



Research and
Development Center

公司即将进入扩张经营阶段

酒鬼酒（000799.sz）深度报告

2012年5月3日

康敬东
食品饮料行业
分析师

证券研究报告

公司研究——深度报告

酒鬼酒 (000799.sh)

康敬东 行业分析师

执业编号: S1500510120009

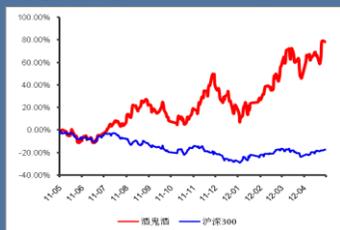
电话: +86 10 63081261

邮箱: kangjingdong@cindasc.com



上次评级时间: 2012.4

酒鬼酒相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据

52 周内股价
波动区间(元) 17.10-34.35

最近一月涨跌幅(%) 7.34

总股本(亿股) 3.25

流通 A 股比例(%) 63.28

总市值(亿元) 111.61

资料来源: 信达证券研发中心

相关研究

《白酒是 11 年下半年首选》2011.6

《经济入秋难掩酒香袭人》2012.2

《政府禁购高档酒 中低档或从中受益》2012.3

《酒鬼酒调研简报》2012.4

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层研究开发中心
邮编: 100031

公司即将进入扩张经营阶段

酒鬼酒深度报告

2012 年 5 月 3 日

目标价区间: 38-40 元

本期内容提要:

◇从 2007 年至今, 公司主要是以恢复性经营为主, 预计公司在 2012 年底将进入扩张经营阶段。

◇2015 年以前, 白酒行业仍将以稳定增长为主, 将为酒鬼酒的复兴创造良好环境。根据我们的假设条件推测, 酒鬼酒的销售收入在 2015 年有可能达到 50 亿元左右。根据市场销售情况, 预测 12、13、14 年酒鬼酒的营业收入增长率分别为 79.35%、55.83%和 42.11%, 12、13 年净利润增速分别为 92.95%和 69%。

◇高额预收帐款和定向募集资金到位缓解了企业财务压力, 为未来扩张奠定了良好基础。预计 2012 年预收帐款仍将保持较高水平。

◇风险因素: 南北销售中心的市场推广工作进展缓慢; 行业竞争加剧; 政府限制高端白酒消费。

◇与众不同之处: 我们采用社会消费品零售总额做类比, 对酒鬼酒的重点市场进行了空间测算, 得出的结论是在湖南本地, 市场容量有两倍于目前销售收入的空间, 外省的空间则更高。理论上讲, 达到 50 亿的销售额是完全有可能的。

◇盈利预测、估值及投资评级: 预计未来三年的 EPS 分别为 1.14 元、1.93 元和 2.84 元, 对应的市盈率分别为 26.87 倍、15.90 倍和 10.81 倍。按综合估值方法计算的未来六个月合理价值区间为 38-40 元, 当前估值水平仍有提升空间, 继续维持“买入”评级。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	560.49	961.83	1725.00	2688.00	3820.00
增长率 YoY %	53.60%	71.61%	79.35%	55.83%	42.11%
净利润(百万元)	79.42	192.62	371.66	628.10	923.35
增长率 YoY%	35.20%	144.53%	92.95%	69.00%	47.01%
毛利率%	73.91%	74.53%	75.96%	76.41%	76.54%
净资产收益率 ROE%	10.42%	14.04%	21.32%	26.48%	28.02%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.59	1.14	1.93	2.84
市场一致预期 EPS(元)	0.31	0.49	1.10	1.64	2.28
市盈率 P/E(倍)	89.19	39.66	26.87	15.90	10.81
市净率 P/B(倍)	9.37	5.57	5.73	4.21	3.03

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 4 月 27 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
前言：清明节访酒鬼有感	2
酒鬼酒的三个发展阶段	2
第一阶段：曾经的辉煌	2
第二阶段：艰难的改革	4
第三阶段：在探索中复兴	5
白酒行业分析：十二五期间仍将保持快速发展	9
我国白酒行业的发展规律	9
当前白酒行业的特点与未来趋势	10
酒鬼酒重点市场容量预测	12
公司分析：竞争优势、长远目标与存在的问题	14
公司产品具有较强的竞争力	14
差别化营销战略初见成效	16
公司产能充沛	17
政府积极支持酒鬼发展	17
公司愿景是回归白酒行业一线阵营	17
存在的问题	17
信达观点：公司即将进入扩张发展阶段	18
相关假设及盈利预测	18
绝对估值、相对估值与投资评级	20
FCFF 估值	20
相对估值	21
综合估值与投资评级	23
风险因素	23

图 目 录

图 1：1993-1999 年白酒公司净利润率比较(%)	4
图 2：公司实际控制人关系图	7
图 3：2009 年白酒公司营业收入比较	8
图 4：2009 年白酒公司营业收入增速比较	8
图 5：2001 年至 2011 年白酒产量与 GDP 关系图	10
图 6：白酒累计产量(万千升)	11
图 7：白酒行业毛利率(季)	12
图 8：白酒行业财务分析	12
图 9：相对估值溢价比较	22
图 10：2011-2012 期间信达历史推荐情况	23

表 目 录

表 1：1994-1999 年间白酒公司营业收入及增速比较	3
表 2：三大销售中心 2011 年整体销售情况(税前)	13
表 3：2011 年重点市场相关数据及市场估计	13
表 4：酒鬼酒产品结构及销售收入	15
表 5：酒鬼酒画作及洞藏、内参产品图片	16
表 6：分产品盈利预测假设(亿元)	19
表 7：利润表假设	19
表 8：盈利预测主要数据	20
表 9：WACC 计算及假设条件	21
表 10：敏感性分析	21
表 11：同类公司估值比较	21

投资聚焦

主要内容

我们对酒鬼酒公司长期保持关注，经过实地调研和认真分析，我们对酒鬼酒的发展历程、企业现状、产品情况做了剖析，并结合行业情况对公司未来发展作出了预测，我们的结论是：**酒鬼酒即将进入扩张性发展阶段**，其特征是产能和销量的交替上升和公司盈利能力的不断提高，标志是完全弥补历史亏损和经营性现金流保持快速净流入。我们的模型模拟结果显示，2012年和2013年公司的业绩将继续保持高速增长，如果我们的假设条件正确，那么到2015年，公司的销售收入有可能突破50亿元。我们把酒鬼酒列入未来两年内重点推荐公司。

投资逻辑

白酒行业在2015年以前不会出现明显的衰退，在高端、次高端产品的带动下，公司业绩有望大幅上升。公司发展的推动力主要有四个方面：独特的酒鬼文化、良好的品牌形象、可靠的产品质量及正在扩展的销售网络。公司的产品质量已经非常稳定，未来看点主要在于南北销售中心的市场推广，我们预计2012年销售情况将继续保持稳步盘升局面。

有别于大众的认识

1、我们认为酒鬼酒在中皇公司经过多年努力改造后，已经具备了再度崛起的条件，2007至2009年是公司加强内部建设阶段，从2010年开始，逐渐开始体现成效，业绩持续快速增长，随着技改项目完成，预计在2012年底左右，公司将进入扩张经营阶段。2、我们以重点省份社会消费品零售额为主要参照，结合GDP、人口、财政收入等数据模拟测算了酒鬼酒市场空间，根据模拟结果，湖南、河南、山东、广东四个省份的白酒市场容量分别为168亿、224亿、370亿和410，估计酒鬼酒在上述四省的潜在市场空间分别为10亿、7.2亿、10亿和10亿。我们认为酒鬼酒未来增长空间巨大，业绩完全有可能持续快速增长。3、我们采用FCFF绝对估值法、PE相对估值法和行业溢价法三种方法对酒鬼酒未来6个月的合理价格判断为38-40元。4、尽管公司的规模和效益在2011年已经体现，但我们认为公司将在2012年底左右正式进入扩张经营阶段。

股价催化剂

未来促使二级市场股票价格变化的因素主要在于南北销售中心的市场拓展工作进展情况。如果销售局面乐观，那季度数据很可能比往年同期大幅增长，进而增进市场投资者信心，提升股票价格。

关键假设、盈利预测与投资评级

我们假设酒鬼酒2012、2013和2014年的营业收入增长率分别为79.35%、55.83%和42.11%，毛利率维持稳中略有上升，中低档白酒的占比将逐步上升。预计未来三年的EPS分别为1.14元、1.93元和2.84，对应的市盈率分别为26.87倍、15.90倍和10.81倍。按综合估值方法计算的未来六个月合理价格区间为38-40元，在当前估值水平下，价格仍有提升空间，继续维持我们给出的“买入”评级。

主要风险

1、政府限制白酒消费；2、假冒产品大量出现；3、南北销售中心市场推广进展缓慢。

前言：清明节访酒鬼有感

2012 年清明前夕，我们去酒鬼酒公司做了调研，首次踏上湘西这块神秘的土地，自然期待着能一睹湘西山水风采，张家界至吉首山势蜿蜒，景色众多，适逢连绵阴雨，途中偶遇到一央视名记，闻其有感于清明、酒鬼和阴雨绵绵，即兴作诗一首，其中意境基本反映了我们在往返途中感受，在此和大家共享此文：“天子呼我上山来，御笔点染桃花源；云海雾涛霏霏雨，擎柱峭峰惊魂旋；高山流水琴曲客，摘星揽月诗画伴；欢喜酒鬼醉酒鬼，或真或幻仙境缘”。

在酒鬼调研时，我们除了与高管做交流，还去车间与厂区参观，品尝了现制的原浆酒，对公司的认识从书面印象一下子深化到了具体事项。我们感到，酒鬼当前占据了非常重要的三个成功要素：天时、地利与人和。所谓天时，是白酒行业整体高度景气；地利，是湘西独特的地理与气候为酒鬼创造了绝佳的生产环境；人和，是公司管理层团结务实的作风。相信酒鬼的复兴将如同横跨沟壑的矮寨大桥一样令人印象深刻。

酒鬼酒的三个发展阶段

第一阶段：曾经的辉煌

时间周期：上世纪 90 年代初期至末期

代表事件：第一高价酒和后来的“2020”工程

公司性质：地方国有企业

酒鬼酒公司前身是成立于 1956 年的自治州吉首酒厂，是典型的地方国有企业。1997 年湘泉集团有限公司作为独家发起人，将其下辖的湘泉酒公司、酒鬼酒公司和陶瓷公司三个全资子公司的净资产折股，同时向社会公开募集股份，设立湖南酒鬼酒股份有限公司，发行上市后，湘泉集团持股 70.27%，酒鬼酒是较早进入资本市场的白酒企业，贵州茅台和五粮液的上市都是在酒鬼之后，可见当时其在行业里的地位不容小视。

说到酒鬼，就离不开艺术大师黄永玉。在酒鬼的陈列馆里，至今仍陈列着当年大师的题词和大量大师在酒鬼的照片。1985 年，黄永玉亲自为酒鬼酒制作了与当时其他酒类产品风格迥异的酒瓶和包装——“麻袋陶瓶”，为产品取名“酒鬼”并配图，赋予了酒鬼酒独特的文化内涵。酒鬼文化让酒鬼系列白酒从此在中国白酒行业里留下了不可磨灭的印记，20 世纪 90 年代初期，酒鬼迅速崛起，连续多年的高速发展使公司的经营业绩出现了大幅度飞跃，营业收入和净利润连创新高，超 40% 的净利润率堪称当时行业赢利能力最强公司。酒鬼零售价格一度曾超越 300 元，超过茅台等名酒，是当时当之无愧的第一高价酒，回想起 20 年前酒鬼横扫大江南北宴席的情景，许多资深酒民一定仍记忆犹新。当时许多酒民以饮酒鬼为荣，在许多地方市场，茅台、五粮液的知名度都不及酒鬼。“前浓后酱”的兼香白酒一度主导了消费主流。我们通过对历史数据的整理，重新展现了酒鬼当时的辉煌业绩。

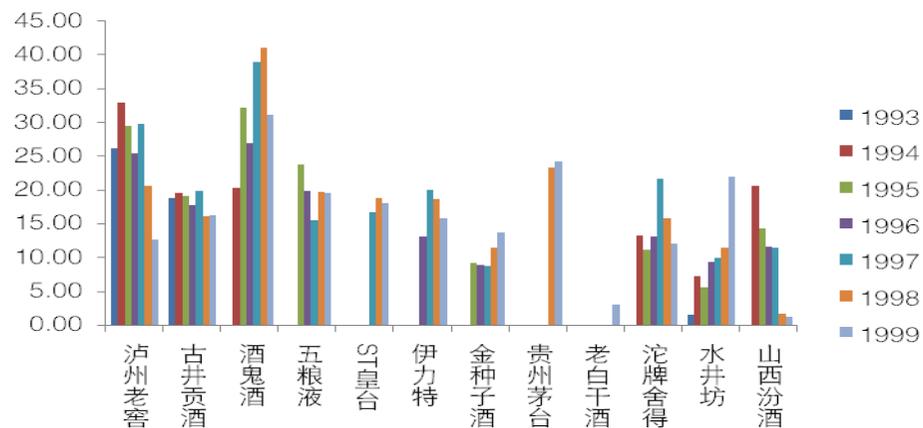
表 1：1994-1999 年间白酒公司营业收入及增速比较

营业收入(单位:亿元)						
证券简称	1994	1995	1996	1997	1998	1999
泸州老窖	3.17	7.17	9.64	10.69	8.26	10.14
同比		126.15%	34.47%	10.91%	-22.70%	22.66%
古井贡酒	5.77	7.66	3.81	9.60	8.68	8.91
同比		32.68%	-50.27%	151.98%	-9.57%	2.62%
酒鬼酒	1.47	2.12	3.48	4.10	4.78	4.99
同比		44.10%	63.91%	17.61%	16.63%	4.29%
五粮液		9.14	13.09	22.04	28.14	33.08
同比			43.18%	68.32%	27.67%	17.57%
伊力特			1.94	3.29	4.02	4.22
同比				70.02%	21.91%	5.02%
金种子酒		3.47	5.49	6.18	5.48	6.91
同比			58.29%	12.47%	-11.29%	26.14%
贵州茅台					6.28	8.90
同比						41.82%
沱牌舍得	2.75	5.18	8.00	8.51	8.21	8.46
同比		88.27%	54.43%	6.43%	-3.59%	3.03%
水井坊	2.66	3.81	3.10	3.02	3.17	11.81
同比		43.43%	-18.68%	-2.58%	4.84%	272.27%
山西汾酒	4.65	3.27	4.41	4.50	2.50	3.03
同比		-29.60%	34.51%	2.14%	-44.52%	21.31%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

从上表可以看出,在可以查到的公开数据里,1995年和1996年是酒鬼发展最快的阶段。尤其是1996年的营业收入增长率同比达到了60%以上,在同类公司里排名第一,五粮液当时的营业收入增长率是40%左右。从收入绝对值看,按1999年的营业收入计算,酒鬼酒的营收相当于贵州茅台的56%,泸州老窖的50%,是山西汾酒的1.65倍。在1998年,因为轰动一时的汾酒假酒事件效应扩散,白酒行业全行业出现了大幅度萎缩,只有酒鬼酒等少数公司受影响程度较小,可见当时公司产品的影响力非同一般。

图 1: 1993-1999 年白酒公司净利润率比较(%)



资料来源: 信达证券研发中心

从图 1 中的数据我们可以发现,酒鬼酒公司的净利润率在整个 90 年代都处于行业里的顶级水平,公司的赢利能力非常强,少有公司可与之并论,可见产品竞争力很强大。酒鬼酒在上世纪 90 年代成为了高端白酒的代表,这也是这个老牌酒厂达到的鼎盛时期。在这一时期,酒鬼酒曾多次计划扩张产能,这些计划产能合在一起约能生产 2000 吨酒鬼和 2 万吨湘泉,因此被称为“2020”工程,全部完工是在 1999 年前后,可惜自从完工之后就没有投入使用。

第二阶段: 艰难的改革

时间周期: 21 世纪初期至 2006

代表事件: 变身 ST, 股权多次转让

公司性质: 地方国有企业, 民营企业, 合资企业控制

2000 年至 2006 年,酒鬼酒公司的重要人事变更公告频出,其背后反映的问题则是公司在机制、管理、营销等方面所暴露出的一些严重问题。我们整理了当时公司发的公告,对公司董事长的变化做了归纳,根据当时资料,2000 年底公司原领军人物王锡炳离职,宣告早期竞争承包经营模式的结束;2002 年 5 月 8 日,接任王的田家贵董事长离职,彭善文出任董事长,田和彭都是当地政府原领导,事后证明当时政府对企业经营干预是有问题的;同年 9 月 2 日,彭在出任董事长仅 4 个月后辞职,成功集团开始成为实际控制人,酒鬼酒由地方国有企业变为民营企业控股,2002 年酒鬼酒公司出现大幅亏损;2005 年 9 月,刘虹辞职,政府机关出身的杨波出任董事长,政府开始处理陷入危机的局面,2006 年 12 月,通过公开拍卖,中皇公司成为实际控制人,酒鬼酒成为合资企业控制公司,历时 6 年之久的动荡局面终于结束,迎来了大

好局面。

对于当年的是非功过，我们不做过多的评论，总体而言，酒鬼酒公司从起步到壮大、衰落，与当时的宏观经济背景有很大关系，企业因管理机制不健全而导致在关键时刻的决策失误，比如盲目扩大产能、营销改革错位、多元化投资等都是企业后来出现非常困难局面的重要原因，此外，由于时代背景而在当时困扰公司的政府干预、大股东占用上市公司资金也是不可忽略的重要因素。我们更关注的是，这些原因哪些已经完全随着历史而消失，哪些因素还在公司里得到留存。我们认为，酒鬼酒公司几十年来一直是当地纳税大户，对当地财政状况有着举足轻重的影响，这也是当地政府对酒鬼酒公司一直高度重视的原因，随着中皇公司的入主，束缚酒鬼酒发展的体制因素基本消除，法人治理结构逐步完善，实现了“多赢”的良好局面。至于市场无序竞争、假酒“黑天鹅”事件、非法掏空上市公司这些因素，则在国家的治理和法治水平不断提高下基本消除，公司进入了良性发展轨道。

第三阶段：在探索中复兴

时间周期：2007 年至今

代表事件：摘掉 ST 帽子，徐可强的加入与离职，公司业绩开始大幅增长

公司性质：合资企业是实际控制人

中皇公司在成为酒鬼酒公司的实际控制人后，立即开始了对公司的整顿工作，力图实现这一名酒的复兴。中皇有限公司为中方股东中国糖业酒类集团公司持股 50%、外方股东 Everwin Pacific Limited 持股 50%。中皇有限公司中方股东的实际控制人为中国糖业酒类集团公司。中国糖业酒类集团公司创立于 1989 年，目前资产总额超过 30 亿元人民币，年销售额超过 50 亿元人民币，该公司在全国拥有 20 多个子公司，分布于 17 个省市自治区，为国内最大的糖酒营销企业，拥有全国性食糖酒类营销网络和物流体系和与外资连锁经营的经验，每年主办的春秋两季全国糖酒商品交易会，在国内外食品行业中影响巨大，每届糖酒会成交额均超过百亿元人民币。中国酒类流通协会是全国性的酒类流通行业协会，其常驻机构设在中糖集团。中糖集团与日本伊藤洋华堂株式会社、伊藤忠商事株式会社共同投资组建的华糖洋华堂商业有限公司，是经国务院批准的首家中外合资零售连锁企业，目前在北京、成都已有 8 个连锁店。

中皇有限公司外方股东香港 Everwin Pacific Limited（中文简称皇权集团）是植根于香港特别行政区的跨国企业集团，多次跻身于世界十大免税经营者行列，是唯一入榜的亚洲免税业经营者，主要业务为投资和经营免税店，供应免税烟、酒、香化、精品、食品和其他免税品，为出入境口岸免税店提供设计及管理资讯服务等。此外，皇权集团（香港）还致力于香港本地的铁路、地产、餐饮、健康护理、体育等产业。皇权集团（香港）多年来成功运营和参与合作了中国大陆、香港、澳门、台湾、新加坡、日本、泰国和澳大利亚的机场、机上、码头、火车站、陆路边境和市内等各种类型免税店，与全球著名免税品品牌及供应商建立了紧密的战略合作伙伴关系。

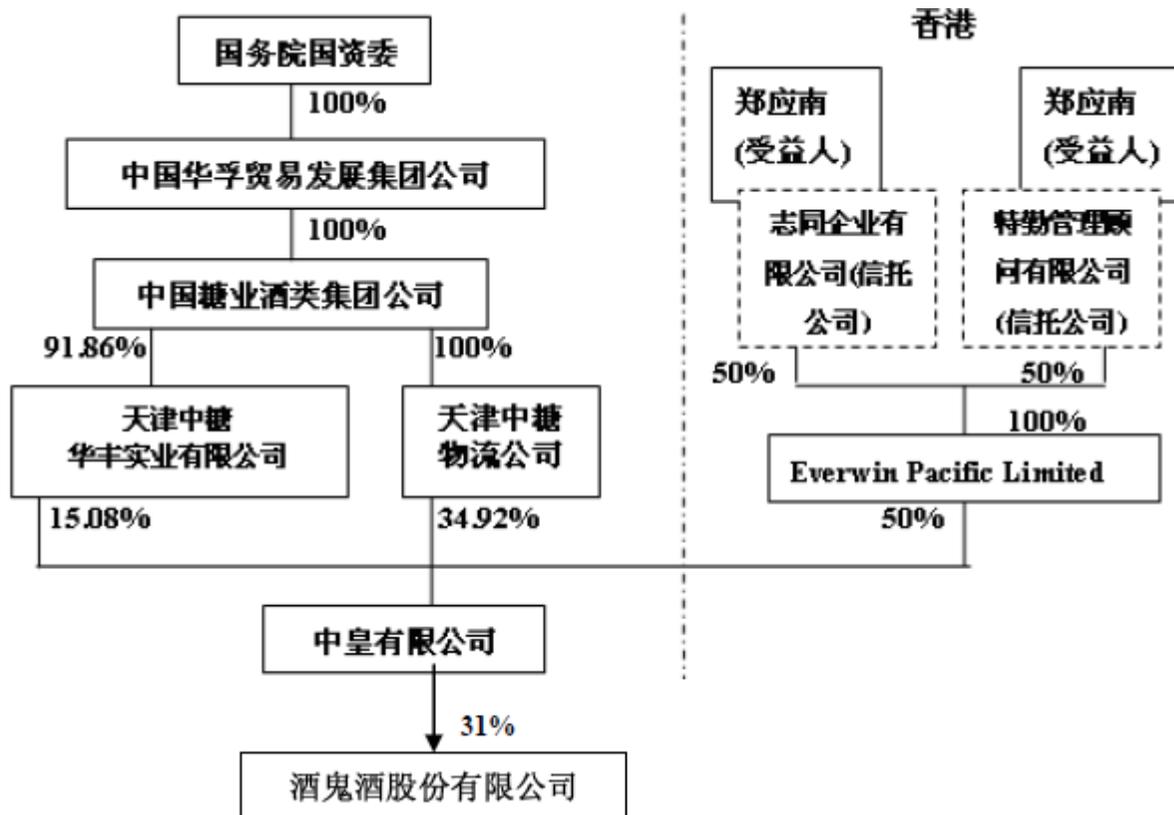
从中皇公司的中外股东背景来看，对从事白酒公司的经营还是有一定优势的，但这种优势更多的是集中在流通领域，在生产和管理方面则优势不明显，酒鬼酒后来的发展也证实了这一点。中皇公司的两大股东对于经营好酒鬼酒公司的立场是完全一致的，双方利用自身的资源对

酒鬼酒公司进行了全方位支持。2007年6月27日，皇权集团与酒鬼酒公司在北京签署战略合作协议，力图使酒鬼酒公司借助皇权集团现有的海外销售网络的支持，将其产品推向海外市场尤其亚洲市场和全球华人市场。皇权集团对给予酒鬼酒公司的支持做出四项承诺：(1)最惠待遇：在酒鬼酒公司利用皇权集团的销售渠道时，皇权集团给予同类厂商的任何优惠政策都将适用于酒鬼酒公司产品。(2)无偿提供管理和咨询服务：皇权集团将利用其长期海外销售经验向酒鬼酒公司无偿提供其产品在海外销售的管理和咨询服务；(3)三公原则：皇权集团和酒鬼酒公司之间的关联交易将遵循公开公平公正的原则，皇权集团保证不利用其实际控制人的地位谋求不正常的利益。(4)加强酒鬼酒公司独立经营能力：皇权集团将通过为酒鬼酒公司提供人员培训、产品销售信息、介绍客户，根据酒鬼酒公司发展战略的需要，协助其建立独立的海外营销体系，不断加强其在海外市场的独立经营能力。

2007年中国糖酒与酒鬼酒也签署了经营支持协议书，根据协议，中国糖酒向酒鬼酒公司提供支持的具体途径有六个：一是直属销售网络支持，在酒鬼酒公司自己的销售网络建立和完善之前，中国糖酒将以最优惠的政策，在2008年6月30日前支持酒鬼酒公司产品通过中国糖酒已建立的全国食糖营销网络进入食品销售终端进行销售，合作期限不短于两年。二是参股连锁店渠道的支持，中国糖酒将保证酒鬼酒公司产品在2008年6月30日前进入华堂商场及“7-11”便利店等终端渠道，合作期限不短于两年，中国糖酒将借助自己的股东地位使酒鬼酒公司在该终端渠道取得同类产品中最优惠的进入条件。三是借助全国糖酒系统的影响力，使各省市糖酒公司积极支持酒鬼酒公司的销售工作。四是全国酒类流通协会途径的支持，全国酒类流通协会会员目前有约150家，囊括了全国主要的酒类销售企业。作为全国酒类流通协会会长单位，中国糖酒将通过其对会员单位的影响力增强全国酒类销售商对酒鬼酒公司产品的信心，为酒鬼酒公司产品销售提供一个良好的环境。五是物流支持，中国糖酒将根据酒鬼酒公司产品销售规划的需要，以最优惠的政策，向酒鬼酒公司提供物流方面的支持，其中包括中国糖酒在北京、天津、廊坊、宁波、南通、郑州、漳州、北海、成都、青岛、营口等全国十几个城市所拥有的大型周转仓库，酒鬼酒公司可以按成本价格使用上述仓库。六是中国糖酒承诺以最优惠的条件为酒鬼酒公司在自2007年糖酒会起的未来至少三届糖酒会上提供有利的展位，使酒鬼酒公司以较低的成本换取理想的宣传效果、重新展示酒鬼酒公司的形象，争取订单。

2007年，中国糖酒承诺重点协助酒鬼酒公司进行的工作有五项：产品规划顾问、商业信誉支持、销售服务、人才培养及人才引进，并在第一时间引入了酿酒专家吴晓萍和营销专家范震。吴晓萍后来在推动酒鬼酒产品技术创新方面发挥了重要作用，而范震至今仍是公司管理层重要成员。

图 2：公司实际控制人关系图



中皇公司的两大股东对酒鬼酒公司高度重视，给予了大力支持。

资料来源：公司公告

中皇公司入主酒鬼酒后，进行了一系列的改制及整顿工作。2007年至今，公司的新发展阶段又可以分成三个大的区间：第一个区间是从2007年到2009年初，由中皇公司主导的企业整顿阶段；第二个区间是从2009年初到2010年9月，是由从外部聘请的徐可强主导的改革阶段；2010年9月至今，则继续由中皇公司原领导班子继续主导企业经营。这三个区间都是以恢复性发展为主，公司面临的资金压力较大。

在第一个区间内，酒鬼酒完成了企业改制和国有企业员工身份置换工作，公司对企业无形资产、固定资产、流动资产全面进行了清理，进一步消化处理了不良资产和无效资产，先后出售子公司湘西医药公司、保靖陶瓷公司全部股权，通过进行债务重组减轻了企业负担，这些措施使企业资产质量更为优良、资产结构更趋合理、主业地位更为突出、企业资产运营效率进一步提高。同时公司对产品定位、产品系列、产品包

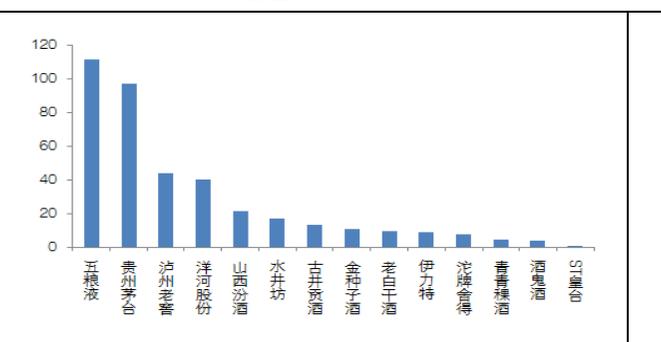
装进行了重新规划和设计，对外输出或合作品牌进行了清理整顿。在营销方面，按照大区建制分别配备人、财、物资源，实行“一区一策，一地一策，一店一策”，取得了明显效果。2008年7月8日，在公司洞藏文化酒基地凤凰县齐梁洞封藏了七年之久的“洞藏文化酒”如期启封，由湘西州人民政府牵头主办了盛大的“酒鬼洞藏文化酒启封大典”仪式，进一步提升了酒鬼酒的文化附加值。

经过努力，2007年，公司实现扭亏为盈，2008年公司营业收入出现大幅增长，但由于同期销售费用增长过快，使2008年的净利润反而低于2007年。总的看来，在第一个区间内，由于大股东的积极支持，在企业管理层的努力下，酒鬼酒的业绩出现了明显好转。

在第二个区间内，由于中糖集团力邀，原五粮液元老徐可强加入酒鬼酒公司，加强了公司在产品质量、企业管理和销售网络等方面的工作。这段时间，公司的宗旨是“以质量为本、以产品为重点、以销售为龙头、以管理为基础、以企业文化为动力、争创中国酒业一流品牌”，为全面“复兴酒鬼”打下了基础。2009年度，公司实现营业收入36490.29万元，较上年同比增长11.76%；实现工业总产值6.2亿元，较上年同比增长121.4%；实现净利润5848.44万元，较上年同比增长42.07%。

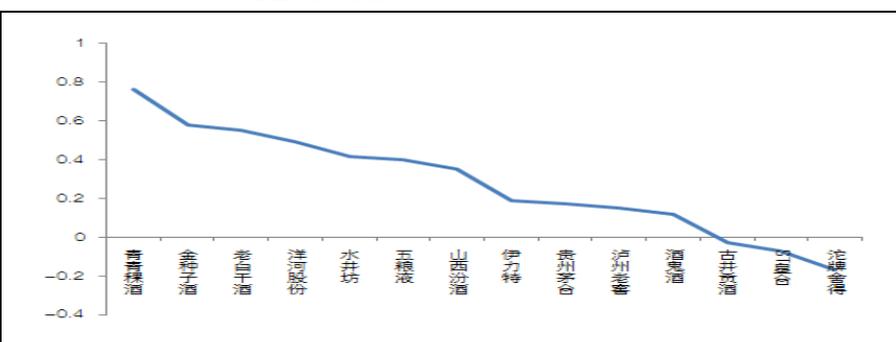
从2007年到2011年，酒鬼酒基本完成了恢复性发展，即将进入快速扩张阶段。

图 3：2009 年白酒公司营业收入比较



资料来源：信达证券研发中心

图 4：2009 年白酒公司营业收入增速比较



资料来源：信达证券研发中心

尽管2009年公司在恢复性发展方面取得了一定成绩，但与同期同类公司相比，差距还是非常大的。2009年，在摆脱金融危机的影响后，白酒行业取得了较大发展，行业产量增速为23.82%，营业收入和利润增速都以近40%的幅度快速增长，整个行业呈现出良好发展局面。一些龙头公司比如五粮液和茅台，营业收入成倍增长，和酒鬼酒的增速形成明显反差。这也为2010年酒鬼酒再次换帅埋下了伏笔。徐在酒鬼酒期间作出的一系列决策，如最大限度地砍掉贴牌产品，推出封坛15年和20年新酒鬼，推广大经销商模式，完善内部管理制度等都为后来公司的发展作出了铺垫。但是洞藏系列的推广则没有取得预期成绩。

第三个区间则是以2010年8月中皇公司夏心国再次回到酒鬼酒总经理职位上为标志，延续至今。由于酒鬼酒2010年和2011年的业绩表现非常突出，我们认为大股东对公司管理层的表现是非常满意的，从管理层人员的薪酬出现大幅上升可以确认这一点，因此我们判定酒鬼酒公司

管理层将保持稳定。同时，中糖集团和皇权集团派驻酒鬼酒的管理人员在从2007年开始的经营中已积累了丰富的经验，对白酒行业的认识不断深化，管理水平不断提高，酒鬼酒的管理层在团结一致做好酒鬼品牌方面一直是高度统一的，这也是公司未来能继续顺利扩张的基础。在第三个区间，公司的信用得到了充分恢复，成功完成定向增发，财务结构得到极大改善，公司各项经营指标在不断好转。

2011年年报显示，实现主营业务收入9.62亿元,同比增长71.61%；归属公司股东净利润1.93亿元，同比增长142.54%；每股收益0.593元。公司2011年末预收账款创历史新高，达到4.51亿元，较2010年末增加3.22亿元，公司呈现出罕见的高增长态势。我们的判断是，从2007年到2011年，公司用了四年的时间基本完成了恢复性发展，即将进入扩张性发展阶段，未来业绩有望保持连续高速增长，根据我们的测算，如果到2015年完成50亿的销售额，那么公司12-15年的营业收入年化增长率将保持在50%以上。我们认为这种可能性还是比较高的，我们也将在今后的论述里详细论证。

信达研究中心提出了独创的白酒行业发展阶段划分方法：初步发展阶段，市场调整阶段和深化发展阶段。我们认为十二五期间白酒行业仍将保持快速发展，这也是酒鬼酒能顺利实现50亿销售收入目标的重要环境保障。

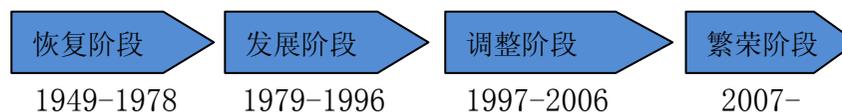
白酒行业分析：十二五期间仍将保持快速发展

我国白酒行业的发展规律

白酒是中国特有的一种蒸馏酒，以曲类、酒母为糖化发酵剂，利用淀粉质(糖质)原料，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿和勾兑等环节酿制而成。白酒行业是中国特有的传统产业，历史悠久，文化积淀深厚，生命力旺盛，是中华民族宝贵的文化遗产。白酒因其独特的酿造工艺、蒸馏技术和特有的风味，在世界蒸馏酒类产品中独树一帜，与白兰地、威士忌、伏特加、朗姆酒、金酒等并列为世界六大蒸馏酒。由于几千年的文化传统和饮食习惯，白酒已经成为各类社会交往活动和居民日常生活中必不可少的消费品。

按照香型分类，目前我国白酒主要有浓香型、清香型、酱香型等六大香型，其中浓香型代表有五粮液（多粮）、国窖1573（单粮）；清香型代表有汾酒、青稞酒（青稞原料）、红星二锅头（二锅头工艺）；酱香型代表有茅台酒，酒鬼酒则是馥郁香型的典型代表。

按照一般的研究分类，新中国成立后，白酒行业经历了恢复、发展、调整、繁荣四个不同阶段。



我们对我国白酒行业的发展做了重新梳理。我们把1989年到1997年列为初步发展阶段，把1998年到2005年列为市场调整阶段，把2006年至今列为深化发展阶段。在初步发展阶段，大量酒企涌现，白酒产量增加迅速，但行业发展不规范，假冒伪劣盛行，缺乏完善的治理政策。在市场调整阶段，白酒企业普遍遭遇负增长困惑，亚洲金融危机和国内经济结构调整对行业的影响较大。在深化发展阶段，白酒企业的发展呈现出以产品创新、文化带动、深度营销等为主要特点的新局面，行业发展不断规范，虽然企业数量仍然众多，但企业间分化已非常明显，龙头

企业的地位对行业发展有着重要影响。

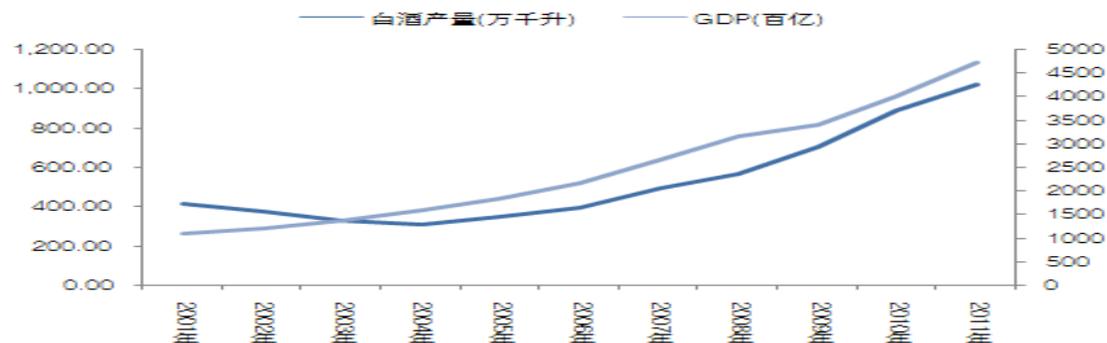
我们这样划分的理由主要是：第一，我国1988年放开13种名酒的市场价格标志着行业进入自主发展阶段，但无序竞争等问题很突出，属于初步发展阶段；第二，国家在1998年时对白酒产量统计方法做了调整，使前后的差异比较大，对研究的准确性提出了挑战，我们认为1999年之后的数据用来做研究更严谨些，1988年之前的数据意义不是太大。



从时间周期来看，我国白酒行业具有弱周期特点，平均8-9年为一个发展阶段。如果这个规律得以延续，那么白酒行业未来的拐点最有可能出现在2015年前后。从影响因素来看，宏观经济、行业政策、税收政策、区域经济、消费习惯等都是影响白酒行业发展的重要因素。从行业结构来看，白酒行业生产企业众多，行业集中度不高，竞争激烈，最接近于完全竞争，但行业龙头的影响巨大。

我们用1999年至2011年的GDP和白酒行业营业收入及白酒产量做了统计分析，发现GDP与白酒行业的营业收入和产量关联程度很高，相关系数分别高达0.95和0.94，用因素分析法可以发现，除GDP外，白酒营业收入和人口总数、人均收入、社会消费品零售额、和财政收入都有一定的关联性。在加入了宏观经济预期假设（十二五期间GDP年均增长8%）并考虑到行业景气周期等影响因素，我们用模拟法估算出2012年白酒行业产量大约将增长20%至1230万千升，营业收入则将增长30%至4870亿左右。在整个十二五期间，由于GDP预计将逐渐下行，因此白酒行业发展速度也将相应放缓，但整体仍处于高景气区间。这也是酒鬼酒得以顺利实现扩张性发展的重要外部环境。

图 5：2001 年至 2011 年白酒产量与 GDP 关系图



资料来源：信达证券研发中心

当前白酒行业的特点与未来趋势

高端化、全国化是白酒行业的发展趋势。近年来，在茅台等高端白酒的带动下，白酒行业的景气度不断攀升。原浆酒、年份酒更直接推动

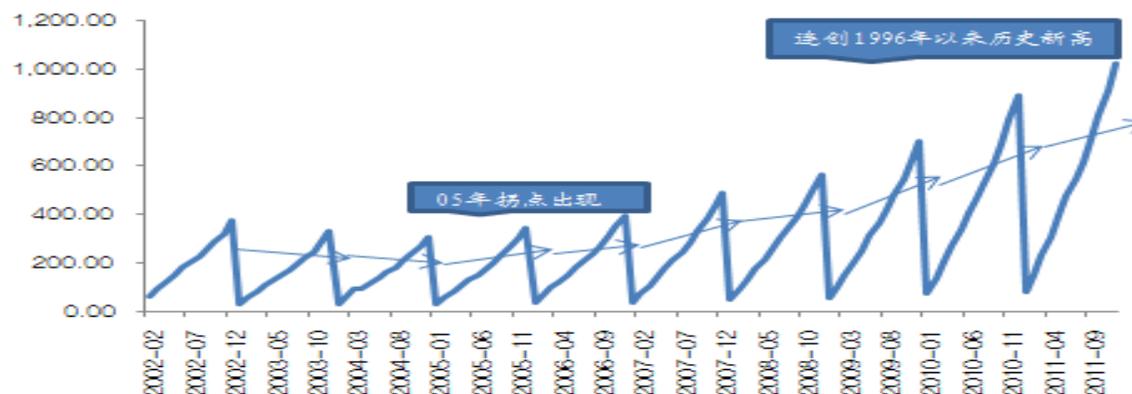
白酒行业持续快速发展。从2011年销量增速来看，中档白酒的发展速度最快，但盈利能力最强的还是高档白酒。我们判断，在2012年，主要面向个人消费的中端白酒在宏观经济减速时销售增速有望大幅超越近年来的高端白酒。从长期来看，随着消费升级的持续，高端化仍将是白酒行业发展的趋势。

产业资本对白酒行业投资热情高涨。白酒的投资功能不断得到市场认可，基于原酒的投资理财产品受到投资者追捧，2012年种趋势很有可能会延续。产业资本从投资的角度对进入白酒行业表现出浓厚兴趣，继联想等企业投资白酒制造后，预计将有更多的产业资本进入白酒行业，加速行业整合，提高行业集中度。

产量连创新高，行业经济效益快速提升。2006年以来，白酒产量不断创出历史新高，2011年产量达到更是1025.6万千升，同比增长30.7%。从经济效益角度看，近年来，行业整体始终保持利润增速>营收增速>成本增速的良好发展态势。

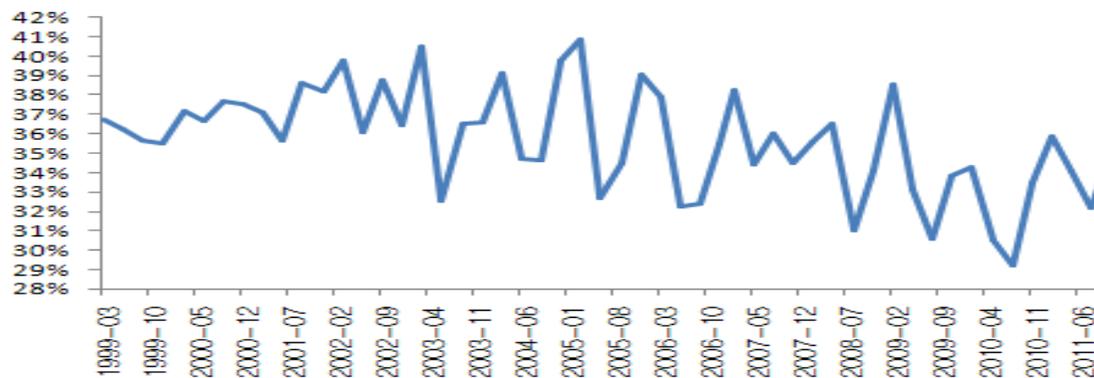
白酒行业分化成三个阵营。一线阵营是以“茅五洋”为代表的优秀全国性品牌公司，其核心竞争力在于品牌知名度高、渠道分布广、产品质量优和消费基础稳定，这些公司产品的零售价格也相对较高，其价格变动决定着行业的发展。二线阵营是以山西汾酒、古井贡酒等为代表的酒企，其优势在于产品类型丰富、有深厚文化基础，机制相对灵活。三线阵营是以酒鬼酒、沱牌舍得为代表的企业，其核心竞争力在区域市场相对较强，产品价格普遍低于一线品牌，与二线品牌有一定的重合。其特征是具有后发优势，正在快速增长。

图 6：白酒累计产量(万千升)



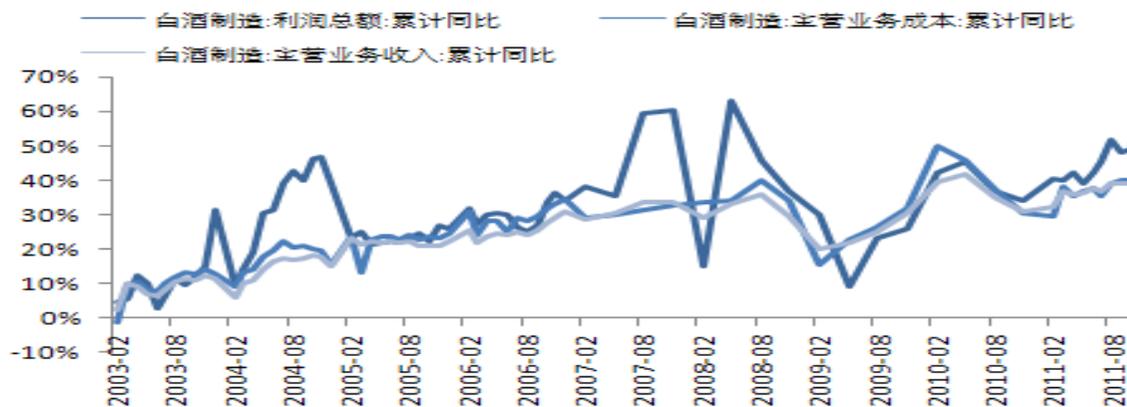
资料来源：信达证券研发中心

图 7: 白酒行业毛利率 (季)



资料来源: 信达证券研发中心

图 8: 白酒行业财务分析



资料来源: wind, 信达证券研发中心

酒鬼酒重点市场容量预测

酒鬼酒当前销售市场主要在湖南, 占全部市场份额的 38%左右, 其余 62%为省外市场, 主要集中在华北和华南两个地域。根据公司的销

售规划，未来市场的增长点还主要在湖南、华北和华南三地。我们对这三个地方的重点市场做简单分析，以测算酒鬼酒的增长空间。

表 2：三大销售中心 2011 年整体销售情况（税前）

三大营销中心 大区覆盖范围 设置	销售收入	2012 年预计
湖南本土市场 湖南省内	3.7 亿	2012 年计划上 8 亿
北方营销中心 京津、山东、山西、河南、湖北、河北	3.0 亿	
南方营销中心 广东、广西、福建、海南、江西	2.9 亿	
总计：	9.6 亿	2012 年预计在 16-18 亿

资料来源：wind，信达证券研发中心

表 3：2011 年重点市场相关数据及市场估计

	全国	湖南	湖南/全国	河南	河南/全国	山东	山东/全国	广东	广东/全国
GDP (亿)	471,563.70	19,635.19	4%	27,232.04	6%	45,429.20	10%	52,673.59	11%
人口 (万)	134,091.00	6,570.00	5%	9,405.00	7%	9,588.00	7%	10,441.00	8%
社会消费品零售总额 (亿)	181,225.80	6,809.03	4%	9,322.90	5%	16,675.89	9%	20,246.72	11%
城镇居民人均可支配收入 (元)	21,809.78	18,844.05	8.6%	18,194.80	8.3%	22,791.84	1.05%	26,897.48	1.23%
2010 年财政收入 (亿)	83,080.00	1082.00	1%	1381.00	2%	2751.00	3%	4517.00	5%
白酒市场容量估计 (亿)	3747	168		224		370		410	
11 年酒鬼营收 (亿)	9.6	3.7		0.8		0.8		1.3	

资料来源：wind，信达证券研发中心

我们以 2011 年各重点省份的社会消费品零售总额为主要依据，参照人口、人均收入和财政情况，对湖南、河南、山东和广东四个重点省份的未来白酒市场容量做了粗略测算，得到的结果是湖南白酒市场容量约为 168 亿，河南为 224 亿，山东为 370 亿，广东为 410 亿。基本计算方法：假设各省的白酒消费水平和社会消费品整体情况基本相似，用白酒全国市场容量值乘以各省消费品零售额在全国的占比，就得到基本值，再用人口、收入方面的数据进行适当修正。

从酒鬼酒 2011 年的销售情况来看，内参及酒鬼系列贡献了 6.1 亿营业收入，占到总收入的 63.54%。按照公司的销售计划，2012 年开始将适当加大洞藏系列和湘泉系列的销售力度，但总体上预计仍将以中高档为主。我们假设 2011 年湖南、河南、山东、广东的中高档酒市场占比分别为 30%、32%、35%和 40%，而酒鬼酒在这四个市场的份额占比分别假设为 20%、10%、8%及 6%，则可以大致得出四省酒鬼酒中高档酒系列理论市场容量分别为 10 亿、7.20 亿、10 亿及 10 亿在湖南市场有一倍以上潜在空间，而在外省则有 9-10 倍潜在空间，显然酒鬼酒未来增长空间巨大。我们的计算是建立在静态模型基础上，如果考虑到行业的动态增长，那么空间更为广阔。理论上讲，如果南北两个销售中心工作进展顺利，那么在 2015 年突破 50 亿的销售额是完全有可能的，未来重点省份市场很有可能出现快速增长。

我们认为，酒鬼酒未来市场开拓进展将主要取决于产品规划及营销战略，关注酒鬼酒能否沿着理想的道路顺利前进，应主要考察这两方面的动态情况。

公司分析：竞争优势、长远目标与存在的问题

公司产品具有较强的竞争力

独特香型使酒鬼酒成为白酒代表品种

酒鬼酒原本承自湘西悠久的民间传统工艺，原属于兼香型，后来在酿酒大师的精心研制下，依托湘西独特的自然地理环境和地域文化资源，在传承湘西民间酿酒工艺基础之上，又大胆吸纳大、小曲工艺各自优点，将三种工艺有机揉和而形成的独特工艺，独创中国白酒“馥郁香型”，在中国白酒界独树一帜。2005 年被鉴定为第六大香型，实现了中国白酒的创新发展。近年来，在知名白酒专家和勾调大师的带领下，通过大量分析库存基酒和改进生产工艺，对“馥郁香型”酒鬼酒的酒体风格进行持续深度开发，进一步提升了产品的品质内涵。

“前浓中清后酱”是酒鬼酒的特色。酒鬼酒采用多粮颗粒原料，经小曲培菌糖化，大曲配醅发酵，用泥窖提质增香，选深山洞穴储存陈酿，再经粮醅清蒸清烧，精心组合勾兑而成。入口感觉浓香醉人，至口中感觉淡淡清香，入口后回味感觉如同茅台。品一酒而知中国酒之大类。

泉水酿制、洞藏和二次发酵是酒鬼酒的独到之处。湘西气候怡人，地处云贵高原的余脉武陵山区，属亚热带湿润季风气候，空气温润、气候温和、四季分明、雨水充沛；生态环境保持良好，酒鬼酒酿造基地三面环山、丛森茂密、溪流潺潺；湘西拥有最优质的黄土壤，富含铁、钙含低，质地细腻，粘度适宜持水性强，PH 值在 6 左右，是南方特有的生产优质窖泥的首选泥种。优质的泥种加上理想的微生物环境驯良的菌源、神秘的窖泥培养配方和现代技术运用，产生出富含多种有益微生物、利于酒鬼酒发酵生香的优质窖泥，这是成为酒鬼酒风骨的关键所在；基酒在进入凤凰藏酒山洞后，再经微生物作用而二次发酵，使口感更佳。湘西拥有最清澈的泉水资源，特别是湘酒鬼公司有龙、凤、兽三泉喷涌，清澈甘甜无异味、春夏不溢、秋冬不涸、水温冬暖夏凉，成为酿制酒鬼酒的绝佳“血液”。

酒鬼文化使产品具有了强大竞争力

我们认为在中皇公司入主之前的近二十年的发展里程中，酒鬼酒积累了三样宝贵财产：酒鬼文化与品牌、大量优质基酒、独特的制造工艺。其中酒鬼的文化与品牌是经多年发展培育形成，几代消费者对此都有深刻印象，是酒鬼酒公司后来走出困境，逐渐从恢复性经营发展到扩张到经营的重要文化基础。酒鬼文化是在继承湘西古老的酿酒文化基础上，经酒鬼人不断发展和创新形成的。

湘西位于荆楚文明之西隅、巴蜀文明之东陲，古有“武陵蛮”地和“五溪蛮”地之称，在湘西独特而瑰丽的民族文化景观中，酒文化就是其中的一朵奇葩。湘西自古素有“醉乡”之称，而横穿湘西的酉水素称“酒河”。后来的考古工作也证明，住在武陵山区湘西少数民族善造美酒，自古湘西出美酒。

1985 年，著名画家黄永玉为湖南湘泉酒业设计了酒鬼酒的包装：瓶体采用土陶工艺制成，质朴、典雅、瓶形是扎口的麻袋造型。一侧有看上去充满东方式幽默的酒鬼背酒鬼的写意画，另一侧有似收藏印章一样打着“无上妙品”四个大字。这与瓶标上红底黑字狂草体的“酒鬼”二字里外呼应，动静结合，是典型的异类包装。酒鬼酒幽默的名字，孤绝奇异的瓶子和瓶子上由黄永玉亲自撰写的酒鬼写照再配上一副情趣十足的《酒鬼图》，成全了文化酒的一个绝妙品牌。酒鬼酒在之后的经营中始终把酒鬼文化作为重要的支柱，在市场中奠定了自己的品牌地位。酒鬼酒和沈从文、黄永玉、宋祖英被并列为湘西四个文化名片。

酒鬼发展的前期，曾出现 200 多种产品，后几经变革，形成了现在以洞藏为尖端产品、内参为高端、酒鬼系列为次高端、湘泉为中低端的全方位系列。其中内参和封坛 15 年红坛、50° 标准酒鬼是公司现在销售最好的产品。

表 4：酒鬼酒产品结构及销售收入

尖端产品	洞藏（零售价在 2000 元左右）	2011 年销售 3000 万
高端产品	内参（零售价 1580 元左右）	2011 年销售 3 个亿
次高端产品	封坛 15 年（红坛，600 元）、封坛 20 年（紫坛，800 元），还有 8 年和 12 年系列	2011 年红坛销售 1.4 亿，紫坛销售 6000 万左右
	50° 精品（400-450 元）、52° 标准新酒鬼（零售价 530 元左右）	50° 精品销售 1.4 亿，52° 标准销售 7000 万左右
中低端产品	湘泉系列（20 元-220 元）：原浆系列、锦绣潇湘、湘泉王、少量贴牌产品等	2011 年总体销售 2.2 亿左右

资料来源：信达证券研发中心

表 5：酒鬼酒画作及洞藏、内参产品图片



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

差别化营销战略初见成效

公司明确了“精耕湖南、做透亮点，拓展全国、突出重点，加大促销、活跃终端，整合资源，抢占高端”的营销战略思路，确立了湖南本土市场、北方市场营销中心和南方市场营销中心的三大销售中心市场。公司对省内市场和省外市场现在实行的是差别化策略，即以大客户入股组建的湖南销售公司负责省内运作，以南北方营销中心为突破口的自主运作。

2010年7月，公司成立了酒鬼酒湖南销售公司，采取大客户联盟的方式，由酒鬼酒供销有限公司与13家经销商共同出资9550万元成立，其中，酒鬼酒公司通过其子公司酒鬼酒供销公司持股20.95%。湖南销售公司事实上就是湖南省内总代理，但与一般总代理不同的是，公司派人直接参与湖南销售公司的运作和管理。在具体运作方式上，酒鬼酒公司以内部价格销售产品给湖南销售公司，而由湖南销售公司负责市场运作和渠道管控，并承担相应费用，酒鬼酒按持有股份享受销售公司利润。这种做法受到大客户的积极拥护，目前酒鬼酒产品在湖南已经实现“无缝覆盖”，即每个县都有产品经销网点。公司年报显示，2011年，湖南销售公司实现营业收入4.32亿元，实现净利润2251万元。

2011年1月，公司成立北方销售中心，主要负责河北、河南、山东、北京、天津、山西六省市的销售工作，北方中心总部设在石家庄，2012年公司将在河南建设物流基地，预计将大幅降低运输成本。2011年7月，公司成立南方销售中心，主要负责广东、广西、福建、江西、海南五省销售工作，南方中心总部设在广州。北方营销中心目前的主要任务为探索模式、培养人才，参照湖南经验，在山东、河南、河北持续推进百强县工程；南方营销中心目前模式以“广东招商”模式为主，通过经销商实现大突破。按照公司规划，东北、华东、西南、西北将来都要寻找经销商，结合公司自身的资源，逐步取得进展，把酒鬼酒成功塑造成为全国性大品牌。

公司产能充沛

公司理论产能在3万吨左右，其中有2万吨产能是由于“2020”工程所建设形成，当前公司生产是根据市场销售情况做动态调整，生产能力不存在短板问题，主要是资金紧缺、设备陈旧，厂房老化、存储仓库不足、包装工艺待提高等问题制约着公司发展，为此，公司于2011年非公开发行股票，募集资金4.40亿元，实际到账资金净额为4.23亿元。此次发行募集资金将用于投资“馥郁香型”优质基酒酿造技改项目，基酒分级储藏及包装中心技改项目、营销网络建设项目、品牌媒体推广项目。随着募集资金到位，公司的产能将进一步优化，产品质量将更加稳定，各项工作都将迎来新局面。

政府积极支持酒鬼发展

湖南省政府及湘西自治州政府对酒鬼的发展一直都非常关注，给予了大力扶持。除给予资金、政策扶持外，还在许多单位把内参和酒鬼作为指定消费品。酒鬼酒在湖南高端市场的竞争优势比较明显，基本是一支独秀，其他地方品牌比如湘窖、浏阳河、武陵酒等，与内参和新酒鬼的定位不在一个水平上，都属于中低档次，这就意味着随着湖南白酒消费市场的扩张，酒鬼酒在本地高端市场的发展前景相当乐观。

2011年，湖南省政府办公厅下发《关于促进湘酒产业健康发展的意见》，《意见》指出政府将从财政、金融、土地使用等三方面助湘酒做强做大，重点扶持浏阳河酒、湘窖、酒鬼、开口笑、武陵、德山、天之衡、润帝、胜景山河等品牌发展，力争到2015年，培育年销售收入超过30亿元和20亿元的白酒生产企业各1家。我们认为，作为湖南唯一的一家白酒上市公司，酒鬼酒将是从这个文件里受益最多的企业之一。根据公司高管介绍，在其他省份，比如新疆等地，由于有不少在湖南工作过的老领导，因此，在这些地方推广酒鬼酒也受到当地政府部门的支持。

公司愿景是回归白酒行业一线阵营

公司未来几年战略规划是“做响洞藏、做精内参、做强酒鬼、做大湘泉”，2012年在做精内参、做强酒鬼的基础上，将重点运作洞藏和湘泉品牌，长远目标是重新回归白酒第一阵营，成为全国性大品牌。公司在长沙设立了运营中心，而生产基地继续保留在吉首，实现了生产和公司运营的分离，可见其发展愿望之强烈。我们预测，公司的2015年销售目标额有可能提高到50亿元，我们在之前的分析里已经论证过，这一目标是完全有可能实现的。由于同类公司发展速度基本都很快，我们认为就是在2015年实现了50亿的销售额，公司也只能是从三线阵营进入了二线阵营，而离百亿以上的一线阵营仍有很大差距。

存在的问题

产品设置成型，但主打产品不够突出。由于历史原因，公司曾有大量贴牌产品，后几经治理，逐渐形成目前的洞藏、内参、酒鬼和湘泉四

大系列，虽然都是酒鬼品牌，但内参在2011年取得的发展成绩远胜于洞藏系列，而15年红坛和新酒鬼在产品档次区分上不是很明显，公司未来的主打产品不是很清晰，仍需要在市场中探索。公司虽经谈判后与珠海塔鑫重新签定了合作协议，但市场效果仍有待观察。

差异化营销策略的前景有待于观察。湖南省内的销售策略与泸州老窖的“柒泉模式”有异曲同工之处，对湖南市场的作用非常明显，然而省外市场究竟是沿用这一模式还是采取经销商代理，现在还不是很明确。

完善管理层的激励机制是一大难题。公司现在对管理层的激励方式基本是通过薪酬、奖金实现，缺乏股份、期权等措施，因此如何保证现有管理团队的积极性是困扰公司的一大难题。由于中糖集团是国有企业，因此酒鬼酒的管理层股权激励计划必须经过国资委批准才能实现，难度比较大。

信达观点：公司即将进入扩张发展阶段

经过对公司的深入分析，我们提出自己的观点：酒鬼酒公司即将告别恢复性发展阶段，进入扩张发展阶段，公司未来几年高成长是可以预期的，业绩将在12至15年得到进一步释放。根据历史数据，2010年公司营业收入同比增长53.60%，净利润增长56.09%，2011年公司营业收入同比增长71.61%，净利润增长135.37%，实现连续两年快速增长，且远高于行业平均速度，拐点迹象明显。2012年一季度公司营业总收入同比增长182.74，归属于上市公司股东的净利润增长466.93%，呈现加速发展态势。我们认为公司目前处于2000年以来最好的发展时期，在白酒行业整体向好和公司经营日趋完善的背景下，公司将迎来快速扩张阶段。

我们根据模型预测，2012年归属母公司的净利润将达到3.72亿，可以彻底弥补剩余3.1亿历史遗留亏损，公司的未分配利润近十年来将首次出现正值。公司的良性运营将为后续扩张积累所需资金，从而加速市场扩张。由于公司多年未进行分红及送配，在优质白酒上市公司纷纷以优厚再分配回报股东的背景下，我们认为公司在未来出台回报投资者的再分配政策是完全可以期待的。

相关假设及盈利预测

我们认为酒鬼即将进入扩张性发展阶段，从盈利预测看，2012年和2013年的业绩增长具有爆发性。

未来三年产品销售情况假设

- 1、洞藏系列在公司和塔鑫的力促下销售会逐渐有进步，但考虑到洞藏是以创造品牌为主，而且国家对高端白酒开始有所限制，我们预测公司12-14年增速为33.33%、37.50%和38.18%，在所有产品中是增长最慢的，因为其基数低，所以我们假设增速是逐渐上升的。
- 2、因为内参酒的销售持续超预期，我们假设其销售额将在2012年取得翻倍，而且将持续成为公司重要的赢利点，但增速逐渐下降。
- 3、酒鬼酒2012年的增速与2011年71%的增速基本持平，其后逐渐下降。
- 4、考虑到公司2012将重点推进湘泉系列，以及现在中低档白酒整体热销的局面，我们在2011年70%的增速基础上适当上调湘泉系列销售

收入增速至 72.81%，其后逐渐下降。

5、我们假定酒鬼系列的毛利率是缓慢上升的，湘泉系列毛利率基本持平，内参毛利率在 2012 年上升后逐渐稳定，洞藏毛利率基本稳定。

6、因公司已度过 5 年的所得税减免期，假设公司从 2012 年起所得税率恢复为 25%。

表 6：分产品盈利预测假设（亿元）

产品	类别	2011A	2012E	2013E	2014E
洞藏系列	销售收入	0.30	0.40	0.55	0.76
同比增长			33.33%	37.50%	38.18%
毛利率		95.00%	94.00%	94.00%	94.00%
内参	销售收入	2.93	5.90	9.00	13.14
同比增长			101.37%	52.54%	46.00%
毛利率		90.35%	91.65%	92.65%	92.65%
酒鬼系列	销售收入	4.14	7.12	11.35	15.62
同比增长		71	71.98%	59.41%	37.62%
毛利率		79.90%	81.00%	81.50%	82.00%
湘泉系列	销售收入	2.17	3.75	5.90	8.60
同比增长		70	72.81%	57.33%	45.76%
毛利率		40.10%	41.00%	41.00%	41.00%
其他	销售收入	0.08	0.08	0.08	0.08
总计	销售收入	9.62	17.25	26.88	38.20
同比增长		71.61%	79.35%	55.83%	42.11%
毛利率		74.53%	75.96%	76.41%	76.54%

资料来源：信达证券研发中心预测

表 7：利润表假设

指标名称	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入增长率(%)	71.61	79.35	55.83	42.11

营业成本/营业收入(%)	25.47	24.04	23.59	23.46
营业税金及附加/营业收入(%)	15.48	15.20	15.10	14.80
营业费用/营业收入(%)	28.08	25.00	24.00	23.00
管理费用/营业收入(%)	11.24	10.50	10.00	9.00
实际税率(%)	25.00	25.00	25.00	25.00

资料来源: 信达证券研发中心预测

表 8: 盈利预测主要数据

主要财务指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	961.83	1725.00	2688.00	3820.00
同比(%)	71.61%	79.35%	55.83%	42.11%
归属母公司净利润	192.62	371.66	628.10	923.35
同比(%)	142.54%	92.95%	69.00%	47.01%
毛利率(%)	74.53%	75.96%	76.41%	76.54%
净利率(%)	20.03%	21.55%	23.37%	24.17%
ROIC(%)	11.78%	19.81%	24.98%	26.32%
ROE(%)	14.04%	21.32%	26.48%	28.02%
每股收益(元)	0.59	1.14	1.93	2.84
P/E	39.66	26.87	15.90	10.81
P/B	5.6	5.7	4.2	3.0

资料来源: 信达证券研发中心预测

根据模型演示,我们测算出公司 2012-2014 年归属母公司的净利润分别为 3.72 亿元、6.28 亿元和 9.23 亿元,未来三年净利润增速分别为 92.95%、69.00%和 47.01%。净资产收益率在 2012 年将达到 21.32%,公司资源投入回报比明显提高。相应 2012-2014 年的 EPS 为 1.14 元、1.93 元和 2.84 元,我们认为,12 年到 13 年是公司业绩爆发阶段,尤其是按季度计算的营业收入和利润增速将很可能出现持续超出市场预期情形。

绝对估值、相对估值与投资评级

FCFF 估值

考虑到公司未来增长明确,采用企业自由流折现法(FCFF)对酒鬼酒进行估值。因为预期酒鬼酒未来不需借入资金,因此其 $WACC = K_e$ 。

表 9: WACC 计算及假设条件

过渡期年数	2	无风险利率 Rf (%)	3.70%
过渡期增长率	3.00%	市场的预期收益率 Rm (%)	10.70%
永续增长率 g	1.00%	有效税率 Tx (%)	25.00%
贝塔值 (β)	1.24	股权资本成本 Ke	12.38%
加权平均资本成本 WACC	12.38%		

资料来源: 信达证券研发中心预测

根据模型计算出酒鬼酒 2012-2014 年的 FCFF 值分别为: 190.75(百万)、656.74(百万)、1441.30(百万)。敏感性分析结果显示, 在永续增长率为 1%和 WACC 为 12.38%时, 公司每股的价值为 57.51 元。根据模型预测的 2012、2013、2014ROIC 值分别为 20%、25%和 26%, 如果采取 12 年的模拟 ROIC 计算, 每股价值约为 40 元。在本次估值中, 我们采取比较保守的态度, 选用 40 元作为每股合理参考价值, 但公司未来自由现金流预示着每股价值的空间有可能提升到 50 元以上。

表 10: 敏感性分析

永续增长率 g \ WACC	0.75%	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%	1.33%
9.30%	71.67	72.16	72.71	73.32	74.01	74.79	75.68
10.23%	66.12	66.52	66.96	67.46	68.02	68.65	69.36
11.25%	61.13	61.45	61.81	62.22	62.67	63.18	63.75
12.38%	56.62	56.89	57.18	57.51	57.87	58.29	58.75
13.62%	52.55	52.77	53.00	53.27	53.57	53.90	54.28
14.98%	48.86	49.04	49.23	49.45	49.69	49.96	50.26
16.48%	45.51	45.65	45.81	45.99	46.19	46.41	46.66

资料来源: 信达证券研发中心预测

相对估值

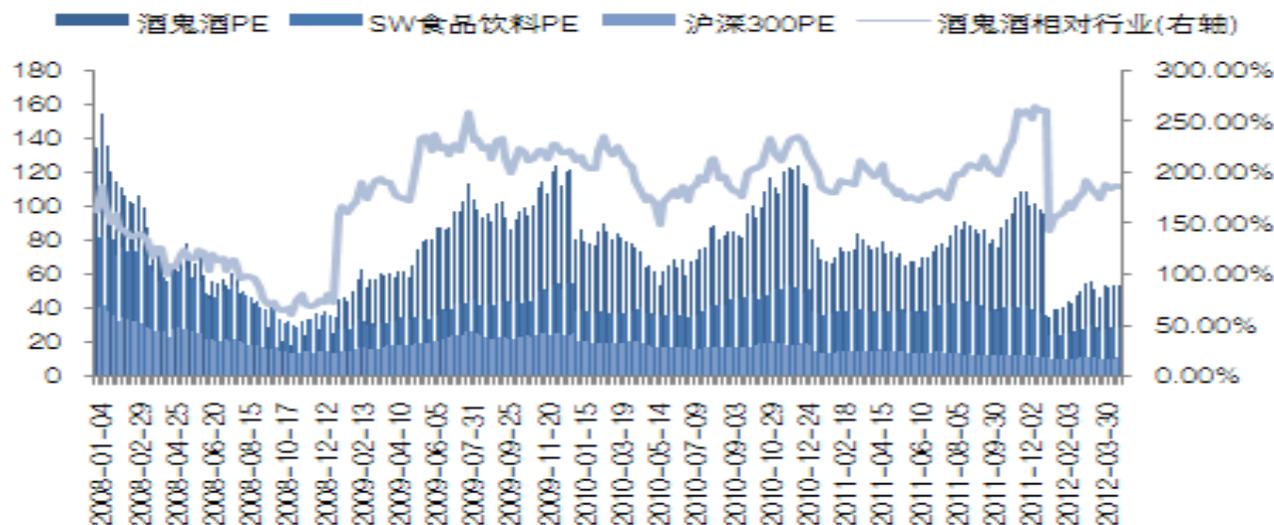
表 11: 同类公司估值比较

代码	股票名称	股价(元)	市值(亿元)	2011A	2012E	2012E	2011A	2012E	2012E
				EPS	EPS	EPS	P/E	P/E	P/E

002646.SZ	青青稞酒	28.48	128	0.54	0.65	0.87	48	45	33
600702.SH	沱牌舍得	30.47	103	0.58	1.04	1.59	50	29	19
600199.SH	金种子酒	21.65	120	0.66	1.05	1.47	32	21	15
600559.SH	老白干酒	27.15	38	0.66	0.81	1.24	42	32	22
600809.SH	山西汾酒	73.13	317	1.80	2.56	3.62	39	29	20
600197.SH	伊力特	13.89	61	0.47	0.63	0.79	29	22	18
000596.SZ	古井贡酒	94.67	238	2.34	3.75	5.43	38	24	17
	中值						39	29	19
	均值						41	29	21
000799.SZ	酒鬼酒	34.35	112	0.63	1.14	1.93	51	27	16

资料来源：酒鬼酒为信达证券研发中心预测，其余公司采用 WIND 一致预期

图 9：相对估值溢价比较



资料来源：信达证券研发中心

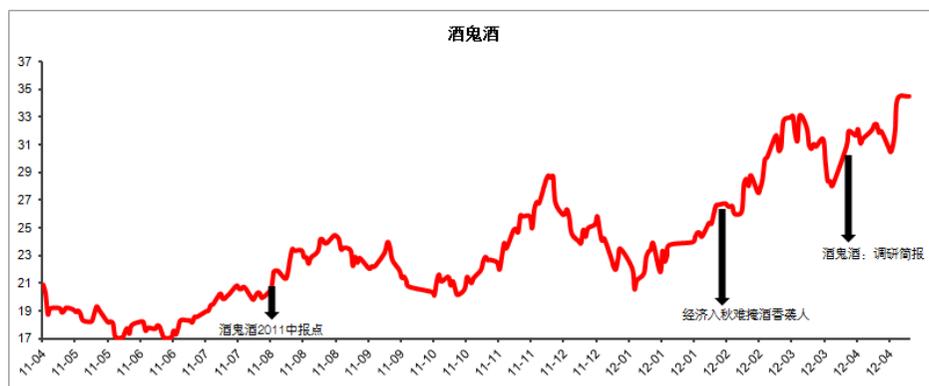
从 2008 年以来,酒鬼酒相对食品饮料行业的相对估值溢价平均水平为 1.8 倍, 按照市场一致预期, 食品饮料 2012 年的 PE 预计为 20 倍左右, 那么酒鬼酒的理论 PE 应在 $20 \times 1.8 = 36$ 倍左右, 每股价格在 41 元左右。

我们又选取了白酒行业里和酒鬼酒较为相近的二线和三线公司做横向比较，按 2012 年同类公司 29 倍平均市盈率计算，酒鬼酒每股价值 33 元，考虑到酒鬼酒正处于高速增长阶段，且市值偏低，我们给予 20%左右的溢价空间，按 35 倍市盈率计算，每股合理价值在 39.90 元左右。

综合估值与投资评级

综合 FCFF 计算结果和相对估值水平，我们认为酒鬼酒未来六个月的合理估值区间为 38-40 元，对应 PE 为 33-35 倍，当前估值水平仍存在提升空间，继续维持“买入”评级。

图 10: 2011-2012 期间信达历史推荐情况



资料来源: 信达证券研发中心

风险因素

- 1、受国家政策影响，洞藏、内参的销售没有预想中乐观。
- 2、行业竞争加剧，使得省外市场扩展不顺利。
- 3、公司知名度提高后出现大量假冒产品。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	787.59	1627.46	2241.88	3052.05	4710.47
现金	198.87	932.90	1074.67	1642.46	2637.99
应收账款	3.58	4.54	24.29	11.40	33.78
其它应收款	65.83	64.29	257.05	159.68	436.87
预付账款	69.57	102.32	173.17	302.91	351.83
存货	447.75	512.21	672.76	912.42	1196.39
其他	2.00	11.19	39.94	23.19	53.60
非流动资产	502.76	521.34	835.15	1207.90	1614.44
长期投资	76.65	15.70	18.46	22.19	25.76
固定资产	324.97	396.06	644.57	936.55	1252.77
无形资产	92.70	90.14	153.59	231.25	319.44
其他	8.44	19.43	18.54	17.92	16.47
资产总计	1290.3	2148.80	3077.03	4259.95	6324.90
流动负债	534.28	776.95	1333.52	1888.34	3029.95
短期借款	190.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	47.91	98.10	139.78	223.01	297.12
其他	296.37	678.85	1193.74	1665.33	2732.83
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	534.28	776.95	1333.52	1888.34	3029.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	756.07	1371.85	1743.51	2371.61	3294.96
负债和股东权益	1290.3	2148.80	3077.03	4259.95	6324.90

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	560.49	961.83	1725.00	2688.00	3820.00
同比	53.60%	71.61%	79.35%	55.83%	42.11%
归属母公司净利润	79.42	192.62	371.66	628.10	923.35
同比	35.20%	144.53%	92.95%	69.00%	47.01%
毛利率	73.91%	74.53%	75.96%	76.41%	76.54%
ROE	10.42%	14.04%	21.32%	26.48%	28.02%
每股收益(元)	0.26	0.59	1.14	1.93	2.84
P/E	89.19	39.66	26.87	15.90	10.81
P/B	9.37	5.57	5.73	4.21	3.03
EV/EBITDA	60.96	39.36	16.59	9.18	5.54

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	560.49	961.83	1725.00	2688.00	3820.00
营业成本	146.22	245.02	414.74	634.07	896.24
营业税金及附加	85.16	148.84	262.20	405.89	565.36
营业费用	202.73	270.07	431.25	645.12	878.60
管理费用	82.00	108.15	181.13	268.80	343.80
财务费用	9.01	-0.14	-35.13	-47.55	-74.91
资产减值损失	-27.64	12.79	5.99	-29.16	7.54
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.92	11.21	8.02	10.38	9.87
营业利润	74.94	188.30	472.84	821.21	1213.23
营业外收入	12.62	17.64	24.58	18.28	20.17
营业外支出	1.29	2.90	1.88	2.02	2.27
利润总额	86.27	203.04	495.55	837.47	1231.13
所得税	7.49	10.42	123.89	209.37	307.78
净利润	78.77	192.62	371.66	628.10	923.35
少数股东损益	-0.65	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	79.42	192.62	371.66	628.10	923.35
EBITDA	116.07	170.39	536.95	909.24	1325.77
EPS (摊薄)	0.26	0.59	1.14	1.93	2.84

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	136.36	506.21	492.92	1000.36	1486.56
净利润	78.77	192.62	371.66	628.10	923.35
折旧摊销	24.30	0.00	76.53	119.32	169.54
财务费用	9.01	-0.14	-35.13	-47.55	-74.91
投资损失	投资	-11.92	-11.21	-8.02	-10.38
营运资金变动	41.61	328.18	83.92	312.43	478.72
其它	-5.39	-3.23	3.95	-1.56	-0.28
投资活动现金流	-35.71	-4.14	-386.28	-480.13	-565.93
资本支出	17.05	76.29	315.01	367.45	402.69
长期投资	-16.65	60.94	-2.75	-3.74	-3.57
其他	-35.31	133.10	-74.02	-116.41	-166.80
筹资活动现金流	18.63	231.96	35.13	47.55	74.91
短期借款	40.00	-190.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-3.34	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-18.04	421.96	35.13	47.55	74.91
现金净增加额	119.28	734.04	141.77	567.78	995.53

分析师简介

康敬东，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品饮料行业研究。

食品饮料行业重点覆盖公司

山西汾酒 (600809)	老白干酒 (600559)	泸州老窖 (000568)	承德露露 (000848)
贵州茅台 (600519)	沱牌舍得 (600702)	燕京啤酒 (000729)	双汇发展 (000895)
酒鬼酒 (000799)	古井贡酒 (000596)	青岛啤酒 (600600)	三全食品 (002216)
五粮液 (000858)	水井坊 (600779)	张裕 A (000869)	贝因美 (002570)

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5%~20%；

持有：股价相对基准波动在 ±5% 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。