

白酒
署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

kehaidong@cjis.cn

0755-82026712

12个月目标价: 16.00元

当前股价: 13.61元

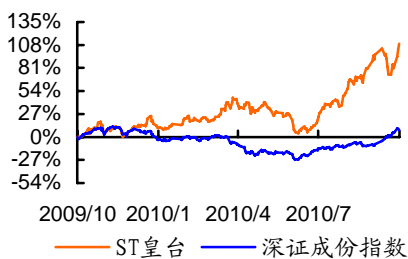
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	13445.03
总股本(百万)	177
流通股本(百万)	177
流通市值(亿)	24
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	12.48	77.91	60.50
深证成份指数	19.25	24.20	18.63



相关报告

《ST 皇台-大市场, 新团队, “西北茅台”有望重新崛起》2010-10-25

ST 皇台

000995

推荐

摘帽只是时间问题, 长期看好公司白酒业务复兴

10月28日, 公司发布《2010年年度业绩预告公告》, 称“预计白酒营业收入较去年同期增长147.23%, 预计白酒营业收入为7000万元, 预计全年主营业务利润范围为-2600万元—2300万元。”, “公司目前正积极与中国长城资产管理公司兰州办事处、中国农业银行武威市分行协商解决共4060万元借款本金及其利息的债务核销问题, 如能在年底前达成债务核销协议, 预计将产生3300万元的营业外收入。”

投资要点:

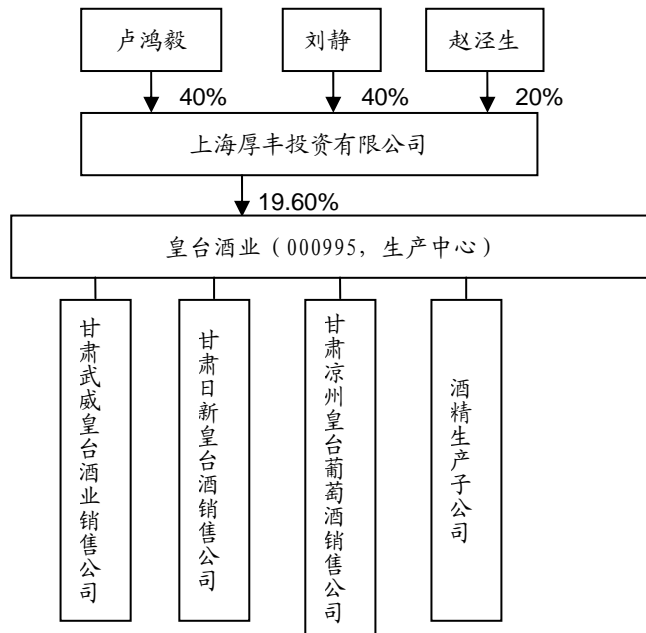
- **明年摘帽概率较大。**我们之前的报告曾判断, 公司账面上欠农业银行和长城资产管理公司的4060万元及相关的2200万元利息, 已列入政策性破产计划, 公司跟债权人在积极协商, 争取免息减本, 如果顺利, 除了产生营业外收入, 还将能降低目前达6%的财务费用率, 并为公司进一步融资支持新产品市场推广有积极作用。从目前公司的业绩预告来看, 通过主营扭亏, 明年摘帽的概率较大。
- **高管理费用、营业费用影响短期的主营业务利润。**公告预计全年主营业务利润范围为-2600万元—2300万元符合我们预期, 主要原因是管理费用、营业费用短期内难以下降。公司前三季度管理费用率高达40%, 是因为公司通过加薪提高员工的积极性, 提高员工的薪酬达50%以上, 使三季度管理费用同比增长了33%, 但此举使整个员工团队积极性得到了极大提高, 积极意义明显, 未来管理费用率将有望下降。关于三季度11%的营业费用率, 我们认为, 随着公司新产品的推广, 竞争激烈, 未来一两年内还将进一步上升至20%以上。
- **发力新产品, 销售形势良好。**公司于9月份起密集推出了皇台本色系列、皇台六鼎系列、皇台至尊系列等白酒新产品, 在建厂25周年经销商恳谈会来的经销商就有1600个。此外, 公司还冠名了10月份的西部糖酒会, 目的就是主推本色系列、皇台六鼎系列、皇台至尊系列等新产品, 概念主要是“纯粮酿造, 手工酿造, 鼎级尊贵”, 市场反映较好, 销售形势良好。
- **维持之前我们所作的盈利预测, 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, 复合增速达65%, 当前股价对应11年市销率为11.92倍, 考虑到公司在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, 建议长期投资者积极关注。**
- **风险因素:** 债务重组情况; 资金不足; 竞争激烈使收入、费用难达预期

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

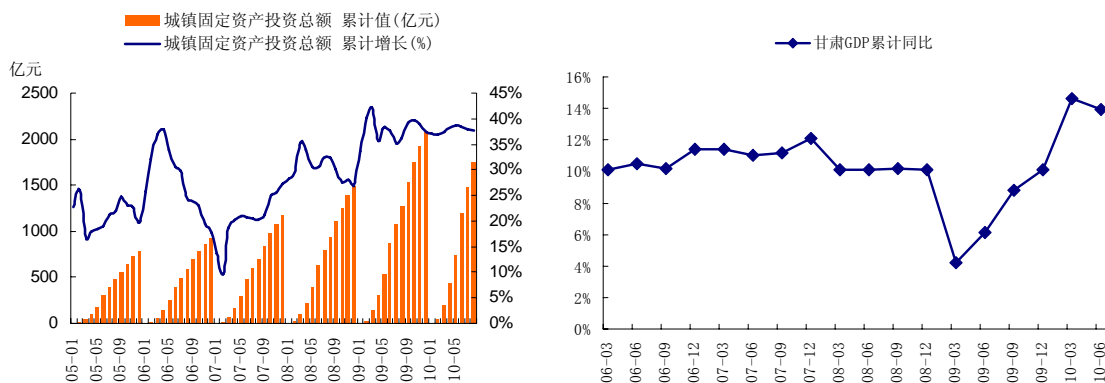
资料来源: 中投证券研究所

图 1 皇台酒业组织架构



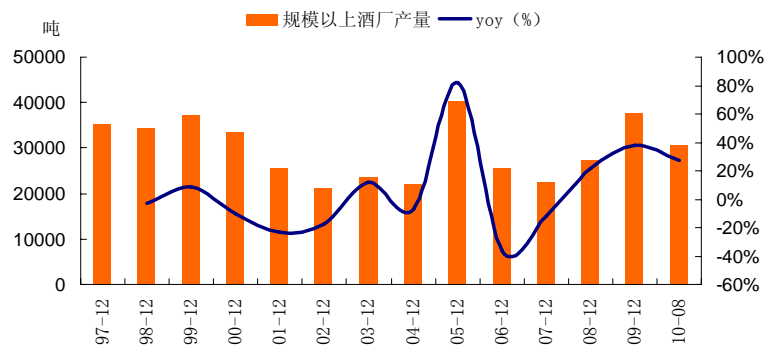
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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 3 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 4 皇台的产品（老皇台、本色、金六鼎、皇台至尊）



资料来源：公司主页、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				
单位:百				
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