

进入 10 亿白酒俱乐部

酒鬼酒 (000799) 公司快报

报告关键点:

- 产品结构理顺, 价格体系需进阶调整
- 营销区域调整初现成效
- 全国渠道布局完成, 随后进入渠道深挖潜能

报告摘要:

- 产品结构进一步理顺, 价格体系还进阶调整。**公司已经梳理了产品线, 形成洞藏酒、内参酒、封坛年份、酒鬼酒和湘泉酒的产品结构。其中, 主线产品50度酒鬼酒、15年封坛酒、内参酒均销售过亿元, 内参酒11年的单品销售收入接近3亿。洞藏和内参会维持高端产品定位, 如果不考虑提价因素, 仅按正常放量预计内参酒12年销售可达4亿。公司在尽快理顺酒鬼、封坛年份酒两大品系省内外价格差距, 形成相对一致的市场终端表现价, 为以后的提价做充分准备。公司加强了对湘泉品牌宣传的投入, 预计销售规模可达2亿元以上。公司今年在河南建立了物流中心, 便于湘泉系列的省外市场推广。
- 营销区域调整初现成效。**公司在上半年调整了营销区域规划, 形成“一个根据地, 两个营销中心”的营销区域划分, 意在提升区域营销效率。年初成立北方营销中心, 下辖河北、河南、山东、北京、天津、山西。11月底, 北方营销中心收入同比增长100%。7月初成立南方营销中心, 下辖广东、广西、福建、江西、海南。11月底, 南方营销中心收入比2010年全年增长120%。湖南是公司的根据地市场, 截止11月底, 收入比2010年全年增长近80%。2012年酒鬼酒的运营中心将迁到长沙, 增设服务机构和人员, 提高服务水平。未来公司会以两大营销中心为平台, 形成3个过亿元的典型市场, 打造20个千万收入的地级市场, 50至100个百万级的县级市场。我们认为12年三个营销区增长势头依然强劲。
- 全国渠道布局完成, 随后进入挖掘渠道潜能。**公司目前经销商数量已从300多家增加到600多家, 经销网络已基本覆盖全国。12年公司销售人员数量将在现有300多人基础上增加530人。公司与湖南商学院合作, 成立“酒鬼酒商学院”, 轮训销售人员, 并且每年招收50至100名大学生加入销售队伍, 提升销售队伍的专业性和服务能力。我们认为销售人员的增长是渠道深度分销的需要。
- 盈利预测和估值。**预计公司2011年净利润1.15亿元, 全面摊薄EPS0.36元, 预计2012年净利润2.51亿元, 同比增长116.9%, 全面摊薄EPS0.77元, 目前股价对应12年动态PE仅27.3倍, 我们给予公司“增持-A”的投资评级。
- 风险提示:** 1) 白酒行业受消费不振出现下滑的风险; 2) 省内市场竞争加剧的风险; 3) 省外市场扩张不利的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	364.9	560.5	964.4	1,594.7	2,082.4
Growth(%)	11.8%	53.6%	72.1%	65.4%	30.6%
净利润	58.5	79.4	118.8	263.8	398.0
Growth(%)	42.1%	35.8%	49.6%	122.0%	50.9%
毛利率(%)	78.2%	73.9%	74.4%	75.2%	75.9%
净利润率(%)	16.0%	14.2%	12.3%	16.5%	19.1%
每股收益(元)	(¥0.19)	(¥0.26)	(¥0.36)	(¥0.77)	(¥1.22)
每股净资产(元)	(¥2.23)	(¥2.49)	(¥3.91)	(¥4.52)	(¥5.44)
市盈率	109.1	80.3	57.6	25.9	17.2
市净率	9.4	8.4	5.4	4.7	3.9
净资产收益率(%)	8.6%	10.4%	9.3%	18.0%	22.5%
ROIC(%)	10.0%	11.7%	15.5%	24.5%	25.9%
EV/EBITDA	122.2	61.0	39.3	18.5	12.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.8%	1.2%

评级:

增持-A

上次评级: 中性-A

目标价格:

26.80 元

期限: 3 个月 上次预测: 14.00 元

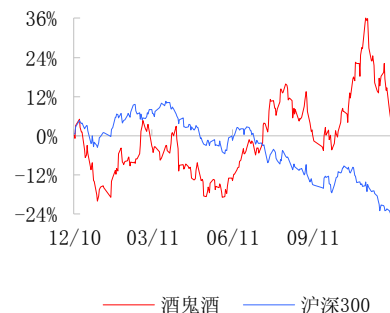
现价 (2011 年 12 月 28 日): 22.04 元

报告日期:

2011-12-28

总市值(百万元)	7,219.92
流通市值(百万元)	4,568.53
总股本(百万股)	324.93
流通股本(百万股)	205.60
12 个月最低/最高	16.65/29.42 元
十大流通股东(%)	32.52%
股东户数	35,310

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.60)	15.06	29.53
绝对收益	(22.03)	3.36	5.23

 徐昊
 010-66581748
 执业证书编号

 李铁
 010-66581633
 执业证书编号

 行业分析师
 xuhao1@essence.com.cn
 S1450511080005
 行业分析师
 litie2@essence.com.cn
 S1450511020014

前期研究成果

- 酒鬼酒: 三季度业绩低于预期
2009-10-28
- 酒鬼酒: 业绩符合预期, 考验新思路
2009-08-12
- 酒鬼酒: 四季度发力, 业绩符合预期
2009-02-25

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-28		
							2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	364.9	560.5	964.4	1,594.7	2,082.4	营业收入增长率	11.8%	53.6%	72.1%	65.4%	30.6%
减: 营业成本	79.5	146.2	247.0	396.0	502.2	营业利润增长率	61.6%	466.4%	98.1%	133.6%	52.2%
营业税费	48.0	85.2	146.6	240.8	315.8	净利润增长率	42.1%	35.8%	49.6%	122.0%	50.9%
销售费用	131.3	202.7	310.3	471.1	573.4	EBITDA 增长率	15.8%	158.1%	56.0%	121.2%	49.6%
管理费用	70.9	82.0	102.8	130.4	157.0	EBIT 增长率	106.7%	335.2%	72.9%	137.6%	52.6%
财务费用	6.1	9.0	-3.3	-2.0	-1.8	NOPLAT 增长率	52.1%	36.5%	32.5%	125.5%	51.2%
资产减值损失	16.9	-27.6	24.6	19.8	18.9	投资资本增长率	16.3%	-0.3%	42.8%	43.2%	17.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	9.8%	11.4%	68.2%	15.6%	20.3%
投资和汇兑收益	0.9	11.9	12.0	8.3	10.7						
营业利润	13.2	74.9	148.4	346.7	527.7	利润率					
加: 营业外净收支	42.0	11.3	10.0	5.0	3.0	毛利率	78.2%	73.9%	74.4%	75.2%	75.9%
利润总额	55.3	86.3	158.4	351.7	530.7	营业利润率	3.6%	13.4%	15.4%	21.7%	25.3%
减: 所得税	-3.0	7.5	39.6	87.9	132.7	净利润率	16.0%	14.2%	12.3%	16.5%	19.1%
净利润	58.5	79.4	118.8	263.8	398.0	EBITDA/营业收入	11.5%	19.3%	17.5%	23.4%	26.8%
资产负债表						EBIT/营业收入	5.3%	15.0%	15.0%	21.6%	25.3%
货币资金	80.8	198.9	309.7	127.6	174.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	307	201	122	81	71
应收账款	27.4	69.4	113.6	160.9	237.1	流动营业资本周转天数	226	171	155	166	174
应收票据	24.6	2.0	5.3	8.7	10.1	流动资产周转天数	703	493	377	311	296
预付账款	40.7	69.6	121.3	235.5	351.9	应收账款周转天数	13	4	2	2	2
存货	574.9	447.7	681.5	991.2	1,125.4	存货周转天数	522	354	230	205	199
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,176	807	560	435	404
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	689	482	339	293	287
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	60.0	76.6	16.0	15.0	15.0	ROE	8.6%	10.4%	9.3%	18.0%	22.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	6.1%	7.0%	12.3%	15.7%
固定资产	301.9	325.0	327.2	389.0	429.3	ROIC	10.0%	11.7%	15.5%	24.5%	25.9%
在建工程	13.5	-	36.0	111.6	91.0	费用率					
无形资产	95.5	92.7	86.6	80.9	75.6	销售费用率	36.0%	36.2%	32.2%	29.5%	27.5%
其他非流动资产	3.2	8.4	12.5	22.3	19.2	管理费用率	19.4%	14.6%	10.7%	8.2%	7.5%
资产总额	1,222.5	1,290.3	1,709.6	2,142.8	2,528.9	财务费用率	1.7%	1.6%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
短期债务	150.0	190.0	10.0	41.2	10.0	三费/营业收入	57.1%	52.4%	42.5%	37.6%	35.0%
应付账款	166.2	115.3	175.9	277.8	341.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	44.5%	41.4%	25.6%	31.4%	30.1%
其他流动负债	213.8	227.4	246.1	366.8	440.5	负债权益比	80.2%	70.7%	34.4%	45.8%	43.0%
长期借款	3.3	-	-	-	-	流动比率	(¥1.41)	(¥1.47)	(¥2.76)	(¥2.19)	(¥2.37)
其他非流动负债	10.4	-	-8.0	-23.3	-39.1	速动比率	(¥0.25)	(¥0.56)	(¥1.09)	(¥0.65)	(¥0.84)
负债总额	544.0	534.3	437.9	673.2	760.7	利息保障倍数	(¥3.18)	(¥9.32)	(¥43.78)	(¥172.32)	(¥298.15)
少数股东权益	1.8	-	-	-	-	分红指标					
股本	303.1	303.1	324.9	324.9	324.9	DPS(元)	(¥-)	(¥-)	(¥0.07)	(¥0.16)	(¥0.24)
留存收益	373.6	453.0	946.8	1,144.7	1,443.2	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	678.5	756.1	1,271.8	1,469.6	1,768.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.8%	1.2%
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	58.3	78.8	118.8	263.8	398.0	EPS(元)	(¥0.19)	(¥0.26)	(¥0.36)	(¥0.77)	(¥1.22)
加: 折旧和摊销	22.7	24.3	23.7	28.6	32.6	BVPS(元)	(¥2.23)	(¥2.49)	(¥3.91)	(¥4.52)	(¥5.44)
资产减值准备	16.9	-27.6	24.6	19.8	18.9	PE(X)	109.1	80.3	57.6	25.9	17.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.4	8.4	5.4	4.7	3.9
财务费用	6.1	9.0	-3.3	-2.0	-1.8	P/FCF	4,470.0	53.2	-18.8	-41.0	63.8
投资收益	-0.9	-11.9	-12.0	-8.3	-10.7	P/S	17.5	11.4	7.1	4.3	3.3
少数股东损益	-0.2	-0.6	-	-	-	EV/EBITDA	122.2	61.0	39.3	18.5	12.3
营运资金的变动	-86.9	17.4	-283.3	-290.6	-227.0	CAGR(%)	65.4%	71.6%	65.0%	42.2%	34.0%
经营活动产生现金流量	-0.1	100.5	-131.5	11.4	210.0	PEG	1.7	1.1	0.9	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	29.9	39.2	3.5	-160.8	-34.4	ROIC/WACC	1.0	1.2	1.6	2.5	2.6
融资活动产生现金流量	-43.2	-4.9	244.8	-19.6	-109.0	REP	6.8	7.5	4.0	1.8	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

徐昊，食品饮料行业分析师，会计学硕士，3年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011年7月加盟安信证券研究中心。

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

徐昊、李铁分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034