

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: 25.99元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2347.53
总股本(百万)	324
流通股本(百万)	205
流通市值(亿)	53
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	22.42	20.78	25.30
食品饮料	3.47	-14.88	-17.15
沪深300指数	7.31	-11.06	-15.17



相关报告

酒鬼酒-盈利大超预期, 利润率高弹性显现
——2011年度业绩快报点评 2012-01-13
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

000799

强烈推荐

高速增长期已至, 布局不容有失
——调研快报

近期我们在湖南对公司进行了多方位的调研, 发现公司春节销售情况呈现高速增长, 上升趋势明显。我们认为从11年年报起, 公司业绩快速增长的趋势将能延续两年。公司是小市值白酒股里最具爆发性、确定性也最强的品种, 我们持续“强烈推荐”。

投资要点:

- 公司营收从10亿到20亿元的跃升将可能在两年内完成, 期间盈利增速将更高(50%+)。增长的主要来源: 湖南省内高档的内参酒实现爆发式增长, 同时营销管理改善实现中低档酒的增长; 省外通过招商布局全国空白市场实现快速增长。公司省内外收入比例为4:6, 11年营收近10亿, 根据地白酒发展规律(可参照洋河、金种子), 营收从10亿到20亿往往在2年内实现(原因是10亿营收后铺货量逐步展开, 消费氛围容易被迅速带动起来)。
- 高档的内参酒在省内的消费氛围已经形成, 有望实现爆发式增长带动盈利大幅提升。11年内参酒收入近3亿(+275%), 省内占比超过2/3, 近期出厂价提至1280元, 并未影响销量, 经销商库存偏紧, 对其发展很有信心。增长原因有四点: 1、茅台终端价飙涨后假酒增多, 部分消费者转向竞品; 2、内参酒本身品质很好, 性价比比高; 3、公司在省内高层公关成功, 获得意见领袖支持; 4、2010年由厂商共同出资成立的湖南销售公司效仿老窖染泉模式, 捆绑经销商利益, 激励作用明显。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。公司今年将加快发展专卖店, 布局省内空白市场实现增长。保守假设省外的内参增长, 我们认为12年内参整体从3亿增至5亿的收入并非难事, 因为内参主要靠口碑传播, 费用很低, 按同档次产品茅台50%的净利率水平估算, 则能贡献EPS0.77元。
- 营销管理改善有助于省内实现中低档酒的增长。中低档酒需要更精细化的运作, 此前公司的运作能力略显薄弱, 部分产品价格体系不顺, 但从两方面在加强: 1、成立湖南销售公司捆绑经销商利益, 省内不会互相窜货; 2、自身管理能力提升较快, 目前已基本实现省内每个县级市场均派有业务员, 11年省内省外合计销售人员300人, 省内100多人, 12年计划整体扩到500人。我们认为营销管理能力提升将有助于实现省内中低档酒的增长, 也将密切跟踪近期提价近20%后公司的运作措施。
- 省外市场通过招商布局全国空白市场实现快速增长。酒鬼酒具有品牌、品质优势, 能吸引省外经销商, 具全国化复兴的基础, 去年起成立北方营销中心、南方营销中心, 主推中档产品(定价在400~500元, 避开地产酒200元左右的价位)在山东、河南、北京、广东等地招商实现快速发展, 省外客户从300家增至600家, 11年省外营收预计翻番到接近6亿, 空白市场仍很多, 省外营收仍将有望保持快速增长。
- 持续“强烈推荐”。维持盈利预测: 11/12/13年EPS为0.62/1/1.5元, PE为42/26/17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: 宏观经济下行影响高档酒消费, 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	106.34	42.24	26.10	17.34
P/B	11.17	6.12	4.96	3.86
EV/EBITDA	77	32	18	12

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：

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

图 1 洋河股份营收从 10 亿到 20 亿

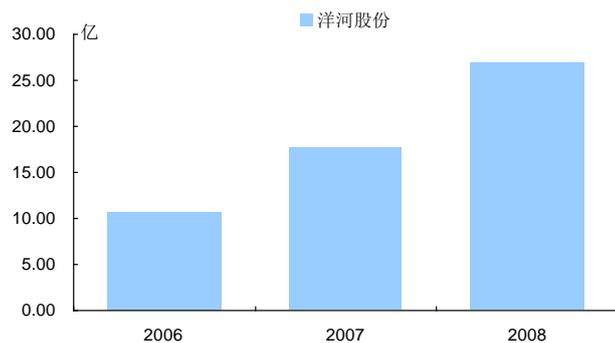
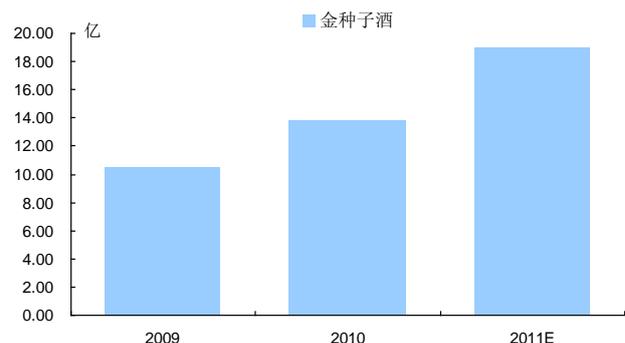


图 2 金种子酒营收从 10 亿到 20 亿



资料来源：公司公告、中投证券研究所

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 酒鬼酒逐季营收增速大为提高

	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q	2011-2Q	2011-3Q
季度营业收入(百万)	83.35	100.76	114.02	121.67	109.71	215.10	186.10	212.13	259.40
同比增长	63%	-27%	79%	4%	32%	113%	63%	74%	136%
毛利率	73%	77%	76%	73%	71%	75%	73%	72%	76%
归属于母公司所有者净利润(百万)	23.04	21.37	2.32	47.00	9.47	20.63	21.00	39.86	25.13
同比增长	-211%	-61%	-143%	142%	-59%	-3%	806%	-15%	165%
剔除非经常性损益净利润(百万)	13.49	-2.73	6.67	7.15	7.05	7.67	17.32	26.74	29.93
同比增长	-164%	-107%	-219%	-74%	-48%	-381%	160%	274%	324%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 酒鬼酒曾经有过辉煌的发展历程

	1996	1997	1998	1999	2001
湘泉酒厂利税总额(亿元)	2.2	4	5.5	5.8	2.6
白酒行业排名	14	6	2	3	7
五粮液利税总额(亿元)	7.5	11.4	12.4	17.1	28.1
白酒行业排名	1	1	1	1	1

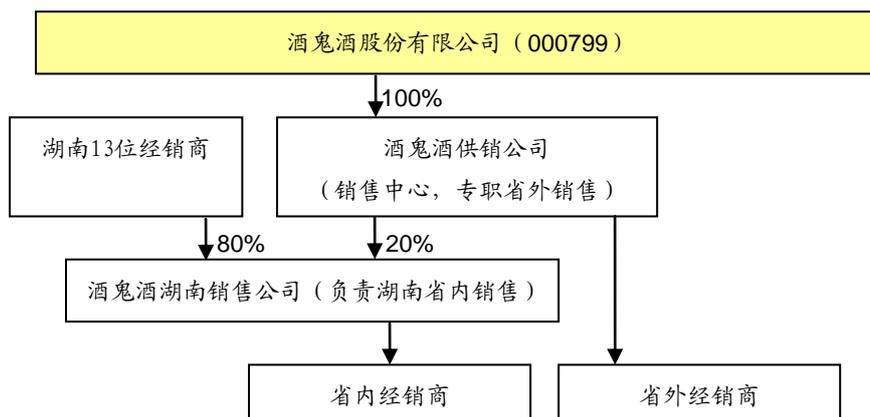
资料来源：中国糖酒年鉴、中投证券研究所（注：湘泉酒厂为酒鬼酒前身及其大股东）

表 3 酒鬼酒产品结构

产品系列	终端价	诉求点	营收占比
内参	1380	内敛乾坤，参悟天地	近 30%
封坛年份酒	400~800	封坛 15 年，只为这一刻	近 40%
酒鬼酒 50 度/52 度	300-400	酒中妙品，鬼斧神工	
湘泉系列	200-	湘泉原浆，湘酒典范	15%

资料来源：中投证券研究所

图 3 酒鬼酒销售公司组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所（湖南销售公司的运作模式：价格体系：酒鬼酒低价出货给湖南销售公司，湖南销售公司则加价（加价后售价与酒鬼酒公司卖给省外经销商的出厂价一致）卖给经销商（一批）；营销费用投放：酒鬼酒公司内各个品牌事业部负责高空投放广告，湖南销售公司则负责地面广告投放（利用加价后的价差利润做投放费用），经销商再投入少量地面费用。

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	106.34	42.24	26.10	17.34
P/B	11.17	6.12	4.96	3.86
EV/EBITDA	77	32	18	12

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
2012-01-13	酒鬼酒 - 盈利大超预期, 利润率高弹性显现——2011 年度业绩快报点评
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

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