

2010-12-03

胜景山河 002525.SZ

剑走偏锋，黄酒市场的新生力量

◇ 报告起因：公司 IPO

◆ 走差异化路线的黄酒市场新生力量

公司主要从事新型黄酒的研发、生产和销售。其拥有的“四酶、二曲、一酵母”生物黄酒酿造技术为国内首创。同时，公司通过多菌种制曲技术和黄酒酵母选育技术开发出了清爽型低醇黄酒以及“花香型”、“果味型”黄酒等新品种。经过几年的市场开拓和消费引导，公司确立了重点开发黄酒非传统消费市场的差异化经营策略。近几年来，公司重点开拓的湖南、福建、河北、广东等市场黄酒消费量猛增，在湖南及周边地区的市场份额从 2006 年的 11% 快速提升至 2008 年的 26%。据统计，目前非传统黄酒消费区域人均黄酒消费量仅为传统黄酒消费市场的 1/18，预计随着消费者对黄酒认知度的提高及消费升级，非传统区域的黄酒消费量有较大幅度的提升空间，公司未来可挖掘的潜在市场很大。

◆ 营销模式创新为公司业绩增长提供条件

公司是黄酒行业首家成功把销售网络延伸到终端的黄酒公司。目前国内市场占有率大的黄酒企业营销网络基本仅达经销商环节的情况下，公司创新的“5S 服务站”深度营销服务体系和“个性化量身定做特色营销策略”优势明显，实现了营销网络的扁平化与高效管理，能全面调动、融合经销商资源，从而提高了整个市场开拓和开发的运营效率。凭借深入细致的营销模式创新，公司 2007-2009 年收入的复合增速高达 35.5%，远超行业水平，我们认为公司未来收入仍将保持较快发展，预计 2010-2012 年收入的复合增速将超过 30%。

◆ 募资项目主要用于产能扩张

本次上市募集资金主要投向于新建年产 2 万吨多肽黄酒项目，预计募投项目将于 2013 年达产。达产后，公司的黄酒生产能力将由目前每年 1.6 万吨提高到 3.6 万吨。公司目前处于快速增长期，但已满负荷生产，新建黄酒项目将为公司的销售扩张和收入增长提供产能基础。

◆ 建议询价区间

按发行后股本摊薄计算，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.60 元、0.82 元和 1.11 元。考虑到公司基本面水平、未来产能扩张情况及黄酒上市公司的估值情况，我们认为公司的合理价值区间应为摊薄后 2011 年 40-45 倍的市盈率水平，预计公司合理价格为 32.80-36.90 元，建议一级市场的询价区间为 29.82-33.55 元。

业绩预测和估值指标

年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	123	160	212	271	356
净利润(百万元)	30	30	41	56	75
每股收益	0.44	0.44	0.60	0.82	1.11
每股净资产	2.07	2.81	11.41	12.05	12.91
ROIC	11.08%	10.82%	9.10%	6.98%	8.09%
ROE	21.46%	15.50%	5.24%	6.79%	8.58%

合理申购价格 29.82-33.55 元

预计上市合理价 32.80-36.90 元

询价开始日期 12 月 1 日

分析师：

李婕(执业证书编号:F0050108120160)

联系人：

李卓

021-22169079

lizhuo_yjs@ebsecn.com

发行数据

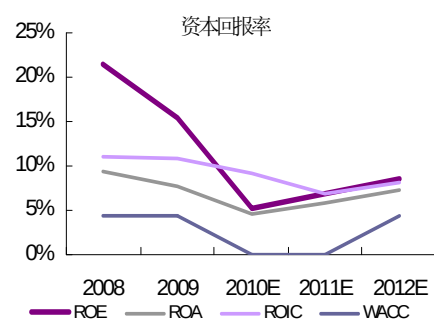
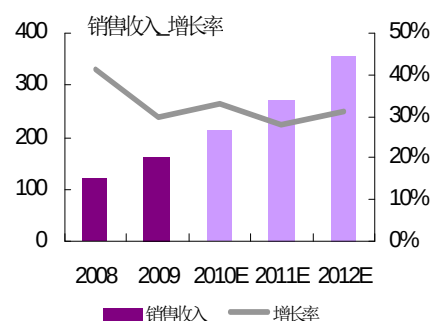
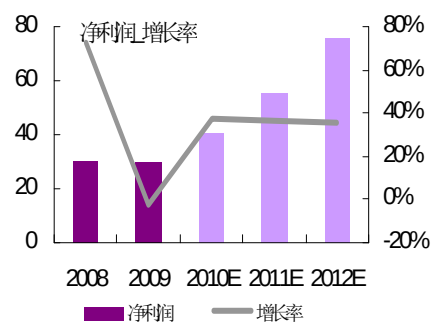
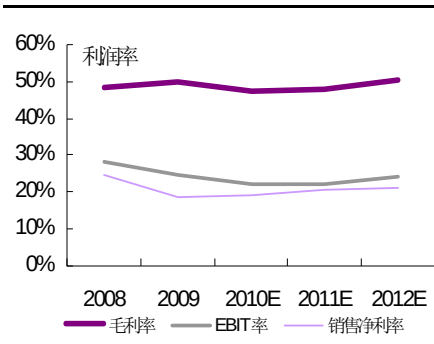
发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	17
发行后总股本(百万股)	68
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2010-12-08
主承销商	平安证券有限责任公司
主要股东	姚胜
第一大股东持有比例(%)	27.29%

募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
年产 20,000 吨多肽黄酒项目	150

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	123	160	212	271	356
营业成本	63	80	112	142	177
折旧和摊销	4	4	4	10	16
营业税费	3	4	6	8	10
销售费用	15	18	25	34	48
管理费用	7	17	21	27	36
财务费用	7	7	2	-3	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	27	33	45	63	87
利润总额	36	35	48	66	90
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	30.24	29.65	40.68	55.64	75.31

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	319	389	892	945	1,047
流动资产	238	312	769	652	720
货币资金	9	21	359	116	36
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	4	1	2	3	3
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	6	4	6	7	10
存货	216	277	392	512	653
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	67	64	100	237	270
无形资产	14	13	13	12	11
总负债	178	198	116	126	169
无息负债	57	76	116	126	160
有息负债	121	122	0	0	9
股东权益	141	191	776	819	878
股本	45	51	68	68	68
公积金	72	93	624	629	637
未分配利润	24	48	84	122	173
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-27	3	-33	-53	-24
净利润	30	30	41	56	75
折旧摊销	4	4	4	10	16
净营运资金增加	137	46	85	122	123
其他	-199	-77	-163	-240	-238
投资活动产生现金流	-2	-2	-50	-180	-50
净资本支出	2	2	50	180	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-5	-5	-100	-360	-100
融资活动现金流	14	11	420	-10	-7
股本变化	13	6	17	0	0
债务净变化	26	1	-122	0	9
无息负债变化	-48	19	40	10	34
净现金流	-15	12	338	-242	-81

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	41.28%	30.00%	32.91%	27.92%	30.98%
净利润增长率	72.75%	-1.97%	37.23%	36.76%	35.35%
EBITDA 增长率	9.35%	12.89%	17.60%	35.94%	43.25%
EBIT 增长率	10.53%	14.29%	19.59%	27.67%	40.86%
估值指标					
PE	0	0	0	0	0
PB	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	3	3	-6	-1	0
EV/EBIT	4	3	-7	-1	0
EV/NOPLAT	4	3	-8	-2	0
EV/Sales	1	1	-2	0	0
EV/IC	0	0	-1	0	0
盈利能力 (%)					
毛利率	48.36%	50.14%	47.28%	47.66%	50.34%
EBITDA 率	31.89%	27.69%	24.50%	26.04%	28.48%
EBIT 率	28.30%	24.88%	22.38%	22.34%	24.03%
税前净利润率	29.11%	22.14%	22.82%	24.40%	25.21%
税后净利润率 (归属母公司)	24.62%	18.57%	19.17%	20.50%	21.18%
ROA	9.47%	7.62%	4.56%	5.89%	7.19%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.46%	15.50%	5.24%	6.79%	8.58%
经营性 ROIC	11.08%	10.82%	9.10%	6.98%	8.09%
偿债能力					
流动比率	1.34	1.57	6.62	5.19	4.26
速动比率	12.27%	17.52%	324.91%	111.91%	39.40%
归属母公司权益/有息债务	1.16	1.57	-	-	98.51
有形资产/有息债务	2.53	3.09	-	-	116.20
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.44	0.44	0.60	0.82	1.11
每股红利	0.00	0.00	0.18	0.25	0.33
每股经营现金流	-0.40	0.05	-0.48	-0.78	-0.36
每股自由现金流(FCFF)	-1.56	-0.14	-1.33	-3.54	-1.25
每股净资产	2.07	2.81	11.41	12.05	12.91
每股销售收入	1.81	2.35	3.12	3.99	5.23

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。