

白酒：地产酒系列报告

署名人：张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人：柯海东

S0960110080062

kehaidong@cjis.cn

0755-82026712

ST 皇台

000995

推荐

大市场，新团队，“西北茅台”有望重新崛起

近日，我们走访了皇台酒业及甘肃各地一些白酒销售网点，与公司相关高管及一些经销商交流了公司长期发展战略及销售情况。我们发现新大股东入主后，管理团队更替给皇台带来了重大而积极的变化，我们将密切关注公司债务重组、资金及销售情况。

投资要点：

- **公司品牌、品质基础好，大股东积极支持其复兴。**90年代初，皇台凭优异品质及“南有茅台，北有皇台”的口号行销全国18个省市，93年收入达2亿元，是甘肃地产酒的龙头，但后来因扩张过快品质下降，营销投入不足，多元化失误等原因沉寂了一段时间，09年白酒收入仅2831万元。但迄今留下了3000余吨优质原酒，足以支撑5亿元的销售收入(按勾兑成5000吨成品酒及每瓶出厂价50元算)，成为公司复兴的最大资本。今年4月份大股东进驻后，积极支持其复兴。
- **新团队改善了公司决策能力，加薪及精细化管理提高了员工的积极性与责任感。**大股东入主后，对外聘请业内极富盛名的盛初公司谋划销售；对内重整管理团队，通过加薪及精细化管理提高员工的积极性与责任感。新销售总监源自盛初，具小糊涂仙、宝丰、洋河等名酒的操盘经验，战略规划清晰明确。公司提高员工的薪酬达50%以上，并重点向销售人员倾斜，尽管使近期管理费用增长了33%，但整个员工团队积极性得到了极大提高，公司还强调精细化管理，赏罚分明，也大大提高了员工的责任感。公司还将扩招员工，计划使销售团队从50人扩大到500人。
- **甘肃市场规模大，西部振兴计划使地产酒集中度提高速度加快。**甘肃人口有2635万人，人均年白酒消费量远超全国5公斤的水平，我们估算有34亿元的市场潜力，但省内仍是县县有酒厂，规模以上酒厂达23家，09年规模收入仅8.46亿元，集中度较低。近年来中央提出的一系列西部振兴计划，加速甘肃经济发展，消费逐步升级，地产酒集中度正在加速提高。但目前省内尚无绝对优势的品牌，给皇台的发力留下空间。
- **发力新产品，销售区域拟从武威向兰州，进而全省稳步推进。**公司冠名了10月份的西部糖酒会，会上除了老产品老皇台(20)外，还力推新产品，主要有本色系列(30-100)，金/红六鼎(100-238)，下一步可能会推金/银皇台(200-300)、皇台至尊(280-380)等，概念主要是“纯粮酿造，手工酿造，鼎级尊贵”，新产品有望改善过去产品线集中在低端的状况，进一步提高毛利率及吸引经销商。

公司制定了扎根公司本部的武威市场，进占兰州，进而辐射甘肃，青海的销售战

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	79	85	201	353
同比(%)	-7%	8%	136%	75%
归属母公司净利润(百万元)	7	19	18	50
同比(%)	-88%	169%	-7%	184%
毛利率(%)	19.8%	60.1%	68.3%	69.0%
ROE(%)	3.0%	7.6%	6.6%	15.7%
每股收益(元)	0.04	0.11	0.10	0.28
P/E	154.15	57.30	61.83	21.75
P/B	4.69	4.34	4.05	3.42
EV/EBITDA	-52	131	31	14

资料来源：中投证券研究所

12个月目标价：16.00元

当前股价：11.47元

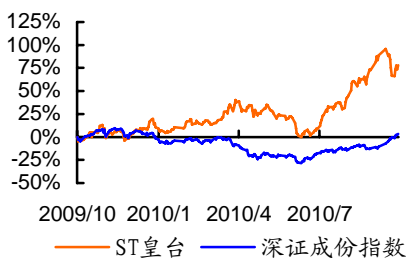
评级调整：首次

基本资料

深证成份指数	13224.98
总股本(百万)	177
流通股本(百万)	177
流通市值(亿)	20
EPS(TTM)	0.13
每股净资产(元)	1.33
资产负债率	50.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
ST 皇台	0.00	63.16	26.74
深证成份指数	0.00	26.29	13.00



相关报告

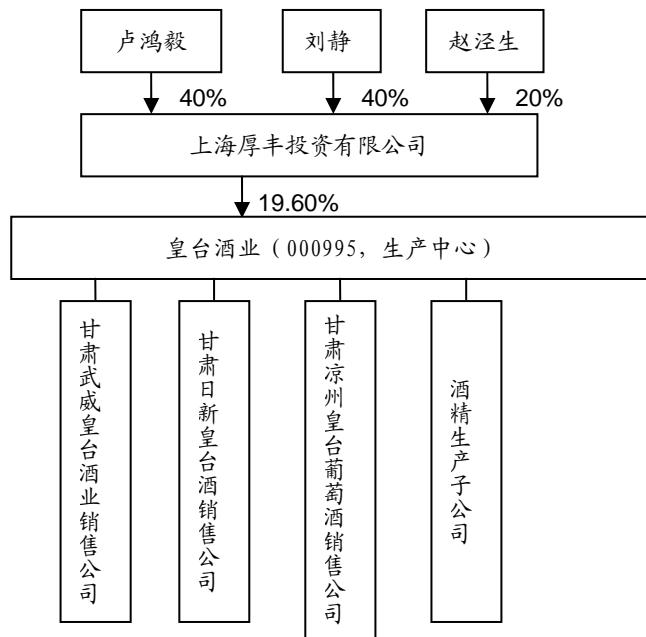
略。

武威白酒市场容量有 2~3 亿元，主要竞争对手武威酒厂 09 年收入约 6000 万元，其武酒系列主要集中在 100 元以下。目前皇台在武威广告传播与渠道布点紧密结合，全市的公交车身大都已打上皇台的广告，渠道下沉，各名烟名酒店，商超均上架皇台的新品，尤其是金/红六鼎。目前皇台销售增长迅速，前三季度收入达 4283 万元，增速为 51%，西北市场因气候寒冷，第四季度是销售旺季，一般贡献全年四成以上的收入，我们认为，今年收入达 8000 万，未来一年占据武威六成以上市场份额，收入 1 个亿以上的概率很大。

兰州市场容量在 8 亿元以上，竞争对手众多。外地酒以泸州老窖系列为主，占据了中档酒（100+）约 30% 的市场份额，地产酒主要有金徽、滨河九粮液、古河州，预计今年的收入分别为 5 亿、2.5 亿、2 亿。金徽的主打产品是世纪金徽（100~130），滨河的主打产品是九粮液（200），古河州则主攻 100 元以下的中低档酒，三家酒厂都以直分销为主要销售模式，其中金徽、九粮液的地面广告及专卖店都很多。预计皇台进入兰州市场将面临较大的竞争压力。

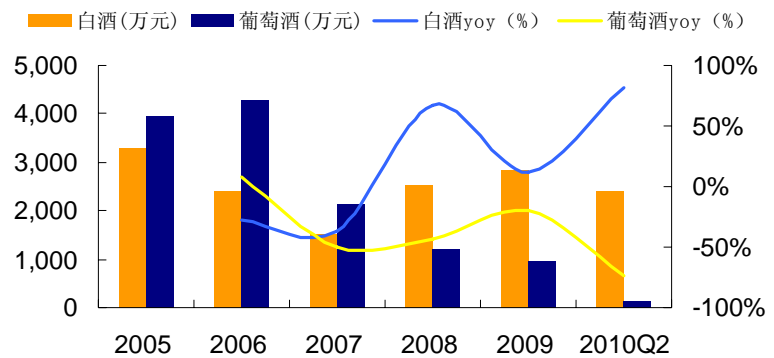
- **基酒产能有保障，短期瓶颈在供应链整合，中长期挑战在于营销费用的高投入。** 公司有 8 个酿酒车间，在大股东入主前仅有 2 个在运行，且均处于半停产状态，目前已恢复至 3 个车间满负荷运行，若所有车间恢复生产，产能将在 10000 吨左右，为未来销售放量提供了良好的保障。但短期内，靠手工进行的成品酒包装仍将困扰公司一段时间。中长期来看，为实现公司的销售战略，销售费用所需的高投入将是最大的挑战。预计武威地区需要 500 万元左右的销售费用投入，而兰州地区则可能需要 4000 万元投入，销售费用率可能攀升到 20% 以上。而公司目前的资产负债率已达 51%，账面现金 933 万元，今年内到期的长期借款有 1600 万元，资金面临压力。
- **葡萄酒业务暂缓发力，酒精及其他业务逐步剥离。** 公司在武威有 1 万亩葡萄园，1 万吨葡萄酒产能。自 95 年起种植葡萄，主要品种是黑比诺，00 年起开始生产和销售葡萄酒，但因销售不畅，一直只为张裕提供原酒，09 年收入约 970 万元，今年预计酿出葡萄酒约 2000 吨。公司今年起停止向张裕销售原酒，聘请法国酿酒大师来改良葡萄园的管理及葡萄酒的酿制。但目前短期内未形成战略规划，难以为公司贡献利润。而酒精、糖等业务则基本停滞了，这将使公司更加专注于白酒主业。
- **短期能否摘帽，需紧密关注债务重组。** 公司账面上 4060 万元的短期借款主要是欠农业银行和长城资产管理公司的，且在长期应付款中计提了 2200 万元的相关利息。这部分欠款已列入政策性破产计划，目前公司跟债权人在积极谈判，争取免息减本，同时通过主营扭亏，力图明年摘帽。
- **我们预测今后三年公司复合增长率达到 65%，因为 EPS 受债务重组影响面临较大的不确定性，我们着重看每股销售收入 SPS，预测 10 年、11 年、12 年 SPS 分别为 0.48、1.14、1.99 元，当前股价对应 11 年市销率为 10 倍，考虑到公司目前甘肃省市场占有率仅 0.8%，经营层面发生了积极的变化，市场占有率有很大提升空间，可能出现爆发式增长，我们给予推荐评级。**
- **风险因素：** 公司债务重组情况；资金投入难以持续；甘肃地产酒同质化竞争激烈，公司产品诉求点吸引力不足，竞争优势不明显

图 1 皇台酒业组织架构



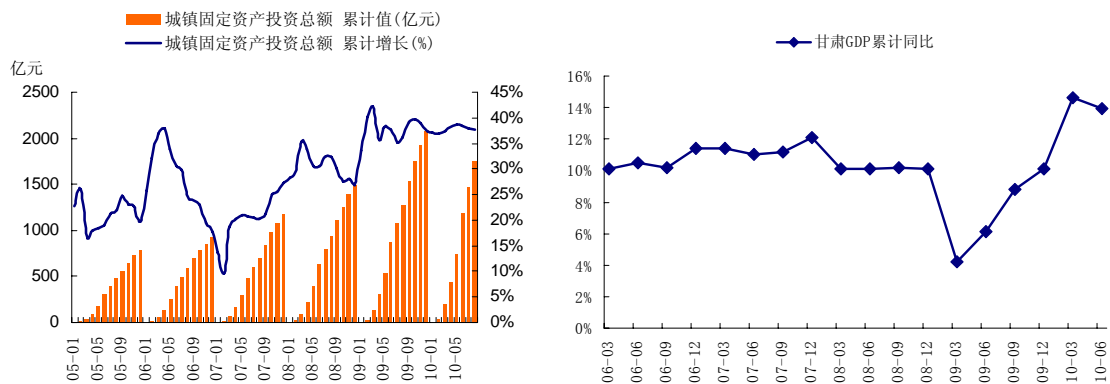
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 近 5 年来皇台酒业收入



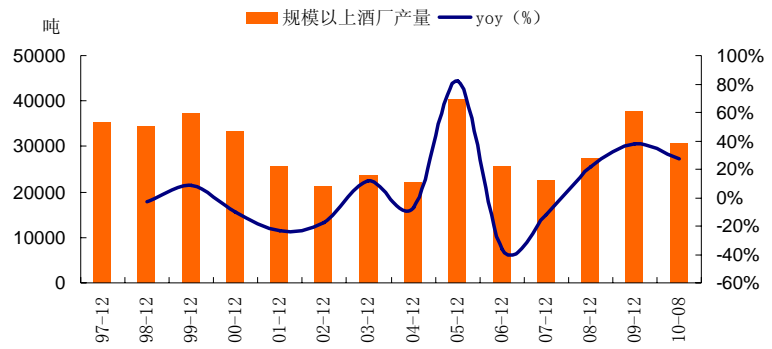
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 近年来甘肃固定资产投资增速、GDP 增速加快



资料来源：统计局、中投证券研究所

图 4 近年来甘肃规模以上白酒产量情况



资料来源：统计局、中投证券研究所

图 5 皇台的产品（老皇台、本色、金六鼎、金皇台）



资料来源：中投证券研究所整理

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	156	210	268	369	营业收入	79	85	201	353
现金	7	44	20	113	营业成本	63	34	64	109
应收账款	41	48	81	56	营业税金及附加	5	13	30	53
其他应收款	17	32	32	31	营业费用	8	13	50	87
预付账款	2	2	3	5	管理费用	26	29	32	35
存货	89	71	102	109	财务费用	9	3	2	1
其他流动资产	0	13	30	53	资产减值损失	14	0	0	0
非流动资产	319	332	308	295	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	186	188	180	171	营业利润	-47	-6	23	66
无形资产	118	112	107	101	营业外收入	53	25	0	0
其他非流动资产	15	32	21	22	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	475	542	576	663	利润总额	6	19	23	66
流动负债	239	286	302	339	所得税	0	0	6	17
短期借款	41	0	9	0	净利润	6	19	18	50
应付账款	31	17	16	22	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	168	269	277	318	归属母公司净利润	7	19	18	50
非流动负债	0	2	2	2	EBITDA	-22	9	37	80
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.04	0.11	0.10	0.28
其他非流动负债	0	2	2	2					
负债合计	239	288	304	341	主要财务比率				
少数股东权益	5	5	5	5	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	177	177	177	177	成长能力				
资本公积	253	253	253	253	营业收入	-7.4%	8.2%	136.3	75.3%
留存收益	-200	-181	-164	-114	营业利润	-175.3	-113.1	281.6	184.3%
归属母公司股东权益	231	250	267	317	归属于母公司净利润	-88.1%	169.0%	-7.3%	184.3%
负债和股东权益	475	542	576	663	获利能力				
					毛利率(%)	19.8%	60.1%	68.3%	69.0%
					净利率(%)	8.9%	22.2%	8.7%	14.1%
					ROE(%)	3.0%	7.6%	6.6%	15.7%
					ROIC(%)	-15.0%	-1.9%	7.9%	28.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	50.4%	53.1%	52.8%	51.5%
					净负债比率(%)	23.66	0.00%	3.12%	0.00%
					流动比率	0.65	0.73	0.89	1.09
					速动比率	0.20	0.48	0.55	0.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.15	0.17	0.36	0.57
					应收账款周转率	1	1	3	4
					应付账款周转率	2.04	1.42	3.88	5.78
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.04	0.11	0.10	0.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.53	-0.17	0.59
					每股净资产(最新摊薄)	1.30	1.41	1.51	1.79
					估值比率				
					P/E	154.15	57.30	61.83	21.75
					P/B	4.69	4.34	4.05	3.42
					EV/EBITDA	-52	131	31	14

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	29	95	-31	105
净利润	6	19	18	50
折旧摊销	16	12	12	12
财务费用	9	3	2	1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	36	134	-79	49
其他经营现金流	-38	-74	17	-8
投资活动现金流	0	-2	-2	-2
资本支出	1	5	5	5
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1	3	3	3
筹资活动现金流	-29	-55	9	-10
短期借款	-47	-41	9	-9
长期借款	-16	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	34	-14	-1	-0
现金净增加额	0	37	-24	93

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434