



青青稞酒，新芽初茁

买入首次评级

目标价：17.7-18.2 元

- **区域强势青稞酒业龙头企业：**公司是青稞酒行业内的品牌知名度和市场份额领先者，目前主销市场为青海及周边省份（西宁市场份额 70% 以上）。公司股权结构较好，四位高管已经间接持有公司股票。2010 年公司青稞酒产量 1.3 万吨，销量 1.2 万吨，销售收入 5.97 亿元，为西北地区强势青稞酒龙头企业。
- **近年来致力于品牌升级工作，产品力及品牌力提升明显：**近年来通过不断开发新品类实现品牌升级工作，目前拥有天佑德、八大作坊、互助与永庆和四大品牌，其中天佑德系列定位中高端、八大作坊系列主打中端、互助与永庆和系列主打中低端，各系列产品定位十分明确。多品牌运营战略不仅实现了对价位的全覆盖，且采用多品牌运营战略将高中低档很好的区分开，增加了品牌区分度、利于客户黏性，为省外市场发力打下根基。
- **深耕西北和开拓全国重点市场成就公司未来增长：**省内实行深度分销收获显著，一个业务员每天可以覆盖 20 多个终端，使其在省内达到垄断地位；今年年底在甘肃新疆等周围几个省开始布局，计划复制省内深度分销模式，期待明年省外市场增长发力。公司在西北周边市场份额尚小，随着这一青稞酒传统消费区域的深耕，西北市场将成为公司新的增长点；全国重点市场 150 家专卖店规划和招商工作正在展开，预期全国市场也有一定增长。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2011-2013 年收入规模分别为 7.97 亿元、10.51 亿元和 13.69 亿元，YOY 分别为 33.6%、31.9%和 30.3%；归属于母公司净利润分别为 1.97 亿元、2.84 亿元和 3.71 亿元，YOY 分别为 45.6%、43.8%和 30.6%；EPS 分别为 0.44 元、0.63 元和 0.82 元。按照目前白酒企业平均市盈率状况，给予公司 35X11PE/25X12PE，则其合理价值区间为 17.7-18.2 元。相比较 16 元的发行价，还有 11%-14%的上涨空间，发现当天首次给予“买入”评级。

食品饮料行业

联系人：

苏青青

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

邴彬（S1180511050001）

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 1《食品饮料(0818) 宏源证券行业周报 食品饮料行业周报：第十四期：明年春季行情具备爆发因素食品饮料行业苏青青》，2011.11
- 2《食品饮料(0818) 宏源证券行业周报 食品饮料行业周报：第十三期：短期缺乏刺激，正是布局时食品饮料行业苏青青》，2011.11
- 3《食品饮料_0818_ 宏源证券行业报告 食品饮料行业月报：加仓好时机、坐等明年 1Q 收益食品饮料行业苏青青》，2011.11
- 4《食品饮料_0818_ 宏源证券行业周报 食品饮料行业周报：第十二期：静待三季报行情启动食品饮料行业苏青青》，2011.10

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	427.75	596.92	797.33	1051.29	1369.30
YOY	76.64%	39.55%	33.57%	31.85%	30.25%
净利润	113.58	135.54	197.32	283.65	370.54
YOY	130.93%	19.33%	45.58%	43.75%	30.63%
EPS (元)	0.29	0.35	0.44	0.63	0.82
净利率	26.62%	22.71%	24.75%	26.98%	27.06%

目录

一、青稞酒行业龙头	4
1、改制崛起的青稞酒业龙头	4
2、在青稞酒类公司中品牌竞争力较强	5
3、部分管理层简介持股，激励面有待提升	5
二、过去几年致力于品牌提升工作及产品结构调整	6
1、健康生态的原料+独特香型+青藏文化构筑产品差异化竞争优势	6
2、大力品牌推广，在青稞酒领域品牌知名度和美誉度逐渐提升	7
3、通过品牌升级及产品结构调整实现档次转型，将很好契合白酒消费需求	8
4、省内实行深度分销，拥有稳固销售资源，省外拓展正逐步展开	10
5、横向对比看，青青稞酒经营稳健，应付款水平偏低	11
三、结构调整提升盈利、版图扩张指日可待	12
1、中高档产品销量占比提升+提价驱动盈利水平持续提升	12
2、积极开发省内销售市场，省内成熟销售模式为省外开拓提供样板	14
3、大力拓展加盟商、挖掘省外消费市场	15
四、增发项目为中高档产品销售提供产能和营销网络支持	18
1、募投项目简介	18
2、募投项目保持原酒产能不变，但结构有所调整	18
3、募投项目保持成品酒产量不变，但结构有所调整	18
五、盈利预测、估值和投资建议	19
1、核心假设	19
2、预测结论	19
3、盈利预测及定价	19
六、风险提示	21

插图

图 1: 公司改制历程.....	4
图 2: 2008 年以来呈现放量增长 (单位: 吨)	5
图 3: 2008-2009 年收入平均增速 57% (百万元)	5
图 4: 公司在 2011 年度华樽杯中国酒类品牌价值评比中居青稞酒类第一名(亿元)	5
图 5: 公司目前股权结构.....	6
图 6: 公司高层间接持有公司股份情况.....	6
图 7: 公司产品的竞争优势来源分解.....	7
图 8: 公司品牌建设进展.....	7
图 9: 近年来公司广告费用大量投入, 带动品牌价值不断提升.....	8
图 10: 与白酒其他上市公司相比, 青稞股份销售费用率偏低 (2010 年数据)	8
图 11: 过去三年品牌运作简表.....	9
图 12: 2010 年中高档产品增长很快, 产品结构不断向中高档挺进 (收入单位: 百万元)	9
图 13: 公司部分产品终端价位 (单位: 元/500ml)	10
图 14: 省内已经形成多样化的销售渠道模式.....	11
图 15: 1H2011 横向比较白酒 14 家上市企业营业周期及存货周转天数.....	11
图 16: 1H2011 横向比较看, 青青稞酒现金流情况较好、其他应付款/收入指标偏低.....	12
图 17: 白酒可比上市公司销售费用率对比.....	12
图 18: 公司销售费用率占比明细.....	12
图 19: 公司中高档酒销量占比稳步提升, 预计 2013 年占比可升为 31% (单位: 吨)	13
图 20: 公司中高档酒销售收入提升幅度远超销量占比提升 (单位: 万元)	13
图 21: 产品均价提升明显 (元/瓶)	14
图 22: 产品毛利率稳步提升.....	14
图 23: 青海和西宁 GDP 增长情况 (亿元)	15
图 24: 青海白酒企业销售额 (百万元)	15
图 25: 省外销售收入 2010 年大幅增长 (百万元)	15
图 26: 省外收入占比 1H2011 上升至 17.3%.....	15
图 27: 各渠道销售收入均有较大增长 (百万元)	16
图 28: 各渠道销售收入占比变化.....	16
图 29: 公司全国市场进攻全景图.....	17
图 30: 四省加盟专卖店开设规划.....	17
图 31: 募资项目简介表.....	18
图 32: 截止 2011 年 6 月底公司库存和产能状况 (单位: 吨)	18
图 33: 项目一达产后原酒产能产量变化表 (单位: 吨)	18
图 34: 项目二达产后成品酒产能及产量变化表 (单位: 吨)	18
图 35: 可比上市公司估值一览表.....	19
图 36: 分产品盈利预测拆分表.....	20
图 37: 三张报表财务附注 (单位: 百万元)	22

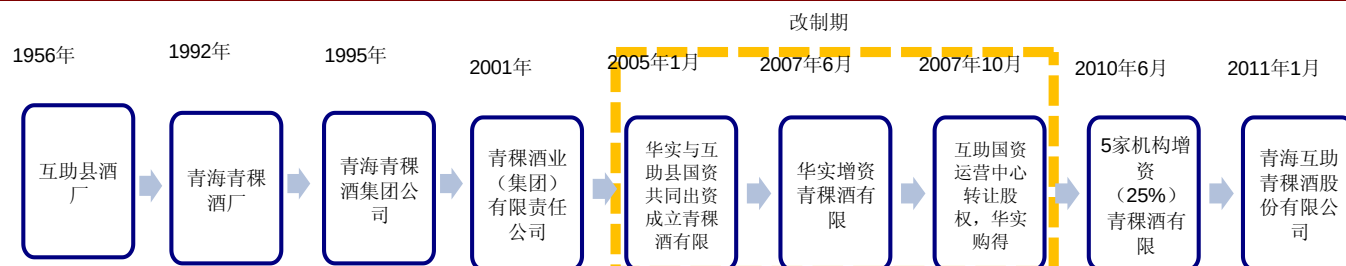
一、青稞酒行业龙头

1、改制崛起的青稞酒业龙头

公司主营业务为青稞酒的研发、生产、销售。公司生产的青稞酒属清香型白酒，被中国酿酒工业协会认定为“中国白酒清香型（青稞原料）代表”。

公司前身为青稞酒集团，曾是中国最大的青稞酒生产基地，但是 2002 年以来由于外地白酒的入侵和本地企业的崛起，在青海市场的份额一度下滑到 30% 以下。2005 年互助县国资运营中心利用从青稞酒集团剥离出的资产（3390 万，占 45.2%）与民营资本华实集团（4110 万，占 54.8%）共同出资成立青稞酒有限公司，开始向“产权明晰、政企分开”的现代企业转变。2007 年改制彻底完成，青稞酒有限变更为全资民营企业。

图 1：公司改制历程



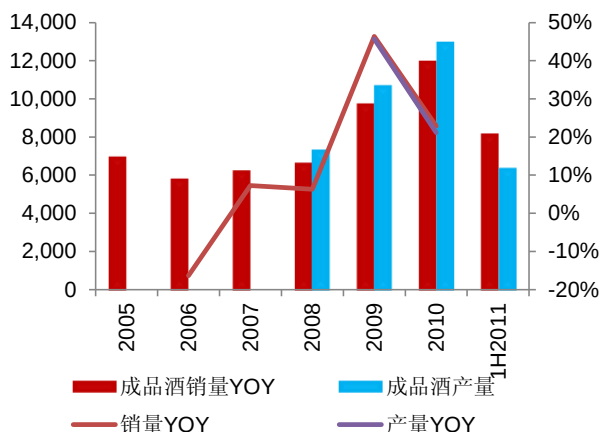
资料来源：宏源证券研究所

2007 年以来公司业务增长较快，市场占有率不断提升。2007 年公司扭亏为盈，并连续四年盈利；2008-2010 年，销量平均增速 34%，高于白酒行业期间平均增速（25%）；收入平均增速 57%，高于白酒行业期间平均增速（29%）。收入增长远快于销量增长，均价提升较快，显示公司整体产品结构上移。

目前公司在青稞酒行业中产销量领先：

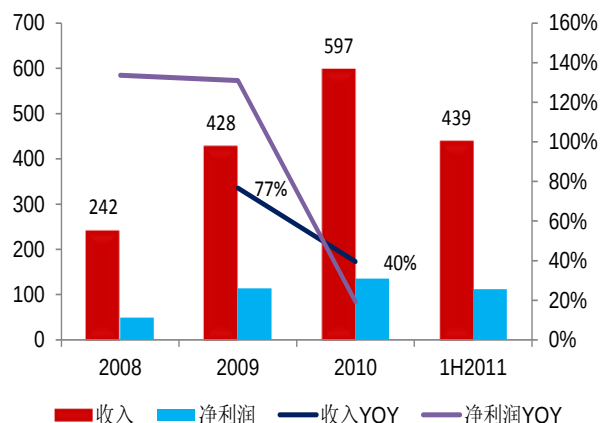
- ◆ 2010 年公司青稞酒产量 1.3 万吨，销量 1.2 万吨，销售收入 5.97 亿元；
- ◆ 根据中国轻工业企业信息发布中心的统计，公司 2009 年度青稞酒产销量居全国第一；
- ◆ 公司在西北白酒市场具有较高的市场地位，2010 年公司销售收入占西北市场的 7.68%；
- ◆ 公司在青海省内居于垄断地位，市场份额达到 70%。

图 2: 2008 年以来呈现放量增长 (单位: 吨)



资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

图 3: 2008-2009 年收入平均增速 57% (百万元)



资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

2、在青稞酒类公司中品牌竞争力较强

公司生产的青稞酒在西北市场特别是青海市场知名度极高。公司的“互助”、“天佑德”被国家工商总局商标局认定为中国“驰名商标”，是青海省唯一拥有两项中国驰名商标的企业。公司在 2011 年度华樽杯中国酒类品牌价值评估中品牌价值达 28.48 亿元，居青稞酒类第一名。

图 4: 公司在 2011 年度华樽杯中国酒类品牌价值评比中居青稞酒类第一名(亿元)

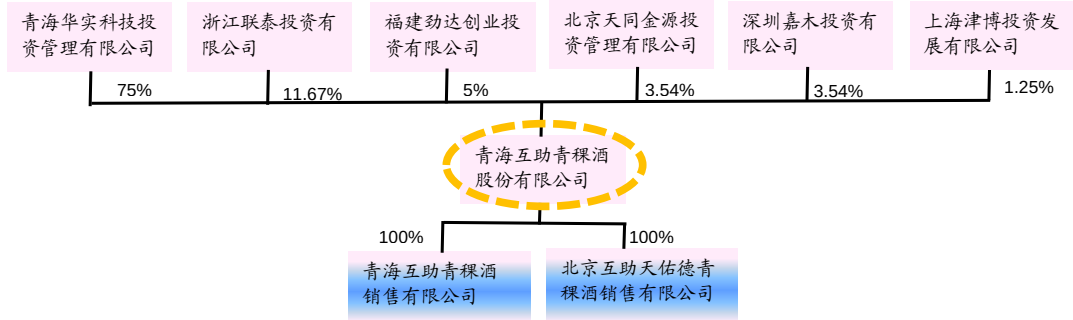
公司名称	2011 排名	地区	品牌价值
青海互助青稞酒有限公司	62	青海	28.48
青海金塔青稞酒业有限公司	150	青海	12.21
西藏藏缘青稞酒业有限公司	154	西藏	11.81

资料来源: 宏源证券研究所

3、部分管理层简介持股，激励面有待提升

目前华实投资以 75% 的比例为绝对控股股东。李银会控股华实投资 (94%)，是公司的实际控制人。

公司董事、监事和管理层并无直接持有公司股份情况，但部分成员通过出资公司股东间接持有公司部分股份。其中公司董事、副总经理王君持有华实投资 1.5% 股份，主管公司销售工作，兼任青稞酒销售董事长、总经理，北京天佑德总经理。

图 5：公司目前股权结构


资料来源：宏源证券研究所

图 6：公司高层间接持有公司股份情况

姓名	职务	直接出资或持股公司	出资比例	出资或持股企业持有拥有本公司股权
李银会	董事长	华实投资	94%	75%
王君	董事、副总经理	华实投资	1.50%	75%
黄巍	董事	浙江联泰	5%	11.67%
卢艳	监事会主席	华实投资	1.50%	75%

资料来源：公司招股说明书，宏源证券研究所

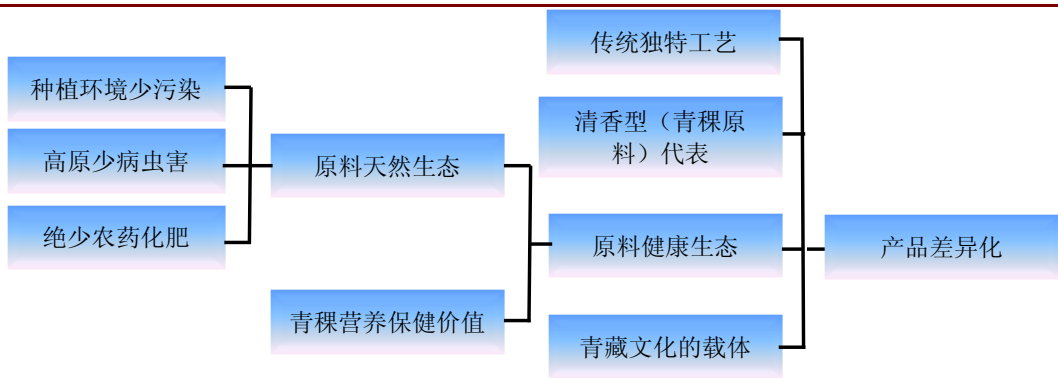
二、过去几年致力于品牌提升工作及产品结构调整

1、健康生态的原料+独特香型+青藏文化构筑产品差异化竞争优势

酿酒原料的天然生态和营养保健价值、独特的口味风格、深厚的民族文化和历史文化底蕴使得公司产品很容易在概念与品牌上与其他白酒产品区分开来，构成独特而富价值的品类，从而摆脱白酒行业同质化竞争的局面，在追求健康生态的消费观日益流行的社会背景下，赢得其相应市场：

- ◆ 青稞富有营养保健价值：《本草拾遗》和藏医典籍《晶珠本草》记载了青稞的多种药用价值；
- ◆ 作为“清香型白酒（青稞原料）代表”风格独特：公司生产的青稞酒虽然属于清香型白酒，但在口感、理化指标、微量成分等方面明显不同于其他清香型白酒，其独特的原料、大曲、酿造环境、发酵设备以及工艺流程等，最终形成青稞酒“清雅纯正、怡悦馥合、绵甜爽净、醇厚丰满、香味谐调、回味怡畅”的特有风格，被中国酿酒工业协会评为清香型（青稞原料）代表。
- ◆ 产品具有深厚的民族、历史和区域文化底蕴：青稞酒是藏族礼仪文化的载体，是藏族同胞在喜庆时的饮料，其婚庆、待客、节日必不可少，具有深厚的区域文化和民族文化底蕴。公司位于青藏高原少数民族文化和东部汉文化交汇融合之地，在市场推广方面具有地域优势；
- ◆ 青海互助县是青稞酒的源头企业，公司采用传承 400 余年的传统酿造工艺（“清蒸清烧四次清”），并不断改良，为公司产品提供了深厚的历史文化基础；

图 7：公司产品的竞争优势来源分解



资料来源：宏源证券研究所

2、大力品牌推广，在青稞酒领域品牌知名度和美誉度逐渐提升

公司通过赞助知名体育活动赞助和大力度媒体广告投放来提升公司品牌知名度：随着公司品牌宣传力度的加大以及公司品牌效应的累积，预计公司品牌效应将逐步显现。2010 年，公司的高端产品品牌“天佑德”获得中国驰名商标称号，同时被国家工商总局确定为“国家商标战略实施示范企业”（白酒企业仅有 5 家：茅台、五粮液、汾酒、伊力特、公司）。

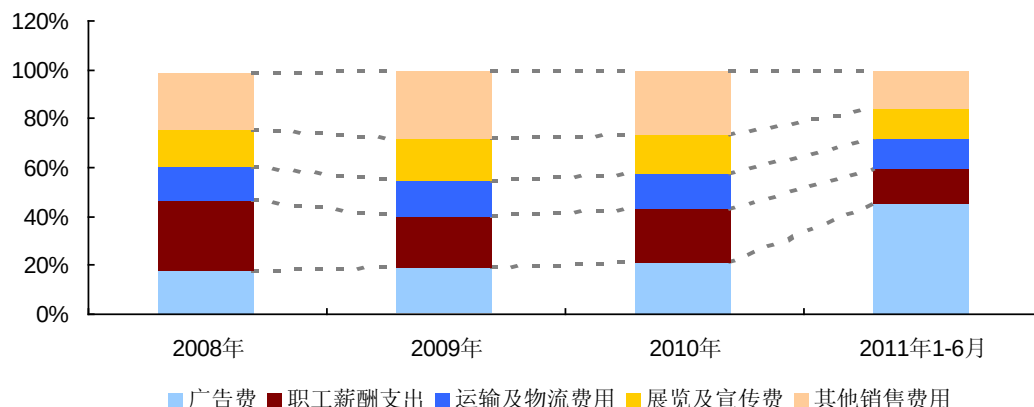
- ◆ 知名体育活动赞助提升公司品牌影响力：2005 年以来，公司持续赞助环青海湖国际公路自行车赛，并在 2009 年组建中国天佑德洲际自行车队积极参与该项亚洲顶级赛事，公司还通过赞助世界攀岩赛、黄河抢渡挑战赛、出资冠名全国业余网球赛等多种手段，不断提升公司在全国乃至国际上的品牌影响力；
- ◆ 加大媒体广告投放力度提升品牌知名度：通过中央电视台等知名媒介以及报纸、杂志、户外广告投放、产品品鉴会等活动，大力宣传“互助”、“天佑德”两大品牌，极大提升了公司品牌的公众认知度和社会影响力。2008-2010 年共投入广告宣传费用 4526 万。2011 年广告宣传力度大幅增加，与北京载诚天下广告有限公司签订 3000 万元的《广告发布业务合同》，后者负责于 2011 年 1 月 24 日起至 2011 年 12 月 31 日在央视投放天佑德青稞酒系列产品广告。

图 8：公司品牌建设进展

荣誉	获得时间
互助青稞酒获批实施原产地域产品保护	2003 年 8 月
“互助”牌商标被认定为中国驰名商标	2004 年
“天佑德”商标被认定为中国驰名商标	2010 年
国家商标战略实施示范企业（白酒行业仅 5 家）	2010 年 6 月
公司“互助”商标被国家商务部认定为“中华老字号”	2011 年 3 月

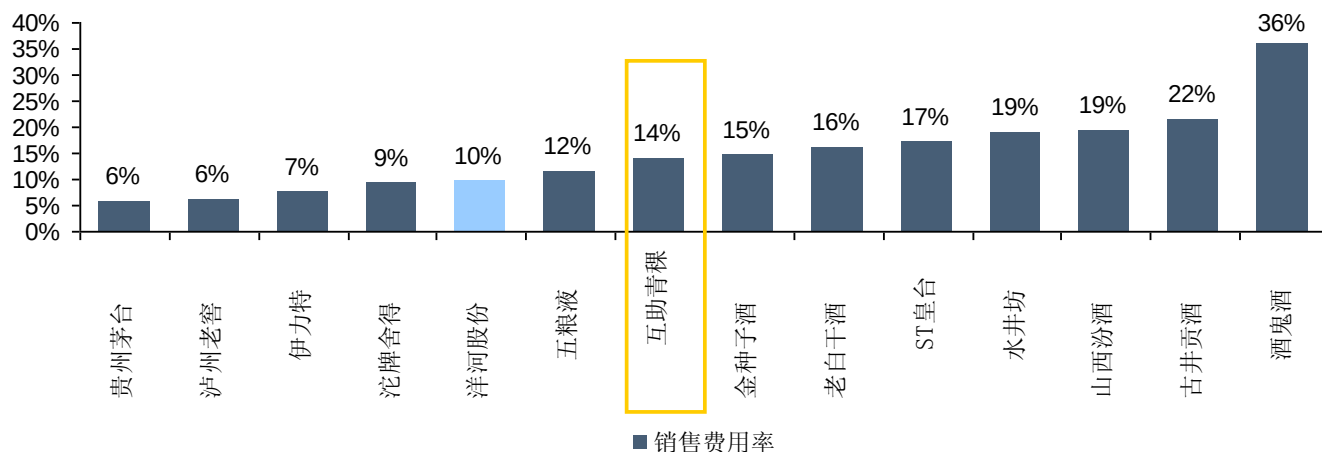
资料来源：宏源证券

图 9：近年来公司广告费用大量投入，带动品牌价值不断提升



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

图 10：与白酒其他上市公司相比，青稞股份销售费用率偏低（2010 年数据）



资料来源：宏源证券研究所

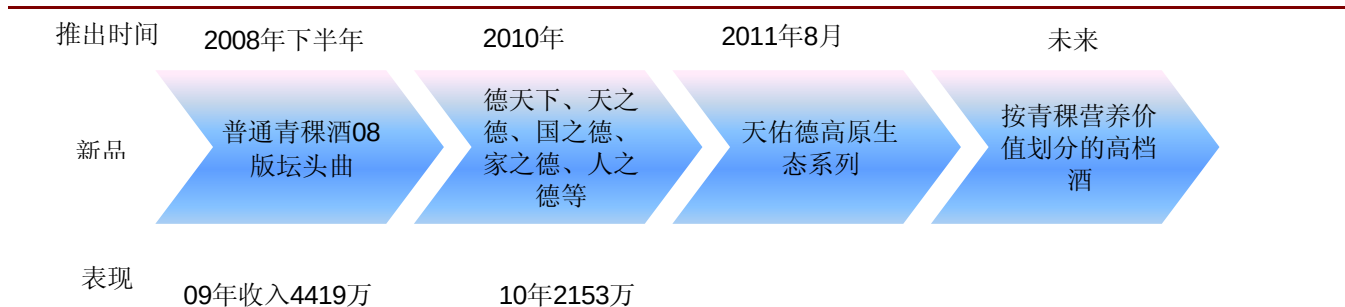
3、通过品牌升级及产品结构调整实现档次转型，将很好契合白酒消费需求

近年来通过不断开发新品类实现品牌升级工作，目前拥有天佑德、八大作坊、互助与永庆和四大品牌，其中天佑德系列定位中高端、八大作坊系列主打中端、互助与永庆和系列主打中低端，各系列产品定位十分明确。

多品牌运营战略不仅实现了对价位的全覆盖，且采用多品牌运营战略将高中低档很好的区分开，增加了品牌认知度、利于客户黏性，未来公司将对天佑德和互助品牌继续实行升级工作：

- ◆ 2008 年下半年推出档次较高的普通青稞酒 08 版坛头曲，该单品于 2009 年销量大增，实现销售收入 4419 万元，提升了普通青稞酒的总体档次，使得普通青稞酒的单价提升较多；
- ◆ 2010 年推出“天佑德”系列高档青稞酒，当年实现销售收入 2153 万元，极大提高了产品档次，有可能成为公司未来高档产品的主打产品；

- ◆ 2011年8月公司推出“天佑德高原生态系列青稞酒”(共有7款,以海拔命名为2600、2800、3000、3200、3500、3600和3800),终端价位在80-400元之间,首先投放在宁夏和甘肃为主的前期省外市场;
- ◆ 未来公司还计划借鉴葡萄酒的运作思路,根据青稞原料的营养价值差异,研发多款高端青稞酒新品。

图 11: 过去三年品牌运作简表


资料来源: 宏源证券研究所

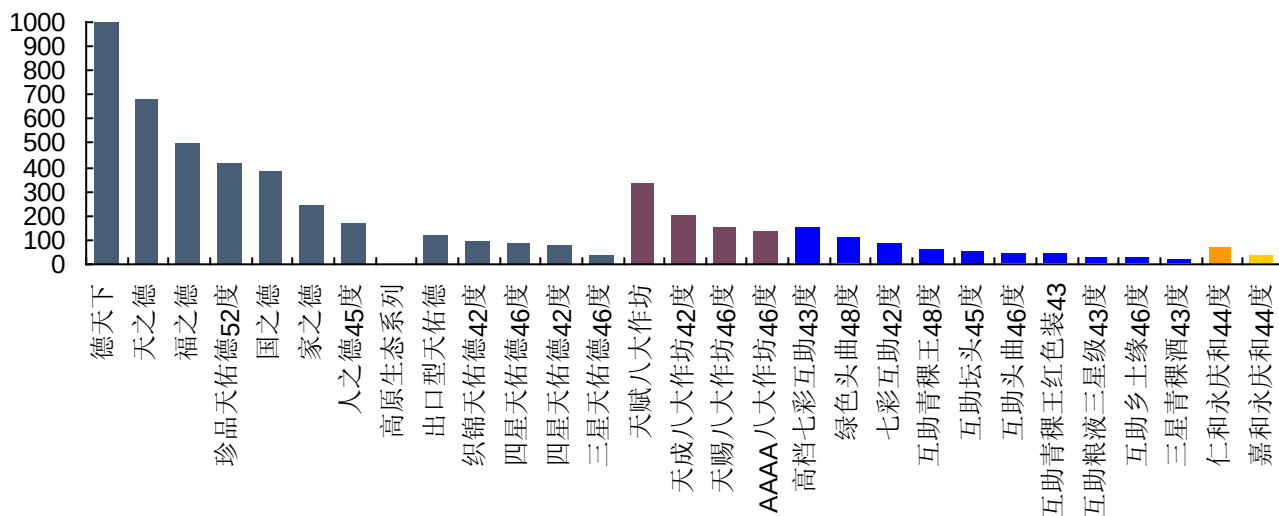
从产品结构优化角度分析看,虽然目前公司主要收入由出厂价在中档价位45-150元/500ml的产品贡献(2010年收入贡献2.6亿元,占43.5%;150元/500ml以上产品收入5400万,占比9.1%),但公司今年来不断开展品牌升级工作,可以看见中高档青稞酒的天佑德和八大作坊系列2010年收入相比其他产品系列增速明显(出厂价在150-250元/半斤和250-500元/半斤的天佑德系列产品收入增速YOY分别为146%和165%),且2010年也新开发了出厂价在500元以上的德天下产品,这一做法不仅与品牌升级形成良性互动,且巧妙迎合了消费者购买白酒的心理需求,预计公司可享受到白酒行业这一轮鼎盛周期的盛宴。

图 12: 2010年中高档产品增长很快,产品结构不断向中高档挺进(收入单位:百万元)

产品档次	出厂价(元/500ml)	天佑德	八大作坊	互助	永庆和	10年收入	YOY	占比
中高档青稞酒	500以上	德天下				2.2		0.4%
	250-500	天之德、福之德、国之德、珍品				13.7	165%	2.3%
	150-250	家之德、礼盒	天赋			38.4	146%	6.4%
	45-150	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	259.6	53%	43.5%
普通青稞酒	20-45			坛头曲、青稞王	泰和、仁和	154.7	4%	25.9%
	20以下			青稞酒、青稞液	嘉和	127.6	45%	21.4%

资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券研究所

图 13：公司部分产品终端价位（单位：元/500ml）



资料来源：公司招股说明书，宏源证券研究所

4、省内实行深度分销，拥有稳固销售资源，省外拓展正逐步展开

省内经销商渠道管理体制由原先的粗放式管理向深度分销式的精细化管理转变：公司在2005 之前采用密集分销模式，由于一味增加经销商数量而忽视了经销商管理，经销商之间窜货现象严重，市场混乱，降低了经销商的积极性，也损害了消费者对公司品牌的忠诚度。改制后，公司的销售模式逐步向深度分销转变，不仅加强了经销商的考核淘汰机制、稳固省内大本营的市场资源，且加强了厂家与经销商之间的互动、增加了厂家与终端消费者的沟通机会，利于分销链条上利益分配的理顺及客户黏性的提升：

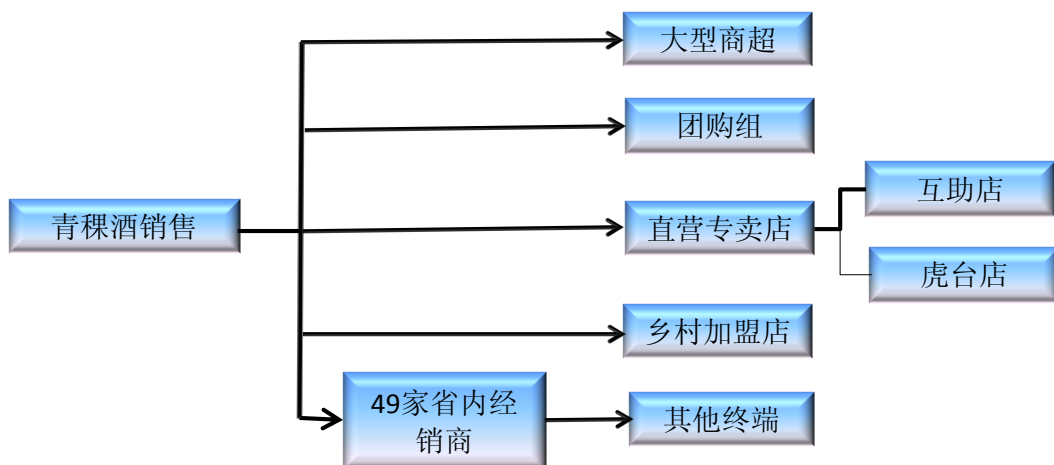
- ◆ 整合筛选经销商，选取目标市场有实力、信誉高的大经销商，形成长期战略合作伙伴关系。目前省内经销商的数量已经精简至 49 家；
- ◆ 对经销商严格管理，划定销售区域，防止经销商之间窜货，保证了经销商的利润；
- ◆ 放弃之前裸价经营模式，以中高价批发投入市场，公司保持控价权或者半控价权，保证了公司稳定的利润空间；
- ◆ 组织专业销售人员对终端市场进行开发、维护和管理，经销商只是协助进行终端管理和维护工作，从而公司加强了对渠道的控制力度。

近年来公司开发了直营渠道，不仅实现全渠道、全区域覆盖，且利于高端酒打切入省内意见领袖群体、从渠道分配上与品牌升级、产品档次提升工作形成相互支持。精细多样化的渠道资源加上品牌在青海市场的高知名度为公司赢得众多消费稳定和高忠诚度的消费者，对竞争对手有较强的抵御能力：

- ◆ 直营渠道包括大型商超、团购、直营专卖店和乡村加盟店等。其中省内直营专卖店有互助与虎台（位于西宁市）两家，青稞酒销售通过州县办事处将散酒配送到乡村加盟店销售，从而覆盖乡村市场；

- ◆ 公司在省内市场已经实现高中低档产品全价位覆盖、各州市县全区域覆盖、酒店商超团购专卖店全渠道覆盖，从而实现本省市场的高占有率。

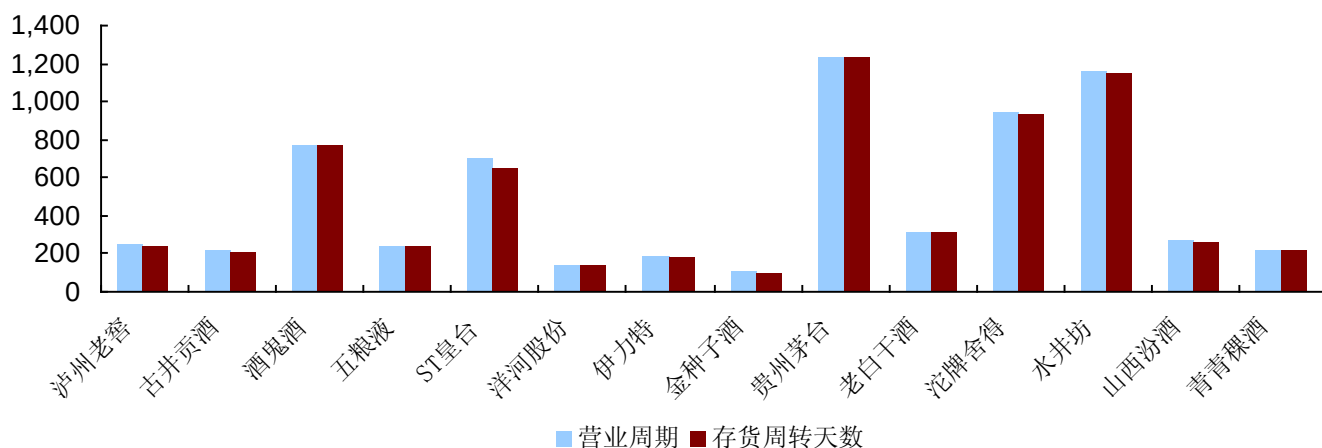
图 14：省内已经形成多样化的销售渠道模式



资料来源：宏源证券研究所

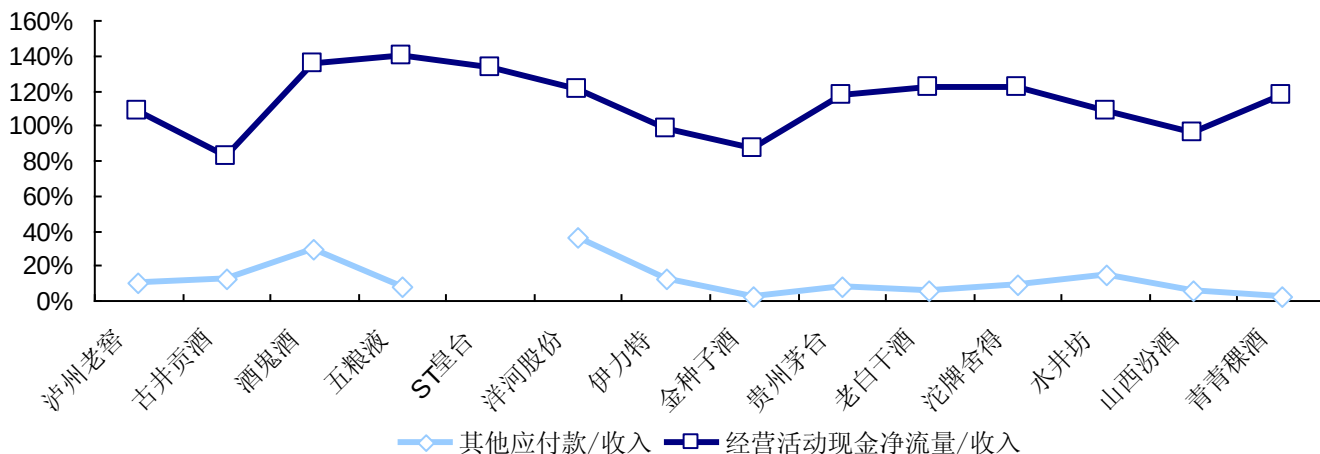
5、横向对比看，青青稞酒经营稳健，应付款水平偏低

图 15：1H2011 横向比较白酒 14 家上市企业营业周期及存货周转天数



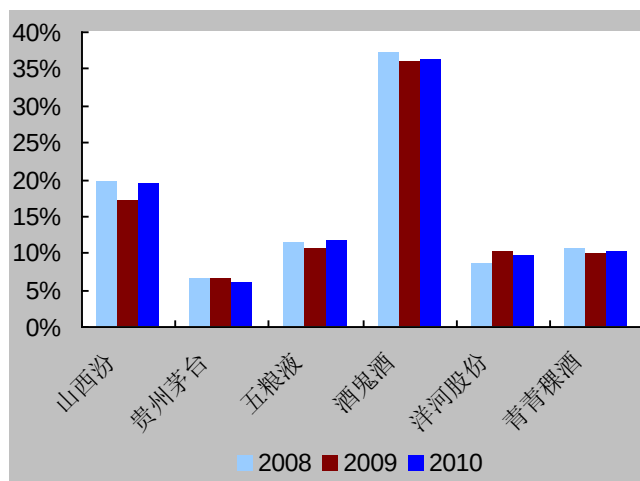
资料来源：wind，宏源证券研究所

图 16: 1H2011 横向比较看, 青青稞酒现金流情况较好、其他应付款/收入指标偏低



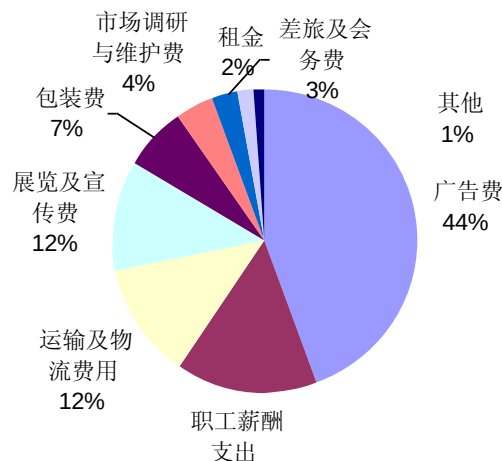
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 17: 白酒可比上市公司销售费用率对比



资料来源: 宏源证券研究所

图 18: 公司销售费用率占比明细



资料来源: 宏源证券研究所

三、结构调整提升盈利、版图扩张指日可待

1、中高档产品销量占比提升+提价驱动盈利水平持续提升

未来毛利率的提升将主要有以下两个驱动因素: 1, 中高档产品销量占比提升拉动整体毛利率水平。2, 出厂价逐年提升, 带来毛利空间的改善。

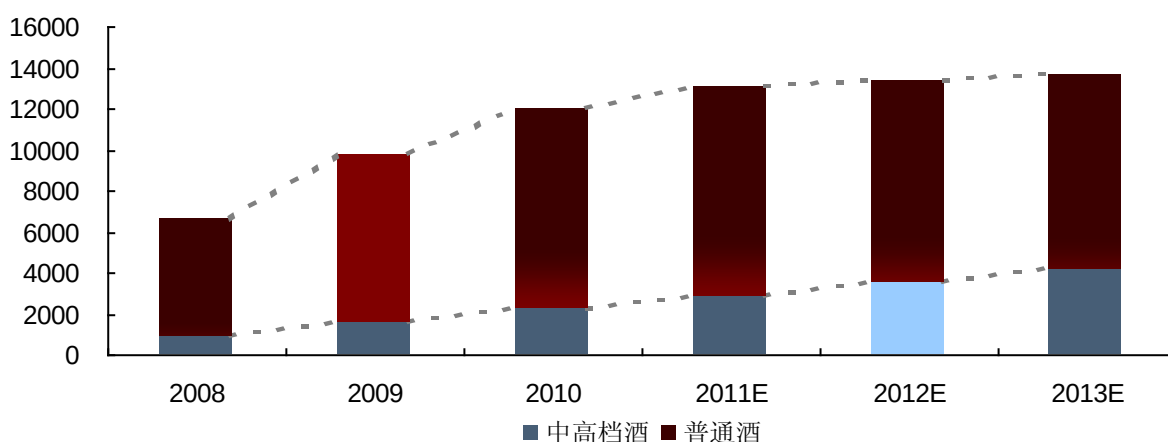
公司自 2010 年开始主动进行产品结构的调整, 预计 2013 年中高档产品销量占比可达 31%, 收入占比可达 67%。中高档销量占比提升一方面拉动公司销售规模上涨, 另一方面由于中高档产品盈利能力较好, 可拉动整体毛利率:

◆ 在此我们将出厂价在 90 元/公斤以上的产品 (90-300 元/公斤档、300-500 元/公斤档、500-1000 元/公斤档、1000+元/公斤档) 归为公司的中高档产品, 而将 90 元/公斤以

下的产品（40-90 元/公斤档、40 元/公斤以下档）归为普通酒类，后盈利预测部分的划分依据一样；

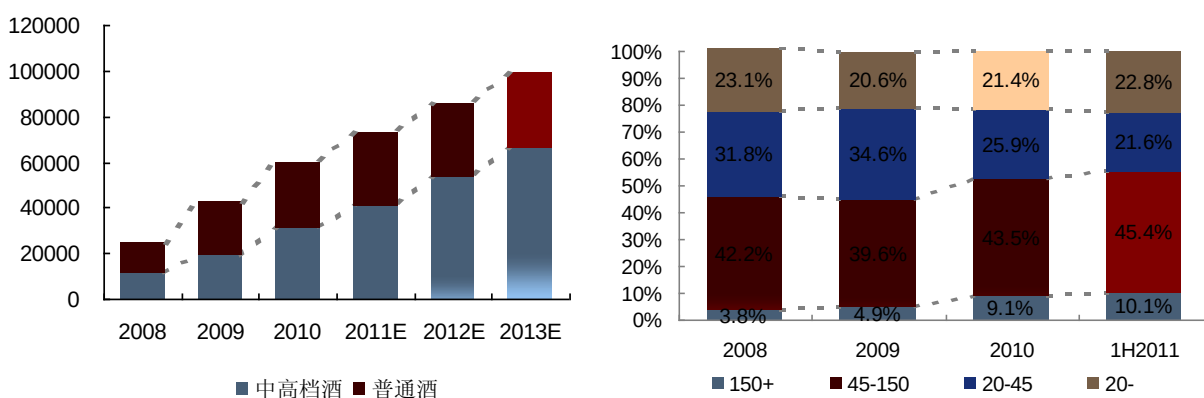
- ◆ 2010 年中高档产品销量占比由 08 年的 14%提升为 18%，预计今年可达 22%，而中高档产品的收入占比由 08 年的 46%升至 53%。收入提升 9 个百分点，而销量占比提升 4 个百分点，产品结构升级带来规模和盈利水平的提升效果十分显著；
- ◆ 2011 年上半年公司高档产品继续发力：1000 元/公斤以上产品收入超过 2010 年全年收入，500-1000 元/公斤和 300-500 元/公斤产品收入分别达到 2010 年相应档次产品收入的 77.2%和 83.8%，预计 2011 年公司的产品结构将会进一步改善。

图 19：公司中高档酒销量占比稳步提升，预计 2013 年占比可升为 31%（单位：吨）



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

图 20：公司中高档酒销售收入提升幅度远超销量占比提升（单位：万元）



注：中高档指出厂价在 90 元/公斤以上的产品（90-300 元/公斤档、300-500 元/公斤档、500-1000 元/公斤档、1000+元/公斤档）；普通酒指 90 元/公斤以下的产品（40-90 元/公斤档、40 元/公斤以下档）；

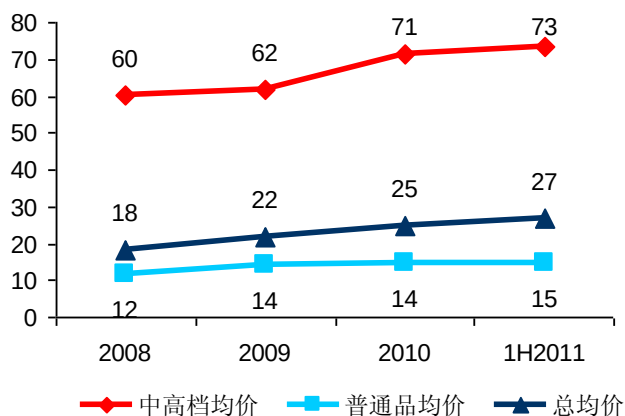
资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

从出厂价角度分析，公司产品出厂均价自 2008 年的 18 元/瓶提高到 2011 年上半年的 27 元/瓶，而综合毛利率自 2008 年的 64.1%提升至 2010 年的 68.3%，由于白酒上游原料成

本对盈利的影响很小，因此提价可以直接提升产品盈利能力：

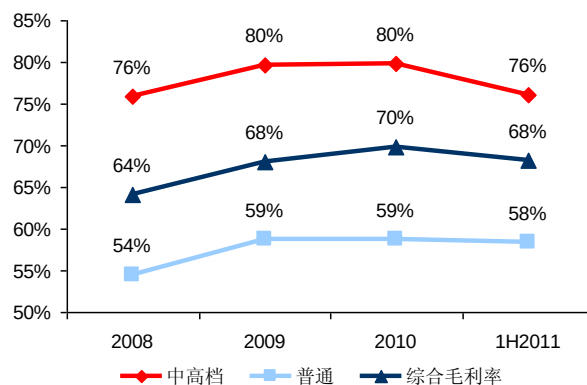
- ◆ 2011 年上半年毛利率下降较多的主要原因是：今年上半年包装材料价格上涨较多（主要包装物价格比 2010 年上涨 20% 左右，而包装物占公司成本 50% 左右），公司综合毛利率有所下降（68.3%）；
- ◆ 普通青稞酒的毛利率在 55-59% 附近，2009 年普通酒毛利率提升 4 个百分点主要由于 2008 年下半年推出档次较高、毛利空间较大的 08 版坛头曲产品在 2009 年销量大增所致（2009 年此款产品销售 4419 万元）。

图 21：产品均价提升明显（元/瓶）



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

图 22：产品毛利率稳步提升



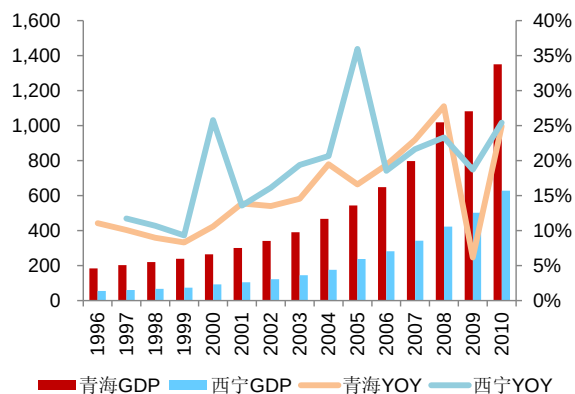
资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

2、积极开发省内销售市场，省内成熟销售模式为省外开拓提供样板

较高的人均饮酒量+迅速提升的经济水平，省内市场仍有潜力：西宁白酒市场目前格局是，600 元以上的高端价位基本被茅台五粮液占据，而 50-600 元的中低端完全被青稞酒垄断。青海人虽然爱喝白酒，但一般喜欢 40-46 度之间的白酒。

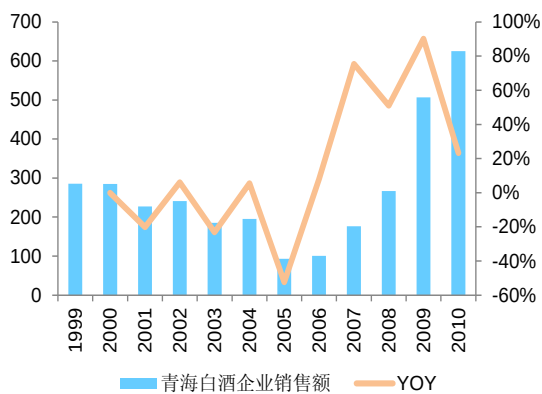
- ◆ 青海省的白酒公司在青海省内白酒市场居于垄断地位，市场占有率已经由改制前的 20% 上升到目前的 70%；
- ◆ 青海省人口 563 万，由于地理气候等因素的影响，人均酒水消费量很大。其中西宁的人均酒水消费量仅次于莫斯科，居世界第二位。“进门三杯酒”也体现了青海人饮酒的高原文化；
- ◆ 近年来青海省经济发展较快，2006-2010 年青海 GDP 年均增速达 20%。经济的迅速发展伴随着日益频繁社交、商务和政务往来，人均消费水平也将提高，作为社交润滑剂的白酒需求量也必然随之扩大，青海的白酒有着较大潜力。

图 23: 青海和西宁 GDP 增长情况 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 24: 青海白酒企业销售额 (百万元)

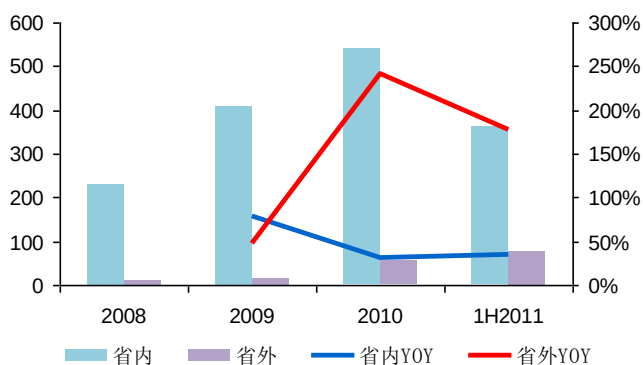


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

3、大力拓展加盟商、挖掘省外消费市场

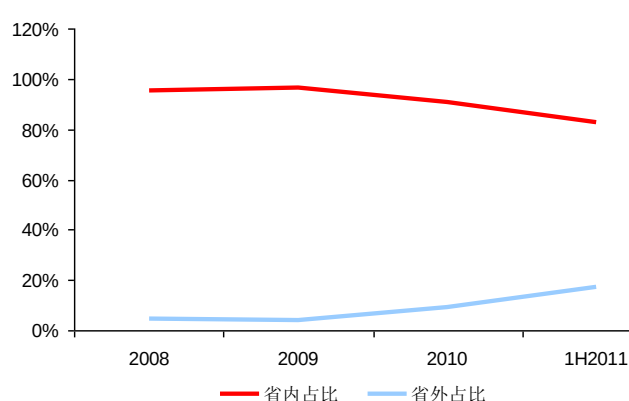
省外市场拓展现状 1--省外市场收入增长较快: 2011 年上半年省外销售收入 7590 万, 占 2010 年全年的 138%, YOY 为 177%, 明显快于省内 34% 的收入增速, 省外收入占比上升至 17.3%。预计 2011 年省外收入会超过 1.5 亿元。

图 25: 省外销售收入 2010 年大幅增长 (百万元)



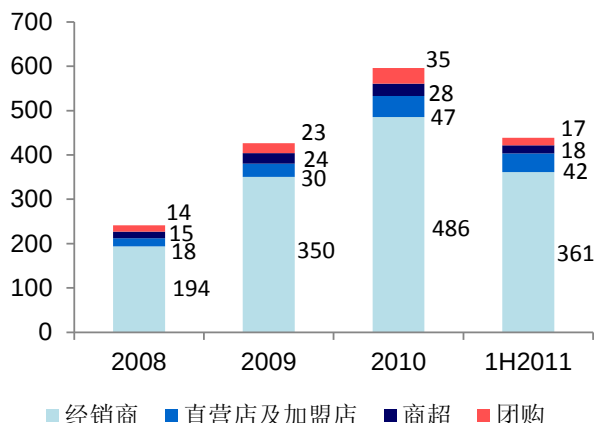
资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 26: 省外收入占比 1H2011 上升至 17.3%

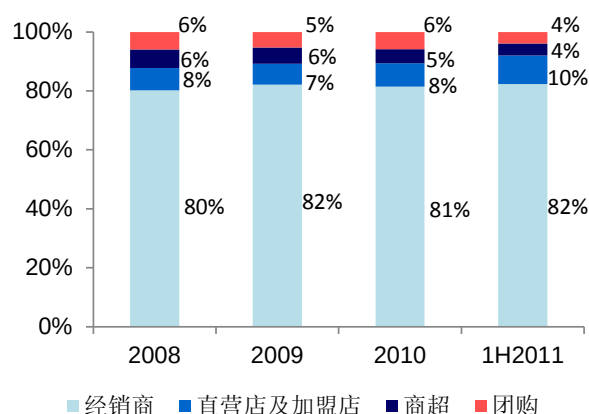


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

省外市场拓展现状 2--各渠道全面开花, 直营店和加盟店渠道增长较快: 随着市场的不断开发, 公司各渠道销售收入均有较大的增长, 其中经销商渠道收入占比相对稳定 (82%左右)。而随着省外市场的不断开拓, 直营店的开设和加盟店的不断加入, 该渠道收入增长相对较快, 至 2011 年上半年, 直营店和加盟店销售收入 4200 万, 占公司总收入的 9.7%。

图 27: 各渠道销售收入均有较大增长 (百万元)


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 28: 各渠道销售收入占比变化


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

省外拓展计划已经具有了品牌、产品、营销、管理、进攻市场等全方位的规划, 总体来说公司目标: **1**, 大本营市场周围的区域延伸, 重点省份西藏+甘肃, 延伸省份是新疆、内蒙古和宁夏, 在这些青稞酒消费根基较好的地区扩大公司市场份额; **2**, 全国化过程, 目标是**2012**年末实现在陕西、河南、山东和云南四省发展到**150**家加盟专卖店+各省**1**家直营店。

对此, 我们观点是: 一方面我们对这样的开店和拓展进度持中性态度, 另一方面, 我们认为青稞酒的市场根据并不成熟, 假如通过营销推动规模上量策略, 那么短期内费用压力将制约盈利能力:

- ◆ 省外经销模式原则上以吸引基础优良的经销商为主, 但公司会采用直营店的形式给经销商一定的品牌形象和拓展支持;
- ◆ 省外重点拓展省份主要集中在甘肃、西藏、新疆、宁夏、内蒙古、陕西、云南、山东和河南等销售基础好的地区, 在此地区以中高档酒销售为主;
- ◆ 省外产品策略是: 销售中高档青稞酒, 主攻的价格带为 200-400 元、600-1000 元两个带区。前一个价格带主要实现规模和量上增长, 后一个价格带主要用于形象塑造和品牌影响力的提升;
- ◆ 品牌支撑方面: 通过在央视、全国大型活动赞助或冠名、高端酒品鉴会等方式提升其知名度和美誉度, 配合品牌升级工作的同时, 将陆续开发适合省外特定市场的针对性产品进行推广;
- ◆ 省外经销商管理模式方面: **1**, 将在西宁成立西北营销指挥中心, 负责青海根据地市场及周边甘肃、宁夏、新疆、西藏和内蒙市场的运营和销售工作, 建立稳固的销售基地; **2**, 将在北京天佑德基础上, 成立北京全国运营中心, 负责之外省份的开拓工作, 实现青稞酒的广泛全国市场份额目标。

图 29：公司全国市场进攻全景图



资料来源：宏源证券研究所

图 30：四省加盟专卖店开设规划

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，宏源证券研究所

四、增发项目为中高档产品销售提供产能和营销网络支持

1、募投项目简介

图 31: 募资项目简介表

项目	项目总投资（万元）	建设周期（月）
优质青稞原酒酿造技改项目	14,486	27
优质青稞酒陈化老熟和包装技改项目	23,354	21
青稞酒研发及检测中心技改项目	4,403	18
青稞酒营销网络与物流配送建设项目	6,987	21
合计	49,230	

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

图 32: 截止 2011 年 6 月底公司库存和产能状况（单位：吨）

成品酒库存	原酒库存	原酒产能	原酒产能利用率	成品酒产能	成品酒产能利用率
2309	5,933	13500	41%	16000	81%

资料来源：招股说明书，宏源证券

2、募投项目保持原酒产能不变，但结构有所调整

优质青稞原酒酿造技改项目将在淘汰 9000 吨普通原酒产能（酿造车间被当成仓储车间压制产能释放）的基础上新增 7800 吨优质基酒产能和 1200 吨调味酒产能，增加中高档成品酒产量对优质原酒的需求。公司现有原酒产能 13500 吨，项目实施不改变原酒总产能。

此项目达产后，生产的青稞原酒不直接对外销售，而是经过陈化老熟后进行勾兑包装成中高档青稞酒以提升品质，剩余部分将用于窖藏，提升原酒库存量，预计每年将增加原酒库存约 2000 吨，每年可生产成品酒 16000 吨（需原酒 11500 吨）。

图 33: 项目一达产后原酒产能产量变化表（单位：吨）

项目	第一年	第二年	第三年	第四年
原酒产能	13,500	13,500	13,500	13,500
预计产量	7,500	10,500	12,000	13,500

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

3、募投项目保持成品酒产量不变，但结构有所调整

由于酿造优质青稞原酒至少需要 1 年存储期，优质调味酒起码需要 3 年存储期，而白酒需求未来趋势将是中高档酒发展增速明显快于中低档酒，因此为了适应行业发展，公司有必要将成品酒生产结构进行调整——减少普通青稞酒产量，增加中高档酒产量，而总的生产能力保持不变。

图 34: 项目二达产后成品酒产能及产量变化表（单位：吨）

项目	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

成品酒产能		16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
预计 产量	普通青稞酒	10,800	10,500	10,000	10,000	8,500	7,000
	中高档青稞酒	2,700	3,300	4,500	6,000	7,500	9,000
产量合计		13,500	13,800	14,500	16,000	16,000	16,000

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

五、盈利预测、估值和投资建议

1、核心假设

收入假设：随着公司西北市场的深耕和全国重点市场营销网络的铺开，预计公司收入将维持稳定增长，有关分产品销量及收入预测详见下表所示。

费用率假设：由于公司正处在区域深耕和全国化时期，预计未来两年销售费用率会较高，随着公司销售规模的扩大，销售费用率才会有所降低；同时，管理费用率会伴随公司规模扩大而有所降低。

盈利能力假设：预计未来三年公司中高档产品增速高于普通青稞酒增速，产品结构继续上移，2011-2014 年综合毛利率分别为 70%、73%、74%和 76%。

2、预测结论

预计 2011-2013 年收入规模分别为 7.97 亿元、10.51 亿元和 13.69 亿元，YOY 分别为 33.6%、31.9%和 30.3%；归属于母公司净利润分别为 1.97 亿元、2.84 亿元和 3.71 亿元，YOY 分别为 45.6%、43.8%和 30.6%；EPS 分别为 0.44 元、0.63 元和 0.82 元。

3、盈利预测及定价

按照目前白酒企业平均市盈率状况，给予公司 35X11PE/25X12PE，则其合理价值区间为 17.7-18.2 元。相比较 16 元的发行价，还有 11%-14%的上涨空间，发现当天首次给予“买入”评级。

图 35：可比上市公司估值一览表

公司代码	股票名称	收盘价	EPS		PE		12/11yoy
			2011E	2012E	11PE	12PE	
000568.SZ	泸州老窖	40	2.06	2.75	19	14	34%
000596.SZ	古井贡酒	86	2.47	3.97	35	22	61%
000799.SZ	酒鬼酒★	25	0.40	0.72	62	34	80%
000858.SZ	五粮液	36	1.67	2.29	21	16	37%
000995.SZ	ST 皇台	20	0.14	0.98	146	21	609%
002304.SZ	洋河股份	140	4.38	6.75	32	21	54%
600197.SH	伊力特	11	0.37	0.50	29	22	35%
600199.SH	金种子酒	17	0.70	1.06	25	16	53%
600519.SH	贵州茅台	200	7.72	10.77	26	19	40%
600559.SH	老白干酒	27	0.41	0.53	67	52	30%
600702.SH	沱牌舍得	19	0.38	0.65	50	29	72%

600779.SH	水井坊	22	0.65	0.82	33	27	25%
600809.SH	山西汾酒	64	2.00	2.94	32	22	47%

注：带*的盈利预测来自于宏源食品饮料的盈利预测，其余来自于wind市场一致预期。

资料来源：wind，宏源证券研究所

图 36：分产品盈利预测拆分表

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
中高档产品	销量（吨）	899	1,541	2,203	2969	3998	5384	7248
	YOY	0	71%	43%	35%	35%	35%	35%
	单价（元/公斤）	124	124	142	157	169	181	194
	YOY	0	0%	15%	10%	8%	7%	7%
	收入（万元）	11,134	19,035	31,384	46513	67451	97586	140902
	YOY	0	71%	65%	48%	45%	45%	44%
	收入占比	46%	45%	53%	58%	64%	71%	78%
	成本	2,683	3,889	6,343	10,233	13,490	19,517	28,180
	YOY	0%	45%	63%	61%	32%	45%	44%
	毛利率	75.9%	79.6%	79.8%	78.0%	80.0%	80.0%	80.0%
普通青稞酒	销量（吨）	5,758	8,202	9,767	10744	11389	11356	10820
	YOY	0	42%	19%	10%	6%	0%	-5%
	单价（元/公斤）	23	29	29	31	33	35	36
	YOY	0	25%	0%	7%	7%	5%	5%
	收入（万元）	13,304	23,606	28,224	33220	37678	39345	39472
	YOY	0	77%	20%	18%	13%	4%	0%
	收入占比	54%	55%	47%	42%	36%	29%	22%
	成本	6,060	9,745	11,623	13,952	15,071	15,738	15,789
	YOY	0%	61%	19%	20%	8%	4%	0%
	毛利率	54.5%	58.7%	58.8%	58.0%	60.0%	60.0%	60.0%
合计或平均	销量（吨）	6,657	9,743	11,970	13713	15387	16741	18069
	YOY	0	46%	23%	15%	12%	9%	8%
	单价（元/公斤）	37	44	50	58	68	82	100
	YOY	0	19%	14%	17%	18%	20%	22%
	收入（万元）	24,438	42,641	59,608	79733	105129	136930	180374
	YOY	0	74%	40%	34%	32%	30%	32%
	收入占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	成本	8,743	13,633	17,965	24,185	28,561	35,255	43,969
	YOY	0%	56%	32%	35%	18%	23%	25%
	毛利率	64.2%	68.0%	69.9%	70%	73%	74%	76%

资料来源：宏源证券研究所

六、风险提示

- 1, 公司省外市场开拓进展可能低于预期的风险。截止 2011 年上半年, 公司省内销售占比依然很高 (83%), 省外市场开拓刚刚开始, 随着地区名酒纷纷复兴, 不排除未来竞争加剧导致公司省外拓展速度低于预期的风险。
- 2, 品牌被假冒从而损害公司形象和利益的风险。省内有较多的青稞酒小企业, 随着公司品牌知名度提升, 假冒品牌可能会增多, 如果打假工作力度跟不上, 将会导致企业品牌形象受损。
- 3, 原料价格上升风险。青稞原料减产导致青稞收购价格上涨或者包装材料价格上涨的风险。
- 4, 国家出台限制白酒行业政策的风险。白酒属于限制性产业, 国家可能会出台更严厉的相关限制政策 (例如之前的酒驾入刑), 这会给公司的产品销售带来不利影响。

图 37: 三张报表财务附注 (单位: 百万元)

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	597	797	1051	1369	货币资金	273	1163	1402	1913
YOY	40%	34%	32%	30%	应收和预付款项	16	62	38	92
营业成本	180	242	286	353	存货	175	67	161	74
毛利	417	555	766	1017	其他流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	70%	70%	73%	74%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	125	151	200	274	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	21%	19%	19%	20%	固定资产和在建工程	121	307	392	268
销售费用	59	96	126	164	无形资产和开发支出	32	28	25	21
% 营业收入	10%	12%	12%	12%	其他非流动资产	0	0	0	0
管理费用	38	56	74	96	资产总计	618	1628	2020	2369
% 营业收入	6%	7%	7%	7%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	3	-11	-12	-11	应付和预收款项	81	85	100	100
% 营业收入	0%	-1%	-1%	-1%	长期借款	30	230	330	530
资产减值损失	0	0	0	0	其他负债	53	73	83	83
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	164	388	514	714
投资收益	0	0	0	0	股本	120	160	160	160
营业利润	192	263	378	494	资本公积	144	704	704	704
% 营业收入	32%	33%	36%	36%	留存收益	190	375	642	991
营业外收支	-9	0	0	0	归属母公司股东权益	454	1240	1506	1855
利润总额	183	263	378	494	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	31%	33%	36%	36%	股东权益合计	454	1240	1506	1855
所得税费用	47	66	95	124	负债和股东权益合计	618	1628	2020	2569
净利润	136	197	284	371					
归属于母公司所有者的净利润	136	197	284	371					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	134	36	282	427	毛利率	70%	70%	73%	74%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	17%	18%	18%	18%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	31%	32%	35%	35%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	32%	34%	37%	37%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	23%	25%	27%	27%
其他	-1921	0	0	0	ROE	30%	16%	19%	20%
投资活动现金流净额	-1969	-411	-416	-322	ROA	30%	16%	18%	20%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	93%	87%	87%	81%
股权融资	1865	0	0	0	销售收入增长率	40%	34%	32%	30%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	35%	36%	45%	32%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	34%	40%	42%	33%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	19%	46%	44%	31%
筹资活动现金流净额	1859	-43	-59	-84	总资产增长率	107%	163%	24%	17%
现金净流量	37	-417	-192	21	股东权益增长率	155%	173%	22%	23%
					经营营运资本增长率	1%	-125%	287%	-101%
					流动比率	3.6	8.3	8.9	11.5
					速动比率	2.2	7.9	8.0	11.1
					应收账款周转率	1342.4	1019.6	796.1	651.2

资料来源: wind, 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所。

推介成绩: 在 2011 年 6 月 13 日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达 40%; 成功在 57 元时推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达 55%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在 58-64 元, 股价表现与分析结论一致; 近期成功挖掘酒鬼酒的投资机会。

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张珺	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁			
	010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。