

白酒：地产酒系列报告

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

推荐

复兴空间很大，产品结构在积极调整，重点仍看销售

近日，我们走访了酒鬼酒公司及各地的一些白酒批发市场，与公司相关高管及一些白酒经销商交流了公司长期发展战略及销售情况。我们对当前公司产品结构、销售模式调整持谨慎乐观态度，但将密切跟踪人事变动、增发等对基本面有重大影响的因素。

投资要点：

- **酒鬼品牌基础犹在，大股东全力支持复兴。**公司生产独创的馥郁香型白酒，在 80 年代末，借名人之口将洒脱飘逸的酒鬼文化概念从文化名人圈向沿海发达城市推广，售价曾高达 300 元，远超茅五剑，奠定了公司的品牌基础，直到现在公司仍以高品质、高端酒的形象立足于市场。但因后来多元化投资失误、控股权转让失误等因素，使公司错过了黄金发展阶段。07 年糖酒零售界大佬中糖集团入主后，全心全意复兴上市公司这唯一的生产平台。
- **省内市场容量大，公司有很大的复兴空间。**湖南白酒市场容量约 70 亿元，人均白酒年消费量约 9.4 公斤，是全国的 2 倍。湘酒总产量只占到省内需求的 20%~30%，产价仅 9 元/瓶，比全国平均的 14 元低，川黔鄂等省的白酒抢占了湖南的市场份额。公司的省内收入占比 50%，仅 2 亿元，与 97 年刚上市时相比原地踏步。近年来不少地产酒都实现了复苏（洋河、古井贡等），而湖南的市场结构现状与 03 年洋河所处的江苏市场很类似，此时的酒鬼与洋河一样，本身也在经历管理团队、机制、产品结构等方面的调整，这侧面说明了公司也有潜力振兴。
- **人事问题仍需紧密跟踪。**夏心国接替徐可强复任总经理，但我们认为，这可能是权宜之策，未来的人事问题我们将紧密关注；原总经理助理郝刚担任销售方面的副总，据了解是因其在山东市场销售业绩优异而被提拔。
- **高档酒积极调整结构，中档酒力争放量。**公司的产品有洞藏（2000 元+）、内参（1000+）、封坛（300-800）、酒鬼酒（200-600）、湘泉（50-200）等系列，产品线很长，目前主要盈利品种是内参，概念主诉求点是“相信品质的力量”，与市场主流的讲情感，讲历史的概念有差异。但内参价格高，不易放量。为改善产品结构，公司今后将主推封坛、湘泉。封坛的主力是红坛 15 年（400 元），概念是“封坛 15 年，只为这一刻”，但我们发现封坛可能存在价格倒挂现象。今年成立了湘泉事业部，希望能将湘泉占业绩比例从 10%提高到 40%，封坛、酒鬼酒等占 30%-40%，而洞藏和内参占 20%。因酒价高，且无忧原料涨价（公司基酒有 3 万吨），75%以上的毛利率有望得以保持。目前湘泉酒在湖南省内销量很低，仅在山

12 个月目标价： 21.00 元

当前股价： 15.97 元

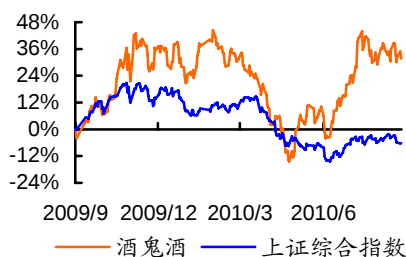
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2591.55
总股本(百万)	303
流通股本(百万)	206
流通市值(亿)	33
EPS (TTM)	0.31
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	1.40	24.96	-1.90
上证综合指数	-1.92	0.21	-15.52



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	365	493	671	910
同比(%)	12%	35%	36%	36%
归属母公司净利润(百万元)	58	79	139	185
同比(%)	42%	35%	77%	32%
毛利率(%)	78.2%	77.6%	76.9%	76.5%
ROE(%)	8.6%	10.4%	15.6%	17.1%
每股收益(元)	0.19	0.26	0.46	0.61
P/E	82.44	61.23	34.59	26.13
P/B	7.13	6.38	5.39	4.47
EV/EBITDA	115	43	28	18

资料来源：中投证券研究所

东销量有规模，我们认为其空间仍很大。

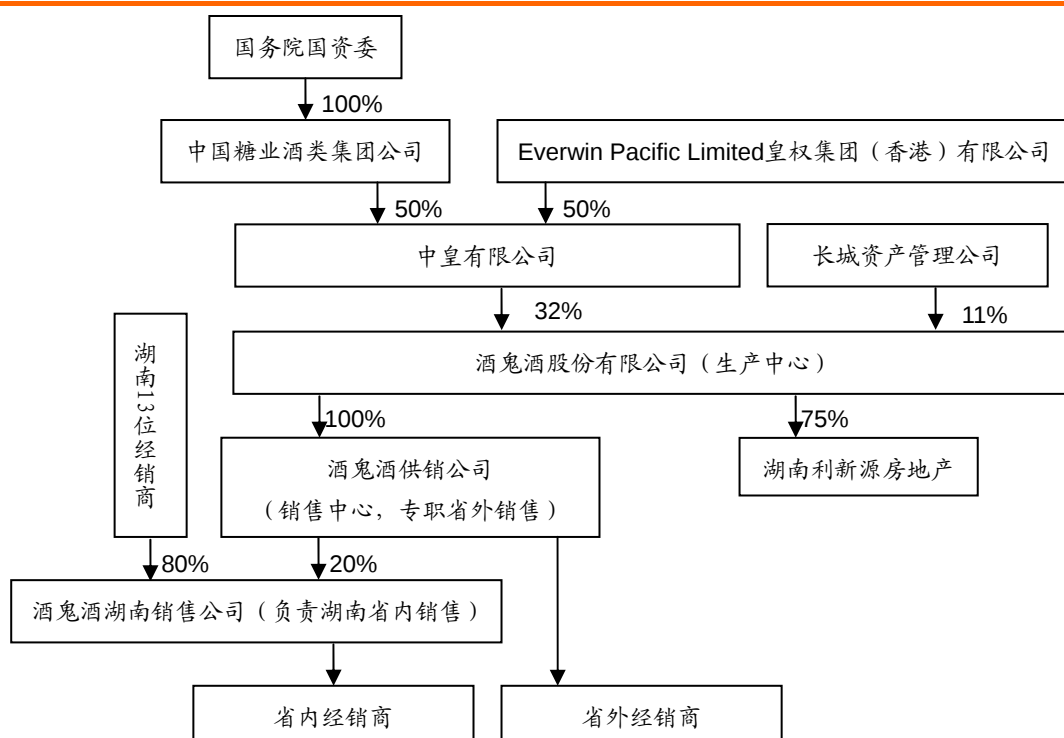
- **省内开始搞经销商联盟战略，有望降低销售费用率。**对高端酒（如内参），过去，公司在湖南、北京、广东、广西、江苏、东北等市场以会员制的形式通过意见领袖的口碑传播，销售费用很低。今年为了更好地配合经销商面向政府、军队等部门积极开展团购业务，新设了团购事业部。

对中高端酒，近年来公司也在不断摸索优化渠道策略，如 08 年收缩市场布局，深耕湖南市场，自己深入终端；09 年在徐总指挥下，又布局了广东、山东、北京、河北等重点市场，拉拢了不少经销商开发买断品牌。公司发现，自己做终端不易控制费用，难度也大，不如通过央视、地方卫视空中推广吸引经销商，用返点、折让等方式支持经销商做终端；但如果只管把酒卖给经销商，又发现经销商开发终端的动力不足。

为了解决这一矛盾，理顺及稳定公司与经销商的关系，今年 5 月份，公司与省内经销商合资成立了湖南销售公司全盘负责省内的销售，公司先发货给销售公司，省内经销商再从销售公司拿货。据了解，公司面向湖南销售公司的售价及促销政策与省外其他经销商无异。我们认为，如果未来公司加强对销售公司的支持力度，向泸州老窖的柒泉模式看齐，目前高达 40% 的销售费用率有望得到较大降低（老窖去年搞柒泉，销售费用率从去年中期的 11.5% 降到今年中期的 6.06%）。对湖南销售公司的股权投资带来的收益，公司打算做投资收益处理。

- **我们认为定向增发若能引进经销商将更有利公司的长期发展。**今年 7 月份，公司曾公告拟向包括大股东中皇公司在内的特定投资者定向增发不超过 3838 万股股票，募资 4.23 亿元投入“优质基酒酿造技改”等 4 个项目，目前增发材料仍在准备中。我们认为，特定投资者如果能够包括经销商，将更好地促进公司发展。增发情况的进展可能成为短期的股价催化剂。
- **若剥离房地产业务将会使公司主业更集中。**公司持股 75% 的湖南利新源房地产开发项目，资产源于前任大股东用于偿还欠上市公司的债务，价值 1.19 亿元的土地使用权，该地块位于长沙雨花路。开发了近 3 年，形成了 1.2 亿元的流动负债。如果能转让该部分股权，将使公司资产负债率降低 10% 左右，07 年底，公司曾策划过转让该公司 84% 的股权，当时转让价格为 824 万元，保守估计目前该部份股权价值 1000 万元，若明年能全部转让将能形成投资收益约每股 0.03 元，并将使公司更加专注于酒类主业。我们的盈利预测中考虑到了这一因素。
- **我们预测未来三年公司复合增长率达到 36%，10 年、11 年、12 年 EPS 分别为 0.26, 0.46, 0.61 元，**如果从市值上看，仅 50 亿元的市值相对于其它已经复兴的白酒企业仍有较大空间，我们给予推荐评级。未来人事变动、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：**公司经营战略再次发生变化；白酒行业同质化竞争激烈，公司产品诉求点吸引力不足，价格太高，竞争优势不明显；消费税政策可能变化。

图 1: 酒鬼酒组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 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	5A 级品质，高端专用	高于茅老五
封坛 10/15/20 年（300-800）	15 年红坛	370	400	封坛 15 年，只为这一刻	略高于剑南春
酒鬼酒 50 度/52 度（200-600）	买断经营多	200-350	200-600	酒中妙品，鬼斧神工	类似蓝色经典
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 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	835	959	1197	营业收入	365	493	671	910
现金	81	49	155	390	营业成本	79	110	155	214
应收账款	8	82	106	143	营业税金及附加	48	64	87	118
其他应收款	19	17	23	32	营业费用	131	197	201	200
预付账款	41	6	8	11	管理费用	71	74	101	137
存货	575	646	619	557	财务费用	6	7	1	-1
其他流动资产	25	34	47	64	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	2	13	5
固定资产	302	291	272	252	营业利润	13	74	139	246
无形资产	95	116	138	160	营业外收入	43	6	0	0
其他非流动资产	17	66	99	146	营业外支出	1	1	0	0
资产总计	1222	1368	1528	1815	利润总额	55	79	139	246
流动负债	530	595	615	718	所得税	-3	0	0	62
短期借款	150	25	0	0	净利润	58	79	139	185
应付账款	32	45	62	83	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	348	525	553	635	归属母公司净利润	58	79	139	185
非流动负债	14	16	16	16	EBITDA	42	112	171	275
长期借款	3	3	3	3	EPS (元)	0.19	0.26	0.46	0.61
其他非流动负债	10	13	13	13	主要财务比率				
负债合计	544	611	631	734	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	2	2	2	2	成长能力				
股本	303	303	303	303	营业收入	11.8%	35.0%	36.2%	35.6%
资本公积	760	760	760	760	营业利润	61.6%	458.5%	88.6%	76.5%
留存收益	-386	-308	-168	16	归属于母公司净利润	42.1%	34.6%	77.0%	32.4%
归属母公司股东权益	677	755	895	1079	获利能力				
负债和股东权益	1222	1368	1528	1815	毛利率(%)	78.2%	77.6%	76.9%	76.5%
现金流量表					净利率(%)	16.0%	16.0%	20.8%	20.3%
单位:百					ROE(%)	8.6%	10.4%	15.6%	17.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	3.1%	12.2%	20.8%	29.7%
经营活动现金流	-0	155	198	311	偿债能力				
净利润	58	79	139	185	资产负债率(%)	44.5%	44.6%	41.3%	40.4%
折旧摊销	23	31	30	30	净负债比率(%)	28.19	4.60%	0.53%	0.45%
财务费用	6	7	1	-1	流动比率	1.41	1.40	1.56	1.67
投资损失	-1	-2	-13	-5	速动比率	0.25	0.32	0.55	0.89
营运资金变动	-84	134	19	86	营运能力				
其他经营现金流	-2	-93	21	16	总资产周转率	0.31	0.38	0.46	0.54
投资活动现金流	30	-60	-68	-77	应收账款周转率	6	6	6	6
资本支出	16	50	51	52	应付账款周转率	3.46	2.85	2.89	2.96
长期投资	70	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	116	-10	-17	-25	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.26	0.46	0.61
筹资活动现金流	-43	-127	-25	2	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.00	0.51	0.65	1.03
短期借款	50	-125	-25	0	每股净资产(最新摊薄)	2.23	2.49	2.95	3.56
长期借款	-2	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	82.44	61.23	34.59	26.13
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	7.13	6.38	5.39	4.47
其他筹资现金流	-91	-2	0	2	EV/EBITDA	115	43	28	18
现金净增加额	-13	-31	106	235					

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 $\pm 10\%$ 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。

免责条款

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。未经中投证券事先书面同意，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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434