

酒鬼酒(000799.SZ)

全面精细布局，静待三年丰收

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

33.0-34.7

联系人

分析师

邢庭志

谢刚

食品饮料小组

S0740510120005

021-20315162

021-20315178

xingtz@r.qlzq.com.cn

xiegang@r.qlzq.com.cn

2011年11月9日

2011年11月9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)	21.43
市值(百万元)	6494.36
流通市值(百万元)	4406.11

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	906.90	1,401.77	2,014.03
营业收入增速	11.76%	53.60%	61.81%	54.57%	43.68%
净利润增长率	42.07%	35.79%	67.62%	84.44%	60.96%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.26	0.41	0.76	1.22
前次预测每股收益(元)	0.19	0.26	0.44	0.77	1.26
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	86.38	83.19	55.85	30.28	18.81
PEG	2.05	2.32	0.83	0.36	0.31
每股净资产(元)	2.23	2.49	4.04	4.80	6.01
每股现金流量	0.00	0.33	0.65	0.69	1.24
净资产收益率	8.64%	10.50%	10.14%	15.75%	20.23%
市净率	7.47	8.74	5.66	4.77	3.80
总股本(百万股)	303.05	303.05	324.93	324.93	324.93

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 省内布局完成。根据近期市场草根调研，酒鬼酒省内已经分品牌 136 个县市完全覆盖，初步估算一级经销客户接近 300 个，提前完成了公司的深度布点任务，并正在积极推进终端深度管理支持计划；组织将同步升级扩张支持核心市场终端建设；公司产品结构持续提升，高端内参和封坛年份酒快速放量，占比超过 60%，新酒鬼酒的价格体系正在理顺，提价放量趋势已定，酒鬼酒已经成为湖南省最具形象档次的品牌，预计省内全年增速在 100%，2012 年预计营收增速 60% 以上，2013 年在 50% 以上；
- 省内空间大。湖南人口 7078 万，保守测算市场容量在 150 亿；按照 2011 年 4.5 亿计算，市场占有率 3.0%，市场空间巨大，本地品牌优势最强，最大化享受政府支持和自身品牌定位带来的高端收益；
- 省外增长有模式。公司省外 2011 年完成深度增长，增速 100% 左右，全面依赖原有核心客户的深度增长，产品档次结构持续向以封坛年份酒为中心进行转换，公司的产品档次适应行业次高端扩容和商业资源崛起带来的全国化机遇，目前省外正在进行全面扁平化努力；随着公司增发完成，我们判断 2012 年酒鬼酒将继续进行省外的扩张，推动新的营销中心的建立，强化规模优势对品牌力支持的反哺；
- 厂商合作数量加速。随着商业资源崛起，名酒资源稀缺，省内外经销商正积极寻求与酒鬼酒的深度合作；2012 年预计客户数量将进增长 25%，深度增长和扩张并举；
- 业绩增长确定。上调 2011-2013 年营收至 9.07、14.02 和 20.14 亿元，净利润 1.33、2.46 和 3.95 亿元；EPS 摊薄为 0.41、0.76 和 1.22 元，增速分别达到 67.62%、84.44% 和 60.96%；
- 维持酒鬼酒“买入”评级，未来 12 个月目标价 33.0-34.7 元。建议广大投资者把握好酒鬼酒全国化和本地为王的价值，静待三年丰收。

附件一：齐鲁证券食品饮料行业报告

图表 1：2011 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 29 日	《山西汾酒一回归一线 拐点到来》
05	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—主力提价 加速高成长》
06	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》
07	2011 年 4 月 13 日	《山西汾酒年报点评—先施肥后开花再结果》
08	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》
09	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》
10	2011 年 5 月 12 日	《张裕 A：舞台更高更大，价值更优更远》
11	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》
12	2011 年 5 月 21 日	《山西汾酒的未来在哪里》
13	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》
14	2011 年 6 月 20 日	《酒鬼酒-生产扩大，营销缺钱，现金流入正当时》
15	2011 年 6 月 29 日	《把握白酒结构升级和整合内涵，精准选股实现长期超额汇报》
16	2011 年 7 月 6 日	洋河股份《增长战略清晰，增长质量全面提升》
17	2011 年 7 月 6 日	五粮液《高端白酒扩容的最大受益者》
18	2011 年 7 月 9 日	山西汾酒《业绩延续高增长，搏击一片蓝海》
19	2011 年 7 月 31 日	《酒鬼酒-走在复兴的路上》
20	2011 年 8 月 9 日	《张裕 A-高端聚焦带动全面发展》2011 中报点评
21	2011 年 8 月 12 日	《青岛啤酒-最后的大佬》
22	2011 年 8 月 16 日	《战略性看好五粮液》
23	2011 年 8 月 16 日	《山西汾酒-加速全国化，持续高成长》
24	2011 年 8 月 17 日	《酒鬼酒-拐点清晰，战略增持》
25	2011 年 8 月 22 日	《洋河股份-一片蓝海中持续高成长》
26	2011 年 8 月 24 日	《五粮液-量价乘积最大，增长动力多极》
27	2011 年 10 月 16 日	《外部商业资源崛起推动酒鬼全国化》
28	2011 年 10 月 20 日	《山西汾酒-上升趋势下的重大买点》

来源：齐鲁证券研究所

附件二：财务报表预测

图表 2：酒鬼酒财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	327	365	560	907	1,402	2,014
增长率	54.49%	11.8%	53.6%	61.8%	54.6%	43.7%
营业成本	-81	-79	-146	-270	-410	-576
% 销售收入	24.7%	21.8%	26.1%	29.8%	29.2%	28.6%
毛利	246	285	414	637	992	1,438
% 销售收入	75.3%	78.2%	73.9%	70.2%	70.8%	71.4%
营业税金及附加	-41	-48	-85	-136	-210	-302
% 销售收入	12.5%	13.1%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	-121	-131	-203	-290	-407	-544
% 销售收入	37.2%	36.0%	36.2%	32.0%	29.0%	27.0%
管理费用	-63	-71	-82	-91	-126	-171
% 销售收入	19.4%	19.4%	14.6%	10.0%	9.0%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	20	35	44	120	249	421
% 销售收入	6.2%	9.7%	7.9%	13.2%	17.8%	20.9%
财务费用	-1	-6	-9	0	0	0
% 销售收入	0.3%	1.7%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-11	-17	28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	12	13	13	13
% 税前利润	—	1.7%	13.8%	8.5%	4.6%	2.9%
营业利润	8	13	75	133	262	434
营业利润率	2.5%	3.6%	13.4%	14.7%	18.7%	21.6%
营业外收支	33	42	11	20	20	20
税前利润	41	55	86	153	282	454
利润率	12.6%	15.1%	15.4%	16.9%	20.1%	22.6%
所得税	0	3	-7	-20	-37	-59
所得税率	0.0%	-5.4%	8.7%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	41	58	79	133	246	395
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	41	58	79	133	246	395
净利率	12.6%	16.0%	14.2%	14.7%	17.5%	19.6%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	41	58	79	133	246	395
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	37	40	-3	0	0	0
非经营收益	3	3	-8	-33	-33	-33
营运资金变动	-59	-101	33	111	11	41
经营活动现金净流	22	0	100	211	223	403
资本开支	5	16	56	-20	-20	-20
投资	0	75	95	0	0	0
其他	-9	-28	0	13	13	13
投资活动现金净流	-14	30	39	33	33	33
股权募资	0	0	0	424	0	0
债权募资	-57	-37	4	-190	0	0
其他	-11	-6	-9	0	0	0
筹资活动现金净流	-68	-43	-5	234	0	0
现金净流量	-60	-13	135	478	256	436
资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	78	81	199	677	934	1,370
应收账款	198	52	71	81	87	96
存货	397	575	448	444	561	599
其他流动资产	4	41	70	81	123	144
流动资产	676	748	788	1,283	1,705	2,209
% 总资产	58.2%	61.2%	61.0%	71.9%	77.2%	81.5%
长期投资	64	60	77	77	77	77
固定资产	320	315	325	325	325	325
% 总资产	27.5%	25.8%	25.2%	18.2%	14.7%	12.0%
无形资产	101	96	93	93	93	93
非流动资产	485	474	503	503	503	503
% 总资产	41.8%	38.8%	39.0%	28.1%	22.8%	18.5%
资产总计	1,161	1,222	1,290	1,786	2,208	2,712
短期借款	100	150	191	1	1	1
应付账款	295	308	244	382	494	549
其他流动负债	133	72	99	90	153	207
流动负债	527	530	534	473	649	758
长期贷款	5	3	0	0	0	0
其他长期负债	10	10	0	0	0	0
负债	543	544	534	473	649	758
普通股股东权益	618	677	756	1,313	1,559	1,954
少数股东权益	0	2	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,161	1,222	1,290	1,786	2,208	2,712
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.136	0.193	0.262	0.410	0.756	1.216
每股净资产 (元)	2.040	2.233	2.495	4.042	4.797	6.013
每股经营现金净流 (元)	0.073	0.000	0.332	0.650	0.688	1.241
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.66%	8.64%	10.50%	10.14%	15.75%	20.23%
总资产收益率	3.54%	4.78%	6.15%	7.45%	11.12%	14.57%
投入资本收益率	3.49%	5.39%	6.03%	18.62%	39.44%	72.03%
增长率						
营业总收入增长率	54.49%	11.76%	53.60%	61.81%	54.57%	43.68%
EBIT 增长率	-40.52%	73.74%	25.69%	170.37%	107.66%	69.04%
净利润增长率	-34.09%	42.07%	35.79%	67.62%	84.44%	60.96%
总资产增长率	-11.80%	5.27%	5.55%	38.42%	23.61%	22.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.7	13.6	3.8	1.3	1.3	1.0
存货周转天数	1,786.2	2,231.9	1,276.4	600.0	500.0	380.0
应付账款周转天数	101.1	105.4	100.2	95.0	90.0	75.0
固定资产周转天数	366.7	310.8	204.1	130.8	84.6	58.9
偿债能力						
净负债/股东权益	4.50%	10.69%	-1.00%	-51.47%	-59.82%	-70.04%
EBIT 利息保障倍数	17.8	5.8	4.9	—	—	—
资产负债率	46.77%	44.50%	41.41%	26.48%	29.40%	27.96%

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:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308