

来自高原上的清香型白酒

报告要点

青海互助青稞酒股份有限公司前身是成立于2005年的青海互助青稞酒有限公司。2009年度公司青稞酒产销量居全国第一，我国青稞酒行业龙头企业。

公司主要产品包含互助、天佑德、八大作坊、永庆和等系列，覆盖高中低档产品市场。其中，互助、天佑德先后被国家工商总局商标局认定为中国驰名商标，“天佑德”品牌主攻高端青稞酒市场。

深度分销体系是公司核心竞争优势之一。公司在省内市场采用经销商渠道和直营渠道相结合的方式，对区域市场进行精耕，对渠道有较强的控制力；在青海省外市场的渠道设置主要以经销商渠道为主、直营渠道为辅，实行专卖店捆绑团购的销售模式，发挥青稞酒的品类优势，吸引当地优秀经销商加盟，并且对区域市场进行灵活投入。地处青藏高原的自然环境优势以及技术研发支持是公司差异化产品的基石。

公司本次拟首次公开发行人民币普通股（A股）6,000万股，占发行后总股本的13.33%。募集资金将用优质青稞原酒酿造技改项目、优质青稞酒陈化老熟和包装技改项目、青稞酒研发及检测中心技改项目和青稞酒营销网络与物流配送建设项目。我们预计2011-2013年公司营业收入分别为8.36亿元，10.58亿元和14.05亿元，归属于母公司的净利润分别为2.11亿元，2.91亿元和4.00亿元，对应的每股收益分别为0.47元，0.65元和0.89元。我们预测公司的合理询价区间在14.7元/股~17.9元/股。

风险提示：产业政策风险；市场销售管理以及省外市场开拓等经营风险。

当前股价：

公司基本数据

总股本(万股)
 流通A股/B股(万股)
 资产负债率
 每股净资产(元)
 市盈率(当前)
 市净率(当前)
 12个月内最高/最低价

市场表现对比图（近12个月）

资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
 PB
 EV/EBITDA
 PE
 PB
 EV/EBITDA

相关研究

分析师：
 苏雪晶
 (8621) 68751219
 suxj@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490510120021
 联系人：
 周密
 (8621)68751219
 zhoumi@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	597	836	1058	1405
增长率（%）	32%	40%	27%	33%
归属母公司所有者净利润（百万元）	135.5	211.1	290.8	399.8
增长率（%）	40%	56%	38%	37%
每股收益(元)	0.301	0.469	0.646	0.888
净资产收益率（%）	29.9%	13.8%	16.3%	18.9%
每股经营现金流（元）	1.75			
现金分红收益率（%）	0.0%			

正文目录

公司概况.....	4
主营来自高原的青稞酒，目前销售收入以青海省内为主	4
公司实际控制人为李银会	5
产品线清晰	6
青稞酒工艺及青稞酒行业发展情况	7
青稞酒酿造工艺	8
深度分销体系是核心竞争优势	8
公司销售和渠道架构	8
省内及周边省份采取深度分销策略	10
省外采取加盟专卖店捆绑团购策略	10
差异化产品之基石：自然环境优势+技术发支持	11
自然环境优势	11
技术研发不断加强	11
区域政策优势	12
募投项目概况	12
公司股票估值和询价建议	13
公司收入与盈利预测	13
公司股票询价建议	14
风险提示	15

图表目录

图 1: 2008 年到 2011 年中期公司营收及同比增速	4
图 2: 2008 年到 2011 年中期净利润及同比增速	4
图 3: 2008 年到 2011 年中期营业利润及同比增速	4
图 4: 公司 2008-2011H 销售毛利率和净利率变化	5
图 5: 公司 2008-2011H 存货和存货周转率变化	5
图 6: 2011 年 1-6 月分产品销售收入占比	5
图 7: 2011 年 1-6 月分地区销售收入占比	5
图 8: 公开发售后公司股权结构图	6
图 9: 2008-2011H 公司主营业务收入构成变化	7
图 10: 2011 年 1-6 月成本构成	8
图 11: 销售机构设置	9
图 12: 销售渠道设置	9
图 13: 公司规划未来两年省外营业收入占比达到 30%以上	10
表 1: 公司产品线	6
表 2: 公司产品价格层次	7
表 3: 公司产品竞争对手	7
表 4: 专卖店开设目标	10
表 5: 公司 4 名核心技术人员	11
表 6: 公司在研项目研发阶段一览	12
表 7: 公司主要合作协议的具体情况	12
表 8: 公司募投项目资金使用情况（万元）	13
表 9: 公司收入成本情况预测	13
表 10: 可比上市公司估值水平	14
表 11: 公司绝对估值参数设定	14
表 12: 绝对估值对永续增长率和加权平均资本成本的敏感性分析	15
公司财务报表及指标预测	16

公司概况

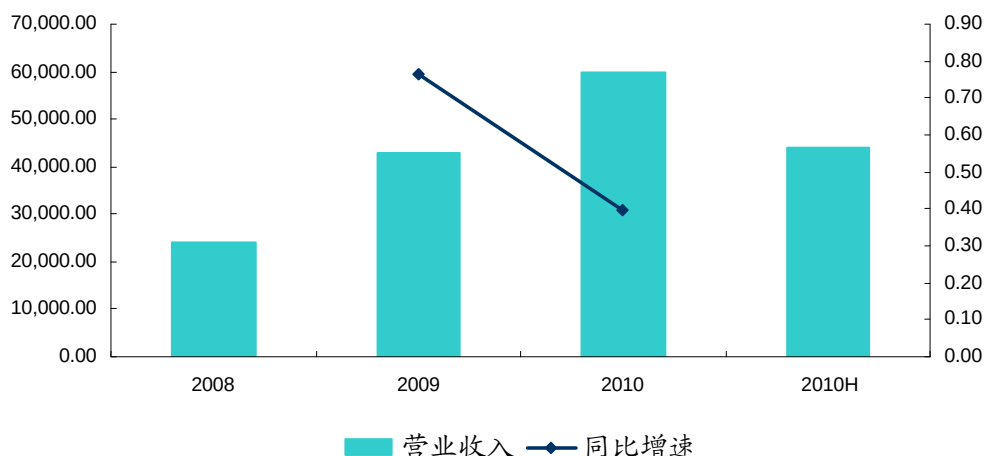
青海互助青稞酒股份有限公司前身是成立于 2005 年 1 月 27 日的青海互助青稞酒有限公司。公司是我国青稞酒行业龙头企业，根据中国轻工业企业信息发布中心的统计，公司 2009 年度青稞酒产销量居全国第一。

公司主要从事青稞酒的研发、生产、销售，主要产品含互助、天佑德、八大作坊、永庆和等系列。其中，互助、天佑德先后被国家工商总局商标局认定为中国驰名商标，“天佑德”品牌主攻高端青稞酒市场。

主营来自高原的青稞酒，目前销售收入以青海省内为主

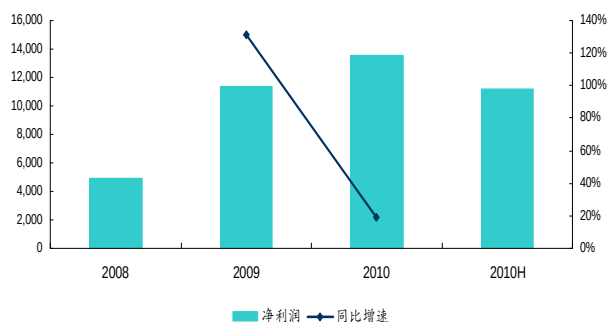
公司主营产品专一，为青稞酒，属清香型白酒。公司在报告期内发展迅速，收入增速较快。2008-2010 年公司营业收入分别为 2.42 亿元，4.28 亿元，5.97 亿元，2011 年上半年公司营业收入为 4.39 亿元。2008-2010 年销售收入年复合增长率 21.04%。

图 1：2008 年到 2011 年中期公司营收及同比增速



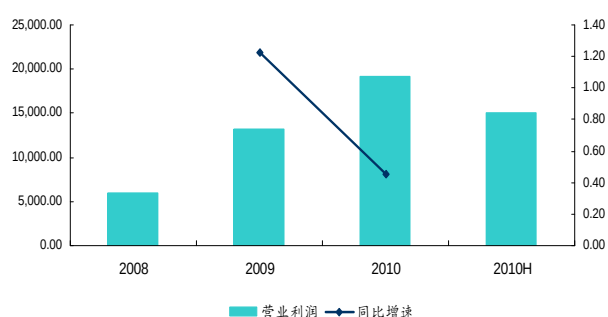
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

图 2：2008 年到 2011 年中期净利润及同比增速



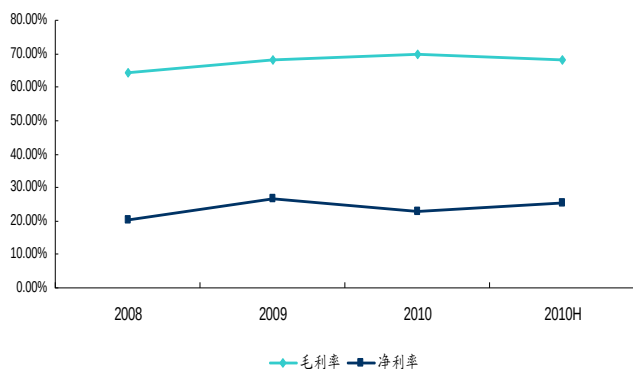
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：2008 年到 2011 年中期营业利润及同比增速



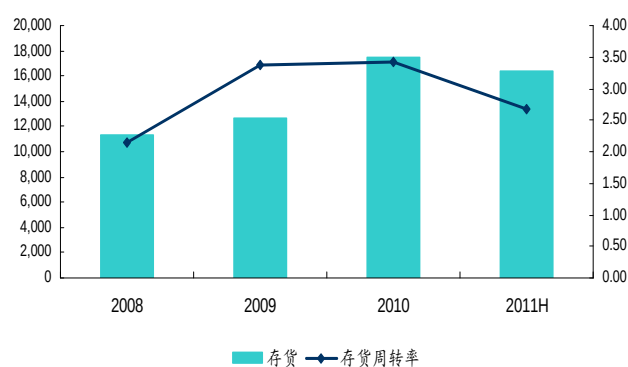
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4：公司 2008-2011H 销售毛利率和净利率变化



资料来源：Wind，长江证券研究部

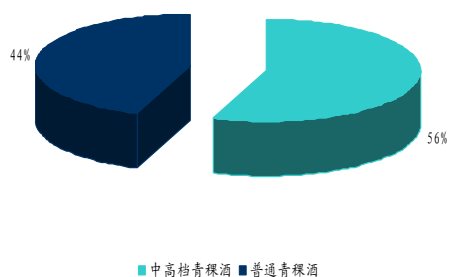
图 5：公司 2008-2011H 存货和存货周转率变化



资料来源：Wind，长江证券研究部

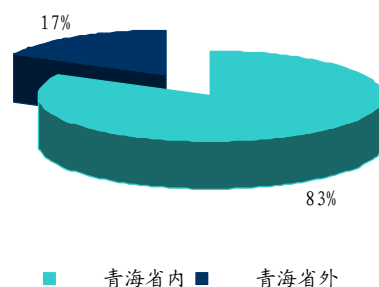
公司的销售范围以青海省为主，近年来省外实现的营业收入占比逐年提升，至 2011 年中，省外实现的营业收入由 2008 年的 4.5% 上升到 17.3%。

图 6：2011 年 1-6 月分产品销售收入占比



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：2011 年 1-6 月分地区销售收入占比



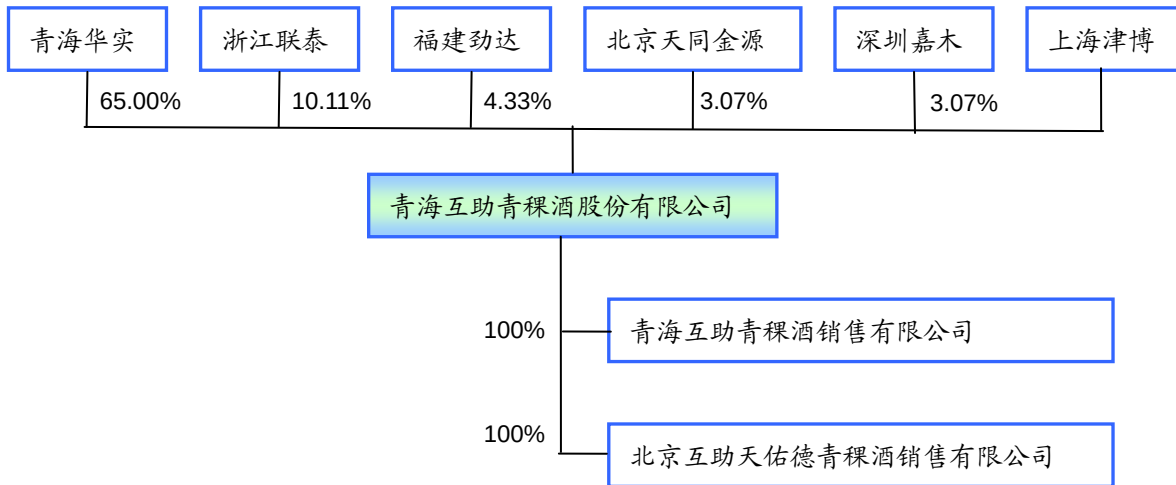
资料来源：Wind，长江证券研究部

公司实际控制人为李银会

本次发行前公司总股本为 39,000 万股，本次拟发行不超过 6,000 万股人民币普通股，本次发行完成后，公司总股本不超过 45,000 万股。

发行后，公司的控股股东青海华实科技投资管理有限公司持有发行人 65% 的股份，公司实际控制人为李银会，目前持有青海华实科技投资管理有限公司 94% 的股权。

图 8：公开发售后公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

产品线清晰

2005 年以前，公司的主要产品为“互助”单一系列，2005 年以来公司实施多品牌的产品战略，将公司的产品由“互助”单一系列逐步扩大为“互助”“天佑德”“八大作坊”“永庆和”四大系列 70 余款产品，其中，“互助”由原来定位于青海省内的普通青稞酒市场延伸出中高档系列，“天佑德”“八大作坊”主要定位于中高档青稞酒市场。四个系列各具风味、品质如一，呈现出较清晰的产品线，有助于推动深度分销策略。

表 1：公司产品线

产品系列	色泽	香气	口感	风格
互助系列中高档	无色（或微黄），清亮透明，无悬浮物，无沉淀	清雅纯正，香气馥郁	酒体绵甜柔和，醇厚，香味谐调，余味长	酒体醇厚
互助系列普通酒	无色（或微黄），清亮透明，无悬浮物，无沉淀	清香纯正，具有乙酸乙酯为主体的优雅、净、余味净谐调的复合香气	酒体柔和谐调，绵甜爽	酒体柔顺
天佑德	无色（或微黄），清亮透明，无悬浮物，无沉淀	清雅纯正，怡悦馥合	酒体淡雅，爽净，香味谐调，回味怡畅	酒体柔顺，淡雅，诸味谐调
八大作坊	无色（或微黄），清亮透明，无悬浮物，无沉淀	清雅怡悦，带有陈香	酒体绵甜柔顺，爽净，香味谐调，余味绵长	酒体陈味明显，余味绵长
永庆和	无色（或微黄），清亮透明，无悬浮物，无沉淀	清雅纯正，怡悦，有陈香	酒体绵甜，醇和爽净，余味长	酒体有陈香，口味醇甜

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

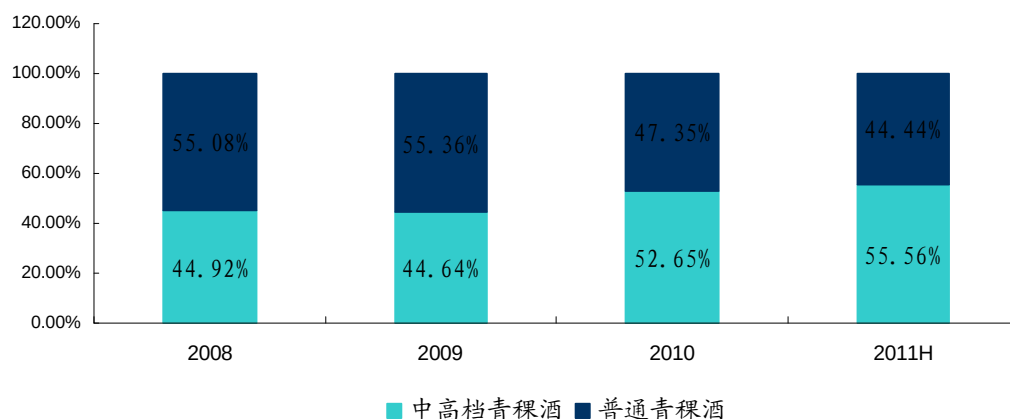
表 2：公司产品价格层次

项目	天佑德系列	八大作坊系列	互助系列	永庆和系列
1000 以上	德天下			
500-1000	天之德、福之德、国之德、珍品			
中高档青稞酒	300-500	家之德、礼盒	天赋	
90-300	人之德、织锦、四星	天成、天赐、4A 八大作坊	七彩互助、精品头曲	祥和
普通青稞酒	40-90		坛头曲、青稞王	泰和、仁和
40 以下			青稞酒、青稞液	嘉和

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司产品分中高档青稞酒和普通青稞酒，近三年以来中高档青稞酒的销售占比稳中有升。2011 年上半年中高档青稞酒占销售总额的 55.56%。

图 9：2008-2011H 公司主营业务收入构成变化



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

青稞酒工艺及青稞酒行业发展情况

青稞酒是具有地方风味特色的白酒产品，其独特性也体现在酿造原料上，青稞酒的酿造以青稞为原料。

青稞因耐干旱、耐严寒、生长期短、适应性强、产量稳定、易栽培等特性，在高寒高海拔地区有广泛的种植基础，主要产于我国西藏、青海、甘肃的甘南、四川的阿坝、甘孜、云南的迪庆等高寒高海拔地区。

西藏自治区是青稞的主要种植区域，据西藏农牧厅的数据，2010 年西藏青稞种植面积达 169.9 万亩，产量约 62 万吨。在青海省，青稞是播种面积和产量仅次于小麦的第二大类谷物品种。青稞的主要用途包括制作青稞糌粑和酿造青稞酒。

表 3：公司产品竞争对手

类别	公司	品牌
国内知名清香型白酒	山西杏花村公司	汾酒、竹叶青、玫瑰汾酒、白玉汾酒
	衡水老白干公司	衡水老白干
青海区域品牌	金塔公司	金塔、夏都泉

甘肃区域品牌	滨河食品工业公司	九粮王、九粮春、滨河粮液、陇派
	金徽公司	金徽、世纪金徽、陇南春
	汉武就业公司	汉武御、神州、酒泉
新疆区域品牌	伊力特公司	伊力特
陕西区域品牌	西凤酒公司	西凤酒
	太白酒业公司	太白酒
宁夏区域品牌	沙湖春酿酒公司	塞春、沙湖春、沙湖原浆、沙湖洞藏、腾飞宁夏
	银川昊王	银川系列
	西夏贡酒公司	大夏贡酒

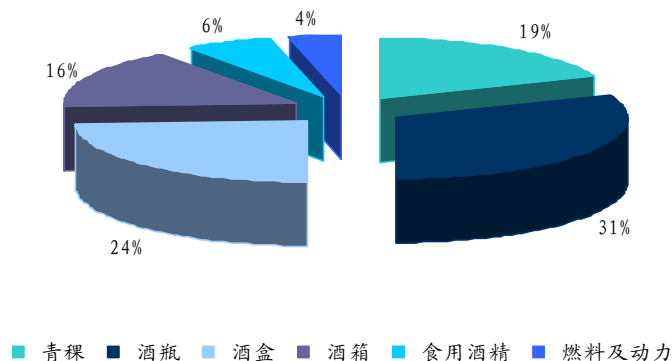
来源：长江证券研究部

青稞酒酿造工艺

公司酿造的青稞原酒以优质青稞为原料，加入精心培养的青稞酒大曲，采用“清蒸清烧四次清”的传统酿造工艺，整个发酵遵循“养大楂、保二楂、挤三楂、追四楂”的原则，对达到发酵周期的酒醅进行缓火蒸馏、量质摘酒、分级贮存。

每轮酿造周期，单个窖池的青稞投入量为 3.5 吨，大曲投入量为 0.715-0.775 吨，谷糠用量为 0.56 吨，经过 70-100 天纯粮酿造，最终能够生产原酒 1.65-1.75 吨。综合考虑酿造青稞原酒直接耗用的青稞量以及制曲过程中所耗用的青稞量，公司的综合出酒率（原酒产量占青稞耗用量的比例）在 41%-44%。

图 10：2011 年 1-6 月成本构成



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

深度分销体系是核心竞争优势

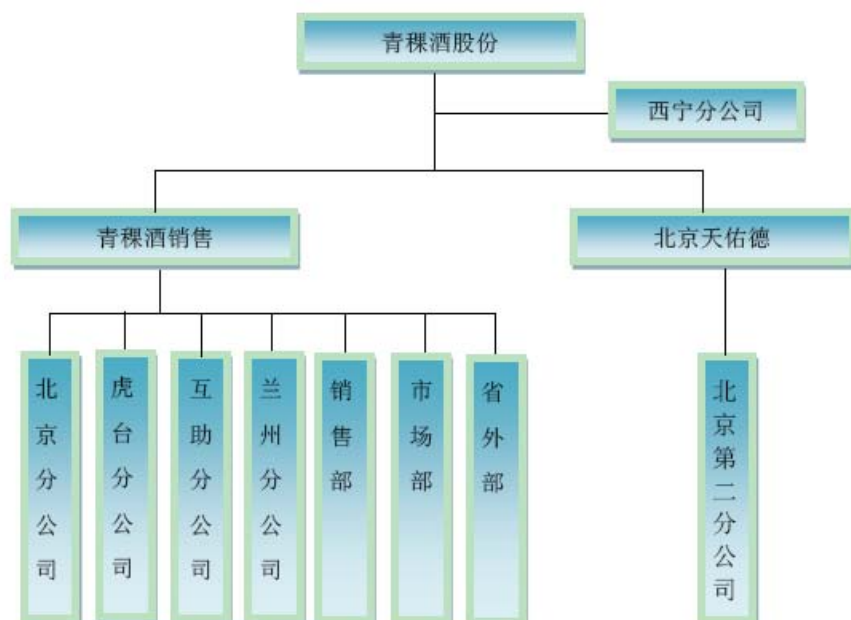
公司销售和渠道架构

青稞酒销售在青海省内市场的渠道设置采用经销商渠道和直营渠道相结合的方式，公司主要负责渠道开发、管理和维护工作，对终端渠道具有很强的掌控能力，经销商协助公司进行终端管理和维护工作；直营渠道主要包括大型连锁超市、团购、散酒乡村加盟店以及互助、虎台两家直营专卖店。

青稞酒销售在青海省外市场的渠道设置主要以经销商渠道为主、直营渠道为辅。公司在省外

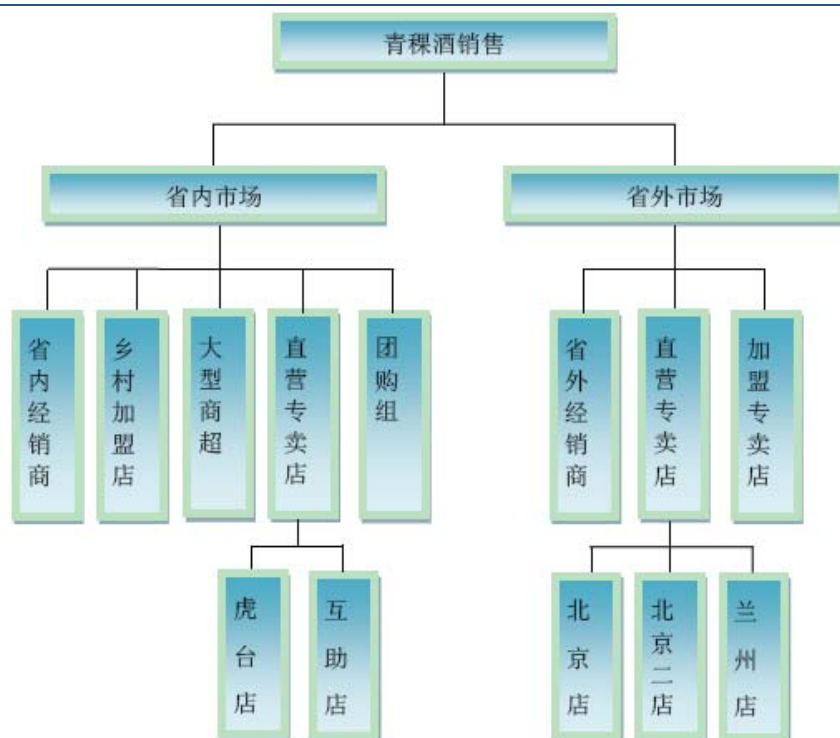
市场主要利用青稞酒的品类优势，吸引当地优秀经销商和酒类专卖店加盟，共同进行市场开发和资源投入；同时公司在北京、兰州设有直营专卖店，负责当地市场开拓。

图 11：销售机构设置



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

图 12：销售渠道设置



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

省内及周边省份采取深度分销策略

公司于 2005 年起在青海省内市场采取深度分销模式，结合多品牌战略，对区域市场进行深耕。当前，公司实现了销售区域覆盖全省各州市县，产品价位涵盖高中低档，销售渠道覆盖酒店、商超、专卖店、团购等全部通路，增强了公司对销售渠道的控制力。

目前公司正在进一步向甘肃、西藏、新疆、宁夏、内蒙古等周边市场推进深度分销，利用青海省市场的辐射作用，提升周边地区的市场占有率。

省外采取加盟专卖店捆绑团购策略

公司拟在西安、郑州、济南、昆明各建立一家直营专卖店，并建立营销管理团队，重点开展对陕西省、河南省、山东省、云南省的经销商和加盟专卖店进行营销管理以及市场跟进；在市场运作上采取加盟专卖店捆绑团购的销售策略，专卖店建立产品形象，主要以团购来进行销售。业务人员主要负责在当地区域内发展合格的加盟专卖店，并指导各加盟专卖店进行产品形象展示和团购销售工作。公司计划 21 个月内在上述四省设立加盟专卖店 150 家，从而形成目标市场较为完备的产品销售网络和物流配送能力覆盖。

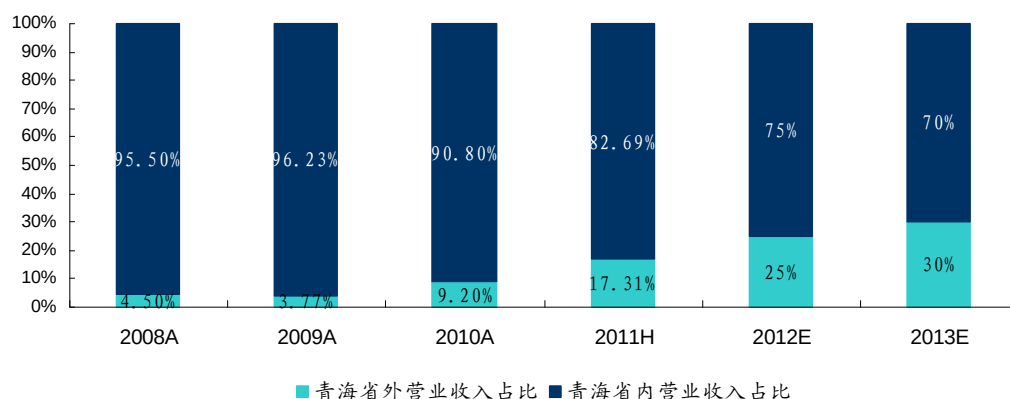
表 4： 专卖店开设目标

时间安排	山东	河南	陕西	云南
2011 年第二季度	7	5	4	6
2011 年第三季度	5	5	6	4
2011 年第四季度	7	6	6	5
2012 年第一季度	5	6	4	5
2012 年第二季度	5	5	6	6
2012 年第三季度	4	6	6	6
2012 年第四季度	5	5	5	5
合计	38	38	37	37

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2011 年 1-6 月青稞酒营业收入的 82.69% 在青海省内完成，17.31% 在青海省外完成，公司规划 2012 年省外市场营业收入占比上升到 25%，2013 年省外市场营业收入占比上升到 30%-35%。

图 13： 公司规划未来两年省外营业收入占比达到 30% 以上



资料来源：长江证券研究部

差异化产品之基石：自然环境优势+技术发支持

自然环境优势

白酒酿造受到水源、土壤、气候等多方面因素影响，公司地处青藏高原的互助土族自治县，夏季凉爽舒适，全年温度一般不超过 30 度，适合白酒的生产、贮存。县域内自然环境保护良好，根据 2005 年青海省森林资源二类调查结果，互助县森林覆盖率达到 35.7%，居青海省首位；全县地表水总径流量 2 亿立方米（不含湟水和大通河），境内河川污染较少，水质良好，酸碱度均在 7.5—8.6 之间；耕地中绝大部分为壤土，占全县土壤的 67.2%，壤土质地介于黏土和砂土之间，兼有黏土和砂土的优点，通气透水、保水保温性能都较好，是较理想的农业土壤。良好的气候条件、优质的水源和理想的土壤使公司具备生产优质青稞酒的基础。

青稞酒是青藏人民最喜欢喝的酒，逢年过节、结婚、生孩子、迎送亲友，必不可少。2011 年 11 月，青稞酒及其酿造技术被评为中国三类非物质文化遗产。公司生产的互助牌、天佑德牌青稞酒知名度、美誉度较高。

技术研发不断加强

截至 2011 年 6 月 30 日，公司拥有技术研发人员 52 人，技术研发人员占员工人数的 5.65%；研发人员专业领域涉及食品科学与技术、发酵工程、生物工程、食品营养与卫生检测、分析化学、农学、植物学等学科。其中国家级白酒评委 1 名，国家高级品酒师 8 名，国家高级酿酒师 2 名，高级工程师 3 名，工程师 12 名。

表 5：公司 4 名核心技术人员

姓名	学历	职业资格及职称	所取得的重要科研成果和获得的奖项
王鹏珍	本科	2000 届、2005 届、2010 届国主持公司四大系列青稞酒产品设计开发和课题研 家级白酒评委、高级品酒师、究，被评为青海省优秀高技能人才 工程师	
王兆基	大专	高级品酒师、高级酿酒师、工 程师	参与公司四大系列青稞酒产品设计开发和课题研 究，担任中国质量检验协会第三届理事会理事、 青海省质检协会第二届理事会副理事长
张世满	大专	高级品酒师、高级酿酒师、高 级工程师	参与公司四大系列青稞酒产品设计开发和课题研 究，作为主要设计人申请 30 余项专利，担任全国 白酒标准化技术委员会清香型白酒分技术委员会 委员，《地理标志产品互助青稞酒》 (GB/T19331-2007)国家标准的主要起草人之一
刘岩松	大专	高级品酒师、高级食品检验员、 高级工程师	参与公司四大系列青稞酒产品设计开发和课题研 究，荣获青海省企业青年创新创效活动技术创新 奖，两次获得海东地区科技进步一等奖，主持完 成五项海东地区科技成果。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 6：公司在研项目研发阶段一览

序号	在研项目	研发阶段	研发目标
1	优质调味酒改进研究	试生产	为进一步提高青稞酒产品质量，研究确定多粮优质调味酒的生产工艺
2	天佑德海拔系列新产品开发试生产		针对省外市场开发天佑德海拔系列中高档青稞酒，提升省外市场占有率
3	青稞种植规程规范化研究	研究小试	规范青稞原料的种植规程，通过有机食品认证，
4	青稞酒快速检测技术	研究试验	自动、准确、快速的检测及测定成品酒各项理化指标和微量成分比值，逐步实现散酒微机勾兑
5	青稞酒除浊技术开发	研究试验	使公司生产的青稞酒在低温状态下清澈透亮，并保持原有的风格
6	八大作坊系列年份酒开发	研究试验	全面提升八大作坊系列中高档青稞酒的产品竞争力，进一步提升产品结构和市场占有率

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司把创新作为持续发展的原动力，在坚持自主创新的同时，与中国科学院西北高原生物研究所、中国食品发酵工业研究院、江南大学、青海省农科院等高校、科研机构进行研究开发合作，共同进行基础研究、产品开发、科研成果产业化等全方位的合作，达到优势互补的良好效果，为公司产品技术创新提供多方位支撑，使公司能源源不断地开发出具有市场竞争力的产品。

表 7：公司主要合作协议的具体情况

项目名称	合作方	主要内容	成果分配方案
青稞特征风味成分研究	中国食品发酵工业研究院	对形成青稞特殊风味特征的主要成分进行研究	双方共同所有
青稞酒低温除浊技术的开发	天津市宝钲净化设备工程有限公司	合作开发青稞酒低温除浊设备，经-15℃除浊后的酒液清澈透明	双方共同所有
互助青稞酒产品成分的检测分析	中国科学院西北高原生物研究所	对互助青稞酒新产品全面分析检测，对新产品的成分和品质进行评价	公司单独所有

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

区域政策优势

2008 年 10 月，国务院常务会议审议并通过《关于支持青海等省藏区经济社会发展的若干意见》，着力解决发展中面临的生态保护与建设、民生改善、经济发展以及维护稳定等方面的突出困难和问题；2010 年 7 月，中共中央、国务院在京召开的西部大开发工作会议启动了第二轮西部大开发战略的深入实施。国家实施西部大开发战略，给予地处西部省份的公司多项优惠政策，给公司提供了良好的外部环境和政策环境。

募投项目概况

公司拟首次公开发行 6000 万股 A 股，本次股票发行所募集资金在扣除发行费用后将用于以下项目：

表 8：公司募投项目资金使用情况（万元）

序号	项目名称	投资总额	达产后年平均		建设期	项目背景
			销售收入	净利润		
1	优质青稞原酒酿造技改项目	4,486	16,551	3,010	27 个月	公司现有设备无法满足优质原酒生产要求
2	优质青稞酒陈化老熟和包装技改项目	3,354	73,451	20,564	21 个月	提升陈化老熟能力，应对中高档市场增长
3	青稞酒研发及检测中心技改项目	4,403	--	--	18 个月	提升产品结构，满足消费者需求变化
4	青稞酒营销网络与物流配送建设项目	6,986.6	--	--	--	加大省外开拓，满足旺季自有物流配送
合计	-	49,229.6	90,002	23,574	--	-

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

本次募投项目中的“优质青稞原酒酿造技改项目”目的在于优化产品结构，提高优质原酒的比重，将 9000 吨普通青稞原酒产能技改为年产优质青稞原酒 7800 吨、优质调味酒 1200 吨的产能。优质青稞酒陈化老熟和包装技改项目将通过优化厂区布局和淘汰落后包装生产线，实现 15,600 吨的优质青稞原酒陈化老熟能力和年产 9,000 吨青稞酒的包装能力。青稞酒研发及检测中心技改项目建成后将进一步提升公司的研发实力和质量控制能力。青稞酒营销网络与物流配送建设项目计划在西宁建设西北营销指挥中心，在西藏、甘肃成立 2 家分公司、在西藏、陕西、云南、山东、河南工建设 8 家直营专卖店和 150 家加盟专卖店，扩大公司的营销和物流网络覆盖范围。

公司股票估值和询价建议

公司收入与盈利预测

收入成本预测基本假定：（1）公司募集资金投资项目按照计划进展；（2）2011-2013 年中高端青酒产销量分别同比增长 45%，38%和 31%，普通青稞酒产销量分别同比增长 43%，33%和 26%；（3）2011-2013 年公司费用率保持相对稳定。

我们预计 2011-2013 年公司营业收入分别为 8.36 亿元，10.58 亿元和 14.05 亿元，归属于母公司的净利润分别为 2.11 亿元，2.91 亿元和 4.00 亿元，对应的每股收益分别为 0.47 元，0.65 元和 0.89 元。

表 9：公司收入成本情况预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	24,216	42,775	59,692	83,529	105,635	140,269
中高档青稞酒	10,850	19,035	31,384	47,831	70,901	103,556
普通青稞酒	13,304	23,606	28,224	35,698	34,734	36,714
其他	62	134	84	93	102	112
销量（吨）	7,356	10,717	12,983	15,396	14,802	15,879
中高档青稞酒	899	1,541	2,203	3,196	4,402	5,779
普通青稞酒	5,758	8,202	9,767	12,200	10,400	10,100
成品酒产能（吨）	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
毛利率						
中高档青稞酒	75.90%	79.57%	79.79%	79.92%	79.84%	80.07%
普通青稞酒	54.45%	58.72%	58.82%	59.02%	61.23%	60.81%

营业收入（万元）	24,154	42,641	59,608	83,529	105,635	140,269
YOY %		76.54%	39.79%	40.13%	26.47%	32.79%
营业成本（万元）	8,675	13,635	17,964	24,234	27,759	35,023
毛利率	64.09%	68.02%	69.86%	70.99%	73.72%	75.03%

资料来源：长江证券研究部

公司股票询价建议

相对估值：合理询价区间为发行 14.7 元/股~17.9 元/股

目前业务相近公司 2012 年的平均 PE 为 25.13 倍。参照公司未来几年的业绩成长性，我们对公司 2012 年的业绩预测给予 22.6x~27.6x 市盈率，对应的合理询价区间在 14.7 元/股~17.9 元/股。

表 10：可比上市公司估值水平

股票代码	股票名称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（x）	
		2011/12/06	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002304	洋河股份	141.25	4.90	4.38	6.75	28.83	32.26	20.92
600809	山西汾酒	66.98	1.14	2.01	2.94	58.65	33.37	22.79
000596	古井贡酒	90.50	1.34	2.47	3.97	67.54	36.71	22.81
600199	金种子酒	18.12	0.32	0.70	1.06	56.63	26.06	17.08
000799	酒鬼酒	26.01	0.26	0.38	0.68	99.24	68.47	38.40
600702	沱牌舍得	19.03	0.23	0.38	0.65	83.94	50.69	29.45
600779	水井坊	21.82	0.48	0.65	0.82	45.46	33.40	26.73
600197	伊力特	11.46	0.30	0.37	0.50	37.67	30.84	22.88
平均		--	--	--	--	59.74	38.97	25.13

资料来源：Wind，长江证券研究部

绝对估值：合理价值约为 17.80 元/股

我们应用 DCF 模型得到公司股票的合理价位约 17.80 元/股。

表 11：公司绝对估值参数设定

假定		企业价值	702,519
股数	39,000	债务	8,342
TV 增长率	1.0%	少数股东权益	-
WACC	11.33%	股票价值	694,177
短期投资	-	每股价值	17.80
会计年度截止日: 12/31			

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TV
FCF	7,433	17,291	36,930	18,304	63,525	63,676	68,487	94,393	108,432	124,554	1,217,954
PV(FCF)	6,676	13,951	26,765	11,916	37,146	33,445	32,311	40,002	41,275	42,588	416,445

资料来源：长江证券研究部

表 12：绝对估值对永续增长率和加权平均资本成本的敏感性分析

		永续增长率				
		0.5%	0.8%	1%	1.2%	1.5%
W A C C	10.0%	20.76	21.22	21.55	21.89	22.43
	10.5%	19.32	19.72	20.00	20.30	20.77
	11.0%	18.03	18.38	18.63	18.88	19.28
	11.3%	17.26	17.58	17.80	18.03	18.40
	11.5%	16.87	17.18	17.39	17.61	17.96
	12.0%	15.82	16.09	16.28	16.47	16.78
	12.5%	14.87	15.11	15.27	15.44	15.71

资料来源：长江证券研究部

风险提示

● 产业政策风险。

若国家对现行白酒产业政策进行重大调整，如通过税收、土地、广告宣传、价格等方面的调控手段对白酒生产与消费进行限制，将会对公司的生产经营产生不利影响。

● 市场销售管理以及省外市场开拓等经营风险。

今年上半年公司销售收入 80%以上来自省内市场，青海省市场的销售经营管理和效果将对公司业绩产生重大影响。2010 年以及 2011 年上半年公司省外市场销售收入快速增长，上市以后也将进一步开拓省外市场，面临一定的市场开拓风险。

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	597	836	1058	1405	货币资金	350	1243	1375	1687
营业成本	180	243	278	351	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	417	594	780	1054	应收账款	1	0	0	0
% 营业收入	69.9%	71.0%	73.7%	75.0%	存货	175	216	180	180
营业税金及附加	125	175	222	294	预付账款	16	20	16	16
% 营业收入	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	其他流动资产	1	2	3	3
销售费用	59	84	106	140	流动资产合计	543	1480	1574	1887
% 营业收入	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	38	54	68	90	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	0	-3	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.0%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	119	275	448	528
资产减值损失	6	0	0	0	无形资产	32	30	29	27
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	12	0	0	0
营业利润	186	281	388	533	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	31.2%	33.6%	36.7%	37.9%	资产总计	708	1788	2053	2444
营业外收支	-9	0	0	0	短期贷款	50	0	0	0
利润总额	183	281	388	533	应付款项	68	84	70	71
% 营业收入	30.6%	33.6%	36.7%	37.9%	预收账款	1	2	2	3
所得税费用	47	70	97	133	应付职工薪酬	4	2	2	2
净利润	136	211	291	400	应交税费	61	86	112	150
归属于母公司所有者的净利润	135.5	211.1	290.8	399.8	其他流动负债	35	47	53	66
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	220	221	239	291
EPS (元/股)	0.30	0.47	0.65	0.89	长期借款	30	30	30	30
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	134	233	348	453	其他非流动负债	3	3	3	3
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	254	255	272	324
收回现金					归属于母公司	454	1533	1781	2120
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-79	-158	-176	-85	股东权益	454	1533	1781	2120
其他	6	0	0	0	负债及股东权益	708	1788	2053	2444
投资活动现金流净额	-72	-158	-176	-85	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	164	900	0	0	EPS	0.301	0.469	0.646	0.888
银行贷款增加 (减少)	30	-50	0	0	BVPS	1.16	3.93	3.96	4.71
筹资成本	3	-32	-41	-56	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-7	0	0	0	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	191	818	-41	-56	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净流量	252	893	132	312	EV/EBITDA	-1.42	-4.26	-3.45	-3.10
					ROE	29.9%	13.8%	16.3%	18.9%

资料来源: 长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 6875239813564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 6875191613701696936	ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 6875186313817196202	julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 6875319813564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 6875192613818973382	lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 8276699913502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好：相对表现优于市场 中性：相对表现与市场持平 看淡：相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐：相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐：相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持：相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。