

白酒
署名人: 张镭
S0960511020006
0755-82026705
zhanglei@cjis.cn
参与人: 柯海东
S0960110080062
0755-82026712
kehaidong@cjis.cn

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 23.30元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2276.05
总股本(百万)	324
流通股本(百万)	205
流通市值(亿)	47
EPS	0.26
每股净资产(元)	2.49
资产负债率	41.41%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
酒鬼酒	-0.04	18.33	26.03
食品饮料	-8.67	-6.81	-12.78
沪深300指数	-2.24	-5.19	-21.29



相关报告

销售情况良好, 增发完成后业绩有望持续高速增长——联合调研纪要 2011-11-14
酒鬼酒-增发完成在即, 业绩有望持续高速增长——2011年三季度报点评 2011-10-30
酒鬼酒-定增获批利好兑现, 复兴进程有待跟踪 2011-08-24

酒鬼酒

000799

强烈推荐

盈利大超预期, 利润率高弹性显现
——2011年度业绩快报点评

酒鬼酒发布业绩快报: 2011年归属于上市公司股东的净利润1.8-2.1亿(+125%~160%), EPS=0.55-0.65元; 第四季度单季归属于上市公司股东的净利润0.94-1.24亿元(+356%~501%), EPS=0.266-0.366元。全年业绩大超市场预期(wind一致预期EPS=0.38元), 也超越了我们的预期(0.43元)。业绩超预期的主要原因是高档产品放量增长推动毛利率提升, 费用率大幅下降。公司是小市值白酒股里最具爆发性、确定性也最强的品种, 在未来两年盈利仍有望保持高速增长, 我们维持“强烈推荐”的投资评级。

投资要点:

- **预计2011年全年收入与此前预期相符, EPS超预期主要源于高档产品高增长提升毛利率, 且费用率大幅下降共同推动净利率提升。**2011年11月28日, 我们从经销商大会了解到全年预计实现营收12亿(含税), 与终端调研掌握情况相符及市场预期相符。因此我们判断业绩超预期主要源于高档产品放量增长提升毛利率, 且费用率大幅下降共同推动净利率提升(从2010年14%提升至2011年近20%)。
- **高档产品内参酒全年有望达到近3亿的收入规模(+约275%)带动毛利率提升。**内参(终端1300+)毛利率应在90%+, 全年在低基数基础上实现了高增长, 带动整体毛利率提升。增长驱动因素有三点: 1、茅台终端价飙涨后挤出的高档酒需求增加; 2、2010年5月份后成立的湖南销售公司效仿老窖泉浆模式, 捆绑经销商利益, 激励作用明显; 3、公司持续进行省内高层公关成功, 逐步形成消费内参的氛围。湖南省内高档酒市场容量在15亿+(测算过程见附注), 内参仍有较大空间。
- **预计增发完成使得报表费用率显现合理水平推动费用率大幅下降。**前三季报表反映为顺利完成增发公司报表非常保守, 三项费用率合计45%, 营业费用率高达34.8%, 因内参酒通过团购、口碑相传的模式进行营销, 因此费用率很低, 预计增发完成后11年全年报表费用率显现出了合理水平, 我们测算下降了近7%, 未来随着收入规模提升仍有下降空间。
- **2012年规划营收15亿+, 未来两年有望持续高增长。**根据地产白酒企业发展规律, 收入规模从10亿增长到20亿往往在2年内实现(原因是10亿营收规模后铺货量逐步展开, 消费氛围容易被迅速带动起来), 往后的持续高增长则需要经营机制有重大积极的变化。因此我们认为2012年内参酒实现5亿收入规模, 中低档产品在理顺价格体系后实现30%以上的增长, 达10亿规模难度不大, 即能完成公司全年15亿的营收规划。值得关注的是茅台价格波动对内参发力的影响及公司维护中档酒价格体系的措施。
- **上调盈利预测以反映报表费用率显现合理水平。**预测11/12/13年EPS为0.62/1/1.5元(此前为0.43/0.79/1.45), PE为38/24/16倍, 对12年业绩给予30倍PE, 6个月目标价30元, 持续强烈推荐。

风险提示: 宏观经济下行, 公司中档酒价格体系稳定情况。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	560	1022	1508	2048
收入同比(%)	54%	82%	47%	36%
归属母公司净利润	79	200	324	487
净利润同比(%)	36%	152%	62%	51%
毛利率(%)	73.9%	75.1%	75.8%	76.3%
ROE(%)	10.5%	14.5%	19.0%	22.2%
每股收益(元)	0.24	0.62	1.00	1.50
P/E	96.03	38.14	23.57	15.66
P/B	10.09	5.53	4.48	3.48
EV/EBITDA	70	29	16	11

资料来源: 中投证券研究所

附注：利用茅台、五粮液销售额，对湖南省高档酒市场容量进行测算：

假设一：湖南省消费高度飞天茅台、五粮液达到全国各省级行政区的平均水平（全国有 34 个省级行政单位）；

假设二：终端市场高度飞天茅台、五粮液假酒与真酒比例为 1: 1。

假设三：2011 年，根据 wind 的茅台营收一致预期为 171 亿，假设其中 80% 为高度茅台酒，五粮液业绩快报营收为 202 亿，假设其中 70% 为普通五粮液。

则 2011 年湖南省的高档酒市场容量为：

$(171 \times 80\% + 202 \times 70\%) \times 2/34 = 16$ 亿。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	788	1576	1908	2408
现金	199	762	999	1204
应收账款	4	17	24	29
其他应收款	66	59	91	120
预付账款	70	13	18	24
存货	448	687	729	972
其他流动资产	2	38	47	59
非流动资产	503	599	778	961
长期投资	77	60	60	60
固定资产	325	359	455	553
无形资产	93	116	140	165
其他非流动资产	8	64	123	183
资产总计	1290	2175	2685	3369
流动负债	534	786	974	1171
短期借款	190	0	0	0
应付账款	48	95	130	170
其他流动负债	296	691	844	1002
非流动负债	0	10	9	8
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	10	9	8
负债合计	534	795	983	1180
少数股东权益	0	0	0	0
股本	303	325	325	325
资本公积	760	1161	1161	1161
留存收益	-307	-107	216	703
归属母公司股东权益	756	1379	1703	2190
负债和股东权益	1290	2175	2685	3369

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	100	421	460	426
净利润	79	200	324	487
折旧摊销	24	31	37	44
财务费用	9	6	-3	-3
投资损失	-12	-16	-5	-7
营运资金变动	33	182	69	-139
其他经营现金流	-33	19	38	44
投资活动现金流	39	-89	-226	-225
资本支出	56	110	201	202
长期投资	-21	-17	0	0
其他投资现金流	75	4	-25	-23
筹资活动现金流	-5	231	4	4
短期借款	40	-190	0	0
长期借款	-3	0	0	0
普通股增加	0	22	0	0
资本公积增加	0	401	0	0
其他筹资现金流	-42	-2	4	4
现金净增加额	135	563	237	205

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	560	1022	1508	2048
营业成本	146	255	364	486
营业税金及附加	85	162	238	324
营业费用	203	279	357	451
管理费用	82	103	124	149
财务费用	9	6	-3	-3
资产减值损失	-28	13	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	16	5	7
营业利润	75	221	431	649
营业外收入	13	16	0	0
营业外支出	1	2	0	0
利润总额	86	235	431	649
所得税	7	35	108	162
净利润	79	200	324	487
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	79	200	324	487
EBITDA	108	258	465	691
EPS (元)	0.26	0.62	1.00	1.50

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	53.6%	82.4%	47.5%	35.9%
营业利润	466.4	195.2%	95.0%	50.5%
归属于母公司净利润	35.8%	151.8%	61.8%	50.5%
获利能力				
毛利率	73.9%	75.1%	75.8%	76.3%
净利率	14.2%	19.6%	21.5%	23.8%
ROE	10.5%	14.5%	19.0%	22.2%
ROIC	12.0%	35.6%	50.9%	53.4%
偿债能力				
资产负债率	41.4%	36.6%	36.6%	35.0%
净负债比率	35.81	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.47	2.00	1.96	2.06
速动比率	0.56	1.13	1.21	1.23
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.59	0.62	0.68
应收账款周转率	13	15	12	12
应付账款周转率	3.64	3.57	3.24	3.24
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.62	1.00	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	1.30	1.42	1.31
每股净资产(最新摊薄)	2.33	4.24	5.24	6.74
估值比率				
P/E	96.03	38.14	23.57	15.66
P/B	10.09	5.53	4.48	3.48
EV/EBITDA	70	29	16	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-11-14	销售情况良好，增发完成后业绩有望持续高增长——联合调研纪要
2011-10-30	酒鬼酒-增发完成在即，业绩有望持续高增长——2011年三季度报点评
2011-08-24	酒鬼酒-定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪
2011-08-03	酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂
2011-07-29	酒鬼酒-费用控制显效，期待省内销售持续发力
2011-07-13	酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度
2011-06-28	酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定坚实基础
2011-04-22	酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011年1季报点评
2011-02-14	酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂
2011-01-28	酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010年年报点评

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

柯海东, 中投证券研究所食品饮料行业分析师(酒类), 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫, 中投证券研究所食品饮料行业分析师(非酒类), 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434