

酒鬼酒(000799.SZ)

三年丰收开始，继续买入

评级: **买入**

前次: 买入

目标价(元):

35.9-37.7

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

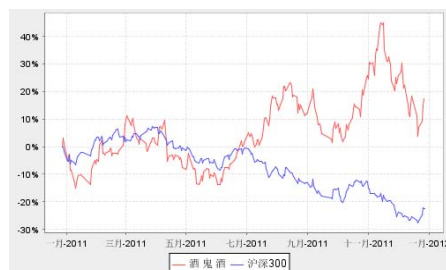
2012年1月12日

2012年1月12日

基本状况

总股本(百万股)	324.93
流通股本(百万股)	205.60
市价(元)	23.30
市值(百万元)	7570.85
流通市值(百万元)	4790.59

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	939.70	1,447.52	2,014.03
营业收入增速	11.76%	53.60%	67.66%	54.04%	39.14%
净利润增长率	42.07%	35.79%	145.82%	53.17%	49.74%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.26	0.60	0.92	1.38
前次预测每股收益(元)	0.19	0.26	0.41	0.76	1.22
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	39.13	25.50	17.03
PEG	2.05	2.32	0.27	0.48	0.34
每股净资产(元)	2.23	2.49	4.23	5.15	6.53
每股现金流量	0.00	0.33	0.93	0.73	1.42
净资产收益率	8.64%	10.50%	14.19%	17.86%	21.10%
市净率	7.47	8.74	5.55	4.55	3.59
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

- 酒鬼酒发布 2011 年业绩预告，业绩增长速度大幅度超出我们的此前预期，净利润达到 1.8-2.1 亿元，对应 EPS0.55-0.65 元，增长 125-160%之间；酒鬼酒正在扎实稳健推进省内深耕和全国化，持续坚定看好；
- 超预期原因之一：四季度营收较好，从经销商调研来看，省内外的销售情况持续趋好，且高端内参春节前期进一步放量，部分受到酒鬼酒涨价预期提前备货；
- 超预期原因之二：2011 年费用率下降速度超预期，预计销售费用率由 2010 年的 36.17%下降为 26.5%，管理费用率由 2010 年的 14.63%下降为 8.50%，酒鬼酒湖南公司的设立，节约了省内原有由供销公司承担的渠道费用和部分管理费用；实践证明这一模式较为适宜酒鬼酒品牌的发展；
- 根据最新调研，公司在河北、河南、山东的增长主要来源于深度增长，例如在河南郑州和山东青岛市场，酒鬼酒表现趋好，产品的性价比较高，消费群持续扩大，品牌价值在高端白酒多元化趋势下持续提升；
- 酒鬼酒省内已经分品牌在 136 个县市全覆盖，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，我们也将持续跟踪；
- 2011-2013 年预测营收达到 9.4、14.5 和 20.1 亿元；EPS 达到 0.60、0.92 和 1.38 元，增长 145.8%、53.2%和 49.7%；
- 考虑到公司省内空间巨大，省外扩张处于起步阶段，维持 2012 年 40 倍 PE 估值，对应 2013 年 24.7 倍 PE，2012 年目标价 36.8 元，价位区间 35.9-37.7 元，维持“买入”评级。

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酒鬼酒相关研究报告

序号	日期	报告标题
01	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》深度报告
02	2011 年 6 月 20 日	《酒鬼酒-生产扩大，营销缺钱，现金流入正当时》
03	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》
04	2011 年 7 月 31 日	《酒鬼酒-走在复兴的路上》
05	2011 年 8 月 22 日	《酒鬼酒-拐点清晰，战略增持》
06	2011 年 10 月 16 日	《外部商业资源崛起推动酒鬼全国化》深度报告
07	2011 年 10 月 30 日	《酒鬼酒营收超预期，复兴成趋势》
08	2011 年 11 月 09 日	《酒鬼酒-全面精细布局，静待三年丰收》深度追踪

来源：齐鲁证券研究所

附件二：酒鬼酒财务报表预测

图表 2：酒鬼酒财务报表预测

损益表（人民币百万元）							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	940	1,448	2,014	货币资金	78	81	199	769	1,039	1,532
增长率	54.49%	11.8%	53.6%	67.7%	54.0%	39.1%	应收账款	198	52	71	84	90	96
营业成本	-81	-79	-146	-279	-423	-576	存货	397	575	448	459	580	599
% 销售收入	24.7%	21.8%	26.1%	29.7%	29.2%	28.6%	其他流动资产	4	41	70	84	127	144
毛利	246	285	414	660	1,024	1,438	流动资产	676	748	788	1,396	1,836	2,372
% 销售收入	75.3%	78.2%	73.9%	70.3%	70.8%	71.4%	% 总资产	58.2%	61.2%	61.0%	73.5%	78.5%	82.5%
营业税金及附加	-41	-48	-85	-141	-217	-302	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	325	325	325
营业费用	-121	-131	-203	-249	-373	-483	% 总资产	27.5%	25.8%	25.2%	17.1%	13.9%	11.3%
% 销售收入	37.2%	36.0%	36.2%	26.5%	25.8%	24.0%	无形资产	101	96	93	93	93	93
管理费用	-63	-71	-82	-80	-123	-171	非流动资产	485	474	503	503	503	503
% 销售收入	19.4%	19.4%	14.6%	8.5%	8.5%	8.5%	% 总资产	41.8%	38.8%	39.0%	26.5%	21.5%	17.5%
息税前利润 (EBIT)	20	35	44	190	311	482	资产总计	1,161	1,222	1,290	1,899	2,338	2,874
% 销售收入	6.2%	9.7%	7.9%	20.3%	21.5%	23.9%	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	429	504	543
% 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	93	158	207
资产减值损失	-11	-17	28	0	0	0	流动负债	527	530	534	524	664	752
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	14	13	13	其他长期负债	10	10	0	0	0	0
% 税前利润	—	1.7%	13.8%	6.2%	3.8%	2.5%	负债	543	544	534	524	664	752
营业利润	8	13	75	204	324	495	普通股股东权益	618	677	756	1,375	1,674	2,122
营业利润率	2.5%	3.6%	13.4%	21.8%	22.4%	24.6%	少数股东权益	0	2	0	0	0	0
营业外收支	33	42	11	20	20	20	负债股东权益合计	1,161	1,222	1,290	1,899	2,338	2,874
税前利润	41	55	86	224	344	515	比率分析						
利润率	12.6%	15.1%	15.4%	23.9%	23.7%	25.6%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	0	3	-7	-29	-45	-67	每股指标						
所得税率	0.0%	-5.4%	8.7%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益 (元)	0.136	0.193	0.262	0.601	0.920	1.378
净利润	41	58	79	195	299	448	每股净资产 (元)	2.040	2.233	2.495	4.233	5.153	6.531
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	0.929	0.729	1.417
归属于母公司的净利润	41	58	79	195	299	448	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%	20.8%	20.7%	22.2%	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%	14.19%	17.86%	21.10%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	3.54%	4.78%	6.15%	10.28%	12.79%	15.58%
净利润	41	58	79	195	299	448	投入资本收益率	3.49%	5.39%	6.03%	31.17%	48.23%	81.39%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	37	40	-3	0	0	0	营业总收入增长率	54.49%	11.76%	53.60%	67.66%	54.04%	39.14%
非经营收益	3	3	-8	-34	-33	-33	EBIT 增长率	-40.52%	73.74%	25.69%	328.93%	63.19%	55.03%
营运资金变动	-59	-101	33	141	-29	46	净利润增长率	-34.09%	42.07%	35.79%	145.82%	53.17%	49.74%
经营活动现金净流	22	0	100	302	237	460	总资产增长率	-11.80%	5.27%	5.55%	47.17%	23.13%	22.92%
资本开支	5	16	56	-20	-20	-20	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	1.3	1.3	1.0
其他	-9	-28	0	14	13	13	存货周转天数	1,786.2	2,231.9	1,276.4	600.0	500.0	380.0
投资活动现金净流	-14	30	39	34	33	33	应付账款周转天数	101.1	105.4	100.2	95.0	90.0	75.0
股权募资	0	0	0	424	0	0	固定资产周转天数	366.7	310.8	204.1	126.2	81.9	58.9
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%	-55.79%	-61.95%	-72.13%
筹资活动现金净流	-68	-43	-5	234	0	0	EBIT 利息保障倍数	17.8	5.8	4.9	—	—	—
现金净流量	-60	-13	135	570	270	493	资产负债率	46.77%	44.50%	41.41%	27.58%	28.39%	26.17%

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