

在省内、外市场, 徽酒企业均有拓展空间

——食品饮料行业深度报告

要点:

- 我国白酒行业发展并不是一帆风顺的。1980-1996年, 生产被逐步放开, 再加上城镇人均可支配收入和农村人均纯收入快速增长, 白酒产量持续增长; 1997-2004年, 受到亚洲金融危机和通货紧缩影响, 我国经济增长放缓, 再加上政府将白酒行业列为限制发展行业, 白酒产量快速下降; 2005-2010年, 我国经济进入新一轮繁荣期, 白酒行业, 特别是高端白酒行业进入大发展期, 量价齐升。
- 有三点值得注意: 一是我国经济未来必将经历一次从增长到转型的过程, 而白酒行业的起起落落与经济增长的快和慢密切相关; 二是高端白酒继续提价动力不足; 三是产能快速增长使得白酒近5年一直处于供大于求状态, 产、销量增速整体向下是不可避免的。
- 受到销售渠道、消费习惯等影响, 地方白酒逐渐成为被消费主体, 销售势头旺盛。“十二五”规划会把调整收入分配结构作为重点, 地方品牌白酒逐步替代不知名白酒是长期趋势, 特别是品牌基础好、擅长营销的地方白酒企业保持高增长是有可能的。
- 安徽是白酒生产大省, 也是消费大省。由于仍属于不发达省份, 再加上作为承接东部产业转移的第一站, 面临巨大发展机遇, 安徽经济保持高增长是大概率事件, 省内白酒销售规模继续快速扩大。
- 徽酒企业擅长营销。除古井贡酒有很高的品牌知名度外, 迎驾集团、口子酒业、金种子酒、双轮酒业和皖酒集团都是靠营销走出来的。另外, 相邻省份山东、河南虽然也是白酒生产、消费大省, 但没有影响力较大的品牌, 这无疑给徽酒企业拓展省外市场提供了巨大的商机。
- 由于品牌基础不同, 古井贡酒和金种子酒产品定位不同, 前者旨在重塑高端品牌形象, 后者则是立足中端, 逐步向次高端过渡; 在营销策略上, 两者都把销售渠道建设和品牌塑造结合起来, 但后者更侧重于销售渠道的精细化管理; 在省外市场的拓展上, 前者以苏鲁豫皖为基础, 谋划全国布局, 后者则是筛选出5个省15个地区100个区/县作为重点。总体来说, 两家公司都将保持高增长, 维持“强烈推荐”投资评级。

报告日期: 2011年3月11日

分析师

王萍

☎0755-83515609 ✉ wangp@cgws.com

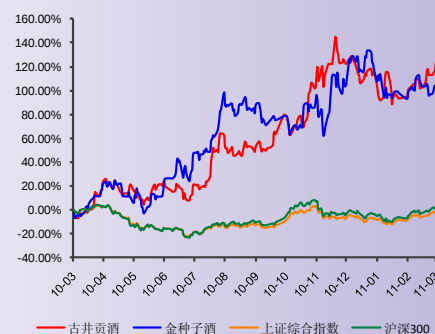
执业证书编号: S1070209040318

投资评级: 推荐(首次)

重点公司盈利预测及评级

名称	10EPS	11EPS	10PE	11PE	投资评级
古井贡酒	1.17	2.05	70.59	40.27	强烈推荐
金种子酒	0.30	0.53	59.55	34.13	强烈推荐

行业表现



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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. 白酒行业虽然出现隐忧,但地方品牌白酒仍有机会

我国白酒行业发展并不是一帆风顺的。上世纪50-70年代,由于粮食供应紧张,政府对白酒的生产和销售进行严格限制。80年代以来,粮食生产形势喜人,生产被逐步放开,再加上城镇人均可支配收入和农村人均纯收入快速增长,白酒产量持续增长,1980年为215万吨,1996年达到801万吨,复合增长率为8.57%。

1997-2004年,受到亚洲金融危机和通货紧缩影响,我国经济增速放缓。另外,由于消耗粮食太多,存在污染,以及高度白酒对身体有害等原因,政府将白酒行业列为限制发展行业。自1994年起,对白酒企业征收消费税;自1999年起,不允许白酒企业广告支出在所得税前扣除;2001年4月,对消费税作了调整,从价计税调整为从价和从量相结合计税(维持粮食、薯类白酒按出厂价的25%和15%从价征收消费税,再按0.5元/斤从量征收消费税),并取消外购基酒勾兑生产白酒企业的消费税抵扣政策。经济环境和一系列税收措施对白酒行业产生很大冲击,造成产量快速下降,2004年仅为311.68万吨,复合增长率为-11.13%。

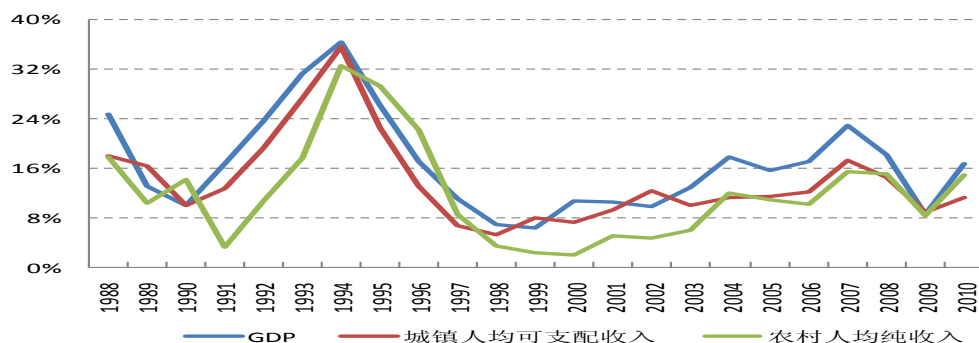
在政策限制和市场环境恶化的双重打压下,白酒行业经历洗牌过程,不善经营的企业,特别是无证企业不得不退出市场,企业数量降至960家(1998年为1428家),行业集中度提高,前十大企业市场份额升至52.25%(1998年为25.21%)。虽然单个企业销量下降,但由于消费结构升级使得中、高档白酒销售规模越来越大,以及品牌企业对产品进行提价,销售价格升至16566.67元/吨(1998年为7936.5元/吨),单个企业销售收入升至5378.65万元(1998年为3334.66万元)。

2005-2010年,我国经济进入新一轮繁荣期,商务、政务、礼务活动频繁,白酒行业,特别是高端白酒行业进入大发展期,产量快速升至890.83万吨,1-11月份销售收入升至2421.62亿元。由于生产周期长,以及对气候、水质等要求高,高档白酒不论是产量增速,还是所占比重都有限,因此白酒产量持续增长动力主要来自于中、低档白酒。规模以上企业凭借品牌、销售渠道优势,挤占其他企业市场份额,以及中、低层消费者收入上升应该是中、低档白酒产、销量增长的主要原因。

高端白酒涨价成为常态。2008年以来,“飞天茅台”、“国窖1573”、“五粮液”零售价格累计上涨59.74%、52%和47.69%。

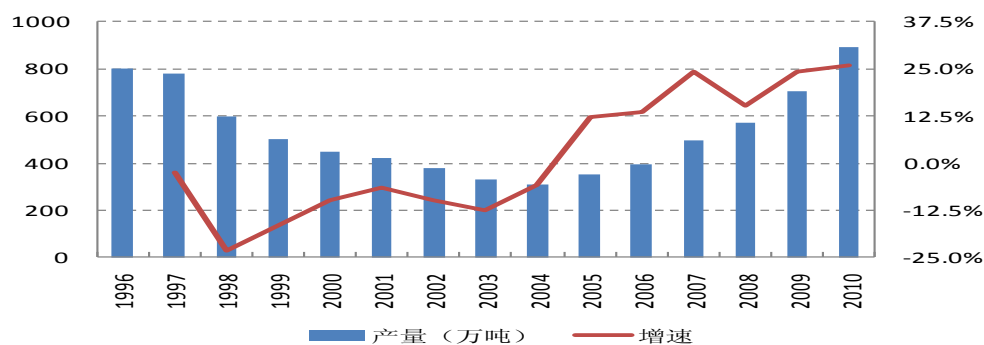
与上次不同的是在经历洗牌过程后,白酒行业扩张方式发生改变,由依靠量(打价格战)转变为依靠品牌塑造、销售渠道建设等,品牌塑造方式也由依靠广告战转变为注重文化宣传。在1-11月份销售均价和毛利率快速升至30590.3元/吨和31.82%时,期间费用率,特别是销售费用率基本稳定,其中一线企业(贵州茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊)由于规模、品牌效应,销售费用率下降明显。

图 1: 我国 GDP、城镇人均可支配收入、农村人均纯收入增速



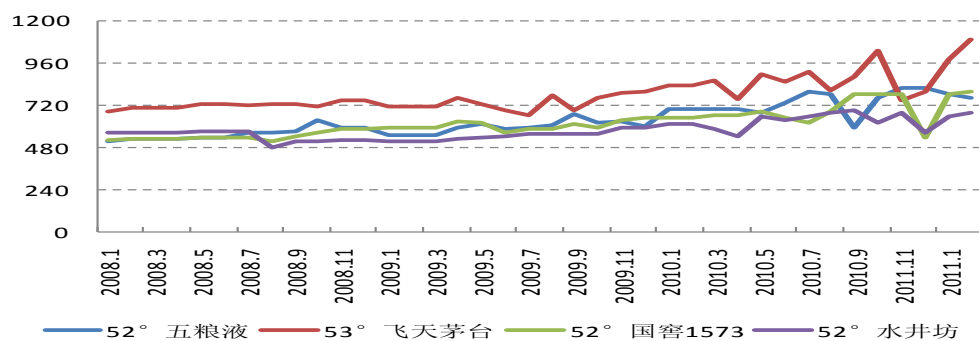
数据来源: Wind

图 2: 我国白酒产量和增速



数据来源: Wind

图 3: 北京高端白酒零售价格 (元/瓶)



数据来源: 糖酒快讯网

有三点值得注意: 一是我国经济经历二、三十年高速发展后, 出现很多问题, 未来必将经历一次从增长到转型的过程, 而白酒行业的起起落落与经济增长的快和慢密切相关。

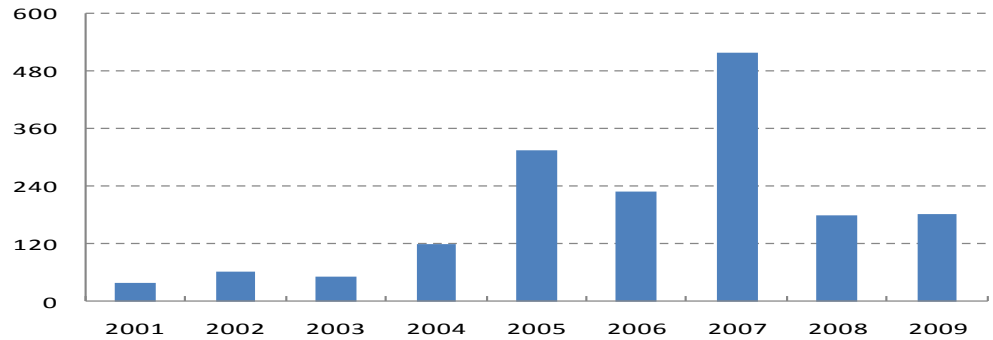
二是2010年4季度以来, “飞天茅台”零售价格涨幅显著, 从11月份751元/瓶一路攀升至1099元/瓶, 但“五粮液”、“国窖1573”、“水井坊”等未见动静, 原因可能是市场对于高档白酒价格变得敏感, 也可能是与各公司营销策略有关, 如推出定位更



高的新产品。在这种情况下，“飞天茅台”零售价格继续大幅上涨的可能性不大。

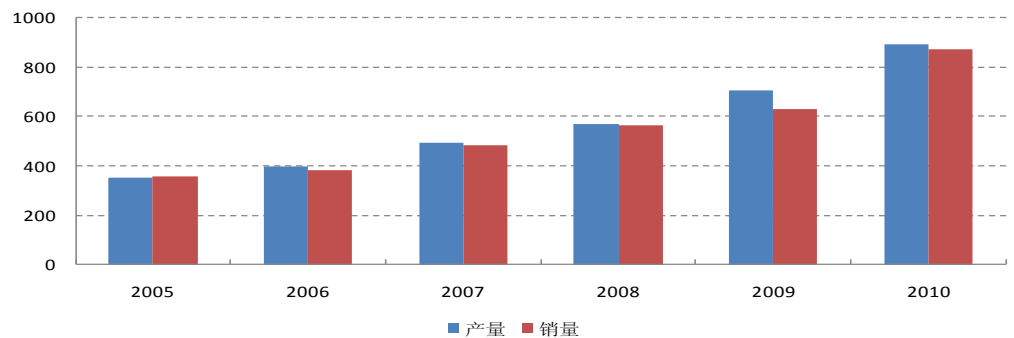
三是虽然需求旺盛，但2005-2007年产能快速增长使得2006-2010年供一直大于需。因此，白酒产、销量增速整体向下是不可避免的。

图 4：我国白酒行业新增产能（万吨）



数据来源：Wind

图 5：我国白酒产、销量（万吨）



数据来源：Wind

地方白酒企业，特别是品牌基础好、擅长营销的地方白酒企业保持高增长是有可能的。受到销售渠道、消费习惯、地方文化、感情等影响，地方白酒逐渐成为被消费主体，销售势头旺盛。高档白酒价格上涨后，次高档价位（100-500元）出现空白，地方品牌白酒正好填补，且提价成为可能。

另外，“十二五”规划会把转变经济增长方式、大幅提高居民消费率作为重点，而大幅提高居民消费率必须从调整收入分配结构着手，因此地方品牌白酒逐步替代不知名白酒是长期趋势，销售继续呈现量价齐升格局。

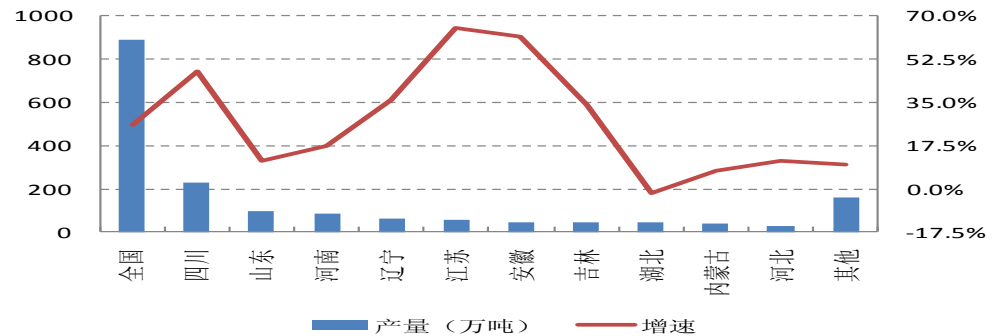
2. 徽酒企业擅长营销，省内、外市场均有拓展空间

安徽是白酒生产大省，2010年产量达到47.99万吨，增速为61.51%，远远高于全国平均水平（26.01%）；也是消费大省，特别是皖北地区，一桌10人9瓶白酒是常态，以终端价格计算，2010年销售规模在100亿以上。



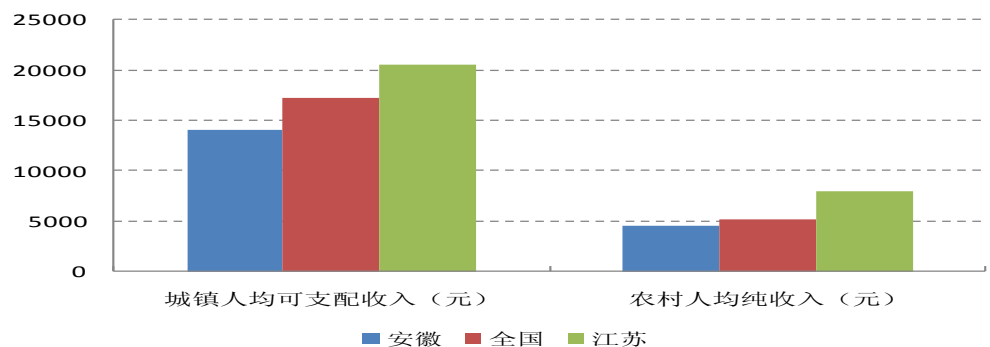
安徽仍属于不发达省份，2009年城镇人均可支配收入和农村人均纯收入为14085.74、4504.32元，仅为全国水平的82.01%和87.41%，位列第20、19名，无法与相邻省份江苏相比。作为承接东部产业转移的第一站，安徽面临巨大发展机遇，2003-2009年，人均收入复合增长12.88%和11.38%，高出全国水平。由于基数低，安徽经济保持高速增长是大概率事件，省内白酒销售规模继续快速扩大。

图 6：我国前十大生产大省白酒产量和增速（2010 年）



数据来源：Wind

图 7：安徽城镇人均可支配收入和农村人均纯收入（2009 年）



数据来源：Wind

另外，徽酒企业擅长营销。由于数量众多、竞争激烈，且品牌知名度弱于川酒，在生存和发展的过程中，徽酒企业扬长避短，选择营销作为突破口。除古井贡酒有很高的品牌知名度外，迎驾集团、口子酒业、金种子酒、双轮酒业和皖酒集团都是靠营销走出来的。目前，这六家合计占到省内白酒市场份额的80%。“西不入川，东不入皖”正是业界对徽酒企业营销力量的最好描述。

上世纪80年代，白酒几乎都采用光瓶包装，10元以下为主要竞争价位。1988年，沙河酒业率先推出盒装“沙河特曲”，价格升至20元左右。随后，双轮酒业、皖酒集团、明光酒业等相继跟进。经过20年的发展，白酒行业包装档次不断升级，发展到包装物支出远远高于白酒生产成本的地步。社会各界频频对白酒行业过度包装现象进行批判，但引领行业注重包装的徽酒企业并没有成为众矢之的。由于抓住了消费者心理逐渐成熟的特点，徽酒整体包装档次并不奢华，风格务实且不失精美。

上世纪90年代，白酒流通方式主要还是国有糖酒公司统购统销，但随着产销量持续增长，调拨分配越来越不能满足市场需要。1998年前后，以口子酒业为代表的徽酒



企业创造性地引入“盘中盘”营销模式，以核心酒店（小盘）为突破口，辅之其他宣传方式，把产品向普通消费者（大盘）推广。

虽然“盘中盘”成为中、高档白酒的经典营销模式，但由于不能区别产品之间和企业之间的差别，无法推动企业持续发展。随着对核心酒店抢占越演越烈，白酒进入酒店难度非常大，即使进入酒店，竞争也是非常激烈的。由于资源有限，白酒企业如果再把“盘中盘”营销模式作为一种战略手段，无疑会陷入万劫深渊。

长期来看，白酒企业持续发展的动力来自于品牌塑造，营销策略应该从过度注重销售渠道建设、促销等转向品牌塑造，指导经销商做好销售工作。目前，部分白酒企业除采取广告宣传外，还采取“一对一”营销模式（该营销模式是在“盘中盘”营销模式的基础上发展起来的，把以市场为导向转变为以顾客为导向，通过识别顾客、对顾客进行分类、与顾客保持良性互动和为顾客量身定做产品，增强核心消费者的忠诚度）来提升品牌知名度。

由于规模、品牌影响力等不同，白酒企业营销策略应该是有差别的：全国性品牌可以以品牌营销来拓宽市场，而地方性品牌目前还需要重视销售渠道营销，逐步转向品牌营销，结合自身特点，打造地方性领先品牌或者个性领先品牌。

针对市场环境的变化，徽酒企业越来越重视广告、销售渠道、促销、团队等，把营销工作当作一个战略系统。1998年，口子酒业推出“口子窖”。通过大力运作商务市场，“口子窖”获得成功，口子酒业顺利实现品牌升级。1996年，迎驾集团推出“迎驾贡酒”，分为二、三、四、五星，是第一个在安徽市场上以“星级”来划分产品档次的徽酒企业，并在酒盒内放置微型手电筒、各种币值现金等促销品。在酒盒内放置促销品的营销方式很快被模仿，成为徽酒企业的普遍行为。2008年10月，古井贡酒推出“年份原浆”系列，分为5、8、16、26年，重塑高端品牌形象取得巨大成功，2009年销售收入超过2亿元，2010年约为7.4亿元，增幅约为208%。

凭借营销优势，六大徽酒企业都积极拓展省外市场。以迎驾集团为例，1999年进入南京，并逐步在江苏占据一席之地，然后进入上海和北京。在形成以安徽、江苏和上海为中心的华东市场和以北京为中心的华北市场后，迎驾集团继续向周边地区拓展，使市场扩大到14个省份。2009年，迎驾集团设立市场拓展部，专门负责省外新市场的开发工作。另外，在开发模式上，迎驾集团在依靠经销商的同时，有计划地发展直销渠道，加强对市场的掌控力度。

山东、河南是安徽相邻省份，虽然也是白酒生产、消费大省，但没有影响力较大的品牌，这无疑给徽酒企业提供了巨大的商机：古井贡酒就提出“谋划全国布局，聚焦苏鲁豫皖，深度营销安徽市场”的营销策略；金种子酒更是筛选出5个省15个地区100个区/县作为省外重点市场。

3. 相关上市公司点评

古井贡酒和金种子酒是两家上市公司。



3.1. 古井贡酒：品牌基础好，业绩高增长持续

古井贡酒是我国老八大名酒之一。1990-1997年，公司利税水平长期位于行业前三名。随后，由于高端品牌形象日渐模糊，销售走大流通渠道，公司被贵州茅台、五粮液等远远甩在后面。

经历2007年风波（前集团董事长王效金腐败案）后，公司提出“回归和振兴”发展战略，计划通过3-5年努力，重塑古井贡酒高端品牌形象，重返我国白酒行业第一阵营，经营（基酒以3000-5000吨/年的速度增产，截至2010年9月，停产车间全部进入生产状态）开始恢复，业绩取得爆发式增长。

在安徽白酒市场上，次高端价位（100-500元/瓶）难以看到外来品牌，徽酒占据主导地位，主要原因在于：一是一线白酒多次提价，为当地该价位白酒留出巨大市场空间；二是该价位白酒消费群体本地化消费情节强烈，外来品牌难以撼动。另外，贵州茅台等控货政策使得高端白酒消费者转而选择当地高端价位白酒，徽酒在省内的优势会从次高端价位向上蔓延。

徽酒对安徽白酒市场的争夺主要集中在中端价位（50-100元/瓶）上，而次高端、高端价位寥寥无几。2008年10月，公司推出年份原浆系列，分为5、8、16、26年，零售价为170、260、440、800元（2010年两次提价，幅度均为5-20%），毛利率高达80%左右。年份原浆系列2009年销售收入超过2亿元，在白酒销售收入中所占比重约为20%；2010年1-9月销售收入接近5亿元，所占比重约为40%；全年约为7.4亿元，增幅约为208%，所占比重超过42%。我们可以看到由于高毛利率产品所占比重持续提高，公司白酒2008-2010年销售收入累计增长30%左右，但净利润增幅却达到600%左右。

年份原浆取得成功的主要原因除了名字、概念好以外，还有：一是1999-2007年，公司销售受阻，大量基酒储存下来，保证了产品品质和过去2年的放量销售；二是其他白酒企业营销思想以消费者为中心，而公司则以竞争对手为中心，向其学习（参考洋河股份推广蓝色经典的办法，公司提出“谋划全国布局，聚焦苏鲁豫皖，深度营销安徽市场”的营销策略，安徽市场又以合肥、亳州等市场为核心，以点带面，逐个突破。去年，公司白酒销售收入在合肥、亳州、芜湖、马鞍山和安庆突破亿元）；三是给经销商足够的利润空间，以稳定队伍和激发热情（以年份原浆16年为例，估计价差在60%左右）。

由于高档产品基酒储存时间不少于5年，中档不少于3年，公司现有基酒储存量和产能（2010年产量开始大于销量）只能保证未来2-3年内高速增长。另外，由于09年旺季满负荷生产，公司从2010年9月开始新建6条罐装线（1条新线产能是老线3倍），罐装能力增长2/3。目前，所有罐装线白天均满负荷生产，两条晚上不开。通过淡季（1年有5-6个月）加大生产等方式，以及单品种生产规模扩大，公司也只能保证未来1-2年内罐装能力还不会成为瓶颈。

为了解决产能瓶颈和加大品牌、销售渠道建设力度，公司11月29日提出定向增发方案，以不低于66.86元/股的价格增发2000万股（目前股本为2.35亿），计划使用募集资金12.66亿元投向优质基酒酿造技改项目（在保持基酒产能不变的前提下，减少8000吨普通基酒产能的同时增加8000吨优质基酒。完成后，普通、优质基酒产能比例由之前的7:3调整为3:7）和基酒勾储、成品酒灌装项目（新增5万吨基酒勾储能力和



5万吨成品酒灌装能力)，以及销售渠道建设项目（在合肥成立全国营销中心和区域物流中心，在安徽新建102家门店）和品牌建设（投资金额为6.5亿元，实施时间为2年，利用募集资金1.7亿元在凤凰卫视、中央电视台和安徽电视台做广告）。

2008、2009年，公司广告费用为5068、10127万元，在营业收入中所占比重分别为3.68%和7.55%，低于绝大多数一线白酒企业，与很多区域性白酒品牌企业相比也不高，但销售费用率和管理费用率（部分管理费用也是与销售渠道、品牌建设有关）合计达到20.77%和33.76%，2010年可能达到40%左右，投放较为粗放。未来，公司将通过扩大品牌宣传，实现从销售渠道推动销售收入规模扩大转变为品牌拉动，预计销售费用率和管理费用率会逐步降低。

公司白酒生产成本中，原材料和人工、水电等分别占到80%和20%，原材料包括包装材料（酒瓶占比最大）、粮食（高粮占比达到90%左右）等。由于淡季集中采购，以及单品种采购规模扩大，公司包装材料采购价格去年下降5%，今年预计继续下降，且幅度较大。高粮主要用于酿酒，价格波动较大，公司通过一次性采购，锁定采购价格。虽然工资在提高，但公司通过提高自动化程度、优化管理流程（1个车间2个管理人员，未来相同车间还会合并）、推广丰田公司管理模式，生产效率提高32%，用工数量在减少。

参考同样作为老八大名酒，且地缘相近的洋河股份，公司未来2-3年内拿下50亿的目标是完全可能的。预计公司2010-2012年EPS为1.17、2.05、3.1元，同比增长113.37%、75.3%和50.63%，对应PE为70.59、40.27、26.74X。基于高增长，维持公司“强烈推荐”投资评级。

利润表（万元）					主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	134143	180000	288000	400000	成长性				
营业成本	52570	43200	66240	88000	营业收入增长	-2.72%	34.19%	60.00%	38.89%
销售费用	24710	45000	69120	92000	营业成本增长	-38.04%	-17.82%	53.33%	32.85%
管理费用	20574	27000	43200	60000	营业利润增长	119.43%	141.28%	75.30%	50.63%
财务费用	448	-329	-424	-518	利润总额增长	115.32%	140.02%	75.30%	50.63%
投资净收益	411	0	0	0	净利润增长	305.15%	113.37%	75.30%	50.63%
营业利润	16514	39844	69408	104330	盈利能力				
营业外收支	87	0	0	0	毛利率	60.81%	76.00%	77.00%	78.00%
利润总额	16601	39844	69408	104330	销售净利率	10.44%	16.61%	18.19%	19.73%
所得税	2595	9961	17352	26083	ROE	17.34%	27.01%	17.65%	21.01%
少数股东损益	-4	-8	-13	-20	ROIC	19.38%	45.04%	50.65%	46.63%
净利润	14009	29891	52070	78268	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	18.42%	25.00%	24.00%	23.00%
流动资产	84636	110661	270660	324861	管理费用/营业收入	15.34%	15.00%	15.00%	15.00%
货币资金	36105	64723	199203	228435	财务费用/营业收入	0.33%	-0.18%	-0.30%	-0.35%
应收帐款	2227	2988	4780	6639	投资收益/营业利润	2.49%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	7256	9736	15578	21636	所得税/利润总额	15.63%	25.00%	25.00%	25.00%
存货	36623	30095	46146	61305	应收帐款周转率	51.45	46.34	50.44	50.44
非流动资产	49587	49093	102078	152902	存货周转率	1.58	1.13	1.23	1.20
固定资产	36058	36136	89695	141093	流动资产周转率	1.37	0.94	0.97	0.99
资产总计	134223	159753	372738	477763	总资产周转率	0.91	0.68	0.68	0.72
流动负债	53105	48752	75632	101752	偿债能力				



短期借款	0	0	0	0	资产负债率	39.80%	30.72%	20.38%	21.36%
应付款项	6633	5451	8358	11103	流动比率	1.59	2.27	3.58	3.19
非流动负债	319	319	319	319	速动比率	0.90	1.65	2.97	2.59
长期借款	0	0	0	0	每股指标(元)				
负债合计	53423	49070	75951	102070	EPS	0.60	1.17	2.05	3.10
股东权益	80800	110683	296787	375693	每股净资产	3.44	4.34	11.64	14.73
股本	23500	25500	25500	25500	每股经营现金流	1.49	1.24	2.33	3.54
留存收益	57300	87191	271308	350234	每股经营现金/EPS	2.50	1.05	1.13	1.14
少数股东权益	0	-8	-21	-41	估值				
负债和权益总计	134223	159753	372738	477763	PE	138.81	70.59	40.27	26.74
现金流量表(万元)					PEG	1.78	1.13	0.80	-
经营活动现金流	34994	31510	59440	90239	PB	24.07	19.06	7.11	5.62
其中营运资本减少	16106	-1760	1361	1151	EV/EBITDA	82.92	49.19	28.26	18.51
投资活动现金流	-2886	-2892	-58680	-61008	EV/SALES	14.50	11.72	7.33	5.28
其中资本支出	-2972	-2892	-58680	-61008	EV/IC	31.26	30.41	15.64	10.60
融资活动现金流	-23869	0	133720	0	ROIC/WACC	2.11	4.90	5.51	5.08
净现金总变化	8239	28618	134480	29231	REP	14.82	6.20	2.84	2.09

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

资料来源：长城证券盈利预测模型

3.2. 金种子酒：务实营销型营销策略推动业绩高增长

2006年，借股权分制改革，公司调整发展战略，确立白酒为核心业务，并更名为“金种子酒”。2010年上半年，白酒占到营业收入的64.48%，占到毛利润的97.01%；生物制药占到营业收入的34.34%，但由于95%处于流通环节，毛利率仅1.87%。下半年，公司以8055.83万元把房地产业务出售给集团。

2005年下半年，公司推出定位于中端（价位在50-100元/瓶）的祥和、柔和种子酒和地蕴醉三秋。2009年，祥和、柔和种子酒销量为4000、3000吨，地蕴醉三秋为1400吨，合计占到总销量的50%以上。2007年，公司积极构建销售网络。白酒销售收入从2008年开始大幅增长，预计2010年达到8-9个亿，2007-2010年累计增幅达到325%左右；净利润增幅更是达到550%左右。

徽酒对安徽白酒市场的争夺主要集中在中端价位上，公司三大产品都集中在此（祥和种子酒、柔和种子酒、地蕴醉三秋商超价为48、78、108元），之所以能持续高增长，主要原因在于营销策略不断创新：一是开拓没有强势品种的区域，在有强势品种的区域，主推竞争较弱价位的产品（如在迎驾集团所在地六安，避开商务、政务、礼务市场，主推祥和种子酒，去年销售收入接近7000万）；二是销售渠道下沉到区和县，甚至到乡镇，经销商各做各的，乡镇做到五垄断（酒店、宣传、主要的商超店、主要的烟酒店和好的分销资源）；三是拥有148家经销商，对其进行规范化管理（车辆、销售人员数量、办公地点等），配备1-2名业务员参与管理，全省拥有6000多终端人员；四是拥有核心消费者相关数据，人脉资源优势明显；五是稳定价格，2009年出厂价上调10-15%，去年没动，但返点减少（主要是通过返酒，也有通过应收帐款减少）；六是实行保证金制度，防止窜货。



公司白酒销售收入80%来自于省内，皖南市场一直做的不错，皖北市场去年做的也不错，17个地区中，阜阳、宿州、安庆、巢湖、黄山、马鞍山的市场份额处于第一，其它地区属于某一价位或者部分区/县的市场份额处于第一，但省内市场份额仍然不到10%。通过推广优势市场经验，公司白酒省内市场份额应该可以做到20%左右。

2005年之前，公司低档白酒在省外市场做的不错；之后，由于布局分散，销售规模开始收缩。去年，公司重新进入省外市场，以5个省15个地区100个区县（当地没有影响力较大的）为重点，预计今年年底完成布局，未来3-5年实现10亿元销售收入。从人口规模、消费习惯等方面来看，距离省界300公里以内的10个地区79个区县都与安徽较为接近，再造一个安徽市场是完全可能的。

在安徽白酒市场上，次高端价位（100-500元/瓶）难以看到外来品牌，徽酒占据主导地位，但定位于该价位的产品（古井贡酒年份原浆5、8、16年和口子窖5、10、20年）不多，城镇化推进和消费升级又使得该价位未来会成为主流消费价位，特别是200元左右的，因此提前布局，不失为一种明智选择。去年12月，公司推出徽蕴金种子系列，分为6、10、20年，商超价为148、378、858元，其中6年是重点运作产品，10、20年用于提升品牌形象，计划中端以上产品销售收入占比每年提高10%左右。今年，公司对徽蕴金种子系列加强推广力度，预计广告费用突破1亿元，其中约4000万投入央视。

公司定向增发工作已经完成，以16.02元/股的价格增发3433.21万股，计划使用募集资金5.39亿元投向基酒酿造技改、窖藏项目，以及销售渠道项目和研发项目。预计公司2010-2012年EPS为0.3、0.53、0.87元，同比增长137.08%、74.46%和63.37%，对应PE为56.99、32.66、19.97X。基于高增长，维持公司“强烈推荐”投资评级。

利润表（万元）					主要财务指标				
2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入	104563	135600	180600	241350	成长性				
营业成本	65201	76003	90403	109101	营业收入增长	58.02%	29.68%	33.19%	33.64%
销售费用	13338	15941	23037	30786	营业成本增长	47.12%	16.57%	18.95%	20.68%
管理费用	5021	6511	8672	11589	营业利润增长	194.00%	138.03%	74.46%	63.57%
财务费用	78	-134	-413	-542	利润总额增长	181.23%	137.08%	74.46%	63.57%
投资净收益	30	0	0	0	净利润增长	194.19%	137.08%	74.46%	63.57%
营业利润	9416	22414	39103	63960	盈利能力				
营业外收支	38	0	0	0	毛利率	37.64%	43.95%	49.94%	54.80%
利润总额	9454	22414	39103	63960	销售净利率	6.83%	12.48%	16.35%	20.01%
所得税	2308	5471	9545	15613	ROE	11.01%	12.36%	17.74%	22.48%
少数股东损益	9	22	38	62	ROIC	19.40%	65.14%	81.79%	83.44%
净利润	7137	16921	29520	48285	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	12.76%	11.76%	12.76%	12.76%
流动资产	69038	151778	168935	210860	管理费用/营业收入	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%
货币资金	40548	117292	126117	157006	财务费用/营业收入	0.07%	-0.10%	-0.23%	-0.22%
应收帐款	3396	4404	5866	7839	投资收益/营业利润	0.31%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	5652	7330	9762	13046	所得税/利润总额	24.41%	24.41%	24.41%	24.41%
存货	18347	21387	25439	30700	应收帐款周转率	26.81	26.41	26.36	10.37
非流动资产	45228	43517	68436	91489	存货周转率	3.28	3.25	3.22	3.04
固定资产	11532	11271	37641	62144	流动资产周转率	0.95	0.85	0.95	0.95
资产总计	114266	195295	237371	302349	总资产周转率	0.68	0.63	0.67	0.67

流动负债	48082	57032	69550	86181
短期借款	7500	7500	7500	7500
应付款项	12369	14418	17149	20696
非流动负债	569	569	569	569
长期借款	0	0	0	0
负债合计	48651	57601	70119	86750
股东权益	64811	136891	166449	214796
股本	55578	55578	55578	55578
留存收益	38384	80937	110457	158742
少数股东权益	356	377	415	477
负债和权益总计	113463	194492	236568	301546

现金流量表(万元)

经营活动现金流	30738	22235	37169	59503
其中营运资本减少	22539	2953	4186	5595
投资活动现金流	-2287	-628	-28344	-28615
其中资本支出	-2047	-628	-28344	-28615
融资活动现金流	4154	55137	0	0
净现金总变化	32605	76744	8825	30888

偿债能力				
资产负债率	42.58%	29.49%	29.54%	28.69%
流动比率	1.44	2.66	2.43	2.45
速动比率	1.05	2.29	2.06	2.09
每股指标(元)				
EPS	0.13	0.30	0.53	0.87
每股净资产	1.17	2.46	2.99	3.86
每股经营现金流	0.55	0.40	0.67	1.07
每股经营现金/EPS	4.31	1.31	1.26	1.23

估值

PE	141.18	59.55	34.13	20.87
PEG	1.58	0.86	0.54	-
PB	15.55	7.36	6.05	4.69
EV/EBITDA	94.58	41.26	24.12	14.72
EV/SALES	9.71	7.49	5.62	4.21
EV/IC	37.04	41.82	21.51	15.01
ROIC/WACC	2.23	7.50	9.42	9.61
REP	16.58	5.58	2.28	1.56

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

资料来源：长城证券盈利预测模型

研究员介绍:

王 萍: 中国科学技术大学经济学硕士, 07年加入长城证券, 08年任农业和食品饮料行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明:

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>