老酒储量

公司通过 92 年的技术改造投资 1.2 亿元建立了万吨级的液态白酒生产线，公司白酒的设计产能在 1.6 万吨左右，实际最大产能可以达到 4 万吨。

公司拥有 8 个酿酒车间，1500 个窖池，其中有 700 个始建于 1985 年。足够数量的窖池和充足的白酒产能为公司白酒销售的恢复提供可靠保障。

公司自 85 年建厂以来就不断的进行原酒的贮存，截止目前公司的老原酒的储量达到 2000 吨左右。老原酒的储存帮助公司能够生产并销售盈利能力更高的高档酒。

### 4、 葡萄酒业务逐步改进，白糖业务停止

公司武威地区拥有 1 万亩的葡萄种植基地，每年约生产 3000 吨原酒，自 1995 年开始种植葡萄，21 世纪初开始生产和销售葡萄酒，但公司的大部分葡萄酒都直接作为原酒销售给张裕。公司自今年开始将停止向张裕销售原酒，同时新的大股东还聘请酿酒大师对公司的葡萄酒园地及葡萄酒的口味进行逐步的改良，葡萄酒业务短期不会是公司重点发展的业务，但公司将继续投入力量对葡萄酒业务和产品品质进行改良为未来的进一步发展做准备。

酒精业务公司已组建子公司将酒精业务独立出来经营，预计未来的收入和盈利将继续保持稳定。

食糖业务在大股东进入公司之后就不再经营和发展了。

## 5、 白酒业务复苏将推动公司未来收入快速增长

我们认为公司目前正在一个关键的转折期，大股东的变更使得公司从一个濒临破产倒闭的破酒厂逐步回归到发展的正轨。作为一个历史上有一定影响力的区域品牌，皇台在新的销售团队和销售策略的推动下，我们预计公司基本能够实现明年 1.5-2 亿元，后年 2.5-3 亿元的销售计划。但由于前期为扩大市场费用投入也将较大，未来两年利润的增长速度将慢于收入的增长。

我们根据以下假设对公司 2010-2012 年的业绩进行预测：

- 1、 参照公司的销售计划，我们假设公司 2010-2012 年的白酒收入分别为 7500 万元，1.5 亿元和 2.7 亿元，毛利率维持在 55% 上下。
- 2、 葡萄酒业务 2010-2011 年间处于改进阶段没有收入，2012 年收入 3000 万元，基本实现盈亏平衡。食糖业务停止，酒精等其他业务保持稳定。
- 3、 企业 2010 年由于债务核销实现 2000 万元营业外收入。
- 4、 未来 2 年公司处于扩张阶段，销售费用率和管理费用率都将高于 10%。

我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.09、0.04 和 0.26 元，相对于目前的股价 2012 年的 PE 接近 40 倍，估值相对偏高。但是我们认为公司目前处于一个转型期，转型如果成功，公司未来长期的增长空间和增速都将是高于目前已经拥有稳定市场的其他白酒企业的，给予其相对偏高的估值也是较为合理的，由于其未来业绩较大的增长空间，我们给予其长期增持评级，我们将继续跟踪其未来市场增长的情况。

表 1：白酒上市公司的盈利预测和估值水平

证券简称	收盘价 (0901)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PEG (2010)
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
贵州茅台	159.23	1503	5.58	6.78	8.29	29	23.49	19.21	1.3
泸州老窖	36.14	504	1.41	1.88	2.39	26	19	15	0.8
五粮液	31.72	1204	1.22	1.54	1.92	26	21	17	1.0
洋河股份	196.48	884	4.2	5.68	7.384	47	35	27	1.4
山西汾酒	58.08	251	1.26	1.80	2.47	46	32	23	1.1
水井坊	21.7	106	0.88	1.1	1.375	25	20	16	1.0
古井贡酒	57.95	136	1.15	1.93	2.6055	50	30	22	1.0
ST 皇台	10.22	18	0.09	0.04	0.26	128	256	40	1.7

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 6、 存在的风险

公司的白酒在甘肃市场的扩张受到其他品牌竞争的负面影响，销售收入无法如公司计划的速度增长，收入增速低于预期。

公司未来 2 年为扩大销售规模，其市场投入可能超过我们的预期，销售费用和财务费用较高，导致未来两年净利润低于预期。



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com