

酒鬼酒（000799）：老将新贵·蓄势待发

中性（维持）

食品饮料行业/白酒

当前股价：17.09 元

报告日期：2010 年 03 月 01 日

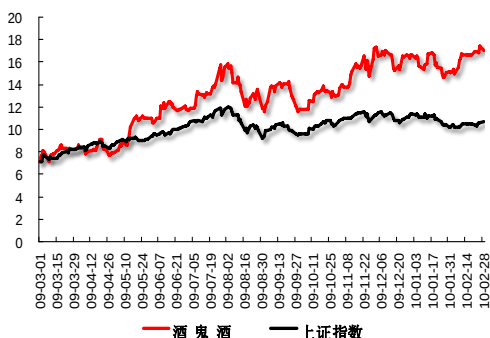
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	327	365	474	640
(+/-)	54%	12%	30%	35%
营业利润	8	13	67	159
(+/-)	-30%	62%	404%	138%
归属于母公司的净利润	41	58	119	229
(+/-)	-34%	42%	103%	93%
每股收益（元）	0.14	0.19	0.39	0.76
市盈率（倍）	126	89	44	23

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	30,305/17,322
流通市值（亿元）	29.60
每股净资产（元）	2.23
资产负债率（%）	44.50

股价表现（最近一年）



天相农业食品组

联系人—王 爽

021-58824282-807 wangs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年 1-12 月，公司实现营业收入 3.65 亿元，同比增长 11.76%，营业利润 1323 万元，同比增长 61.6%，实现归属母公司净利润 5848 万元，同比增长 42.07%，实现每股收益 0.19 元。其中，第 4 季度公司实现营业收入 1.01 亿元，同比下降 26.81%，营业利润-1995 万元，同比下降 171.47%，实现归属母公司净利润 2137 万元，同比下降 61.02%，实现每股收益 0.07 元。2009 年度公司不进行利润分配。公司业绩基本符合预期，但营业收入低于市场预期。
- 第四季度营业收入下降或由与塔鑫合同中止引起。2009 年 5 月 21 日公司控股子公司酒鬼酒供销有限责任公司与珠海市塔鑫酒业有限公司协议签署《酒鬼优级老酒购销合同》，约定珠海市塔鑫酒业有限公司以 5000 万元人民币购买酒鬼酒供销有限责任公司 500 吨酒鬼优级老酒购销及加工。该合同于 2009 年 12 月 14 日双方协议约定解除。我们认为公司第四季度营业收入同比下降 26.81% 是由于扣除了返还给塔鑫集团的 5000 万元人民币。
- 高端酒毛利率水平继续稳健提升。报告期内，公司毛利率水平达到 78.22%，同比增加 2.88 个百分点。其中高端酒毛利率达到 84.46%，同比增加 2.05 个百分点；中低端酒毛利率达到 47.71%，同比增加 12.78 个百分点。公司产品结构偏高端，高端酒类收入在收入占比中为 82.61%，使得公司的毛利率水平在行业中处于较高水平。2010 年将精心运作高端内参产品，主推 52° 精品酒鬼酒和红坛 15 年、紫坛 20 年封坛酒鬼酒等高端产品，同时在全国推广开发湘泉新系列产品，扩大公司销售总体规模。
- 加强品牌宣传，拉开复兴序幕。在徐可强总经理加入酒鬼酒之后，公司迈开了回归白酒第一阵营的脚步。2010 年 1 月 1 日起，公司“品酒鬼、看中国、相信品质的力量”的品牌广告在中央电视台《焦点访谈》提要后亮相，高调宣布酒鬼酒走上了全国复兴之路。
- 盈利预测与评级。我们预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.39 元和 0.76 元，当前公司的股价为 17.09 元，对应的动态 PE 分别为 44X 和 23X，维持“中性”的投资评级。
- 风险提示。（1）宏观经济波动对高端白酒消费的影响；（2）大盘波动对公司股价的影响。

附表1：公司盈利能力指标

	2006A	2007A	2008A	2009A
综合毛利率(%)	49.73%	76.33%	75.34%	78.22%
归属母公司净利润率(%)	-114.66%	29.55%	12.61%	16.03%
净资产收益率(%)	-44.21%	10.82%	6.66%	8.64%

附表2：公司费用控制能力指标

	2006A	2007A	2008A	2009A
营业费用(万元)	5,492	4,685	12,140	13,129
营业费用率(%)	27.12%	22.17%	37.18%	35.98%
管理费用(万元)	13,380	5,763	6,335	7,086
管理费用率(%)	66.08%	27.27%	19.40%	19.42%
财务费用(万元)	4,196	1,519	114	606
财务费用率(%)	20.72%	7.19%	0.35%	1.66%
期间费用(万元)	23,068	11,968	18,589	20,821
期间费用率(%)	113.92%	56.63%	56.93%	57.06%

附表3：季度报表比较

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q4
营业收入	7,926	7,866	5,893	5,125	13,767	10,076
增长率(%)	18.40%	-19.12%	98.82%	62.64%	-26.81%	-26.81%
减：营业成本	624	2,203	1,280	1,549	3,020	2,316
毛利率(%)	92.12%	72.00%	78.28%	69.78%	78.06%	-105.22%
减：营业税金及附加	617	962	618	685	1,826	1,293
销售费用	2,367	2,486	2,742	3,582	3,330	4,878
管理费用	1,664	1,800	1,295	1,298	1,941	2,014
财务费用	301	116	124	110	-236	160
期间费用率	54.65%	55.95%	70.61%	97.37%	36.58%	69.99%
资产减值损失	1,128	0	7	0	1,044	1,410
投资净收益	-616	0	0	0	-48	0
营业利润	609	300	-173	-2,100	2,792	-1,995
增长率(%)	-237.41%	-290.72%	-1139.25%	-199.47%	-171.47%	-171.47%
加：营业外收入	2,725	59	606	52	2,901	3,893
减：营业外支出	51	16	58	37	211	74
利润总额	3,283	343	374	-2,085	5,482	1,824
增长率(%)	-990.97%	-256.62%	419.82%	-210.11%	-66.73%	-66.73%
利润率(%)	41.42%	4.37%	6.35%	-40.68%	39.82%	18.10%
减：所得税	0	0	0	0	0	-299
实际税负比率(%)	0.00%	0.14%	0.00%	0.00%	0.00%	-16.42%
净利润	3,283	343	374	-2,085	5,482	2,123
归属于母公司所有者						
净利润	3,285	343	377	-2,085	5,482	2,137
增长率(%)	-1011.21%	-256.84%	416.16%	-210.53%	-61.02%	-61.02%

附表 4：酒鬼酒盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	21,134	32,651	36,490	47,437	64,040
增长率	4.37%	54.49%	11.76%	30.00%	35.00%
减:营业成本	5,002	8,051	7,946	9,774	12,706
毛利率	76.33%	75.34%	78.22%	79.40%	80.16%
减:营业税金及附加	2,267	4,092	4,797	6,167	8,325
销售费用	4,685	12,140	13,129	14,231	16,010
管理费用	5,763	6,335	7,086	8,586	9,606
财务费用	1,519	114	606	712	833
期间费用率	56.63%	56.93%	57.06%	49.60%	41.30%
资产减值损失	1,128	1,051	1,694	1,500	1,000
投资净收益	402	-48	92	200	300
营业利润	1,173	819	1,323	6,667	15,860
增长率	-105.29%	-30.21%	61.60%	403.94%	137.87%
加:营业外收入	5,263	3,617	4,350	5,692	7,685
减:营业外支出	190	322	146	474	640
利润总额	6,246	4,114	5,527	11,886	22,905
增长率	-126.92%	-34.13%	34.33%	115.05%	92.71%
利润率	29.55%	12.60%	15.15%	25.06%	35.77%
减:所得税费用	0	0	-299	6	11
实际税负比率	0.00%	0.01%	-5.42%	0.05%	0.05%
净利润	6,246	4,114	5,826	11,880	22,893
归属母公司所有者的净利润	6,246	4,117	5,848	11,880	22,883
增长率	-126.90%	-34.09%	42.07%	103.12%	92.63%
净利润率	29.55%	12.61%	16.03%	25.04%	35.73%
少数股东损益	0	-3	-22	0	10
总股本(万股)	30,305	30,305	30,305	30,305	30,305
每股收益(元)	0.21	0.14	0.19	0.39	0.76
每股净资产(元)	1.90	2.23			
净资产收益率	10.82%	6.66%			

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100