

青青稞酒新股估值分析报告

（仅供参考）

上市时间	股票代码	股票名称	发行价格	发行后摊薄 市盈率(倍)	发行后每股 净资产(元)	每股收益 (元)	净资产收益率(%) (11 年 1-9 月加权)
2011-12-22	002646	青青稞酒	16.00	53.33	3.27	0.30	30.61
发行数量 (万股)	上市数量 (万股)	发行后股 本(万股)	中签率 (%)	主承销商	所属行业	合理估值定位	
6,000	4,800	45,000	0.66	民生证券	酒精及饮料 酒制造业	18.55-20.14 元	

公司投资要点

青青稞酒主营业务为青稞酒的研发、生产和销售，所处行业为酒精及饮料酒制造业，主要产品含互助、天佑德、八大作坊、永庆和等系列青稞酒。公司产品档次较全，覆盖高中低端，其中天佑德系列、八大作坊系列主要定位为中高端酒，互助系列、永庆和系列主要定位为中低端酒。

公司白酒销量和销售收入在青海省内处于优势地位，在青海市场有很高的知名度、美誉度和忠诚度。在整个西北市场，公司同样具有较高的市场影响力和占有率（2010年在西北地区白酒市场的占有率为7.68%），公司生产的青稞酒荣列青稞酒行业2009年度全国产销量第一。

公司生产的青稞酒在2005年被中国酿酒工业协会确定为“全国酒类产品质量安全诚信推荐品牌”；2010年被国家工商总局确定为“国家商标战略实施示范企业”（全国共有41家，其中白酒生产企业仅有5家：五粮液、茅台、汾酒、伊力特、公司）；公司的“互助”、“天佑德”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标，是青海省唯一拥有两件中国驰名商标的企业；2011年3月，公司“互助”商标被国家商务部认定为“中华老字号”。

从过去三年成长性看，公司各年营业收入分别为2.42 亿、4.28 亿、5.97 亿，年复合增长率为57%；公司净利润分别为0.49 亿、1.14 亿、1.36 亿，年复合增长率66%，成长性较好。由于产业政策限制，公司募投项目主要是调整产能结构，增加高端酒产能占比，是未来业绩增长的主要动力。

募集资金投向

序号	项目名称	总投资 (万元)	建设期 (月)	新增产能	
				产能一	产能二
1	优质青稞原酒酿造技改项目	14,486.0	27	优质青稞原酒 7,800 吨/年	调味酒 1,200 吨/年
2	优质青稞酒陈化老熟和包装技改项目	23,354.0	21	青稞原酒贮存能力15,600吨	9,000吨青稞酒包装能力
3	青稞酒研发及检测中心技改项目	4,403.0	18	-	-
4	青稞酒营销网络与物流配送建设项目	6,986.6	-	-	-

备注：

1、项目一拟计划在建设期第一年即可完成1,500 吨/年的产量，占设计生产负荷为16.67%；第二年为4,500 吨，占50.00%；第三年为6,000 吨，占66.67%；从计算期第四年开始至计算期末，每年均100%满负荷生产。该项目预计年均新增销售收入1.65亿元，年均新增税后利润3010万。

2、项目二拟计划在投产后第一年即可完成2,000吨/年的产量，占设计生产负荷为22.22%；第二年为6,000吨，占66.67%；第三年为8,000吨，占88.89%；从第四年开始至计算期末，每年均100%满负荷生产。该项目预计年均新增销售收入7.35亿元，年均新增税后利润20564万。

估值分析	在国内上市的稞酒公司只有青青稞酒，选取泸州老窖、古井贡酒、酒鬼酒、五粮液、洋河股份、伊力特、金种子酒、贵州茅台、老白干酒、沱牌舍得、水井坊、山西汾酒等酿酒行业个股作为可比企业。报告期内，公司无论是毛利率还是净利率，均高于上述公司的平均水平。 值得注意的是，公司募投项目建设期较长（2年以上），加上由于产业政策限制公司只能在原地改造厂房，公司高端酒产能明年未必能如期释放业绩。明年公司业绩增长的主要动力来自于高端酒销售比重的提高。 根据万得资讯一致预期，截至2011年12月20日，上述公司2011、2012年平均市盈率35、23倍。而最近上市的五个中小板个股2011、2012年动态市盈率平均28、21倍，该批个股毛利率和净利率均低于青青稞酒。从行业以及近期上市的次新个股两个维度考虑，给予公司11年30-35倍市盈率。 根据万得资讯机构一致预测，公司 2011 年预期每股收益为 0.45 元，公司上市公告书显示公司 1-9 月实现业绩 0.42 元，三季度单季实现 0.13 元业绩，笔者预计公司全年业绩在 0.53 元左右（略低于三季度）。给予青青稞酒 2011 年 PE35-38X，对应股价区间 18.55-20.14 元。
风险提示	（1）相对依赖单一市场的风险：青海市场是目前公司青稞酒产品最重要的市场，公司报告期内在青海市场实现的主营业务收入分别占公司当年主营业务收入的95.50%、96.23%、90.80%、82.69%。如果青海市场对青稞酒的需求量下降或公司在青海白酒市场份额下降，且公司省外市场的开拓效果未达预期，将对公司生产经营活动产生不利影响。 （2）募投项目风险：公司扩产中高端白酒产能，但青海市场容量有限，需注意风险。 （3）主要原材料青稞及主要包装物价格波动风险
综述	给予青青稞酒 2011 年 PE35-38X，对应股价区间 18.55-20.14 元。

安信证券新股研究组

投资顾问：郭铭杰

2011-12-21