

凯乐科技(600260.sh)

多元化格局并存、白酒快速发展

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020009

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010017

投资分析要点

(1) 凯乐科技多元化格局并存, 涉及产业包括塑料管材、光电缆、房地产、白酒等产业。公司以塑料管材业务起步, 具有二十多年塑料管材生产历史, 随后逐步进入其它领域。凯乐科技 2008 年收购湖北黄山头酒业, 白酒业务发展速度较快。(2) 黄山头目标规划较高。公司计划 5 年时间成为中部地区的白酒 4 强, 10 年内进入第一梯队, 突破地域的限制。通过通过 1、2 次增资, 引入战略投资者, 具备上市的条件。(3) 伴随着中西部经济步入高速成长期, 作为白酒的传统消费区域, 湖北市场容量的成长空间十分巨大, 鄂酒近几年发展速度较快。(4) 黄山头的优势在于凯乐科技有大量的人脉关系资源, 可以在此基础上快速推广黄山头产品。未来持续发展的关键在于充分利用了现有关系资源之后, 能否在武汉、长沙、荆州等地形成良好的消费氛围, 从而带动其它人群的消费。(5) 凯乐科技房地产业务每年波动较大。今年武汉桂园、长沙国际城 2 期开工, 明年可以销售, 预计 2011 年房地产业务确认收入较少。

盈利预测和投资评级

预计 2011-13 年实现每股收益 0.19、0.25、0.31 元, 黄山头酒业的快速发展是公司未来业绩超预期的因素, 我们将密切观察公司白酒业务的销售情况, 暂时给予公司“持有”的投资评级。

风险提示

黄山头酒业增速低于预期。房地产业务盈利波动较大。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	981.95	1627.10	1171.04	1504.68	1747.56
增长率(%)	-15.24%	65.70%	-28.03%	28.49%	16.14%
EBITDA(百万元)	98.48	147.43	208.28	293.40	359.41
净利润(百万元)	142.87	45.03	100.20	130.71	166.06
增长率(%)	110.94%	-68.48%	122.53%	30.44%	27.05%
每股收益(元)	0.27	0.09	0.19	0.25	0.31
市盈率	28.96	83.08	38.49	29.51	23.23
市净率	2.78	2.57	2.48	2.29	2.08
EV/EBITDA	46.14	28.85	21.15	15.62	12.68

数据来源: 湖北凯乐科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	7.31
目标价格(元)	8.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.88%	14.94%	1.11%
沪深 300	-2.00%	5.14%	4.34%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

527.64/527.64

主要股东:

荆州市科达商贸投资有限公司

主要股东持股比例

22.32%

财务比率

ROE	3.09%
ROA	3.06%
资产负债率	54.15%
每股净资产(元)	2.76

2010 年报数据

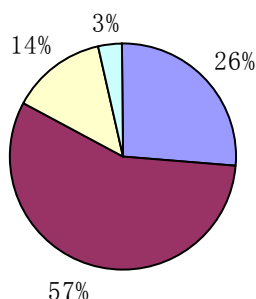
多元化格局并存、近期重点发展白酒

凯乐科技多元化格局并存，涉及产业包括塑料管材、光电缆、房地产、白酒等产业。公司以塑料管材业务起步，具有二十多年塑料管材生产历史，随后逐步进入其它领域。凯乐科技2008年收购湖北黄山头酒业，白酒业务发展速度较快。

2010年分行业看，房地产业务收入和毛利均占48%。白酒业务收入同比增长160%、收入占比6%，毛利占比达25%，盈利能力较强。

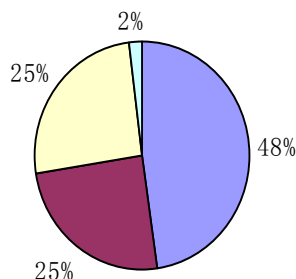
近期重点发展白酒。2011年公司加大白酒的投入力度、充分运用各类营销资源，制定了较高的收入增长规划。

图 1：2009年分行业收入构成



■ 房地产 ■ 塑料管材等 ■ 白酒 ■ 其他

图 2：2010年分行业收入构成



■ 房地产 ■ 塑料管材等 ■ 白酒 ■ 其他

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

表 1：2010 年各子公司净利润 单位：百万元

湖北荆州凯乐新材料科技有限公司	-23.9
武汉凯乐置业	-0.1
长沙凯乐房地产	4.1
武汉凯乐宏图房地产	0.0
武汉凯乐海盛顿房地产	-14.0
武汉华大博雅教育	0.3
湖南盛长安房地产	29.7
黄山头酒业	32.5

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

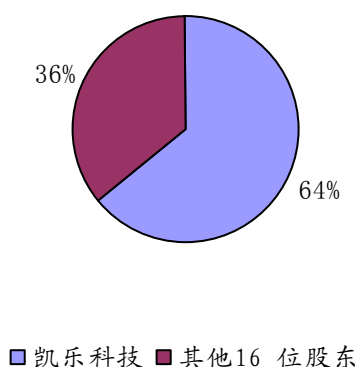
白酒业务成长前景广阔

历史沿革。黄山头位于湘鄂两省交界处素有“江南杏花村”之美誉的千年古镇藕池。80年代黄山头曾是与白云边、黄鹤楼齐名的湖北地方名酒，最高曾到8000-9000万的销售收入，然而90年代步入沉寂。凯乐科技接手之前黄山头原股权结构剑南春70%、

公安县30%，但是白酒业务发展一直没达到政府预期的效果。凯乐科技2008年收购了湖北黄山头酒业。

凯乐科技给黄山头制定了较高的发展目标。5年时间成为中部地区的白酒4强，10年内进入第一梯队，突破地域的限制。通过通过1、2次增资，引入战略投资者，具备上市的条件。2010年黄山头进行了增资扩股，凯乐科技股权比例降至64%，预计新一轮增资完成之后，凯乐科技股权比重将降至50%左右。

图 3：黄山头现有股权结构



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

凯乐科技现阶段对白酒业务发展十分重视。我们查询了凯乐科技公司网站，搜索公司2011年的新闻，12条新闻报道中白酒相关的报道占了8条。

全员营销、资源营销推动酒业快速发展。凯乐科技旗下产业众多，所有凯乐科技的员工和机构，大家都有白酒销售任务。同时，充分利用各个环节的资源人脉关系，如经销商等，全力推广白酒销售。因此，2010年白酒销售收入增速较快，同比增长160%，达到1亿的规模。预计2011年仍可保持较快的增速。

分区域看，2010年长沙、荆州两地的收入贡献超过50%。2010年12月份进入武汉市场，在楚天都市报、湖北日报、湖北卫视、公交车、户外广告等媒介大规模投放，收入增速较快。

公司产品定位高端，2010年销售仅有200-300吨，但产品销售均价很高。主打产品以黄山头楚藏20年为主，占比50%以上，出厂价200多元，终端价500多元。

图 4：黄山头楚藏20年

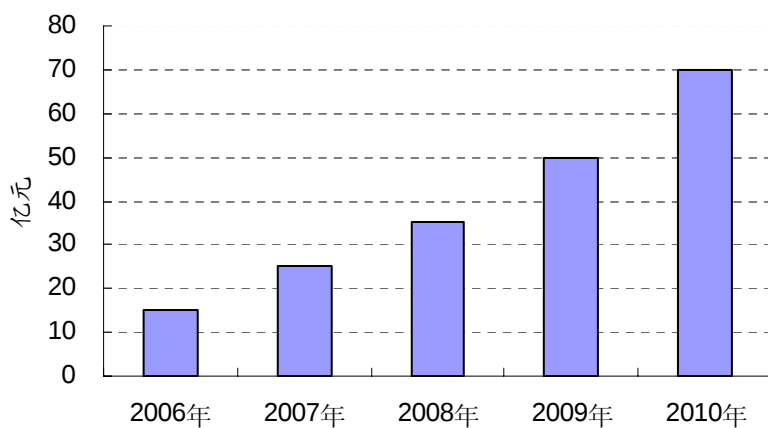


数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

投建2万吨新产能。凯乐收购之前，黄山头产能不到3000-4000吨，收购之后产能5000-6000吨。现正在投建青吉工业园1期2万吨产能，远景规划5万吨产能。

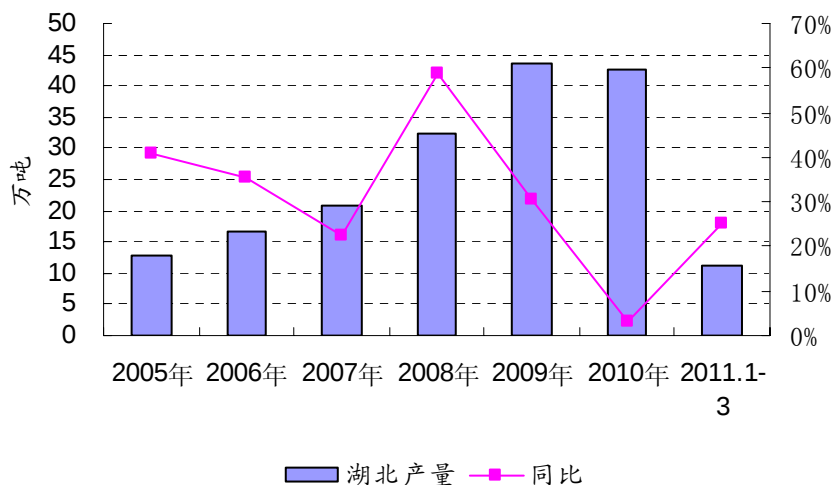
我们认为伴随着中西部经济步入高速成长期，作为白酒的传统消费区域，湖北市场容量的成长空间十分巨大。鄂酒近几年发展速度较快。稻花香集团2010年实现销售收入70亿元，其中稻花香酒业实现销售收入32亿元、同比增长30%，关公坊实现收入12亿元、同比增长57%。枝江酒业实现实现销售收入22.3亿元。因此，黄山头在湖北市场的成长空间很大。

图 5：稻花香集团销售收入



数据来源：广发证券发展研究中心

图 6：湖北白酒产量



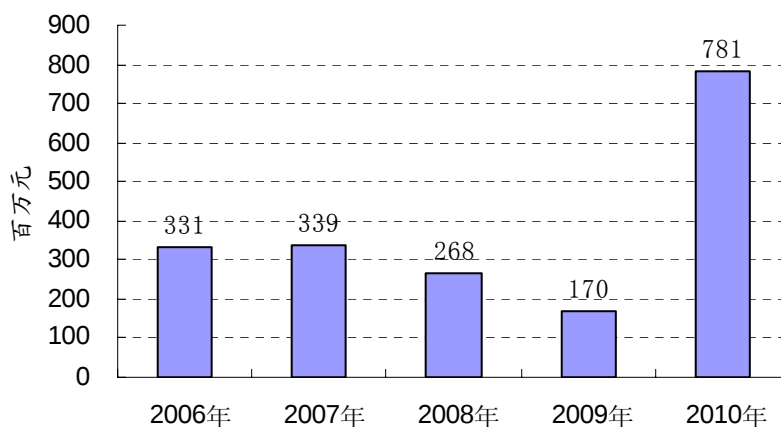
数据来源：广发证券发展研究中心

湖北本地的白酒市场容量很大。黄山头的优势在于凯乐科技有大量的人脉关系资源，可以在此基础上快速推广黄山头产品。未来持续发展的关键在于充分利用了现有关系资源之后，能否在武汉、长沙、荆州等地形成良好的消费氛围，从而带动其它人群的消费。

房地产盈利波动较大

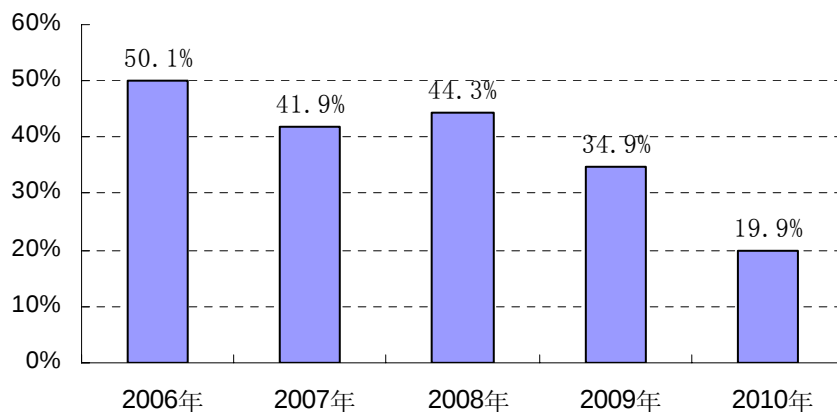
凯乐科技房地产业务每年波动较大。凯乐国际城1期、长沙湘园2期2010年销售完毕，2010年房地产业务确认收入较多，达到7.8亿元。今年武汉桂园、长沙国际城2期开工，预计明年可以销售。预计2011年房地产业务确认收入较少。

图 7：凯乐科技房地产业务销售收入



数据来源：广发证券发展研究中心

图 8：凯乐科技房地产业务毛利率



数据来源：广发证券发展研究中心

其它业务发展参差不齐

2010年，由于市场竞争激烈，塑料管材、网络信息材料、土工合成材料、等业务收入增速和毛利率表现不佳。预计未来的发展前景和盈利能力将逊色于白酒业务。

计划进入光纤领域。公司正在与韩国公司谈判合作光纤，凯乐提供厂房、车间、人员，对方提供设备，未来可能成为潜在利润增长点。

盈利预测和投资评级

预计2011-13年实现每股收益 0.19、0.25、0.31元，黄山头酒业的快速发展是公司未来业绩超预期的因素，我们将密切观察公司白酒业务的销售情况，暂时给予公司“持有”的投资评级。

风险提示

黄山头酒业增速低于预期。
房地产业务盈利波动较大。

图 9：2009年分行业收入构成

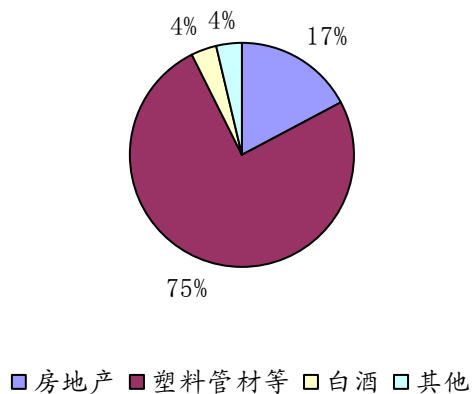
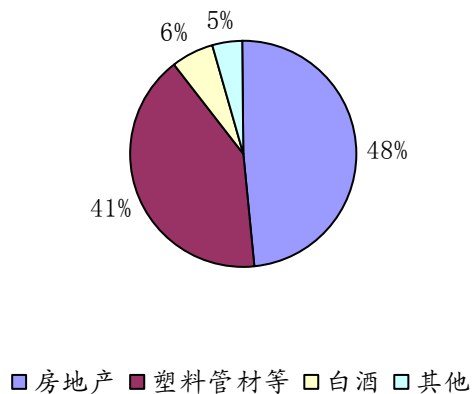
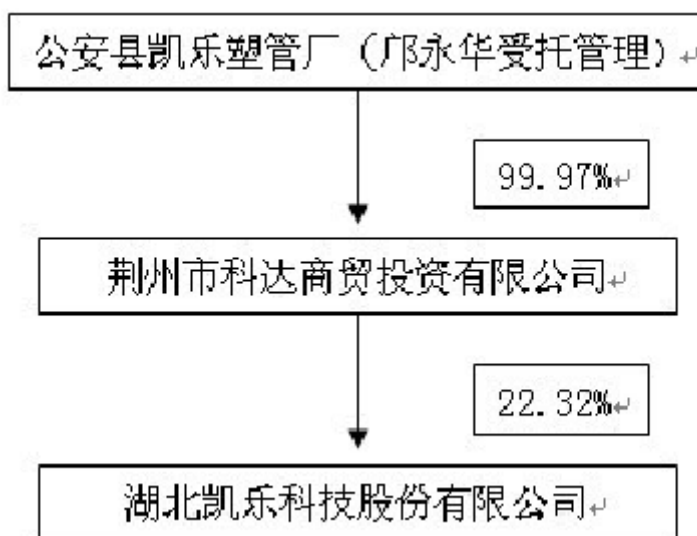


图 10：2010年分行业收入构成



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

图 11：凯乐科技股权结构



数据来源：广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

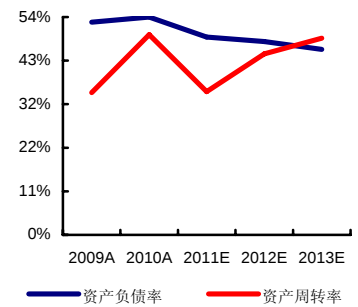
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,388	2,531	2,321	2,520	2,741
货币资金	741	853	753	578	602
应收及预付	411	521	372	469	528
存货	1,131	1,064	1,195	1,474	1,611
其他流动资产	104	93	0	0	0
非流动资产	803	819	909	935	953
长期股权投资	10	10	5	5	5
固定资产	508	575	684	712	731
在建工程	77	16	16	16	16
无形资产	68	74	66	65	63
其他长期资产	140	145	137	137	137
资产总计	3,190	3,350	3,230	3,456	3,694
流动负债	1,216	1,395	1,177	1,250	1,292
短期借款	693	691	691	691	691
应付及预收	523	440	286	359	401
其他流动负债	0	264	200	200	200
非流动负债	471	419	411	411	411
长期借款	455	411	411	411	411
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	8	0	0	0
负债合计	1,687	1,814	1,588	1,661	1,703
股本	528	528	528	528	528
资本公积	485	407	407	407	407
留存收益	476	521	621	752	918
归属母公司股东权益	1,488	1,456	1,556	1,686	1,853
少数股东权益	15	81	86	109	138
负债和股东权益	3,190	3,350	3,230	3,456	3,694

利润表

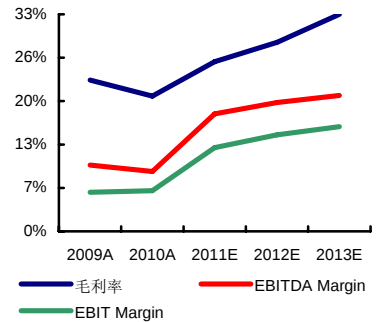
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	982	1627	1171	1505	1748
营业成本	757	1294	870	1074	1174
营业税金及附加	28	66	47	75	140
销售费用	87	110	59	75	87
管理费用	52	57	47	60	70
财务费用	10	28	20	26	30
资产减值损失	10	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	132	3	3	3	3
营业利润	170	72	131	197	250
营业外收入	5	1	1	0	1
营业外支出	7	0	0	0	0
利润总额	169	72	132	197	250
所得税	28	25	26	43	55
净利润	141	47	105	154	195
少数股东损益	-2	2	5	23	29
归属母公司净利润	143	45	100	131	166
EBITDA	98	147	208	293	359
EPS (元)	0.27	0.09	0.19	0.25	0.31

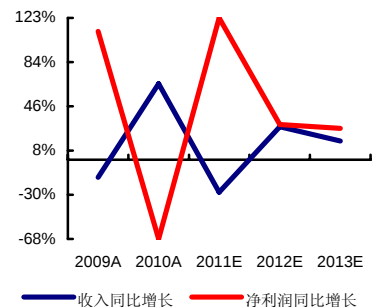
资产负债率趋势



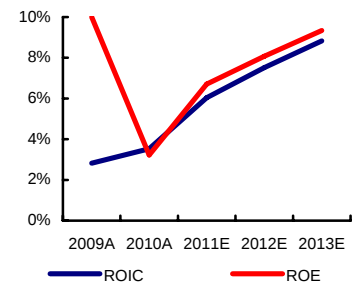
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

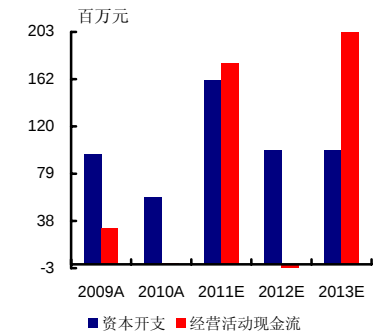
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	31	1	170	-26	174
净利润	141	47	105	154	195
折旧摊销	40	47	60	74	83
营运资金变动	-326	-128	-43	-303	-153
其它	176	35	48	49	49
投资活动现金流	40	-89	-153	-97	-96
资本支出	-96	-59	-161	-100	-99
投资变动	136	3	7	3	3
其他	0	-33	0	0	0
筹资活动现金流	475	83	-116	-52	-52
银行借款	1,173	1,177	0	0	0
债券融资	-649	-970	-64	0	0
股权融资	0	70	0	0	0
其他	-50	-194	-52	-52	-52
现金净增加额	546	-5	-100	-176	25
期初现金余额	146	741	853	753	578
期末现金余额	692	736	753	578	602

主要财务比率

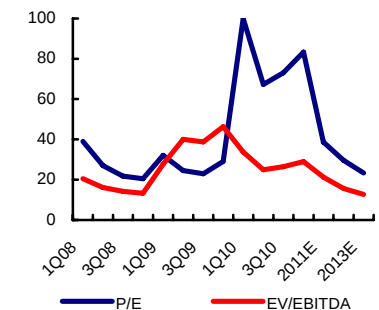
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-15.2%	65.7%	-28.0%	28.5%	16.1%
营业利润	94.7%	-58.0%	83.4%	50.1%	26.8%
归属于母公司净利润	110.9%	-68.5%	122.5%	30.4%	27.0%
获利能力					
毛利率	22.9%	20.5%	25.7%	28.6%	32.8%
净利率	14.4%	2.9%	9.0%	10.2%	11.2%
ROE	9.6%	3.1%	6.4%	7.8%	9.0%
ROIC	2.7%	3.4%	5.8%	7.2%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	52.9%	54.1%	49.2%	48.0%	46.1%
净负债比率	27.1%	33.4%	33.4%	40.3%	35.1%
流动比率	1.96	1.81	1.97	2.02	2.12
速动比率	0.86	0.85	0.80	0.65	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.50	0.36	0.45	0.49
应收账款周转率	7.54	9.99	8.49	8.49	8.49
存货周转率	0.68	1.18	0.73	0.73	0.73
每股指标 (元)					
每股收益	0.27	0.09	0.19	0.25	0.31
每股经营现金流	0.06	0.00	0.32	-0.05	0.33
每股净资产	2.82	2.76	2.95	3.20	3.51
估值比率					
P/E	29.0	83.1	38.5	29.5	23.2
P/B	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	46.1	28.9	21.2	15.6	12.7

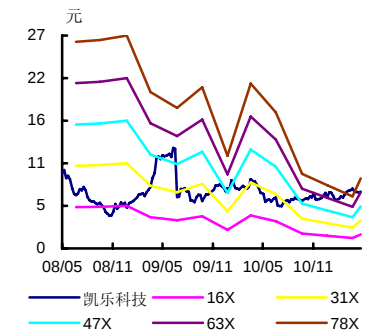
资本支出与经营活动现金流



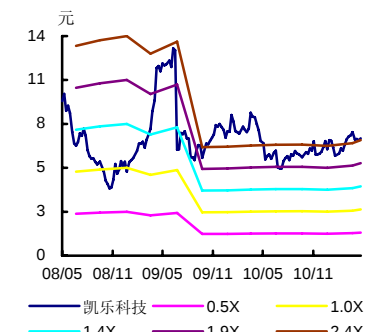
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。