

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

12个月目标价:

当前股价: 19.63元

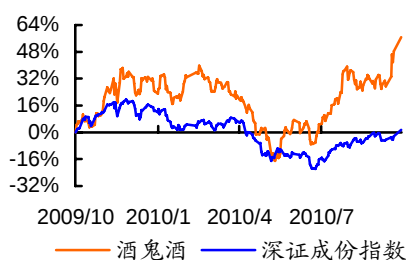
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11911.37
总股本(百万)	303
流通股本(百万)	206
流通市值(亿)	40
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	21.40	56.91	30.26
深证成份指数	1.61	25.84	-4.15



相关报告

《酒鬼酒-复兴空间很大, 产品结构在积极调整, 重点仍看销售》2010-9-28

酒鬼酒

000799

推荐

大规模空中推广在即, 如何聚焦主打产品是关键

济南糖酒会期间我们参观了酒鬼酒展台, 参加了酒鬼酒第三届 VIP 市场共同成长计划会, 和公司及部分经销商做了交流。我们对酒鬼酒的复兴仍持谨慎乐观态度, 未来能否出现业绩拐点, 关键看如何理顺主打产品与开发品牌的关系。

投资要点:

- **经销商对酒鬼仍有信心, 8月份经营团队动荡的不利影响淡化。** 本届经销商大会定位为售后服务而非大力招商性质, 参会经销商约四五百人, 与汾酒经销商会议规模相仿。有经销商认为, 目前酒鬼酒的品质高于二线名酒, 给经销商的利润空间也足够丰厚 (60%~70%, 高于五粮液、剑南春), 只要能重树品牌形象, 理顺产品、价格体系, 一旦放量, 重归一线名酒行列最多只需要三年。
- **强调品质优势, 拟大手笔投入空中推广。** 公司独创馥郁香型白酒, 在 80 年代末售价曾高达 300 元, 远超茅五剑, 奠定了品牌基础。97 年上市后产能大扩张, 但因销售不畅储酒越来越多, 目前储存了优质基酒 3 万吨, 陈年基酒具有品质优势, 成为公司复兴最大的资本与产品卖点, 公司也一直强调对经销商最大的保障是品质。公司计划在今年 8000 万元 (销售收入的 20%) 的基础上, 明年至少投 1 个亿在央视做广告, 还过去品牌透支的债, 广告拟强调“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。
- **如何加强聚焦主打产品及处理开发品牌是最大的挑战。** 公司的产品有洞藏 (2000 元+)、内参 (1000+)、封坛 (300-800)、精品酒鬼酒 (200-600)、湘泉 (50-200) 等系列, 产品线很长, 且与经销商合作开发的产品尚有几十款。以前内参酒是主要盈利品种, 诉求点曾一度变为“5A 级品质, 高端专用”, 这届糖酒会上重提“内敛乾坤, 参悟天地”, 显得更有卖点。封坛系列酒 (2015/10 年) 销售情况良好, 预计今年能实现 2 亿元的销售收入, 占比约 30%~40%, 封坛系列主打的是封坛 15 年, 诉求点是“封坛 15 年, 只为这一刻”。

从近年洋河、古井贡、郎酒等名酒复兴的经验来看, 企业集中资源在一款价位合适、概念独特的主打产品上, 力争放量, 是成功的关键因素之一, 如洋河的海之蓝 (200, 男人的情怀), 古井贡的原浆 5 年 (150, 手工酿造), 郎酒的红花郎 10 年 (300, 神采飞扬中国郎)。目前封坛 15 年品质有竞争力, 诉求点有吸引力, 如何集中资源推广及理顺价格体系是关键。

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

本次糖酒会上公司没有再推出新品，但最近与河南、四川一些经销商合作开发的“年份蒸藏”湘泉酒（200 元），“国藏酒鬼”（500 元）等品种也在展会上大力招商，与公司自己主打产品形成一定重叠。我们认为，如何妥善处理好主打产品与开发品牌的关系将是公司未来最大的挑战。

- **强调做实湖南根据地市场，不放松河南、河北、山东等重点市场。**今年 5 月份，公司与省内经销商合资成立了湖南销售公司负责省内销售。为了进一步加强省内市场布局，公司提了两个计划，一是提出“十强市百强县”计划以求销售重心下移，所谓十强市，是建立 10 个地级市样板市场，计划第一年完成 500 万销售，第二年 1000 万，第三年 3000 万，以起到辐射作用，百强县则是争取在 100 个县级市场每个做到 50 万规模的销售收入；二是在长沙成立 5A 级专卖店，以起到品牌展示的作用。公司还计划在河南、河北、山东等重点市场收入要做到维持在湖南市场的一半以上。具体销售策略上，公司支持经销商通过搞品鉴会等形式来推广市场。

我们认为公司销售的整体规划是合理的，但具体执行时如何避免过去投入资源效率不高导致销售费用率超过 30%是关键（经销商反映的问题是厂家对开拓市场支持手段不够、仅通过返点支持可能导致经销商拿了优惠政策却低价倾销扰乱市场价格体系）。

- **人事问题、定向增发问题维持我们之前的判断，值得密切跟踪。**我们认为，夏心国接替徐可强复任总经理是权宜之策，未来人事变动仍要密切跟踪。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”、“品牌推广”等 4 个项目，增发材料已经获得国资委批准了，下一步是要通过股东大会决议及证监会审批。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。
- **暂不调整我们 9 月 27 日所作的盈利预测，预计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，公司股价弹性十足，未来销售放量、人事变动、增发进展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，公司产品体系、价格体系有待进一步理顺；消费税政策可能变化。

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 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	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 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±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。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 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434