

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

增发方案获批将成股价催化剂

我们与公司相关管理人员在近期做了较为深入的交流,对公司的复兴路径加深了认识,认为当前在筹划的定向增发方案将有助于公司的复兴战略,维持对公司的“强烈推荐”投资评级,今年上半年增发获批的可能性大,该事件将成为股价的催化剂。

投资要点:

- **管理团队步入稳定期,内部管理日趋完善,销售主管年富力强。**自去年8月份公司管理层更迭后,现任高管大部分是2007年中糖进驻公司后所派驻的,经过3年多的历练,对酒类企业的运作有了较深刻的认识,管理团队有望趋于稳定。公司去年末请人力咨询公司出谋划策,有望完善企业激励机制、加强内控,提高公司执行力。销售主管苏晓颺(负责省内)、郝刚(负责省外)均为42岁,年富力强,正是成就个人事业的黄金年龄。
- **公司当前省内市占率不足4%,而省内白酒市场容量大,给公司留足了发力空间。**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。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。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(400+),给酒鬼酒发力的空间很大。
- **在省内实现全价格带的产品覆盖。**公司在省内的主销产品有内参(1000+)、封坛(300-800)、酒鬼酒(200-600)等系列,再加上新近成立的湘泉品牌事业部运作中低档酒湘泉(200-),使得公司产品在省内实现全价格带的覆盖,以中高档的内参、封坛创利,以湘泉放量,形成消费热潮,以提高省内市占率。当前公司的产品结构仍有三点大幅改善空间:1)进一步聚焦产品;2)稳定产品价格体系;3)提高中低档酒湘泉的毛利率(参照金种子65%、牛栏山二锅头52%的毛利率,公司中档品45%的毛利率偏低)。
- **经销商联合体助力公司省内销售精细化运作。**与经销商合资成立的湖南销售公司(公司持股20%)在去年第四季度开始发力,贡献了1.1亿元的收入。湖南销售公司运作模式类似老窖的柒泉公司,酒鬼酒先发货给湖南销售公司,经销商再从销售公司拿货进行铺货销售,该模式下,参股经销商在三方面得利,一是从湖南销售公司拿货价格有优惠;二是完成销售后获得对湖南销售公司的投资收益(为

12个月目标价:

当前股价: 18.40元
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12292.49
总股本(百万)	303
流通股本(百万)	206
流通市值(亿)	38
EPS(TTM)	0.26
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	-6.65	-21.70	10.84
深证成份指数	-0.75	-10.18	13.75



相关报告

《酒鬼酒-业绩大幅增长,期待省内发力——2010年年报点评》2011-1-28
《酒鬼酒-成立湘泉品牌事业部,聚焦湖南市场》2010-11-29
《酒鬼酒-剥离地产,加快增发进程,复兴前景继续看好》2010-11-9

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	560	791	1234	1719
同比(%)	54%	41%	56%	39%
归属母公司净利润(百万元)	79	120	219	320
同比(%)	36%	51%	82%	46%
毛利率(%)	73.9%	72.2%	70.1%	69.3%
ROE(%)	10.5%	13.7%	20.0%	22.6%
每股收益(元)	0.26	0.40	0.72	1.06
P/E	67.16	44.49	24.40	16.67
P/B	7.05	6.09	4.87	3.77
EV/EBITDA	48	31	18	13

资料来源:中投证券研究所

提高经销商积极性，湖南销售公司按股权、销售规模两个层次分配净利润：股权层次（占净利润 60%，所有股东，包括上市公司参与分配该层次的净利润）；销售规模层次（占净利润 40%，按参股经销商的销售规模进行再分配）；三是上市公司的业务人员对经销商的终端销售进行持续支持。因此经销商的积极性大为提高，为公司销售放量打下基础。此外，而经销商对营业费用，尤其是渠道费用的投放更有效率，我们认为当湖南销售公司运作正常后，公司当前高达 36% 的营业费用率能降到 30% 以下（2009 年泸州老窖的经销商成立柒泉销售公司销售老窖的产品即属经销商联合体模式，使老窖的营业费用率从 2009 年中期的 11.5% 降到 2010 年中期的 6.06%）。湖南销售公司的董事长、总经理、财务等关键部门皆由酒鬼酒派驻高管，因此公司对湖南销售公司的控制力很强。

- **定向增发正稳步推进，是股价的催化剂。**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。公司在业内率先披露年报，是为了推进定向增发向证监会报材料做准备，其定向增发可能在上半年就能得以实施。定向增发一旦实施，将大大加快公司营销计划的推进，加速公司的复兴，是公司股价的催化剂。据测算，定向增发短期内对 EPS 摊薄影响约为 10%。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**维持我们对 2011/2012/2013 年 EPS 预测分别为 0.40/0.72/1.06 元，公司的长期复兴潜力巨大，我们维持“强烈推荐”的投资评级。
- **股价催化剂：**公司产品在湖南地区放量、定向增发获批
- **风险因素：**公司对经营战略的执行力度；公司营业费用投放的控制能力；消费税政策可能变化。

表 1 酒鬼酒的季度关键财务数据

单位(百万元)	2008-1Q	2008-2Q	2008-3Q	2008-4Q	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q
预收账款	41	46	83	70	47	87	118	142	135	148	173	129
yoy(%)	-2%	10%	62%	-4%	14%	89%	42%	102%	190%	69%	47%	-9%
营业收入	78.66	58.93	51.25	137.67	63.63	117.17	83.35	100.76	114.02	121.67	109.71	215.10
yoy(%)	31%	184%	0%	74%	-19%	99%	63%	-27%	79%	4%	32%	113%
毛利率	72%	78%	70%	78%	78%	83%	73%	77%	76%	73%	71%	75%
营业税金率(%)	12%	10%	13%	13%	13%	12%	15%	13%	14%	12%	16%	17%
营业费用率(%)	32%	47%	70%	24%	41%	32%	23%	48%	39%	39%	33%	35%
管理费用	18.00	12.95	12.98	19.41	19.06	17.02	14.64	20.14	18.02	19.58	14.63	29.77
非经常性损益合												
计	0.43	5.41	0.15	15.97	0.20	-7.84	9.61	24.04	-4.35	39.85	2.42	12.96
归属于母公司所												
有者净利润	3.43	3.77	-20.85	54.82	-5.38	19.45	23.04	21.37	2.32	47.00	9.47	20.63
剔除非经常性损												
益净利润	3.00	-1.64	-21.00	38.84	-5.58	27.30	13.44	-2.68	6.67	7.15	7.05	7.67
EPS(元)	0.011	0.012	-0.069	0.181	-0.018	0.064	0.076	0.071	0.008	0.155	0.03	0.07

资料来源：酒鬼酒历年报表、中投证券研究所

图 1 酒鬼酒的产品（洞藏、内参、封坛 15 年、湘泉）



资料来源：中投证券研究所收集整理

表 2 公司产品情况

产品系列（终端价区间）	主力品种	出厂价	终端价	诉求点	备注
洞藏（600-20000）	无明显主力	N.A	2000+	洞藏，品质更好	品种繁，占比小
内参（1280-1780）	52 度内参	980	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	370	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	200-350	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	N.A	湘泉原浆，湘酒典范	类似老窖特曲

资料来源：中投证券研究所搜集整理

表 3 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	3 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	2 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	“泉浆模式”，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

表 4 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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	788	1001	1322	1857	营业收入	560	791	1234	1719
现金	199	268	129	172	营业成本	146	220	370	527
应收账款	4	70	95	126	营业税金及附加	85	111	173	241
其他应收款	66	28	43	60	营业费用	203	206	247	309
预付账款	70	11	18	26	管理费用	82	119	185	258
存货	448	595	998	1423	财务费用	9	7	-0	2
其他流动资产	2	30	38	49	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	4	6	9
固定资产	325	306	284	261	营业利润	75	133	267	390
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	1543	1902	2488	利润总额	86	133	267	390
流动负债	534	657	799	1065	所得税	7	13	48	70
短期借款	190	0	0	72	净利润	79	120	219	320
应付账款	48	82	132	184	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	296	575	667	808	归属母公司净利润	79	120	219	320
非流动负债	0	10	9	8	EBITDA	108	169	295	420
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.26	0.40	0.72	1.06
其他非流动负债	0	10	9	8					
负债合计	534	667	807	1073	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	303	303	303	303	成长能力				
资本公积	760	760	760	760	营业收入	53.6%	41.2%	56.0%	39.3%
留存收益	-307	-187	32	352	营业利润	466%	77.7%	100%	46.4%
归属母公司股东权益	756	876	1095	1415	归属于母公司净利润	35.8%	51.0%	82.3%	46.4%
负债和股东权益	1290	1543	1902	2488	获利能力				
					毛利率(%)	73.9%	72.2%	70.1%	69.3%
					净利率(%)	14.2%	15.2%	17.7%	18.6%
					ROE(%)	10.5%	13.7%	20.0%	22.6%
					ROIC(%)	12.0%	23.6%	24.4%	26.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.4%	43.2%	42.5%	43.1%
					净负债比率(%)	35.81	0.00%	0.00%	6.74%
					流动比率	1.47	1.52	1.66	1.74
					速动比率	0.56	0.62	0.41	0.41
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.56	0.72	0.78
					应收账款周转率	13	15	12	12
					应付账款周转率	3.64	3.39	3.46	3.34
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.26	0.40	0.72	1.06
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	1.00	-0.22	0.15
					每股净资产(最新摊薄)	2.49	2.89	3.61	4.67
					估值比率				
					P/E	67.16	44.49	24.40	16.67
					P/B	7.05	6.09	4.87	3.77
					EV/EBITDA	48	31	18	13

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