

2012年4月6日

酒鬼系列有望挑大梁 白酒限高令或有负面影响

强烈推荐/维持

酒鬼酒

调研报告

——酒鬼酒（000799）调研快报

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: yynliw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017	
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

我们近期到公司总部参加了 2011 年股东大会，并在长沙、吉首等地进行了草根调研。

观点:

1.2011 年爆发式增长的主要驱动因素之一或者说首要因素是本地政府的强力支持，湘泉酒、酒鬼酒、内参酒、洞藏酒等中高档系列酒成为主力品种。

公司曾经属于以传奇人物大画家黄永玉为销售灵魂人物的“空中营销型”白酒企业，且多年不能实现营销落地，曾几何时离开了黄永玉个人的营销体系，其主打产品酒鬼酒尽管终端价曾经高于茅台、五粮液，但也基本上属于有价无市的一个象征性高价酒。经过近两三年的改革、探索和积累，公司下定决心争取到湖南省各级政府的大力支持，中高端酒尤其是内参酒、酒鬼酒等成为招待指定用酒，形成了各级政府都喝酒鬼、赞酒鬼、送酒鬼的极好氛围，从而推动公司业绩终于在 2011 年实现爆发式增长。近年来公司产品线得到丰富，初步形成宝塔式产品结构：塔尖或尖端产品为洞藏系列，超高端为内参酒，高端为酒鬼酒系列，塔基产品为中低端的湘泉系列，品牌架构可简括为“三高一低”。2011 年销售收入超过 2 亿元的产品系列包括除洞藏酒之外的其他三大系列，其中，内参酒超过 2 亿元，湘泉系列达到 2.17 亿元。

可以认为，湖南省各级政府的大力支持是公司跃上成长新台阶的主要推力之一，甚至可以说是首要推力。如果没有湖南地方政府的强力推动，公司业绩的增速可能仍然会比较慢，爆发时日还需等待较长时间。

2.营销落地精耕细作、产品分级构建目标市场，产品和营销实现思路、理念和机制等各个层面的重大突破、转型和完善，是公司爆发式增长的另一个主要因素。

公司近年来确立了“做透湖南，做亮全国”的战略，2010 年下半年成立湖南营销公司，2011 年上半年成立北方营销公司，2011 年下半年成立南方营销公司，相应建立三大营销中心：湖南营销中心、北方营销中心和南方营销中心，虽然这种大区式划分营销中心的做法尚属粗浅，但已显露其通过营销落地实现深耕湖南、走向全国的战略意图。以湖南的精耕细作为例，公司成立了“酒鬼酒湖南销售公司”，并划分出 7 个大区市场，对 14 个地级行政区、16 个县级市、65 个县、7 个自治县和 34 个市辖区做到全覆盖，营销力量从单兵作战转变到团体营销，与经销商的关系也从单纯要货款、不够尊重转变到以服务为主、相互尊重，实现了良性循环，成功将酒鬼酒打造成湘酒第一品牌。

2012 年，公司将成立相应事业部来重点运作洞藏酒、内参酒、酒鬼酒和湘泉酒这四个系列产品，四大系列产品的目标群体划分已较为清晰：洞藏酒适应终端价 2000 元及以上级别的高端消费群体，洞藏酒也已成为珠海市第一用酒；酒鬼酒主打全国性次高端消费群体，核心价位 400-600 元，主要优势区域包括湖南、广东、海南等。在省外市场精耕细作方面，将继续按照既定方针，南北营销公司重点区域每个县都有营销队伍、

经销商和产品，逐步到县无缝覆盖。在营销队伍建设方面，根据营销和市场拓展实际需要，增配人力，按照 2011 年底至 12 年初的定岗、定员、责编计划，2012 年营销人员会有大比例提升，有经验的出色营销人员都会招聘进来，并在 2011 年底 2012 年初确立了相关激励机制。公司同时也在考虑较长远的队伍建设，注意培养自己的接班梯队，已与湖南商学院合作，设立酒鬼学院，逐步培养有意在白酒行业发展的人才队伍。

我们认为，公司营销体系建设与产品结构调整与重塑是较为匹配的，而且转型较为彻底和对路，真正走向了将好产品卖出好价钱的二线白酒振兴之路。

3.整体提价 30%将覆盖税负增加和成本增长，并继续提升毛利率与净利率。

公司 2011 年继续享受所得税优惠，此前由于亏损较多需要弥补，免除了相应部分的所得税，而 2012 年开始，经与各方面协商不再弥补过去年度亏损，所得税税率将提升至 25%，这对公司净利润增速将是一个考验。并且，随着原材料、人工费用等上涨，综合成本也会上升，也对净利润增长构成较大压力。

为此，公司解释已将各系列产品整体提价 30%左右，将会覆盖税收与成本影响并有富余，2012 年的毛利率和净利率将会在 2011 年的 74.53%和 20.3%基础上继续提升。

4.长城资产公司作为二股东减持主要是基于改制需要；减持或将继续，关注和支持也将继续。

公司第二大股东长城资产管理公司近期在二级市场不断减持，相关人士表示，其减持与酒鬼酒公司的经营没有关系，是基于对长城资产管理公司的改制目的考虑和要求而进行的，之所以选择在二级市场减持，是因为国有企业没法打折做大宗交易。长城公司的主要目的是处置不良资产，正在按照国务院的要求进行改制，而且 2013 年要完成，在质量较差资产提升了价值后，必须减持，用优质资产去弥补质差资产，完成之后国务院才会同意股改。相关人士还表示，只要减持达到了国务院对股改的要求效果就不再减持了，长城资产管理公司对酒鬼酒公司的发展非常支持，即便今后还会出于改制需要继续减持，也会继续关注和支持酒鬼酒公司的发展，而且十分看好其未来若干年的成长性。

5.2012 年公款限高令对公司超高端酒的销售影响程度尚无法判断，酒鬼酒系列成为未来主力品种的概率较大，这是公司增长不确定性的一个重要方面。公司洞藏酒、内参酒、酒鬼酒和湘泉酒这四大产品系列中能够成为代表性的核心产品的品种还未完全确定，其中，湘泉酒和酒鬼酒单独看都还不是公司业绩的脊梁，湘泉酒在吉首市和许多区域仍然不是第一销量品牌；酒鬼酒有可能成为核心主力，包括 50° 酒鬼、52° 酒鬼、封坛年份酒等，但销量还不是很大，酒鬼酒的价位处于次高端，出厂价均达不到“高档酒”级别，虽不受白酒限高令影响，但毛利率和净利率水平不太高，对公司业绩增长的拉动作用不如超高端内参酒和尖端产品洞藏酒明显。内参酒和洞藏酒在 2011 年公司销售收入的合计占比达到 20%以上接近 30%，净利润占比更高，其出厂价格超过 1200 元，属于比较明显的高档酒，主要消费领域是政务和商务，一旦公款买酒限高禁高政令被真正贯彻到位，则销售可能会受到一定影响。至于影响多大，目前尚无法判断，不过可以预期的是，2012 年公司来自超高端的净利润增速将面临较多不确定性，从而也增大了其整体业绩增速是否维持 2011 年高水平的不确定性。

结论：

公司营销转型取得初步成功，产品结构调整特别是核心产品的打造在继续深化，湖南省各级政府的大力支持等具备了持续高增长的基本条件。不过，考虑到核心产品缺位、白酒限高禁高令会对公司超高端酒带来一定负面影响，我们将 3 月 1 日发布的《湖南市场为最大亮点 突破 10 亿可连续翻番——酒鬼酒 2011 年报点评》中的 2012 年净利润增速 100%调低约 10 个百分点至为 90%，对应 EPS 从 1.19 元调低 0.07 元至 1.12 元，

2013-2014 年增速调低至 56.6%和 51.2%，对应 EPS1.76 元和 2.66 元，2012-2014 年动态 PE25 倍、16 倍和 12 倍，考虑到公司的高成长性和二三线白酒常有的 35 倍 PE，公司 2012 年目标价可达 40 元，与 3 月 30 日收盘价 28.07 元相比还有 43%的提升空间，维持强烈推荐评级。

风险提示：

国务院“禁止公款购买高档酒”的有关规定可能对公司的超高端酒洞藏酒和内参酒的销售带来一定负面影响；省外市场开拓进度低于预期也会影响公司业绩。

表 1：公司 2012-2014 年盈利预测表

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	560.49	961.83	1,587.02	2,301.18	3,221.65
(+/-)	53.60%	71.61%	65.00%	45.00%	40.00%
经营利润（EBIT）（百万元）	74.94	188.30	372.84	616.30	940.47
(+/-)	466.43%	151.26%	98.00%	65.30%	52.60%
净利润（百万元）	79.42	192.62	365.49	572.36	865.41
(+/-)	35.79%	142.54%	89.75%	56.60%	51.20%
每股净收益（元）	0.26	0.63	1.12	1.76	2.66
市盈率（倍）	107.10	51.35	24.95	15.94	11.81
市净率	11.25	7.64	6.04	5.49	5.60

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务业务研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。