

公司研究

新股研究

建议询价区间：28.80-31.80 元

区域黄酒龙头，产能扩张带来业绩增长

——胜景山河(002525)新股研究

核心观点

询价结论：

预计公司 10 年、11 年全面摊薄每股收益为 0.60 元和 0.88 元。相关行业可比上市公司 10 年平均动态市盈率为 55.8 倍，11 年平均动态市盈率为 39.1 倍。考虑公司在湖南市场的绝对优势，区域外扩展潜力，我们认为公司 10 年合理市盈率区间在 48 倍-53 倍，预计公司二级市场的合理价格为 28.80 元-31.80 元之间，考虑行业估值较高，建议按合理价格询价。

主要依据：

公司专注黄酒的研发、生产和销售，旗下拥有“胜景山河”、“古越楼台”两大品牌，“喜酿”、“典”、“道”等多个系列 10 余种产品。我国共有黄酒生产企业 800 多家，但是集中度较低，低价同质化竞争明显。行业前 5 位、前 10 位企业的产量规模分别占行业的 14%、20%左右。行业整合是未来发展的主要趋势。

公司在湖南及周边地区消费者中具有较高的知名度、美誉度和忠诚度，拥有较高的市场份额，2006 年、2007 年、2008 年公司的市场占有率分别达到 11%、20%、26%。湖南及周边地区为公司主要市场，公司将在现有市场基础上继续加大对该市场的开拓和投入，公司计划未来 5 年内将在该区域市场占有率达到 40%以上，区域市场占有率的提升将公司产品的定价权。

公司营销体系由 112 家总经销商、411 家重点分销商或特许经销商和 15000 家终端酒店构成，覆盖华中、华东、华南等八大区近 15 个省市自治区。公司营销网络的建设为其成长提供了良好的渠道基础。通过本次发行新股募集资金将用于建设 2 万吨多肽黄酒产能，达产后公司产能将提升至 3.6 万吨，渠道优势保障产能顺利释放，驱动业绩增长。

风险提示：1、销售终端竞争加剧的风险；2 糯米原料价格大幅上涨的风险；2、产品质量安全的风险；4、经销商管理控制不当的风险。

基础数据

总股本(万股)	5100.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	3.89
每股净资产(元)	4.2
建议询价区间(元)	28.80-31.80

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	159.67	198.44	283.04	350.51
同比增速(%)	30.00%	96.35%	42.64%	23.83%
净利润(百万)	29.65	39.14	59.27	76.13
同比增速(%)	-1.97%	71.63%	51.43%	28.46%
EPS(元)	0.44	0.58	0.87	1.12

研究员： 王明德
电话： 010-84183372
Email： wangmingde@guodu.com
执业证书编号： S0940200010025
研究员： 徐昊
电话： 010-84183293
Email： xuhao@guodu.com
执业证书编号： S0940210060003

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1: 公司此次发行概况

公司名称	湖南胜景山河生物科技股份有限公司
公司简称	胜景山河
发行地	深圳
发行日期	2010-12-8
申购代码	002525
发行股数(万股)	1700
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本(万股)	6800
每股收益(2009)年	0.60
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.44
发行前每股净资产(元)	4.20

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

2、公司概况

公司一直专注于新型黄酒的研发、生产和销售, 旗下拥有“胜景山河”、“古越楼台”两大品牌, “喜酿”、“典”、“道”等多个系列 10 余种产品。2003-2008 年, 我国黄酒行业年均复合增长率接近 10%, 黄酒产销量也于 2005 年突破 200 万吨, 2008 年产销量则分别达到 240 万吨和 260 万吨, 尤其是非传统黄酒消费区域占比已达到 30%, 其增长速度远高于传统黄酒消费区域。未来黄酒行业将延续近年来的良好发展势头, 按照目前前年均 10% 的保守增长率测算, 预计到 2015 年全国黄酒消费量将达 400 万吨。

根据中国酿酒工业协会黄酒分会的统计, 目前我国共有黄酒生产企业 800 多家, 厂商众多, 但是集中度较低, 低价同质化竞争明显。全国黄酒企业平均年产量仅 2000-3000 吨, 产量万吨以上的只有近 30 家, 1.5 万吨以上的企业不到 10 家, 而 5 万吨以上的企业只有 4 家。前 5 位、前 10 位企业的产量规模分别占行业的 14%、20% 左右。行业整合是未来发展的主要趋势。

公司在湖南及周边地区消费者中具有较高的知名度、美誉度和忠诚度, 拥有较高的市场份额, 2006 年、2007 年、2008 年公司的市场占有率分别达到 11%、20%、26%。湖南及周边地区为公司主要市场, 公司将在现有市场基础上继续加大对该市场的开拓和投入, 并结合募投项目产能的增加, 未来 5 年内将在该区域市场占有率达到 40% 以上, 位居同行业首位。

公司已经构建了“立足中部, 辐射全国”的营销网络体系, 这一体系由 112 家总经销商、411 家重点分销商或特许经销商和 15000 家终端酒店构成, 覆盖华中、华东、华南等八大区近 15 个省市自治区。公司营销网络的建设为其成长提供了良好的渠道基础。通过本次发行新股募集资金将用于建设 2 万吨多肽黄酒产能, 达产后公司产能将提升至 3.6 万吨, 产能释放将驱动业绩增长。

表 2: IPO 募投项目

项目名称	投资金额(万元)
年产 20000 吨多肽黄酒项目	15000

资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

3、盈利预测

表 3: 胜景山河盈利预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	12,281.93	15,966.67	19,906.71	28,381.01	35,143.71
营业收入(万元)	12,281.93	15,966.67	19,906.71	28,381.01	35,143.71
营业总成本(万元)	9,540.11	12,704.79	15,231.43	21,400.44	26,160.12
营业成本(万元)	6,342.78	7,961.07	9,714.27	13,567.28	16,671.32
营业税金及附加(万元)	264.30	414.37	537.48	766.29	948.88
销售费用(万元)	1,459.56	1,801.48	2,189.74	3,178.67	3,936.10
管理费用(万元)	744.99	1,716.74	1,851.32	2,696.20	3,162.93
财务费用(万元)	733.50	709.95	935.62	1,192.00	1,440.89
资产减值损失(万元)	-5.01	101.18	3.00	0.00	0.00
其他经营收益(万元)					
公允价值变动净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润(万元)	2,741.82	3,261.88	4,675.28	6,980.58	8,983.59
营业外收入(万元)	841.01	272.61	50.00	50.00	50.00
营业外支出(万元)	6.95	0.00	10.00	20.00	30.00
利润总额(万元)	3,575.88	3,534.49	4,715.28	7,010.58	9,003.59
所得税(万元)	551.70	569.86	660.14	1,051.59	1,350.54
净利润(万元)	3,024.18	2,964.63	4,055.14	5,958.99	7,653.05
少数股东损益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润(万元)	3,024.18	2,964.63	4,055.14	5,958.99	7,653.05
全面摊薄每股收益(元)	0.44	0.44	0.60	0.88	1.13

数据来源: 国都证券研究所

4、估值定价

表 4 相对估值法下可比上市公司表

股票代码	公司名称	10EPS	11EPS	09 年 PE	10 年 PE
600059.SH	古越龙山	0.23	0.30	68.34	51.92
600616.SH	金枫酒业	0.39	0.50	35.96	27.96
600199.SH	金种子酒	0.31	0.52	59.01	35.45
000799.SZ	酒鬼酒	0.31	0.44	79.63	55.72
600197.SH	伊力特	0.35	0.50	48.62	33.93
平均		0.32	0.45	55.82	39.12
002525.SZ	胜景山河	0.60	0.88		

数据来源: Wind, 国都证券研究所

预计公司 10 年、11 年全面摊薄每股收益为 0.60 元和 0.88 元。相关行业可比上市公司 10 年平均动态市盈率为 55.8 倍, 11 年平均动态市盈率为 39.1 倍。考虑公司在湖南市场的绝对优势, 区域外扩展潜力, 我们认为公司 10 年合理市盈率区间在 48 倍-53 倍, 预计公司二级市场的合理价格为 28.80 元-31.80 元之间, 考虑行业估值较高, 建议按合理价格询价。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com