

白酒
署名人: 张镭
S0960209060260
0755-82026705
zhanglei@cjis.cn
参与人: 柯海东
S0960110080062
kehaidong@cjis.cn
0755-82026712

酒鬼酒

000799

强烈推荐

定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪

2011/8/24, 酒鬼酒定向增发方案获得证监会发审委有条件通过, 符合我们预期, 而公司近期股价表现也印证了我们前期多次所提示的“定向增发方案获批将催生公司股价交易性机会”的判断, 增发将有利于公司加快复兴步伐, 我们将紧密跟踪公司的复兴进程, 但利好兑现后, 股价短期不确定性加大。

12个月目标价:

当前股价: 24.19元
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11243.42
总股本(百万)	303
流通股本(百万)	206
流通市值(亿)	50
EPS (TTM)	0.30
每股净资产(元)	2.49
资产负债率	41.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
酒鬼酒	17.20	31.61	24.82
深证成份指数	-8.98	-4.25	-10.00



相关报告

《酒鬼酒-基本面向好, 定向增发方案获批将成股价催化剂》2011-8-4
《酒鬼酒-费用控制显效, 期待省内销售持续发力》2011-7-29
《酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙, 加快决策速度》2011-7-13
《酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂》2011-2-14

投资要点:

- **定增方案获批, 预计募集资金4.43亿元, 仍需通过询价确定增发价格, 预计完成定增仍需半个月左右的时间。**去年11月27日公司股东大会决议通过了定向增发不超过3838万股(现总股本30305万股, 增发接近13%, 即摊薄EPS约12%), 发行价不低于11.55元/股(即发行底价是11.55元)。增发项目为公司拟分5年, 投资3.1亿(包括增发募集的1.2亿)在央视及各大媒体打广告重塑品牌; 拟投5054万, 以湖南为中心, 在全国建100个营销网点, 省内网点布到县一级, 且要建立计算机物流网络系统跟踪销售情况。
- **定增一旦完成, 有望为公司加大营销投入提供资金, 加快公司复兴步伐。**公司货币资金为1.85亿元, 资产负债率36%, 资金偏紧。一旦定向增发获批, 公司有望加大广告投入, 重新唤醒消费者的记忆(酒鬼酒前身是在1998年曾排名白酒行业利税第二), 加速公司复兴。在渠道建设上, 增发落实也有助于公司加快渠道下沉, 通过计算机物流网络系统使产销存环节衔接更紧密, 加强终端掌控力度。
- **定增一旦完成, 公司业绩释放动力有望加强。**由于大股东积极参与定向增发, 承诺以现金认购576万股, 但不参与发行定价的市场询价过程, 承诺接受市场询价结果并与其他投资者以相同价格认购。一旦公司定增方案落实, 则公司业绩释放动力将大大加强。
- **公司基本面向好, 省内持续发力值得期待。**上半年公司省外收入2.28亿元(+60%), 实现了高增长, 但持续开拓难度较大。而省内收入1.7亿左右(+81.97%), 但我们认为, 湖南省内白酒市场容量至少在70亿+, 巨大潜力有待公司集中精力充分挖掘。在品牌运作及产品组合上, 上半年公司基本理顺内参(1000+, 收入占比30%)、封坛、酒鬼酒(300+, 合计占比约30%)、湘泉(200-, 不含贴牌则约10%)三条产品线, 封坛15年单品贡献收入已超过10%, 有望成为主力产品。从公司上半年高档酒毛利率提高3.21%, 达85.31%来看, 预示着此前公司在省内较为混乱的价格体系得到了一定的整肃, 为持续发力奠定了基础。
- **定增获批利好兑现, 复兴进程有待跟踪。**我们预测11/12/13年收入9/12/17亿元, 增速58%/45%/38%; EPS0.41/0.72/1.13元, 增速58%/75%/57%。基于公司巨大的复兴潜力, 我们维持“强烈推荐”评级, 但利好兑现后, 股价短期不确定性加大。
- **风险因素:** 公司营销政策的执行力度

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	560	886	1286	1774
同比(%)	54%	58%	45%	38%
归属母公司净利润(百万元)	79	125	219	344
同比(%)	36%	58%	75%	57%
毛利率(%)	73.9%	71.6%	70.0%	69.0%
ROE(%)	10.5%	14.2%	19.9%	23.8%
每股收益(元)	0.26	0.41	0.72	1.13
P/E	92.27	58.43	33.47	21.32
P/B	9.69	8.31	6.66	5.07
EV/EBITDA	67	39	24	15

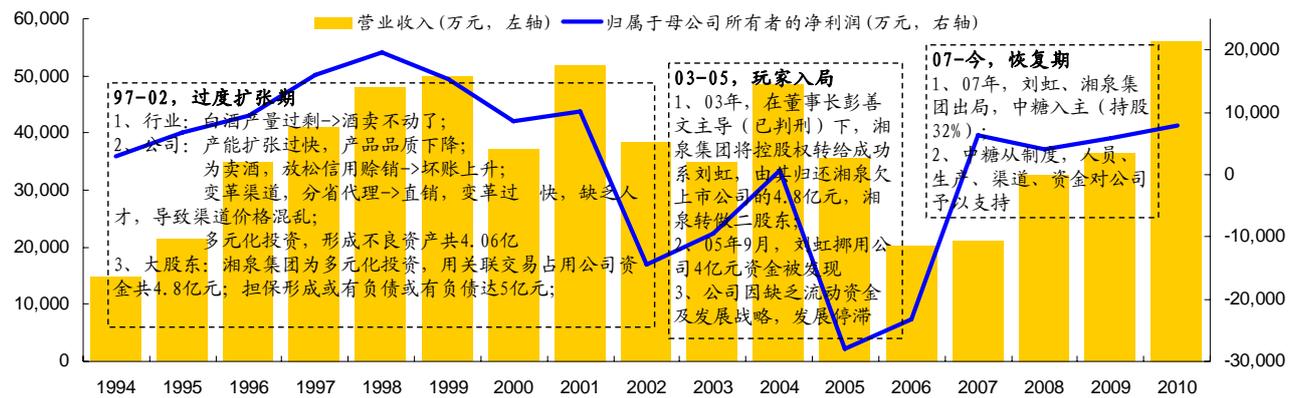
资料来源: 中投证券研究所

表 1 酒鬼酒的季度关键财务数据

单位(百万元)	2008-3Q	2008-4Q	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q	2011-2Q
预收账款	83	70	47	87	118	142	135	148	173	129	178	209
yoy(%)	62%	-4%	14%	89%	42%	102%	190%	69%	47%	-9%	32%	42%
营业收入	51.25	137.67	63.63	117.17	83.35	100.76	114.02	121.67	109.71	215.10	186.10	212.13
yoy(%)	0%	74%	-19%	99%	63%	-27%	79%	4%	32%	113%	63%	74%
毛利率	70%	78%	78%	83%	73%	77%	76%	73%	71%	75%	73%	72%
营业税金率(%)	13%	13%	13%	12%	15%	13%	14%	12%	16%	17%	16%	15%
营业费用率(%)	70%	24%	41%	32%	23%	48%	39%	39%	33%	35%	36%	30%
管理费用	12.98	19.41	19.06	17.02	14.64	20.14	18.02	19.58	14.63	29.77	16.60	22.24
非经常性损益合												
计	0.15	15.97	0.20	-7.84	9.56	24.09	-4.35	39.85	2.42	12.96	3.68	13.11
归属于母公司所												
有者净利润	-20.85	54.82	-5.38	19.45	23.04	21.37	2.32	47.00	9.47	20.63	21.00	39.86
剔除非经常性损												
益净利润	-21.00	38.84	-5.58	27.30	13.49	-2.73	6.67	7.15	7.05	7.67	17.32	26.74
EPS(元)	-0.069	0.181	-0.018	0.064	0.076	0.071	0.008	0.155	0.03	0.07	0.07	0.13

资料来源: 酒鬼酒历年报表、中投证券研究所

图 1 酒鬼酒发展历程



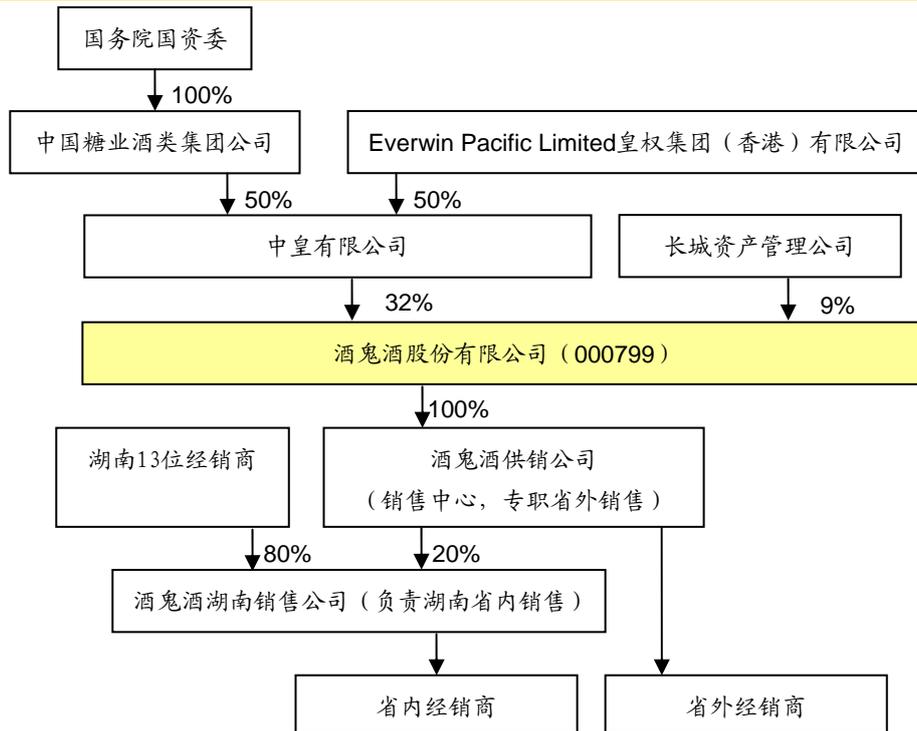
资料来源: 酒鬼酒历年报表、中投证券研究所

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)

图 2 酒鬼酒组织结构



资料来源：酒鬼酒历年报表、中投证券研究所

图 3 酒鬼酒的产品（洞藏、内参、封坛 15 年、湘泉）



资料来源：中投证券研究所

表 3 公司产品情况

产品系列（终端价区间）	主力品种	终端价	诉求点	备注
洞藏（600-20000）	无明显主力	2000+	洞藏，品质更好	品种繁，占比小
内参（1280-1780）	52 度内参	1380	内敛乾坤，参悟天地	高于茅老五
封坛 10/15/20 年（300-800）	15 年红坛	600+	封坛 15 年，只为这一刻	高于剑南春
酒鬼酒 50 度/52 度（200-600）	买断经营多	300-550	酒中妙品，鬼斧神工	略高于剑南春
湘泉原浆系列（138-198）	N.A	N.A	湘泉原浆，湘酒典范	类似老窖特曲

资料来源：中投证券研究所

表 4 酒鬼酒与省内竞品对比

厂商	规模	香型口感	终端价位 (元/500ml)	品牌塑造及诉求	销售措施
酒鬼酒	5 亿	馥郁香型	洞藏 (600-20000)	洞藏, 品质更好	省内与经销商合资成立销售公司, 利益捆绑紧密, 且拟增发筹资, 投 5054 万, 以湖南为中心, 在全国建 100 个营销网点, 省内网点布到县一级, 建立计算机物流网络系统跟踪销售情况
			内参 (1280-1780)	内敛乾坤, 参悟天地	
			封坛 10/15/20 年 (300-800)	封坛十五年, 只为这一刻	
			酒鬼酒 50 度/52 度 (200-600)	酒中妙品, 鬼斧神工	
			湘泉原浆系列 (138-198)	湘泉原浆, 湘酒典范	
湘窖酒	10 亿元	浓香	开口笑 9 年 (138)	邵阳老酒, 轻松一口	以铺货量为关键
			邵阳老酒 (10)		
武陵酒	1 亿-	酱香	武陵上酱 (3880)	酱酒将军	经销商靠价差盈利
			武陵中酱 (780)		
			武陵少酱 (480)		
浏阳河	N.A	浓香	“浏阳河”“金世纪”“红太阳”“喜洋洋”“万事兴”“2008”“青花瓷”“浏阳河年份酒”八大系列产品, 主力价位 40~100	想唱就唱, 想喝就喝	以铺货量为关键
泸州老窖	3~4 亿	浓香	国窖 1573 (700+)、老窖特曲售价 (200+)	中国荣耀	“柒泉模式”, 主要是老窖的业务员与经销商合资的销售公司运作

资料来源: 中投证券研究所

表 5 公司定向增发投资项目情况

募项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金额 (万元)	目的
“馥郁香型”优质基酒酿造技改	5482.60	5482.60	拟达到 4500 吨优质基酒产能
基酒分级储藏及包装中心技改	19871.10	19871.10	
营销网络建设项目	5054.00	5054.00	在国内建 100 个营销网点(包括旗舰店、专卖店、专柜等)
品牌媒体推广项目	31000.00	12000.00	拟 5 年内, 在央视、各地卫视, 报刊杂志, 户外平面做广告
合计	61317.70	42317.70	

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告

酒鬼酒-定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪	2011/8/24
白酒-高景气度下白酒行业的发展趋势及风险隐患——中投证券白酒行业研讨会会议纪要	2011/8/24
皇氏乳业-成本拐点已现，期待省外扩张	2011/8/22
双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善	2011/8/18
五粮液-基本面强劲大超预期，上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报	2011/8/16
青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/7/07
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扎实基础	2011/6/28
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14

白酒-整体波澜不惊, 个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评: 长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速, 差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴马火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕, 飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评: 产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评: 许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期, 重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强, 估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能, 五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴, 双汇十二五末股价超 300 元, 市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间, 经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长, 期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目, 产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声, 再次腾飞在即	2011/1/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具, 前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市, 引领公司进入突变期	2010/12/3
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链, 扩大自有奶源, 加大产能布局, 渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点, 加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶, 三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	788	1046	1349	1837	营业收入	560	886	1286	1774
现金	199	212	374	468	营业成本	146	251	386	550
应收账款	4	79	99	130	营业税金及附加	85	124	180	248
其他应收款	66	31	45	62	营业费用	203	264	316	355
预付账款	70	13	19	27	管理费用	82	106	141	177
存货	448	679	771	1099	财务费用	9	7	-1	-1
其他流动资产	2	33	40	51	资产减值损失	-28	0	0	0
非流动资产	503	541	580	631	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	77	60	60	60	投资净收益	12	14	10	14
固定资产	325	306	284	261	营业利润	75	148	274	458
无形资产	93	116	140	165	营业外收入	13	0	0	0
其他非流动资产	8	59	96	144	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1290	1587	1928	2468	利润总额	86	148	274	458
流动负债	534	696	819	1016	所得税	7	22	55	115
短期借款	190	0	0	0	净利润	79	125	219	344
应付账款	48	94	138	192	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	296	602	681	824	归属母公司净利润	79	125	219	344
非流动负债	0	10	9	8	EBITDA	108	184	301	485
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.26	0.41	0.72	1.13
其他非流动负债	0	10	9	8					
负债合计	534	705	828	1024					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	303	303	303	303	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	760	760	760	760	成长能力				
留存收益	-307	-182	37	381	营业收入	53.6%	58.1%	45.1%	37.9%
归属母公司股东权益	756	881	1100	1444	营业利润	466.4	96.9%	85.5%	67.5%
负债和股东权益	1290	1587	1928	2468	归属于母公司净利润	35.8%	57.9%	74.6%	57.0%
					获利能力				
					毛利率(%)	73.9%	71.6%	70.0%	69.0%
					净利率(%)	14.2%	14.1%	17.0%	19.4%
					ROE(%)	10.5%	14.2%	19.9%	23.8%
					ROIC(%)	12.0%	22.0%	33.2%	38.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.4%	44.5%	42.9%	41.5%
					净负债比率(%)	35.81	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.47	1.50	1.65	1.81
					速动比率	0.56	0.53	0.71	0.73
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.62	0.73	0.81
					应收账款周转率	13	15	12	12
					应付账款周转率	3.64	3.55	3.34	3.34
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.26	0.41	0.72	1.13
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.78	0.76	0.53
					每股净资产(最新摊薄)	2.49	2.91	3.63	4.77
					估值比率				
					P/E	92.27	58.43	33.47	21.32
					P/B	9.69	8.31	6.66	5.07
					EV/EBITDA	67	39	24	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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。

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

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

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