

青青稞酒 (002646.SZ)
评级:
前次:
目标价 (元):
15.6-16.4

联系人

分析师

邢庭志

谢刚

食品饮料小组

S0740510120005

021-20315162

021-20315178

xingtz@r.qlzq.com.cn

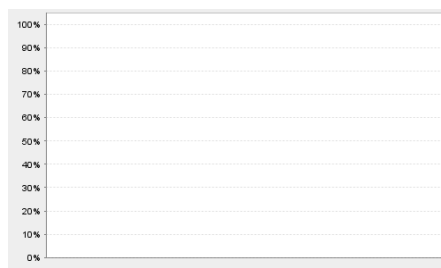
xiegang@r.qlzq.com.cn

2011 年 12 月 11 日

2011 年 12 月 11 日

有短期营收增长点，长期增长模式待定
基本状况

总股本(百万股)	390.00
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	427.75	596.92	867.19	1,155.6	1,494.6
营业收入增速	76.64%	39.55%	45.28%	33.26%	29.34%
净利润增长率	130.93	19.33%	58.19%	33.72%	28.25%
摊薄每股收益 (元)	1.14	1.13	0.48	0.64	0.82
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (元)	1.78	3.78	2.98	3.62	4.44
每股现金流量	1.57	1.11	0.48	0.62	0.78
净资产收益率	63.74%	29.86%	15.98%	17.60%	18.42%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本 (百万股)	100.00	120.00	450.00	450.00	450.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 青稞酒为青海省地产龙头，公司治理结构良好，为清香型白酒，本地市场占有率达到 69%左右，正在积极地推进向周边更广泛的区域进行扩张，公司扩张能力和条件具备进一步向周边地区稳健布局的能力；
- 公司渠道运营模式接近东部地区地产酒企，品牌结构模式有待进一步提升，适应省外发展；
- 公司周边五省市场的消费群和市场容量约为青海市场的 15 倍，约为 120 亿，考虑到除西藏、云南外每个省份均有较为强势的地产名酒，公司周边扩张面临机遇的同时也将面临更大的市场挑战，预计公司的销售费用率将逐步小幅上升，深度增长难度远大于省内；
- 公司的高端品牌天佑德系列产品线布局较为复杂，适宜本地运营，进一步向周边扩张的短期增长点在于招商布局，2011 年省外占比预计达到 17.5%，省外的稳健高增长将是公司价值延续的基础，专卖店属于经销商布局的一个载体，公司也在通过专卖店模式进行积极探索省外市场；
- 公司的核心优势在于西北地域特色品牌和青稞原料价值，在西北地区的消费者价值不明显，适宜进行全国的汇量增长模式，综合考察新疆伊力特、青海老酸奶、西藏 5100 等品牌增长模式，我们认为青稞酒长期的增长模式有待进一步清晰化；
- 预计 2011-2013 年青稞酒实现营业收入 8.67、11.55 和 14.95 亿元；实现归属于母公司净利润 2.14、2.87 和 3.68 亿元，同比增长 58.19%、33.72%和 28.25%，对应 EPS 分别为 0.48 元、0.64 元和 0.82 元。
- 综合主流白酒公司 2012 年估值水平，给与青青稞酒 20X PE 的发行价格 12.5-13.1 元，25XPE 的 12 月目标价 15.6-16.4 元。

内容目录

区域龙头，治理结构良好，公司有周边板块扩张能力	- 4 -
公司治理结构良好，具备分享白酒行业发展的潜能	- 4 -
青海市场份额头把交椅，面临提升产品、品牌和价位结构的增长压力	- 5 -
青稞酒中短期西北板块有营收增长空间	- 6 -
公司运营模式较为精细，能够进一步进行外围扩张	- 6 -
公司的进一步扩张方向在于周边省份	- 7 -
周边板块市场较为广阔，有一定的成长空间	- 8 -
当前的产品档次随着主导品牌崛起，毛利提升抵消费用增长	- 8 -
公司盈利主要依赖营收规模的提升，费用率预期缓慢上升	- 9 -
销售+管理费用率将随板块化而逐步提升	- 9 -
产品结构正在改善，但高端主导品牌短期内难以爆发	- 9 -
IPO 募投项目解决产能问题，但产能不是白酒企业核心竞争力	- 10 -
资金到位可以更轻松解决短期产能瓶颈	- 10 -
公司上市后，高端品牌发展速度在本地将持续提升	- 10 -
公司长期增长模式不清晰	- 11 -
公司西北板块化战略不能发挥青稞酒的竞争优势	- 11 -
全国化长期增长模式不清晰	- 12 -
案例分析 1: 青海老酸奶、西藏 5100 矿泉水全国化战略	- 12 -
案例分析 2: 新疆伊力特品牌核心区扩张的瓶颈	- 12 -
盈利预测与投资建议	- 13 -
盈利假设前提	- 13 -
盈利预测结果	- 13 -
首日上市目标价: 12.5-13.1 元	- 13 -
风险提示	- 14 -
图表 1: 中国白酒行业营收规模测算	- 4 -
图表 2: 2011 年主要清香型白酒企业营收和增速	- 4 -
图表 3: 2011 年青海市场品牌份额结构图	- 5 -
图表 4: 青稞酒产品营收结构变化	- 5 -
图表 5: 公司专卖店渠道的营收和占比 (万元)	- 6 -
图表 6: 2011 年 1-6 月不同出厂价位品牌营收占比 (元/公斤)	- 6 -
图表 7: 青稞酒主营业务收入区域结构	- 7 -
图表 8: 青稞酒省内外营收增速 08-13 年 E	- 7 -
图表 9: 公司省外收入占比逐步提升趋势明显 (万元)	- 8 -
图表 10: 公司 90-300 元零售价位品牌营收占比	- 8 -

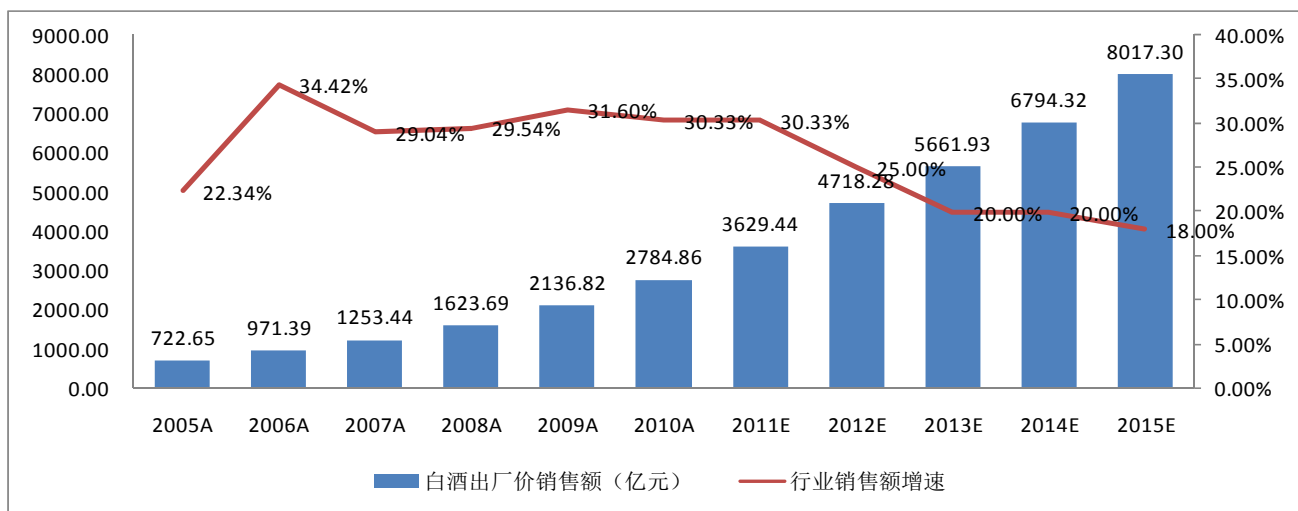
图表 11: 公司管理费用率和成长型区域名酒比较	- 9 -
图表 12: 公司销售费用率和成长型区域名酒比较 (%)	- 9 -
图表 13: IPO 募投项目分析	- 10 -
图表 14: 公司的优势劣势分析	- 11 -
图表 15: 公司有效的增长战略	- 11 -
图表 16: 青海老酸奶和西藏 5100 的案例分析	- 12 -
图表 17: 青稞酒盈利预测前提假设	- 13 -
图表 18: 白酒类主要上市公司相对估值表(2011 年 12 月 9 日)	- 13 -
图表 19: 青稞酒销售收入预测表	- 15 -
图表 20: 青稞酒三张报表	- 16 -

区域龙头，治理结构良好，公司有周边板块扩张能力

公司治理结构良好，具备分享白酒行业发展的潜能

- 公司股权结构清晰，华实科技占有 65%上市公司股权，处于绝对控股状态，而华实投资股东李银会占据 94%股权，上市公司内部组织架构清晰，从公司的股权结构和过去的成长来看，公司及大股东以及大股东的实际控制人有意愿提升公司市场竞争力和长远市值，公司的核心价值焦点在于公司的市场扩张能力；
- 公司作为白酒清香品类，潜在市场为整个中国市场；特别是在西北和华北地区，公司能够享受整个白酒行业发展带来的机遇；

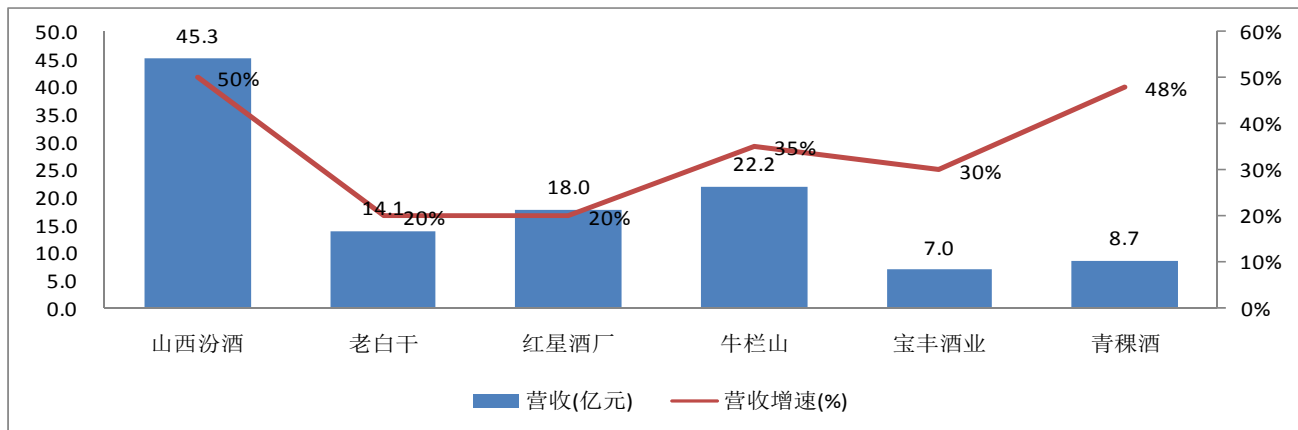
图表 1：中国白酒行业营收规模测算



来源：齐鲁证券研究所

- 当前代表性清香型白酒企业营收规模均较大，处于较快的发展时期，主要系当前清香品类的绵柔口感适合现代政商务消费需求，公司的清香品类具有较强的品类竞争力，产品原料青稞具有一定的品质差异化基础。

图表 2：2011 年主要清香型白酒企业营收和增速

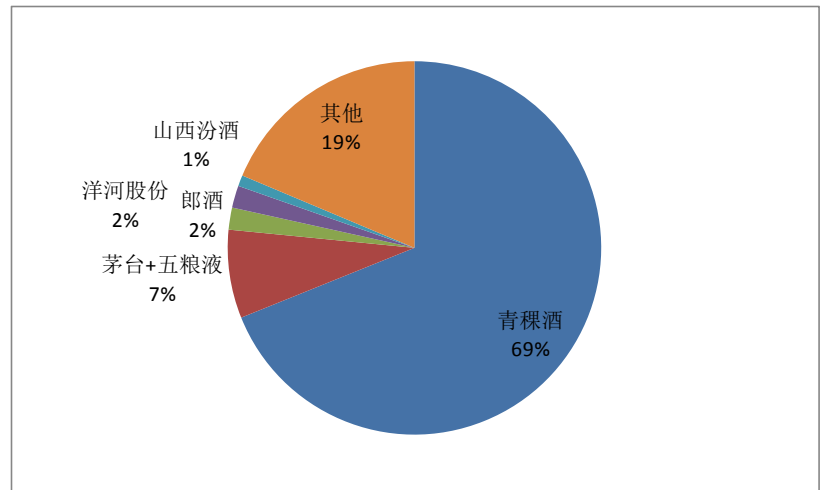


来源：齐鲁证券研究所

青海市场份额头把交椅，面临提升产品、品牌和价位结构的增长压力

- 青稞酒 2010 年营收达到 5.96 亿元，预计税前达 6.97 亿元，预计青海省市场份额在 10.1 亿元（税前），市场份额占比达 62.6%，本省市场占有率为中国白酒第一，预计到 2011 年市场份额占比达 69%，目前主要的竞争品牌集中于 300 元以上价位；

图表 3：2011 年青海市场品牌份额结构图



来源：齐鲁证券研究所

- 公司当前在省内增长的压力主要来源于在高市场占有率的背景下如何进一步提升产品结构，引领市场扩容；2011 年中高档白酒的营收比重提升至 55.56%。公司业绩增长主要依赖不断推出高端品牌，2010 年推出“天佑德”高端品牌，当年实现销售 2153 万元，而 2011 年上半年中高档白酒单价增长仅有 3.08%，表明公司进一步实现高端品牌深耕的压力较大，高端品牌的省外发展难度较大；

图表 4：青稞酒产品营收结构变化

	2011-06-30		2010-12-31		2009-12-31		2008-12-31	
经营项目名称	数据(亿元)	占比 (%)	数据(亿元)	占比 (%)	数据(亿元)	占比 (%)	数据(亿元)	占比 (%)
普通青稞酒	1.95	44.40	2.82	47.28	2.36	55.19	1.33	54.94
其他业务	0.00	0.09	0.01	0.14	0.01	0.31	0.01	0.26
中高档青稞酒	2.44	55.51	3.14	52.58	1.90	44.50	1.08	44.80
合计	4.39	100.00	5.97	100.00	4.28	100.00	2.42	100.00

来源：公司公告 齐鲁证券研究所

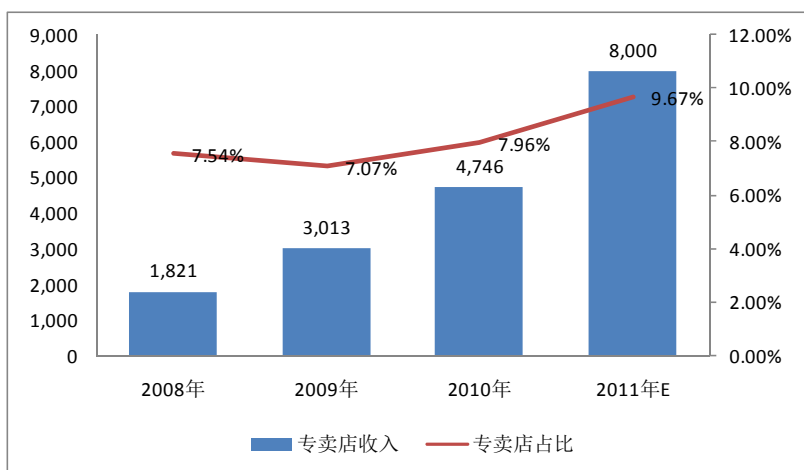
- 随着地方财政收入的持续高速增长，预计 2011 年达到 46%，远远高于全国平均预计 28% 的增速；将给政商务白酒的升级扩容打下坚实基础。但是随着地方政府土地财政的压力较大，依靠省内持续放量的难度增大；

青稞酒中短期西北板块有营收增长空间

公司运营模式较为精细，能够进一步进行外围扩张

- 首先,公司渠道管理结构较为细化,分品牌招商,管理经销商的能力较强;在省内西宁为代表的核心市场,公司采取了多经销商深度掌控终端的模式,前5大经销商预计2011年增速在35-39%左右;
- 公司的专卖店扩张思路适应行业品牌化和渠道团购化趋势,专卖店的营收状况较好,专卖店的增速预计2011年能够达到80-100%,公司正在通过专卖店渠道探索板块化和全国化;

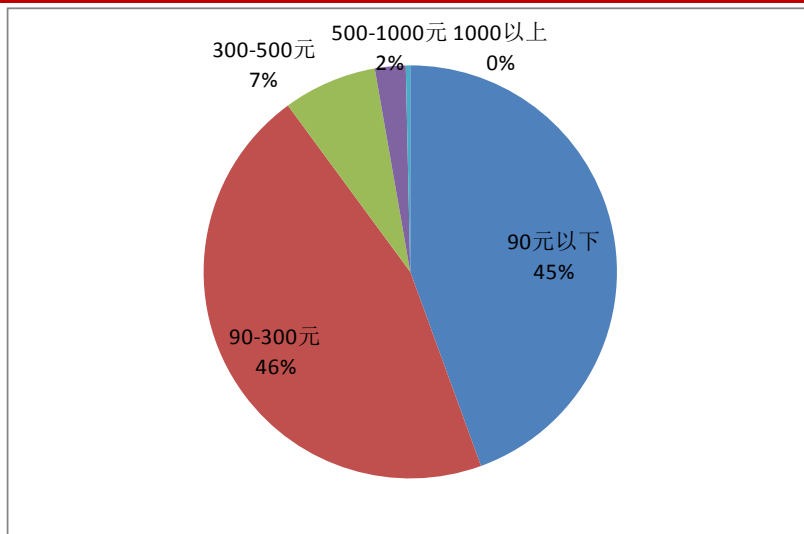
图表5: 公司专卖店渠道的营收和占比(万元)



来源: 齐鲁证券研究所

- 公司主导价位和品牌清晰,具备进一步上移产品结构的基础。强化对“互助”和“天佑德”两大驰名商标的聚焦发展;在150-250元价位主要有家之德品牌,45-150元价位主要有人之德品牌,总体来看天佑德品牌产品线集中于150-500元价格,但主要以中高端价位家之德发展为主。

图表6: 2011年1-6月不同出厂价位品牌营收占比(元/公斤)



来源: 公司公告 齐鲁证券研究所

公司的进一步扩张方向在于周边省份

- 青稞酒在省外的比例 2011 年预计达到 18% 左右，较 2008 年的 4.5% 有较快的增长；从绝对额上看，已经由 2008 年的 1088 万，提升到 2011 年预计销售额 1.56 亿元，从竞争格局来看，目前清香龙头的山西汾酒、牛栏山战略重心均不在甘肃、西藏、新疆等市场；

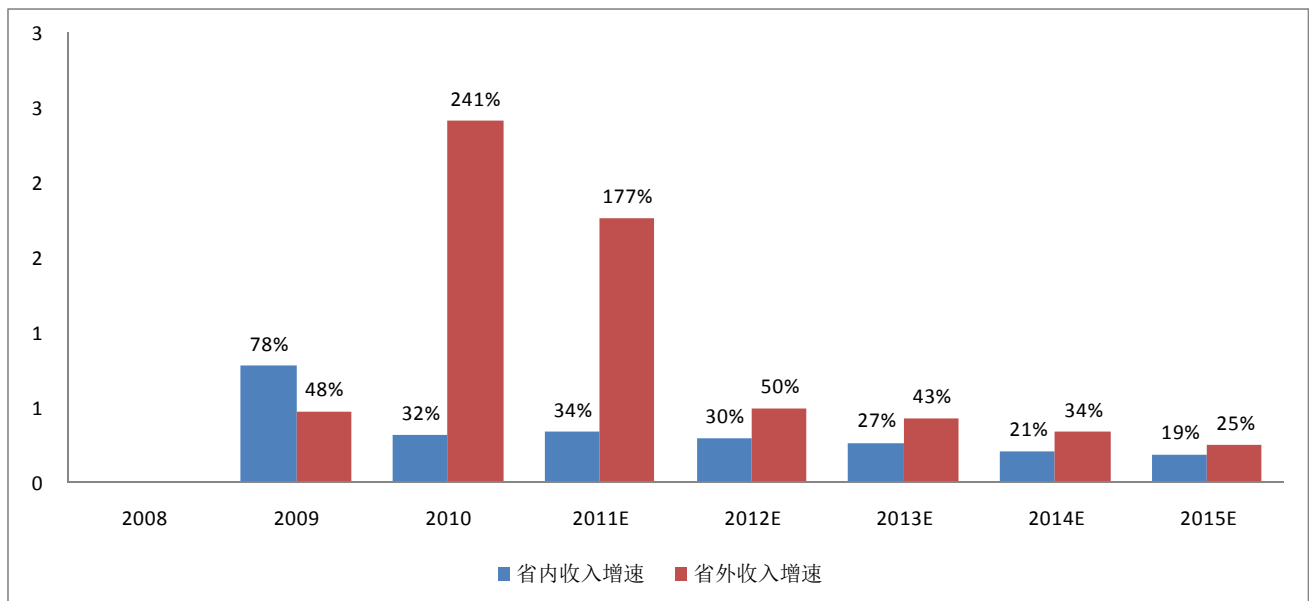
图表 7：青稞酒主营业务收入区域结构

截止日期	2011-06-30		2010-12-31		2009-12-31		2008-12-31	
经营项目名称	(亿元)	占比 (%)	(亿元)	占比 (%)	(亿元)	占比 (%)	(亿元)	占比 (%)
其他业务	0.00	0.09	0.01	0.14	0.01	0.31	0.01	0.26
青海省內	3.63	82.61	5.41	90.67	4.10	95.93	2.31	95.25
青海省外	0.76	17.29	0.55	9.19	0.16	3.76	0.11	4.49
合计	4.39	100.00	5.97	100.00	4.28	100.00	2.42	100.00

来源：齐鲁证券研究所

- 省外空间广阔，产品结构档次更高，增长速度更快，随着营收占比增加，将进一步提升公司增速弹性，2011 年省外的绝对规模只有 1.56 亿元，而市场增速远高于省内；

图表 8：青稞酒省内外营收增速 08-13 年 E



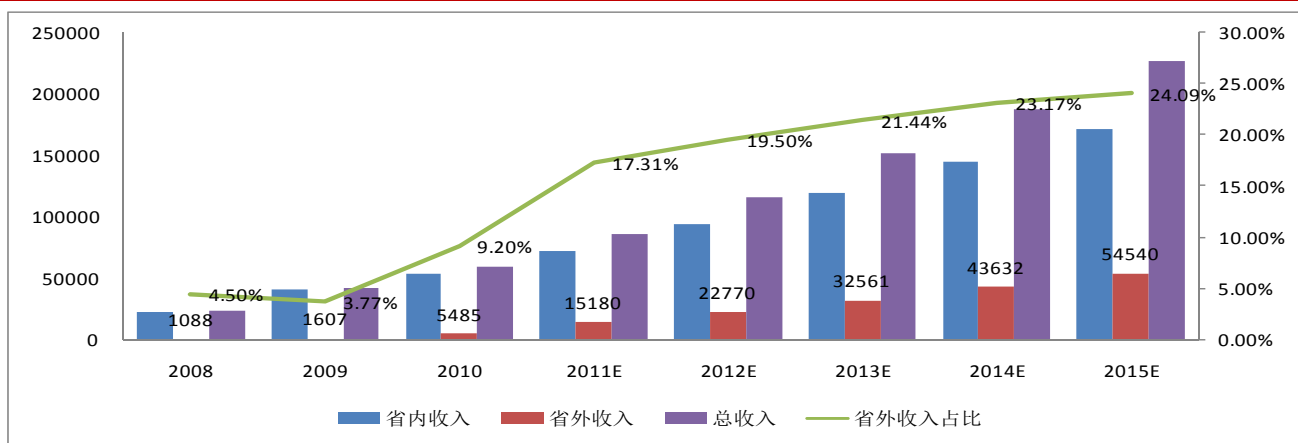
来源：公司公告 齐鲁证券研究所

- 公司的省外市场产品毛利率 2011H 达到 70.85%，好于省内的 67.74%，表明省外的产品结构好于省内，随着公司的省外扩张，公司的产品结构档次不会有进一步降低的风险。

周边板块市场较为广阔，有一定的成长空间

- 企业规模在 2011 年接近 10 亿元，具备周边板块化的能力，而企业的战略重心正在进行西北板块化扩张。青海周边的西藏、新疆、陕西、甘肃、内蒙 5 省 GDP 达到 21711 亿元，约为青海的 16 倍，而人口数量约为 9481 万，约为青海的 17 倍，预计白酒市场容量至少为青海的 15 倍。
- 西北五省中除西凤酒业、伊力特、蒙古王等，公司的规模较大，具备进一步向西宁周边甘肃、宁夏、陕西等地扩张的条件；
- 公司从 08 年开始主要进行的是本土战略，这一过程培育了良好的渠道模式，特别是深度分销的能力，从 2011 年开始周边板块扩张开始清晰。

图表 9：公司省外收入占比逐步提升趋势明显（万元）

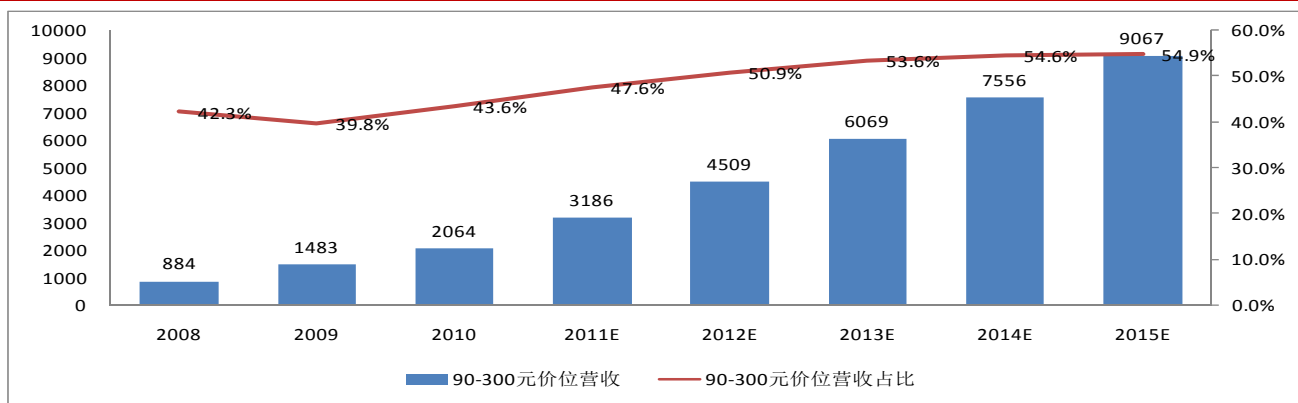


来源：齐鲁证券研究所

当前的产品档次随着主导品牌崛起，毛利提升抵消费用增长

- 青稞酒截止 2011H 其中高端产品营收占比 55.51%，零售价位中位数预计在 150-200 元，出厂均在达到 5.36 万元/吨；远远高于行业平均水平的 3.13 万元/吨；

图表 10：公司 90-300 元零售价位品牌营收占比



来源：齐鲁证券研究所

- 青海省 300 元以上高端价位随着洋河蓝色经典、郎酒、汾酒等品牌的共同培育，省内高端市场容量将逐步提升；青稞酒提升空间较大；而公司作为青海唯一地方名酒，将优先得到地方政府的支持。

公司盈利主要依赖营收规模的提升，费用率预期缓慢上升

销售+管理费用率将随板块化而逐步提升

- 公司的管理费用率将随着向省外的扩张和规模的扩大而逐步提升，进一步降低管理费用率的空间极为有限；

图表 11：公司管理费用率和成长型区域名酒比较

管理费用率	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年度半年度
古井贡酒	10.3	15.34	13.99	14.08
金种子酒	5.29	4.8	4.64	4.26
老白干酒	6.48	4.88	5.66	4.5
山西汾酒	9.43	9.42	10.09	4.81
青青稞酒	11.68	8.04	6.39	5.39

来源：齐鲁证券研究所

- 公司向周边扩张，必将进一步提升期间费用率，公司现有费用率和行业比较较低，主要系规模集中于青海西宁，随着区域的扩张，管理幅度上升，区域规模效益的下降，在未来的 3-5 年将呈现较大的上升趋势；

图表 12：公司销售费用率和成长型区域名酒比较 (%)

销售费用率	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年半年度
古井贡酒	10.47	18.42	21.57	21.29
金种子酒	12.47	12.76	14.53	15.49
老白干酒	6.35	12.11	16.12	15.42
山西汾酒	19.56	16.98	19.28	18.14
青青稞酒	10.51	9.76	9.94	11.04

来源：齐鲁证券研究所

产品结构正在改善，但高端主导品牌短期内难以爆发

- 公司的天佑德 300-500 元/公斤出厂价，2010 年增速达到 145.8%，预计 2011 年增速达到 56.37%，增速明显放缓；公司将继续依靠 90-300 元/公斤价位的稳健增长，2010 年增速为 53.1%，预计 2011 年增速下降到 38%-42%；随着主导产品天佑德系列的成熟，增速可能进一步下降；

IPO 募投项目解决产能问题，但产能不是白酒企业核心竞争力

资金到位可以更轻松解决短期产能瓶颈

- 公司本次拟公开发行不超过 6000 万股，预计募集资金在 9 亿元；建设总周期为 21 个月，优质青稞原酒产能增加 7800 吨，公司发展的高端产能问题将逐步解决；

图表 13：IPO 募投项目分析

序号	项目名称	项目资金预算（单位：万元）		
		建设资金	流动资金	合计
1	优质青稞原酒酿造技改项目	12,666.00	1,820.00	14,486.00
2	优质青稞酒陈化老熟和包装技改项目	12,811.00	10,543.00	23,354.00
3	青稞酒研发及检测中心技改项目	4,383.00	20.00	4,403.00
4	青稞酒营销网络与物流配送建设项目	4,986.60	2,000.00	6,986.60
合计		34,846.60	14,383.00	49,229.60

来源：招股说明书、齐鲁证券研究所

- 公司的网路建设将在募集资金的帮助下，有能力进一步强化其专卖店的建设速度，但不能通过品牌、产品解决专卖店本身的盈利问题；
- 但是从目前来看，主要是机会性地去建设，还没有成为公司全国化扩张的核心，并且专卖店的发展从公司的产品线集中度、专卖店的扩张模式、品牌的核心定位来看，并不清晰，没有与其他名酒进行差异化扩张的核心竞争力；

公司上市后，高端品牌发展速度在本地将持续提升

- 从对公司高端天佑德品牌的考察来看，酒质较好，基酒问题在公司募集资金后，预计将在 2013 年投产并经过一定时期的储藏，考虑到高端清香型白酒的储存周期一般在 1-2 年，预计公司在 2013-2014 年间新增高端产能得到释放；
- 公司的品牌投入加大，将进一步推动公司的高端产品在本地市场的竞争地位，特别是在公司板块化扩张的模式下会助力发展。

公司长期增长模式不清晰

公司西北板块化战略不能发挥青稞酒的竞争优势

- 公司的核心竞争优势在于青海区域文化和特色清香品类，差异化于白酒行业的其他公司；公司的核心价值在于发挥区域品牌优势和品质品类优势，进一步向全国进行扩张，实现全国的汇量式增长；

图表 14：公司的优势劣势分析

优势	青海省的名片 高原生态概念 青稞原料+清香柔和优势
劣势	区域品牌，在全国的知名度不高 产品线较多，无核心主导聚焦品牌 产品档次较为混乱，产品品牌价值感难以形成消费者价值
机会	白酒行业扩容 绵柔品类特别是清香产品需求强劲 省内进一步升级 白酒行业小众品类和特色品牌适应高端多元化需求
威胁	省内市场扩容带来竞争者加入，高市场占有率不稳固 青海周边品牌金辉、九粮液、西凤等品牌正在崛起，全国名酒进一步渗透西北地区

来源：齐鲁证券研究所

- 公司本地化高占有主要发挥了地产酒优势，外地品牌进入的费效比较高，避免了较为激烈的竞争；公司的核心增长战略在于进一步通过全国化的汇量增长模式实现品牌价值的全国化，做大规模优势；

图表 15：公司有效的增长战略

公司的增长战略	机会	威胁
优势	向全国扩张，形成特色的品牌定位 形成可复制的市场拓展模式 充分发挥公司央视广告的优势和上市公司品牌优势	提升自身的规模优势，容忍一定程度的市场占有率降低，提升自身的核心价位竞争力
劣势	形成清晰的产品定位 形成独特的产品价值，并通过渠道模式创新如“专卖店”迅速扩大在全国的知名度	巩固省内优势，强化主导品牌战略 避免依靠费用投放而扩大周边市场占有率，从而引来更大的竞争压力

来源：齐鲁证券研究所

- 西北周边板块化扩张将面临更加强劲的竞争对手，从消费者需求来看，本地化品牌优势将丧失，企业产品的高原特色和原生态原料优势将难以发货，香型的优势在西北地区难以形成明显的差异化。波特的三大竞争战略之差异化战略将难以体现，全国化的规模优势也难以发挥作用。

全国化长期增长模式不清晰

- 根据招股说明书之未来两年的发展计划分析：公司的一方面推进周边板块深度增长模式的同时，进一步分散资源进行全国化扩张，同时在浙江、东北通过品类优势吸引优势经销商；综合来看，公司长期有效增长战略必然在全国化，而全国化缺乏非常有效的模式，主要是机会性地通过 150 家专卖店和部分省份的招商，缺乏非常成熟的能够发挥自身品牌、产品和文化优势特色的组织模式、核心产品和品牌文化；
- 公司的本地化小型酒厂收购将进一步形成较为僵化的市场格局，难以形成本地企业集群，以通过提高本地竞争壁垒提高对外地品牌的阻力；
- 公司的板块化和全国化的并行推动将造成公司的增长重心缺乏，特别对于 10 亿元左右规模的企业来说，容易造成资源投放带来的压力。

案例分析 1：青海老酸奶、西藏 5100 矿泉水全国化战略

- 青海老酸奶和西藏 5100 矿泉水作为西北地区成功的两个消费品案例，在发挥区域特色的基础上，成功走向全国，其所采取的措施如下：

图表 16：青海老酸奶和西藏 5100 的案例分析

核心要素	青海老酸奶	西藏 5100 矿泉水
优势特色	青海地产特色产品	西藏特色自然产品
品牌定位	青海三江源区无污染产品 手工制作 定位偏高端	西藏冰川矿泉水 定位偏高端
本地化价值	本地手工酸奶较多，难以发挥其地产优势，消费容量有限，周边消费水平不足	当地冰川概念不强，消费能力不足
长期增长模式	全国核心城市，全国汇量增长	全国汇量增长，全国铁路系统推广

来源：齐鲁证券研究所

- 作为两大区域特色中高端消费品，通过全国化的网络实现了汇量式增长，避免了在西北地区的市场价值低溢价的不利影响；

案例分析 2：新疆伊力特品牌核心区扩张的瓶颈

- 伊力特作为具有新疆特色的地方名酒，特别是在浙江市场的成功发挥了伊力特品牌的低度绵柔的口感优势，放大了伊力特的新疆特色品牌定位，由于公司在省外没有形成持久的全国化战略和全国化品牌价值，公司在省外营收占比从 2007 年高峰期的 48%，下降到 2011H 的 29.73%；
- 伊力特作为优秀的新疆地域特色品牌，具备品牌的差异化和区域高市场占有率，但问题是没有形成全国化的模式，只是在部分地区机会性地生存发展，从长远来看，进一步发展的动力并不清晰。

盈利预测与投资建议

盈利假设前提

- 假设公司未来两年增长战略如《青海互助青稞酒招股说明书》所述，测算公司的营收和费用情况；
- 核心考察公司的营收增速和费用率的变化：

图表 17：青稞酒盈利预测前提假设

项目	2011 年	2012 年	2013 年
营收增速	45.01%	33.26%	29.34%
营业税金及附加/营收	20%	20%	20%
管理费用率	6.7%	6.7%	6.7%
销售费用率	11%	11.5%	11.8%

来源：齐鲁证券研究所

盈利预测结果

- 预计 2011-2013 年青稞酒实现营业收入 8.66、11.55 和 14.94 亿元，2011-2013 年摊薄 EPS 分别为 0.48、0.64 元和 0.82 元。

首日上市目标价：12.5-13.1 元

- 根据成熟区域名酒和全国化名酒的 2012 年综合估值情况，给予青青稞酒 20 倍 PE，首日上市价格区间 12.5-13.1 元；

图表 18：白酒类主要上市公司相对估值表(2011 年 12 月 9 日)

证券代码	证券简称	营业收入 今年三季亿元	预测市盈率(PE, 未来 12 个月)	预测 PEG 值 [年度] 2012	市盈率(PE, TTM)
000568.SZ	泸州老窖	56.28	14.72	0.43	21.12
000596.SZ	古井贡酒	22.37	22.18	0.36	41.52
000858.SZ	五粮液	156.49	15.78	0.42	23.16
002304.SZ	洋河股份	96.97	21.19	0.38	35.15
600197.SH	伊力特	9.51	22.13	0.63	31.46
600199.SH	金种子酒	14.02	16.45	0.31	27.92
600519.SH	贵州茅台	136.42	18.88	0.47	27.86
600702.SH	沱牌舍得	8.07	29.84	0.40	57.18
600779.SH	水井坊	10.59	26.89	1.06	31.97
600809.SH	山西汾酒	35.64	22.30	0.47	41.84
加权平均		105.98	18.64	0.44	29.16
算术平均		54.64	21.03	0.49	33.92

来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

风险提示

- 盈利能力下降风险。随着公司规模扩大，未来原材料成本特别是青稞成本的上升导致公司毛利率下降；
- 公司向周边板块扩张，将导致公司的营业费用率进一步上升，原有的费用率水平和区域名酒相比，有进一步上涨的可能；
- 公司的全国化不达预期，其他名酒进一步强势进入青海市场，影响其本地市场的高占有优势。

图表 19：青稞酒销售收入预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
500元以上							
平均售价（万元/吨）	0.00	0.00	188.53	194.66	196.12	197.04	197.65
增长率（YOY）	—	—	—	3.25%	0.75%	0.47%	0.31%
销售数量（吨）	—	—	1.15	1.47	2.00	2.00	3.50
增长率（YOY）	—	—	—	27.83%	36.05%	40.00%	25.00%
销售收入	0.00	0.00	2.17	2.86	3.92	5.52	6.92
增长率（YOY）	—	—	—	31.98%	37.07%	40.66%	25.39%
毛利率	—	—	84.51%	85.23%	85.32%	85.98%	86.09%
销售成本	0.00	0.00	0.34	0.42	0.58	0.77	0.96
增长率（YOY）	—	—	—	25.85%	36.24%	34.33%	24.40%
毛利	0.00	0.00	1.83	2.44	3.35	4.74	5.96
增长率（YOY）	—	—	—	33.11%	37.22%	41.74%	25.55%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.36%	0.33%	0.34%	0.37%	0.38%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.44%	0.40%	0.40%	0.44%	0.46%
250-500元							
平均售价（万元/吨）	57.80	54.57	62.36	63.28	65.00	67.00	69.00
增长率（YOY）	—	-5.59%	14.28%	1.48%	2.72%	3.08%	2.99%
销售数量（吨）	4.01	9.47	21.92	33.49	48.00	65.00	80.00
增长率（YOY）	—	136.16%	131.47%	52.78%	43.33%	35.42%	23.08%
销售收入	2.32	5.17	13.67	21.19	31.20	43.55	55.20
增长率（YOY）	—	122.96%	164.51%	55.04%	47.22%	39.58%	26.75%
毛利率	79.92%	82.03%	82.28%	82.56%	82.98%	83.14%	83.19%
销售成本	0.47	0.93	2.42	3.70	5.31	7.34	9.28
增长率（YOY）	—	99.53%	160.83%	52.59%	43.68%	38.27%	26.37%
毛利	1.85	4.24	11.25	17.50	25.89	36.21	45.92
增长率（YOY）	—	128.85%	165.32%	55.56%	47.97%	39.85%	26.83%
占总销售额比重	0.96%	1.21%	2.29%	2.44%	2.70%	2.91%	3.06%
占主营业务利润比重	1.19%	1.46%	2.70%	2.84%	3.11%	3.38%	3.55%
150-250元							
平均售价（万元/吨）	35.13	31.85	32.96	34.00	35.00	36.00	38.00
增长率（YOY）	—	-9.34%	3.49%	3.16%	4.00%	2.86%	5.56%
销售数量（吨）	11.44	49.01	116.40	179.49	250.00	330.00	400.00
增长率（YOY）	—	328.41%	137.50%	54.20%	39.28%	32.00%	21.21%
销售收入	4.02	15.61	38.37	61.03	87.50	118.80	152.00
增长率（YOY）	—	288.41%	145.78%	59.07%	43.38%	35.77%	27.95%
毛利率	77.93%	80.80%	81.65%	82.31%	82.23%	82.65%	82.72%
销售成本	0.89	3.00	7.04	10.80	15.55	20.61	26.27
增长率（YOY）	—	237.90%	134.90%	53.34%	44.03%	32.56%	27.43%
毛利	3.13	12.61	31.33	50.23	71.95	98.19	125.73
增长率（YOY）	—	302.71%	148.37%	60.35%	43.24%	36.46%	28.05%
占总销售额比重	1.66%	3.65%	6.43%	7.04%	7.57%	7.95%	8.44%
占主营业务利润比重	2.02%	4.33%	7.51%	8.14%	8.64%	9.16%	9.72%
45-150元							
平均售价（万元/吨）	11.56	11.44	12.58	12.92	13.18	13.41	13.62
增长率（YOY）	—	-1.04%	9.97%	2.70%	2.01%	1.75%	1.57%
销售数量（吨）	883.78	1,482.37	2,063.85	3,186.35	4,300.00	5,600.00	6,500.00
增长率（YOY）	—	67.73%	39.23%	54.39%	34.95%	30.23%	16.07%
销售收入	102.16	169.58	259.63	411.68	566.74	750.96	885.30
增长率（YOY）	—	65.99%	53.10%	58.56%	37.67%	32.51%	17.89%
毛利率	75.72%	79.35%	79.35%	79.72%	79.78%	78.10%	78.15%
销售成本	24.81	35.02	53.61	83.49	114.59	164.46	193.44
增长率（YOY）	—	41.17%	53.10%	55.72%	37.26%	43.51%	17.62%
毛利	77.36	134.56	206.02	328.19	452.15	586.50	691.86
增长率（YOY）	—	73.95%	53.10%	59.30%	37.77%	29.71%	17.96%
占总销售额比重	42.19%	39.65%	43.50%	47.47%	49.04%	50.24%	49.14%
占主营业务利润比重	49.85%	46.24%	49.41%	53.21%	54.31%	54.69%	53.47%
20-45元							
平均售价（万元/吨）	5.07	5.21	5.61	5.85	6.05	6.18	6.29
增长率（YOY）	—	2.76%	7.68%	4.28%	3.42%	2.15%	1.78%
销售数量（吨）	1,519.20	2,841.77	2,757.45	3,121.00	3,657.81	4,425.95	5,457.20
增长率（YOY）	—	87.06%	-2.97%	13.18%	17.20%	21.00%	23.30%
销售收入	77.02	148.06	154.69	182.58	221.30	273.52	343.26
增长率（YOY）	—	92.22%	4.48%	18.03%	21.21%	23.60%	25.49%
毛利率	54.87%	59.50%	59.65%	59.86%	60.10%	60.46%	60.72%
销售成本	34.76	59.96	62.42	73.29	88.30	108.15	134.83
增长率（YOY）	—	72.50%	4.10%	17.41%	20.48%	22.48%	24.67%
毛利	42.26	88.09	92.27	109.29	133.00	165.37	208.43
增长率（YOY）	—	108.44%	4.75%	18.44%	21.69%	24.34%	26.03%
占总销售额比重	31.81%	34.61%	25.92%	21.05%	19.15%	18.30%	19.05%
占主营业务利润比重	27.24%	30.27%	22.13%	17.72%	15.98%	15.42%	16.11%
20元以下							
平均售价（万元/吨）	1.32	1.64	1.92	2.05	2.16	2.25	2.32
增长率（YOY）	—	24.39%	10.84%	12.64%	5.37%	4.17%	3.11%
销售数量（吨）	4,242.30	5,360.50	7,009.00	9,118.71	11,298.08	13,395.00	15,431.04
增长率（YOY）	—	26.36%	30.75%	30.10%	23.90%	18.56%	15.20%
销售收入	56.00	88.02	127.56	186.93	244.04	301.39	358.00
增长率（YOY）	—	57.18%	44.93%	46.54%	30.55%	23.50%	18.78%
毛利率	53.84%	57.41%	57.81%	58.06%	59.63%	60.01%	60.18%
销售成本	25.85	37.49	53.82	78.40	98.52	120.52	142.56
增长率（YOY）	—	45.03%	43.57%	45.67%	25.66%	22.34%	18.28%
毛利	30.15	50.53	73.74	108.53	145.52	180.86	215.44
增长率（YOY）	—	67.60%	45.94%	47.17%	34.08%	24.29%	19.12%
占总销售额比重	23.12%	20.58%	21.37%	21.56%	21.12%	20.16%	19.87%
占主营业务利润比重	19.43%	17.37%	17.69%	17.60%	17.48%	16.86%	16.65%
其他							
平均售价（万元/吨）	64.00	131.00	83.00	92.00	92.00	92.00	92.00
增长率（YOY）	—	104.69%	-36.64%	10.84%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量（吨）	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
增长率（YOY）	—	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入	0.64	1.31	0.83	0.92	0.92	0.92	0.92
增长率（YOY）	—	104.69%	-36.64%	10.84%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	65.00%	72.00%	65.00%	60.00%	65.00%	65.00%	65.00%
销售成本	0.22	0.37	0.29	0.32	0.32	0.32	0.32
增长率（YOY）	—	63.75%	-20.80%	26.68%	-12.50%	0.00%	0.00%
毛利	0.42	0.94	0.54	0.55	0.60	0.60	0.60
增长率（YOY）	—	126.73%	-42.80%	2.32%	8.33%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.26%	0.31%	0.14%	0.11%	0.08%	0.06%	0.05%
占主营业务利润比重	0.27%	0.32%	0.13%	0.09%	0.07%	0.06%	0.05%
销售收入小计	242.16	427.75	596.92	867.19	1155.62	1494.66	1801.60
销售收入增速	#DIV/0!	76.64%	39.55%	45.28%	33.26%	29.34%	20.54%

来源：齐鲁证券研究所

图表 20：青裸酒三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	242	428	597	867	1,156	1,495
增长率	—	76.6%	39.6%	45.3%	33.3%	29.3%
营业成本	-87	-136	-180	-250	-323	-422
% 销售收入	35.8%	31.9%	30.1%	28.9%	28.0%	28.2%
毛利	155	291	417	617	832	1,072
% 销售收入	64.2%	68.1%	69.9%	71.1%	72.0%	71.8%
营业税金及附加	-41	-82	-125	-173	-231	-299
% 销售收入	17.0%	19.2%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%
营业费用	-25	-42	-59	-95	-136	-176
% 销售收入	10.5%	9.8%	9.9%	11.0%	11.8%	11.8%
管理费用	-28	-34	-38	-58	-77	-100
% 销售收入	11.7%	8.0%	6.4%	6.7%	6.7%	6.7%
息税前利润 (EBIT)	61	133	195	290	388	497
% 销售收入	25.0%	31.2%	32.6%	33.4%	33.5%	33.3%
财务费用	1	-1	-3	0	0	0
% 销售收入	-0.6%	0.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-3	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.4%	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	59	132	192	290	388	497
营业利润率	24.5%	30.9%	32.2%	33.4%	33.5%	33.3%
营业外收支	0	4	-9	0	0	0
税前利润	59	137	183	290	388	497
利润率	24.5%	31.9%	30.6%	33.4%	33.5%	33.3%
所得税	-10	-23	-47	-75	-100	-129
所得税率	16.9%	16.7%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
净利润	49	114	136	215	287	368
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
归属于母公司的净利润	49	114	136	214	287	368
净利率	20.3%	26.6%	22.7%	24.7%	24.8%	24.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	49	114	136	215	287	368
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
非现金支出	10	-1	7	0	0	0
非经营收益	4	4	-4	0	0	0
营运资金变动	-59	40	-5	3	-8	-17
经营活动现金净流	3	157	134	219	280	353
资本开支	12	29	79	0	0	0
投资	0	0	1	0	0	0
其他	-12	-7	5	0	0	0
投资活动现金净流	-24	-36	-72	0	0	0
股权募资	12	6	164	674	0	0
债权募资	20	30	30	0	0	0
其他	0	-74	-3	-24	0	0
筹资活动现金净流	31	-38	191	650	0	0
现金净流量	10	82	252	868	280	353

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	16	98	350	1,218	1,498	1,849
应收账款	39	0	1	3	4	5
存货	113	127	175	206	266	347
其他流动资产	1	1	17	24	31	39
流动资产	169	227	543	1,451	1,798	2,241
% 总资产	69.4%	71.4%	76.7%	89.8%	91.6%	93.1%
长期投资	1	1	0	0	0	0
固定资产	50	54	121	121	121	121
% 总资产	20.5%	16.9%	17.1%	7.5%	6.2%	5.0%
无形资产	19	33	32	32	32	32
非流动资产	75	91	165	165	165	165
% 总资产	30.6%	28.6%	23.3%	10.2%	8.4%	6.9%
资产总计	243	318	708	1,616	1,963	2,406
短期借款	20	0	50	50	50	50
应付款项	53	66	81	97	126	164
其他流动负债	34	20	89	93	124	160
流动负债	107	86	220	240	299	374
长期贷款	0	50	30	30	30	30
其他长期负债	0	0	3	3	3	3
负债	107	136	254	273	333	407
普通股股东权益	137	178	454	1,342	1,629	1,997
少数股东权益	0	4	0	0	1	2
负债股东权益合计	243	318	708	1,616	1,963	2,406

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.492	1.136	1.129	0.476	0.637	0.817
每股净资产 (元)	1.366	1.782	3.783	2.982	3.620	4.437
每股经营现金净流 (元)	0.031	1.566	1.114	0.485	0.621	0.782
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	36.00%	63.74%	29.86%	15.98%	17.60%	18.42%
总资产收益率	20.20%	35.71%	19.16%	13.27%	14.61%	15.29%
投入资本收益率	35.99%	83.64%	78.61%	105.12%	135.41%	161.00%
增长率						
营业总收入增长率	—	76.64%	39.55%	45.28%	33.26%	29.34%
EBIT 增长率	—	120.05%	46.14%	48.82%	33.73%	28.25%
净利润增长率	—	130.93%	19.33%	58.19%	33.72%	28.25%
总资产增长率	—	30.64%	122.46%	128.35%	21.46%	22.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	238.1	321.4	306.6	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	68.2	110.1	120.1	115.0	115.0	115.0
固定资产周转天数	37.7	42.4	51.7	50.4	37.8	29.2
偿债能力						
净负债/股东权益	2.85%	-26.48%	-59.54%	-84.78%	-86.98%	-88.55%
EBIT 利息保障倍数	-43.8	147.8	72.2	—	—	—
资产负债率	43.78%	42.80%	35.85%	16.91%	16.95%	16.93%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308