

分析师：赵大晖

Tel: 010-59355902

Email: zhaodh@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

酒鬼酒 (000799. SZ)

复兴之路需要耐心 拐点若隐若现

食品饮料

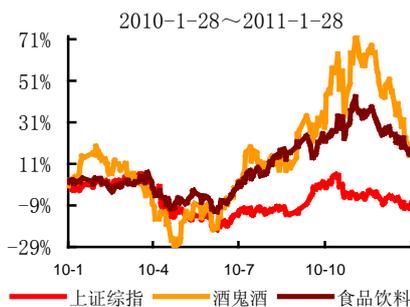
投资评级

本次评级:	谨慎推荐
跟踪评级:	未评级
目标价格:	25

市场数据

市价(元)	17.60
上市的流通A股(亿股)	2.06
总股本(亿股)	3.03
52周股价最高最低(元)	9.71-25.71
上证指数/深证成指	2749.15/11795.33
2010年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

投资要点

公司于1月28日发布年报，2010年实现营业收入5.60亿元，同比增长53.59%；归属于母公司所有者的净利润7942万元，同比增长35.79%；每股收益为0.27元，同比增长37.59%。

●公司业绩基本符合我们的预期。2010年收入略高于预期，但EPS略低于我们的预期；其中毛利率下降5.31个百分点是EPS低于预期的主要原因。

●中低档酒收入快速增长，但毛利率同比有所下降。2010年中低档酒收入1.28亿元，同比增长101.44%；毛利率同比下降2.34个百分点。

●销售区域更加均衡，湖南本地市场还处于启动过程之中。华北地区占比基本保持稳定，华中地区占比从57.06%下降到47.11%，其他地区从5.43%上升到18.59%。

●期待2011年湖南本地市场有明显增长。2011年是“十二五”开局之年，也是公司确定的“市场拓展年”，是公司营销起势之年。2010年度，省领导多次来公司视察工作，对加快公司发展、打造湘酒第一品牌作了重要指示，并提出殷切希望。要求公司要整合品牌、突出主打产品，要整合力量、加大销售力度，要科学定位、突出高端产品，要加快发展、尽快做大做强。

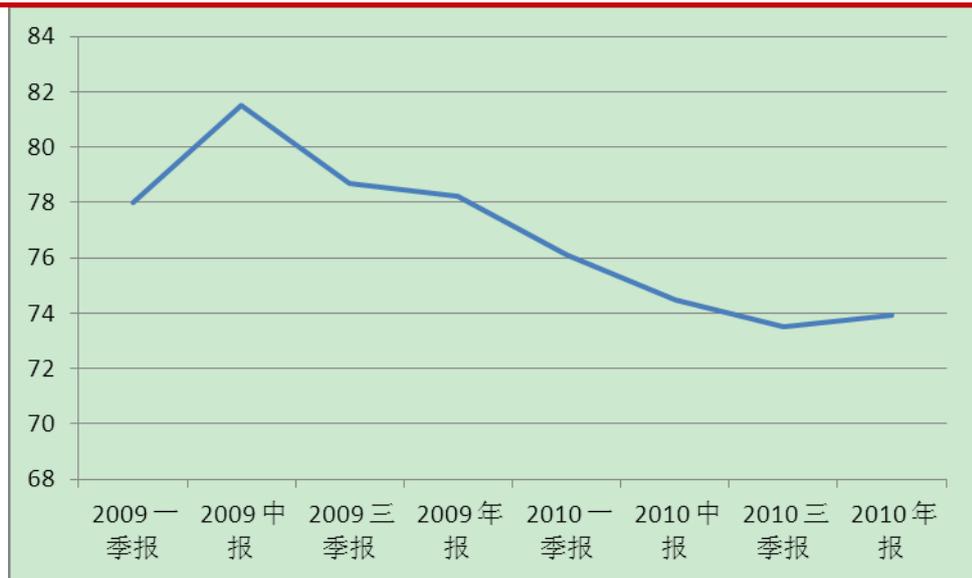
●按2011年增发2900万股计算，预计11年、12年和13年EPS分别为0.17元、0.26元和0.58元，按1月27日收盘价17.60元计算，估值明显偏高，但考虑到公司正处于上升阶段，给予“谨慎推荐”评级。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	560.49	728.63	1020.09	1530.13
增长率(%)	53.59	30.00	40.00	50.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	79.42	55.40	87.31	193.02
增长率(%)	35.79	-30.25	57.61	121.08
毛利率(%)	73.91	74.50	72.39	74.53
净资产收益率(%)	10.50	4.41	6.50	12.56
EPS(元)	0.26	0.17	0.26	0.58
P/E(倍)	67.16	105.50	66.94	30.28
P/B(倍)	0.00	4.69	4.38	3.83

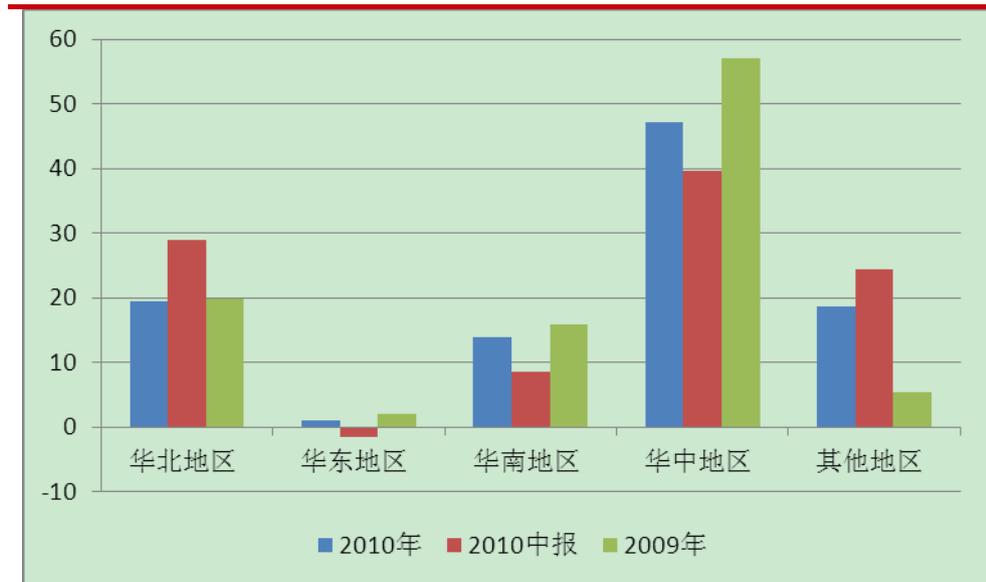
来源：公司年报、民族证券

图 1：产品毛利率变化



数据来源：WIND，民族证券

图 2：各区域营业收入占比变化



数据来源：WIND，民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	787.59	1,383.54	1,740.98	2,355.92
现金	198.87	731.39	996.26	1,457.72
应收账款	5.58	7.25	7.35	6.84
其它应收款	65.83	85.58	97.78	146.67
预付账款	69.57	77.58	106.32	137.08
存货	447.75	481.74	533.27	607.61
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	502.76	512.83	533.06	557.08
长期投资	76.65	76.65	76.65	76.65
固定及无形资产	417.67	427.64	442.75	461.24
其他	8.44	8.54	13.66	19.19
资产总计	1,290.35	1,896.36	2,274.05	2,913.00
流动负债	534.28	650.34	941.43	1,388.93
短期借款	191.33	213.37	323.47	466.65
应付账款	176.47	220.56	314.98	467.82
其他	166.47	216.41	302.98	454.46
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	534.28	650.34	941.43	1,388.93
少数股东权益	0.00	-0.45	-1.16	-2.73
归属母公司股东权益	756.07	1,246.47	1,333.78	1,526.80
负债和股东权益	1,290.35	1,896.36	2,274.05	2,913.00

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	136.36	145.37	260.70	451.21
净利润	78.77	54.94	86.60	191.45
折旧摊销	24.30	49.84	75.56	92.42
财务费用	9.01	10.04	15.23	21.96
投资损失	-11.92	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	69.24	23.31	78.22	135.55
其它	-33.03	7.23	5.10	9.82
投资活动现金流	-35.71	-59.85	-90.70	-110.96
资本支出	-30.98	-59.85	-90.70	-110.96
其他	-4.73	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	17.43	447.00	94.88	121.21
借款	27.63	22.04	110.10	143.17
普通股增加	0.00	435.00	0.00	0.00
其他	-10.20	-10.04	-15.23	-21.96
现金净增加额	118.09	532.52	264.88	461.46

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	560.49	728.63	1,020.09	1,530.13
营业成本	146.22	185.81	281.68	389.78
营业税金及	85.16	110.71	154.99	232.48
营业费用	202.73	261.39	347.05	504.15
管理费用	82.00	95.67	118.63	154.99
财务费用	9.01	10.04	15.23	21.96
资产减值损	-27.64	7.29	10.20	15.30
公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	74.94	57.73	92.30	211.46
营业外收支	11.32	7.43	10.41	15.61
利润总额	86.27	65.17	102.71	227.07
所得税	7,494.92	10,223.66	16,113.61	35,623.54
净利润	78.77	54.94	86.60	191.45
少数股东损	-0.65	-0.45	-0.71	-1.57
归属母公司净	79.42	55.40	87.31	193.02
EBITDA	96.32	117.62	183.09	325.84
EPS (元)	0.26	0.17	0.26	0.58

主要财务比

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	53.60%	30.00%	40.00%	50.00%
营业利润	411.71%	-8.39%	59.88%	129.09%
归属母公司净利润	35.79%	-30.25%	57.61%	121.08%
获利能力				
毛利率	73.91%	74.50%	72.39%	74.53%
净利率	14.05%	7.54%	8.49%	12.51%
ROE	10.42%	4.41%	6.50%	12.56%
ROIC	9.68%	8.62%	15.16%	41.02%
偿债能力				
资产负债率	41.41%	34.29%	41.40%	47.68%
净负债比率	-1.00%	-41.57%	-50.49%	-65.03%
流动比率	1.47	2.13	1.85	1.70
速动比率	0.64	1.39	1.28	1.26
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.38	0.45	0.53
应收帐款周转率	100.51	100.51	138.71	223.74
应付帐款周转率	2.54	2.54	2.54	2.54
每股指标(元)				
每股收益	0.26	0.17	0.26	0.58
每股经营现金	0.33	0.44	0.79	1.36
每股净资产	2.49	3.75	4.02	4.60
估值比率				
P/E	67.16	105.50	66.94	30.28
P/B	7.05	4.69	4.38	3.83
EV/EBITDA				

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

赵大晖，博士，9年证券从业经验。擅于在行业景气周期循环中把握板块轮动规律，并对农业食品行业有着深刻的理解，能够从宏观、中观、微观三个层面综合分析上市公司的投资价值。曾获得深交所会员单位科研课题评选二等奖。证券投资咨询资格证书号S0050200010079。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn