

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

6-12个月目标价: 35.10元

当前股价: 23.37元

评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12539.01
总股本(百万)	303
流通股本(百万)	206
流通市值(亿)	48
EPS (TTM)	0.26
每股净资产(元)	2.24
资产负债率	44.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
酒鬼酒	20.34	49.23	118.6
深证成份指数	-8.67	13.89	21.01



相关报告

- 《酒鬼酒-剥离地产, 加快增发进程, 复兴前景继续看好》2010-11-9
- 《酒鬼酒-3 季度主业发展态势平稳, 营业费用率有所下降》2010-10-20
- 《酒鬼酒-大规模空中推广在即, 如何聚焦主打产品是关键》2010-10-11

酒鬼酒

000799

强烈推荐

成立湘泉品牌事业部, 聚焦湖南市场

我们参加了 11 月 26 日的临时股东大会, 并走访了湖南省内一些白酒零售网点。公司增发方案、剥离房地产业务两项决议无悬念地得到股东大会通过, 公司提出成立湘泉品牌事业部, 借启动“长株潭板块”占领湖南市场, 规划到 2015 年实现收入 20 亿元, 按规划估算年均复合增长率达 32%。我们认为, 此举意味着公司开始对湖南市场聚焦资源运作, 销售目标不难实现, 对公司复兴前景继续看好, 提高评级至强烈推荐, 我们将密切跟踪公司战略的执行情况。

投资要点:

- 股东大会通过了增发方案、剥离房地产业务两项议案, 既利于增发方案顺利过会, 又回笼资金使公司更集中精力运作白酒主业。股东大会决议通过了增发方案、剥离房地产业务两项决议。公司拟将持有的运作房地产的子公司湖南利新源 75% 的股权转让给成都新合能公司, 股权转让价款为 1499 万元, 预计增加投资收益约 800 万, 折合 EPS0.03 元。同时, 湖南利新源欠公司的 15711 万元的债务由成都新合能公司代为偿还, 合计 17210 万元应在年内支付完毕。该事项带来三方面利好: 一是剥离地产, 为增发顺利通过证监会审批做好准备, 预计明年上半年增发就会得以落实; 二是回笼 1.72 亿元, 为年内白酒主业打广告, 做渠道补充了资金 (公司三季度账面现金 0.85 亿元); 三是未来使公司精力更集中于白酒业务, 降低当前 42% 的资产负债率。
- 局部收缩产品线, 成立湘泉品牌事业部, 启动“长株潭板块”运作湖南本土市场。公司的产品有洞藏 (2000 元+)、内参 (1000+)、封坛 (300-800)、新酒鬼酒 (250-600)、湘泉 (50-200) 等系列, 各系列还有按年份划分的产品, 产品线过长, 公司有意收缩, 如封坛系列以后只推 15 年 (560), 20 年 (1200)。而湘泉系列目前贡献收入不足 20%, 且未在省内展开销售, 公司省内收入仅 2 亿元, 与 97 年时一样。公司提出成立湘泉品牌事业部, 配合封坛系列、新酒鬼系列产品, 启动“长株潭板块”市场, 争取省内湘泉销售做出几个 100 万箱市场 (100 万箱约 3000 吨), 回归省内白酒老大的地位。我们认同这一战略, 并期待聚焦资源加强落实。原因有三点: 一是纵观近年来复兴的地产酒, 无不是通过一款价位与区域消费水平匹配的产品占领区域核心市场, 获取足够现金流再向外扩张 (洋河海之蓝 (138)、老白干十八酒坊 (135)、古井贡年份原浆 5 年 (130)), 公司之前的产品价位较高, 与湖南的消费水平不匹配, 产品不易放量, 而终端价在 200 元以下的湘泉正是适合放量的产品; 二是湖南白酒市场容量大, 集中度低, 公司潜力巨大; 三是

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	365	499	791	1234
同比(%)	12%	37%	58%	56%
归属母公司净利润(百万元)	58	86	152	236
同比(%)	42%	47%	77%	56%
毛利率(%)	78.2%	74.7%	72.2%	70.1%
ROE(%)	8.6%	11.2%	16.6%	20.5%
每股收益(元)	0.19	0.28	0.50	0.78
P/E	121.10	82.60	46.64	29.99
P/B	10.47	9.29	7.75	6.16
EV/EBITDA	169	59	38	21

资料来源: 中投证券研究所

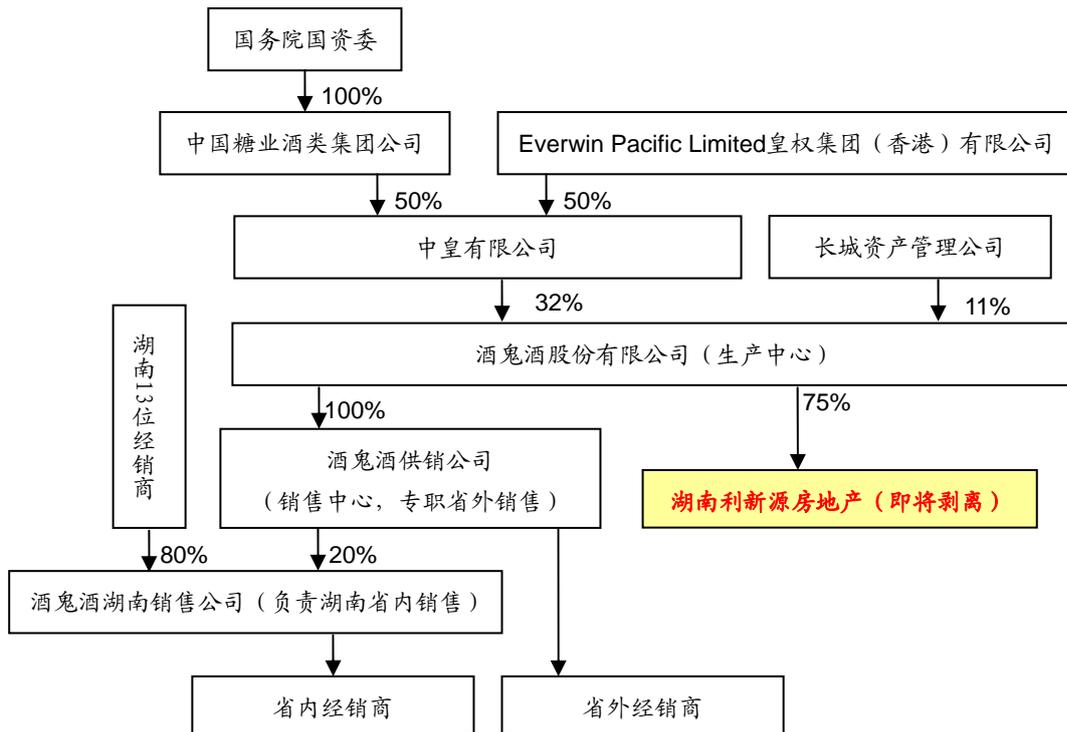
以“长株潭板块”为运作起点，对全省具有足够的辐射效应。另据了解，公司对品牌事业部的运作模式信心很足，今年成立的内参品牌事业部，使得内参省外收入从去年 500 万升至今年 3000 万。

- **湖南白酒消费档次、白酒集中度有很大提升空间，近两年有加速增长态势。**湖南省人口 6406 万，人均白酒年消费量约 9.4 公斤，是全国的两倍，需求量约 60 万吨。09 年湖南城镇居民人均可支配收入为 1.50 万元，为全国水平的 88%，地产酒的吨酒均价 1.73 万元，为全国均价 3.24 万元的 53%，有很大的提升空间。即使按 2 万元的吨酒价格估算湖南市场潜力都过百亿元。09 年省内共有规模以上的酒厂达 41 家，近两年来规模以上产量增速超过 80%，但产量仅达 12 万吨，合计收入仅 19 亿元，集中度有待提高。省内其它知名酒厂，如浏阳河酒业、湘窖酒业、武陵酱酒收入规模都低于 3 亿元。其中浏阳河酒业、湘窖酒业的产品定位较为低端（50），武陵酱酒则定位较高（200+），给酒鬼酒发力的价位空间很大。
- **完善企业的激励机制，加强内控，为降低成本，提高执行力打下基础。**公司目前聘请咨询公司、会计师事务所，为完善企业激励机制、加强内控出谋划策。一方面公司拟提高薪酬向销售人员倾斜，激发整体团队活力，另一方面公司拟加强内控。公司中档产品毛利率低于 50%，低于同行（以中低档酒为主的金种子酒毛利率 65%，连牛栏山二锅头都有 52%），而且之前产品常常存在价格倒挂现象（批发价低于出厂价），这些都与内控机制不够严密有关。我们认为，这一“关闭后门”的政策对公司有长远的积极影响，将会提高公司整体的执行力。
- **增发方案拟投入 3.1 亿打广告做品牌，5054 万建营销网络，有利于公司的复兴。**增发预案提到，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。主打“品酒鬼，看中国，相信品质的力量”概念；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。我们认为，项目若落实，将有助于解决塑造品牌，销售管理粗放导致的窜货，价格体系乱等问题，加速公司复兴。

公司已投入约 7000 万元在明年的央视、湖南卫视广告上，为宣传文化酒、品质酒的概念，主要选择了春晚、黄金剧场、百家讲坛、新闻及财经节目来重点投放。我们认为广告的投放若能聚焦资源，集中强调某些系列产品，效果会更好。
- **预计二股东长城资产管理公司减持只是为了低价参与增发，降低持股成本。**11 月 25 日，公司公告二股东长城资产管理公司减持 1.45% 的股权，我们认为，二股东之所以选择在股东大会前夕减持，目的很可能是为了低价参与增发，降低持股成本，而非对公司前景不看好。
- **针对公司的新战略及加强执行力等措施，我们上调了盈利预测，预测 10、11、12 年收入分别为 5 亿元、8 亿元、12 亿元；增速达 37%、58%、56%；EPS 分别为 0.28、0.50、0.78 元，并很有可能超预期，如果公司能达到 20 亿收入规模，200 亿市值（对应 10 倍市销率，股价 66 元）将是长远目标，其长期的复兴值得期待，我们将评级提高到强烈推荐。未来增发进展、销售放量等因素是股价催化剂，建议投资者密切关注。**

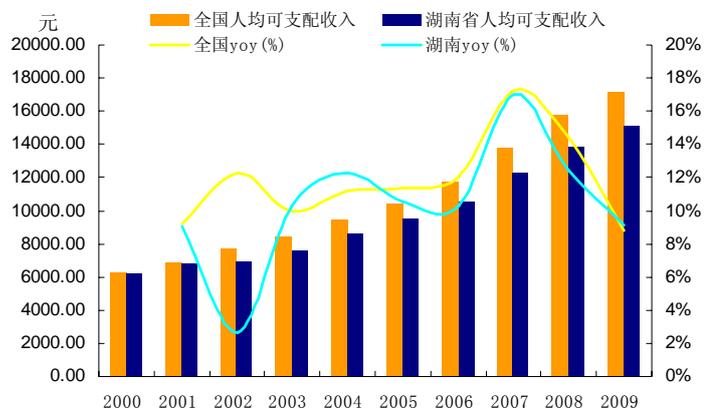
风险因素：产品同质化竞争激烈；公司执行落实力度

图 1: 酒鬼酒组织结构



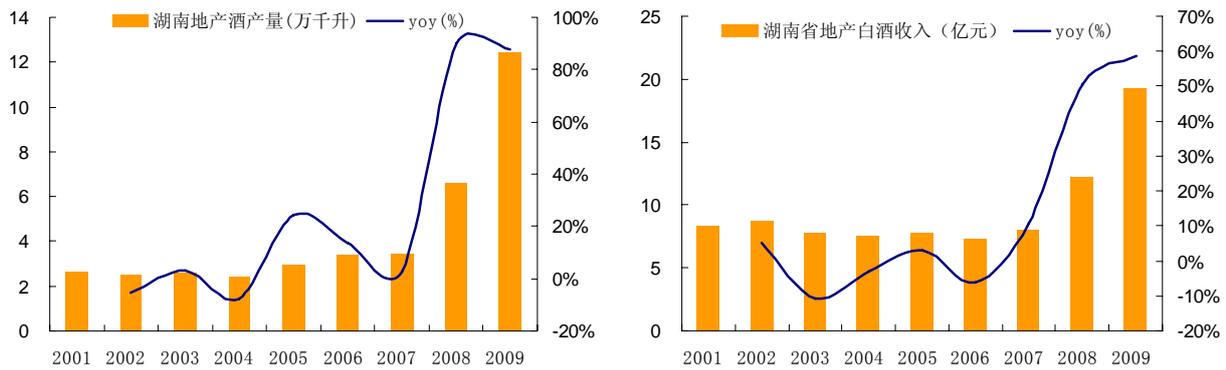
资料来源: 公司公告、中投证券研究所整理

图 2: 湖南人均可支配收入情况



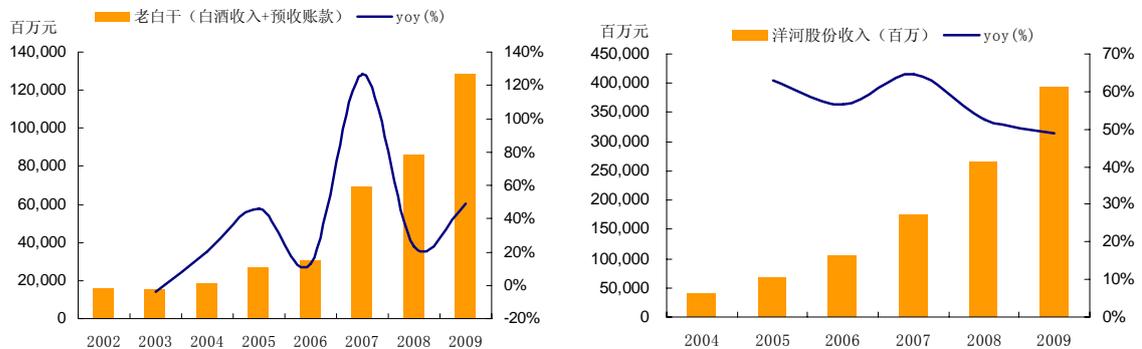
资料来源: 统计局、中投证券研究所整理

图 3: 湖南地产酒产量、收入近两年快速增长



资料来源: 统计局、中投证券研究所整理

图 4: 其它区域性白酒企业增长路径



资料来源: 公司公告、中投证券研究所整理

表 1 酒鬼酒与省内竞品对比

厂商	收入	香型口感	终端价位 (元/500ml) 洞藏 (600-20000) 内参 (1280-1780)	品牌塑造及诉求 洞藏, 品质更好 内敛乾坤, 参悟天地	销售措施 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
酒鬼酒	5 亿	馥郁香型	封坛 10/15/20 年 (300-800) 酒鬼酒 50 度/52 度 (200-600) 湘泉原浆系列 (138-198)	封坛十五年, 只为这一刻 酒中妙品, 鬼斧神工 湘泉原浆, 湘酒典范	
湘窖酒	3 亿元	浓香	开口笑 9 年 (138) 邵阳老酒 (10)	邵阳老酒, 轻松一口	以铺货量为关键
武陵酒	2 亿-	酱香	武陵中酱 (780) 武陵少酱 (480)	酱酒将军	经销商靠价差盈利
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	想喝就喝, 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 (200+)	传世浓香	“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: 中投证券研究所搜集整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 5: 酒鬼酒的产品 (洞藏、内参、封坛 15 年、湘泉)



资料来源: 中投证券研究所搜集整理

表 2 公司定向增发投资项目情况

募资项目	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：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	748	910	1043	1435	营业收入	365	499	791	1234
现金	81	50	274	354	营业成本	79	126	220	370
应收账款	8	83	124	194	营业税金及附加	48	70	111	173
其它应收款	19	17	28	43	营业费用	131	180	206	222
预付账款	41	6	11	18	管理费用	71	75	119	185
存货	575	718	551	739	财务费用	6	9	3	-1
其他	25	35	56	86	资产减值损失	17	-31	0	0
非流动资产	474	533	569	618	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	60	60	60	60	投资净收益	1	10	19	30
固定资产	302	291	272	252	营业利润	13	81	152	315
无形资产	95	116	138	160	营业外收入	43	6	0	0
其他	17	66	99	146	营业外支出	1	1	0	0
资产总计	1222	1443	1613	2053	利润总额	55	86	152	315
流动负债	530	662	680	885	所得税	-3	0	0	79
短期借款	150	84	0	0	净利润	58	86	152	236
应付账款	32	52	88	143	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	348	527	592	741	归属母公司净利润	58	86	152	236
非流动负债	14	16	16	16	EBITDA	42	121	185	344
长期借款	3	3	3	3	EPS (元)	0.19	0.28	0.50	0.78
其他	10	13	13	13					
负债合计	544	679	697	901	主要财务比率				
少数股东权益	2	2	2	2	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	303	303	303	303	成长能力				
资本公积	760	760	760	760	营业收入	11.8%	36.8%	58.5%	56.0%
留存收益	-386	-301	-149	87	营业利润	61.6%	511.5%	87.7%	107.4%
归属母公司股东权益	677	762	914	1150	归属于母公司净利润	42.1%	46.6%	77.1%	55.6%
负债和股东权益	1222	1443	1613	2053	获利能力				
					毛利率	78.2%	74.7%	72.2%	70.1%
					净利率	16.0%	17.2%	19.2%	19.1%
					ROE	8.6%	11.2%	16.6%	20.5%
					ROIC	3.1%	12.4%	26.8%	32.4%
					偿债能力				
					资产负债率	44.5%	47.0%	43.2%	43.9%
					净负债比率	28.19	12.84%	0.48%	0.37%
					流动比率	1.41	1.37	1.53	1.62
					速动比率	0.25	0.29	0.72	0.79
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.37	0.52	0.67
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	3.46	3.01	3.16	3.20
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.19	0.28	0.50	0.78
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.00	0.30	1.23	0.43
					每股净资产(最新摊薄)	2.23	2.52	3.02	3.80
					估值比率				
					P/E	121.10	82.60	46.64	29.99
					P/B	10.47	9.29	7.75	6.16
					EV/EBITDA	169	59	38	21

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。

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