

酒 鬼 酒 (000799.SZ)

生产扩大，营销缺钱，现金流入正当时

评级: **增持**

前次: **增持**

目标价(元):

20.6-22.8

联系人

分析师

邢庭志

谢刚

食品饮料小组

S0740510120005

021-20315162

021-20315178

xingtz@qlzq.com.cn

xiegang@qlzq.com.cn

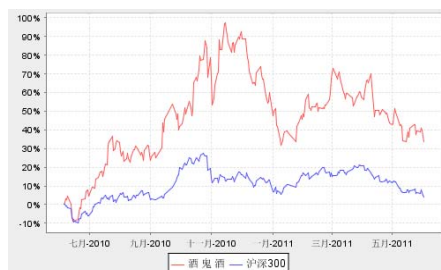
2011年6月19日

2011年6月19日

基本状况

总股本(百万股)	303.05
流通股本(百万股)	205.60
市价(元)	17.10
市值(百万元)	5182.16
流通市值(百万元)	3515.84

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	364.90	560.49	788.10	1,130.68	1,603.49
营业收入增速	11.76%	53.60%	40.61%	43.47%	41.82%
净利润增长率	42.07%	35.79%	67.79%	73.53%	48.13%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.26	0.44	0.76	1.13
前次预测每股收益(元)	0.19	0.26	0.42	0.76	1.13
市盈率(倍)	86.38	83.19	40.41	23.29	15.72
PEG	2.05	2.32	0.60	0.32	0.33
每股净资产(元)	2.23	2.49	2.93	3.70	4.83
每股现金流量	0.00	0.33	0.10	0.33	0.63
净资产收益率	8.64%	10.50%	14.98%	20.64%	23.41%
市净率	7.47	8.74	6.06	4.81	3.68
总股本(百万股)	303.05	303.05	303.05	303.05	303.05

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 酒鬼酒 18 日发布了《关于出售参股公司中铁金桥世纪山水置业有限公司股权的公告》(以下简称中铁世纪山水), 公司将出售中铁世纪山水 20% 股权, 转让价格 6700 万元, 与 6000 万元的初始投入相比, 2011 年将实现 700 万元投资收益, 考虑到中铁世纪山水过去两年的业绩均为小幅亏损, 我们认为这一资产出售行为会进一步推动公司聚焦主业, 同时增强公司的现金流流动性和生产营销的现金支持能力;
- 上市公司将收到 6700 万元现金意义重大, 一方面抵消了公司增发不确定性对生产包装和营销持续投入的风险, 同时需要进一步的资源投入, 增强组织能力, 主营业务正在迅速提升, 公司已经进入省内和省外北方板块深耕期, 需要进一步的资源投入巩固公司的品牌和渠道推力, 增强组织能力;
- 通过经销渠道持续跟踪调研, 估算公司 50-60% 经销商 1-5 月销售额相当于 2010 年全年水平, 由于今年的高增长, 公司生产跟不上销售, 发货不及时; 短期业绩瓶颈是产品包装能力、营销组织和专卖渠道构建, 长期瓶颈是全国化的品牌影响力、渠道组织; 我们认为公司 6700 万元的现金回流会保证公司正在进行的产品包装能力提升项目, 保证今年底和明年初旺季各地经销商的顺利提货, 进一步保证全年的高增长态势, 详见齐鲁证券《酒鬼酒-三大高端品牌全面启动 迎接 2012 年盈利拐点》;
- 本期约 700 万元的投资收益, 预计增加 2011 年 EPS0.02 元, 我们上调 2011 年 EPS 至 0.44 元, 提醒广大投资者积极关注公司基础能力改善和主营聚焦带来的积极效应, 关注 2012 年的盈利拐点;
- 预计 2011-2013 年营收为 7.88、11.31 和 16.03 亿元, 净利润达到 1.33、2.31 和 3.43 亿元, EPS 分别为 0.44、0.76 和 1.13 元, 分别增长 67.79%、73.53% 和 48.13%;
- 综合分析, 维持“增持”评级, 维持公司 2011 年 20.6-22.8 元的目标价。

酒鬼复兴路径清晰，2012 年迎来业绩拐点

高端份额省内为王， 细化运营进一步深度增长

- 酒鬼酒 2010 年在省内的市场占有率为 2.05%，企业正在通过高端化拓展，实现在高端市场的占有率提升，享受行业高端化带来的成果；
- 目前来看，省内未有强势品牌出现，短期内也难以有特别强大的外地高端品牌充分掌控湖南市场；

图表 1：酒鬼酒重大运营改善分析图

1-2 年前影响业绩增长的障碍	2011 年的改善情况
产品混乱，系列重叠	形成四大品牌，见图表 1
省内品牌地位档次不足，政府支持不足	内参、酒鬼酒成为省政府接待用酒
无重点市场，全国汇量机会性销售	湘西崛起，长株潭快速增长
经销商基本无管理	下沉经销商到县，专人管理，责任落实
产品价格混乱，经销商无利润，厂家持续利润补贴，酒鬼费用率居高不下	市场管理、品牌管理推进，管理政策细化落实，控量提价
人员缺乏管理，指责不明确	成立湖南酒鬼销售公司、北京京糖酒鬼公司后，人员管理逐步细化
组织架构难以推动品牌建设	成立内参、酒鬼封坛、精品酒鬼、湘泉事业部，专员下沉到每个地级城市

来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

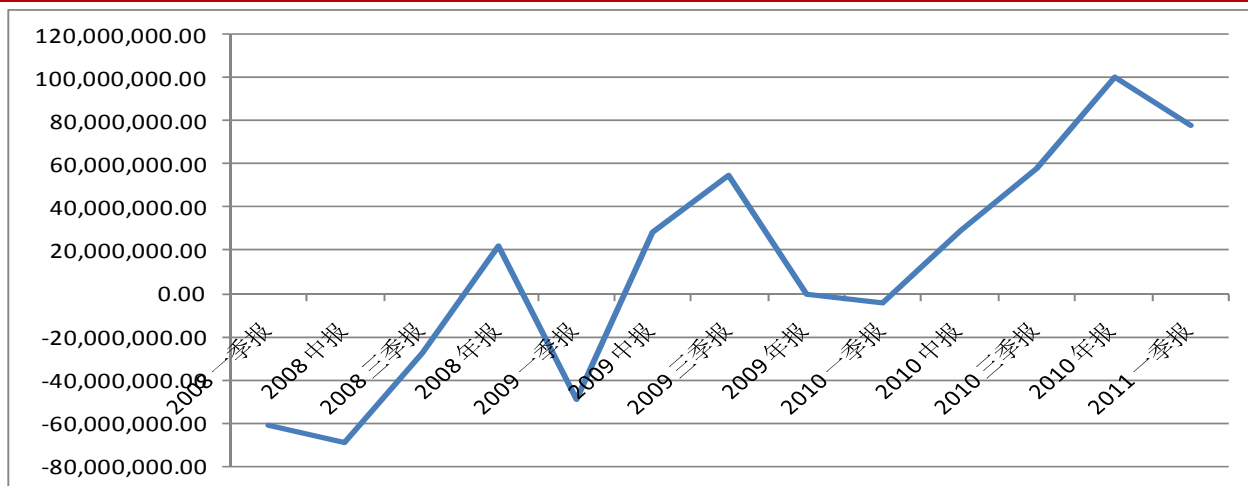
- 公司的人员组织正在扩张，保证了更多区域更加深化的开发；
- 广告投入持续加大，保证了高端品牌资产累积。

分享全国高端细分香型市场

- 作为馥郁香型的唯一代表，随着高端酒水多元化的形成，比如清香、酱香、兼香、绵柔等新品类的崛起，酒鬼必然享受全国高端名酒的一定份额，市场空间广阔；
- 随着省外的北方、南方营销平台在 2012 年建设完成，酒鬼的增长迎来了全国化的细分市场的广阔空间。

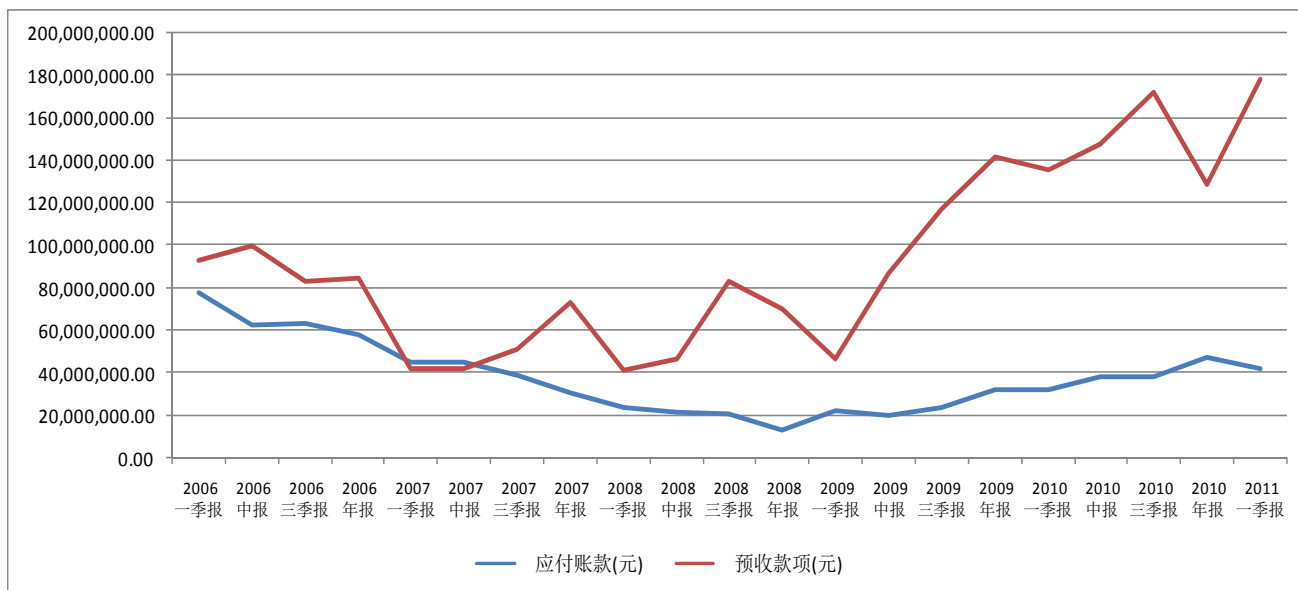
营收基础扩大，费用率大幅下降，2012 年利润增长拐点到来

- 企业现金流量快速提升，表明企业对经销商和市场开始具有较强的把握能力，企业盈利能力正在迅速恢复，同时也为企业进一步扩张包装生产能力和基酒产能恢复提供了财务保障。

图表 2：酒鬼酒经营活动现金流量表


来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

- 企业的预收款大幅度增加，今年一季度达到 1.78 亿，超过 2010 年去年 4981 万，达到历史新高，最近五年首次出现第一季度末淡季的预付款余额超过旺季前的第四季度余额水平，表明了企业良好的市场运营态势，特别是经销商对企业和产品的信心。

图表 3：酒鬼酒预收款与应付帐款变化表 (元)


来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

- 企业的净利润率 2011 年将快速提升，主要受益于业绩增长对广告费用的待摊、湖南销售公司成立后对管理费用和销售费用的冲销，2012 年随着基数的扩大，2012 年企业随着价格管理体系的顺畅，逐步有能力取消大量的经销商利润损失补贴，我们预期 2012 年企业的净利润率会继续大幅度提升。

附件 1: 酒鬼酒财务报表预测

图表 4: 酒鬼酒财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	327	365	560	788	1,131	1,603	货币资金	78	81	199	48	154	350
增长率	54.49%	11.8%	53.6%	40.6%	43.5%	41.8%	应收账款	198	52	71	81	117	165
营业成本	-81	-79	-146	-227	-319	-435	存货	397	575	448	622	874	1,193
% 销售收入	24.7%	21.8%	26.1%	28.8%	28.2%	27.2%	其他流动资产	4	41	70	114	159	218
毛利	246	285	414	561	812	1,168	流动资产	676	748	788	865	1,304	1,926
% 销售收入	75.3%	78.2%	73.9%	71.2%	71.8%	72.8%	% 总资产	58.2%	61.2%	61.0%	64.2%	73.9%	81.4%
营业税金及附加	-41	-48	-85	-118	-170	-241	长期投资	64	60	77	77	77	77
% 销售收入	12.5%	13.1%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	固定资产	320	315	325	304	283	262
营业费用	-121	-131	-203	-236	-294	-417	% 总资产	27.5%	25.8%	25.2%	22.6%	16.0%	11.1%
% 销售收入	37.2%	36.0%	36.2%	30.0%	26.0%	26.0%	无形资产	101	96	93	93	93	93
管理费用	-63	-71	-82	-71	-102	-144	非流动资产	485	474	503	482	461	439
% 销售收入	19.4%	19.4%	14.6%	9.0%	9.0%	9.0%	% 总资产	41.8%	38.8%	39.0%	35.8%	26.1%	18.6%
息税前利润 (EBIT)	20	35	44	135	246	366	资产总计	1,161	1,222	1,290	1,347	1,765	2,366
% 销售收入	6.2%	9.7%	7.9%	17.2%	21.8%	22.8%	短期借款	100	150	191	1	1	1
财务费用	-1	-6	-9	0	0	0	应付款项	295	308	244	316	443	622
% 销售收入	0.3%	1.7%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	133	72	99	140	200	280
资产减值损失	-11	-17	28	0	0	0	流动负债	527	530	534	457	644	903
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	5	3	0	0	0	0
投资收益	0	1	12	9	5	6	其他长期负债	10	10	0	0	0	0
% 税前利润	—	1.7%	13.8%	6.5%	2.0%	1.6%	负债	543	544	534	457	644	903
营业利润	8	13	75	145	251	372	普通股股东权益	618	677	756	889	1,121	1,463
营业利润率	2.5%	3.6%	13.4%	18.4%	22.2%	23.2%	少数股东权益	0	2	0	0	0	0
营业外收支	33	42	11	0	0	0	负债股东权益合计	1,161	1,222	1,290	1,347	1,765	2,366
税前利润	41	55	86	145	251	372	比率分析						
利润率	12.6%	15.1%	15.4%	18.4%	22.2%	23.2%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	0	3	-7	-12	-20	-30	每股指标						
所得税率	0.0%	-5.4%	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%	每股收益 (元)	0.136	0.193	0.262	0.440	0.763	1.130
净利润	41	58	79	133	231	343	每股净资产 (元)	2.040	2.233	2.495	2.935	3.698	4.828
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.073	0.000	0.332	0.099	0.334	0.627
归属于母公司的净利润	41	58	79	133	231	343	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	12.6%	16.0%	14.2%	16.9%	20.5%	21.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.66%	8.64%	10.50%	14.98%	20.64%	23.41%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	3.54%	4.78%	6.15%	9.90%	13.10%	14.48%
净利润	41	58	79	133	231	343	投入资本收益率	3.49%	5.39%	6.03%	16.28%	25.44%	32.49%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	37	40	-3	21	21	21	营业总收入增长率	54.49%	11.76%	53.60%	40.61%	43.47%	41.82%
非经营收益	3	3	-8	-9	-5	-6	EBIT 增长率	-40.52%	73.74%	25.69%	205.25%	81.81%	48.71%
营运资金变动	-59	-101	33	-115	-146	-168	净利润增长率	-34.09%	42.07%	35.79%	67.79%	73.53%	48.13%
经营活动现金净流	22	0	100	30	101	190	总资产增长率	-11.80%	5.27%	5.55%	4.36%	31.07%	34.04%
资本开支	5	16	56	0	0	0	资产管理能力						
投资	0	75	95	0	0	0	应收账款周转天数	20.7	13.6	3.8	4.0	4.0	4.0
其他	-9	-28	0	9	5	6	存货周转天数	1,786.2	2,231.9	1,276.4	1,000.0	1,000.0	1,000.0
投资活动现金净流	-14	30	39	9	5	6	应付账款周转天数	101.1	105.4	100.2	100.0	100.0	100.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	366.7	310.8	204.1	145.6	94.7	62.0
债权募资	-57	-37	4	-190	0	0	偿债能力						
其他	-11	-6	-9	0	0	0	净负债/股东权益	4.50%	10.69%	-1.00%	-5.27%	-13.66%	-23.85%
筹资活动现金净流	-68	-43	-5	-190	0	0	EBIT 利息保障倍数	17.8	5.8	4.9	—	—	—
现金净流量	-60	-13	135	-151	106	196	资产负债率	46.77%	44.50%	41.41%	33.96%	36.51%	38.16%

来源: 齐鲁证券研究所

附件 2: 齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

图表 5: 2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 2 月 13 日	《高端白酒专题报告》
02	2011 年 3 月 6 日	《山西汾酒-后发竞争优势带动汾酒加速复兴》
03	2011 年 3 月 11 日	《山西汾酒 2011 年业绩快报点评》
04	2011 年 3 月 23 日	《从 2011 年春季糖酒会看山西汾酒的长期投资价值》
05	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒一回归一线 拐点到来》
06	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—主力提价 加速高成长》
07	2011 年 4 月 7 日	《几家欢喜几家愁—酒水行业提价风波点评》
08	2011 年 4 月 12 日	《洋河股份—新一轮深度全国化高质量增长拉开帷幕》
09	2011 年 4 月 13 日	《山西汾酒年报点评—先施肥后开花再结果》
10	2011 年 4 月 22 日	《山西汾酒 2011 年一季报点评—业绩加速增长 后发优势凸显》
11	2011 年 4 月 24 日	《洋河股份: 高端化全国化带动业绩强劲增长,调高 2011 年 EPS 至 8.36 元》
12	2011 年 5 月 12 日	《张裕 A: 舞台更高更大, 价值更优更远》
13	2011 年 5 月 15 日	《山西汾酒-再造品牌运营架构, 加速高端化全国化》
14	2011 年 5 月 21 日	《山西汾酒的未来在哪里》
15	2011 年 6 月 2 日	《酒鬼酒-三大高端品牌全面启动, 迎接 2012 年盈利拐点》
16	2011 年 6 月 20 日	《酒鬼酒-生产扩大, 营销缺钱, 现金流入正当时》

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308