

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

基本面转好趋势未变, 耐心等待业绩释放

——酒鬼酒(000799)公司点评

核心观点

1、09年公司收入3.6亿元, 同比增长11.74%, 净利润5848万元, 同比增长42.1%, 每股收益0.19元。净利润主要来自非经常性损益的贡献, 税前营业利润虽然同比增长61.6%, 但仅实现1323万元。

2、公司年报数据低于预期, 但从我们09年对公司跟踪情况看, 公司基本面逐渐改善趋势未发生变化。我们坚持对公司的判断: 酒鬼品牌是全国性的, 市场不仅限于省内, 销量可增长空间巨大, 待销售机制理顺, 可持续放量增长。中国收入规模过10亿的白酒企业众多, 酒鬼酒3年内收入规模达到10亿元以上并非难事。公司09年收入仅3.6亿元, 未来三年收入复合增长率有望达到40%, 净利润复合增长率在45%以上。

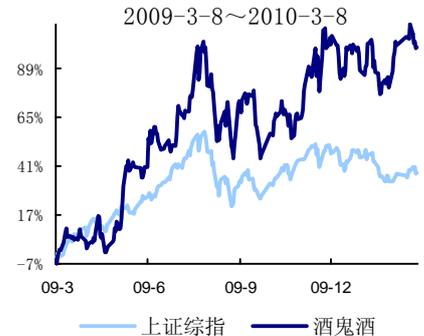
3、09年公司数次召开经销商大会, 着力扩展销售网络。以山东市场为例, 公司采取了“5+1”模式发展市县代理商, 渠道将全面覆盖酒店、商超和团购。“5+1”模式是指: 1个保证—绝对利润分享; 5个支持—媒体、智力、人员、资源和培训五方面支持。虽然“5+1”模式并未有营销机制上创新, 但公司抓住了让经销商享受绝对利润这一关键点。我们认为此种模式在白酒营销领域还是有效的, 并且是可迅速复制的。

4、09年分地区情况看华中地区收入2亿元, 同比增长仅2.55%, 华南和华北地区收入增长较快, 华东地区下降较多。公司基本确立了湖南、山东、华北和广东四大片区, 除省内市场增速较低外, 其他三大片区增长基本符合预期。省内和省外市场均有较大空间, 省外营销网络建成将带来销量增长。

5、公司产品体系已完善: 以内参酒和洞藏酒为超高端产品, 52度精品酒鬼酒和封坛年份酒鬼酒为标杆产品, 湘泉系列为中低端产品。09年高档产品增长2.05%, 中抵挡产品增速12.78%, 增速差异基本符合09年行业运行特点, 未来增长潜力较大的是高端产品。09年白酒销售毛利率达到78.21%, 高毛利是净利润增长基础。

6、预计公司2010年收入5.98亿元, 2011年收入8.24亿元, 2010年EPS0.23, 2011年EPS0.43元, 对应2010年动态市盈率73.5倍, 2011年动态市盈率39.3倍。目前看公司估值偏高, 但我们认为公司基本向上趋势不变, 值得耐心等待未来业绩释放, 给予公司“短期-推荐, 长期-A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	30305.00
流通A股(万股)	17322.25
52周内股价区间(元)	7.19-17.75
总市值(亿元)	50.19
总资产(亿元)	12.22
每股净资产(元)	2.23
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 1: 《机制理顺基础尚在, 发展空间已经打开》 2009/6/8;
- 2: 《产品体系梳理完毕, 复兴之路日益清晰》 2009/7/23;
- 3: 《省外营销正式启动, 基本面继续向好》 2009/9/8

财务数据与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	326.5	364.9	597.9	823.5
同比增速(%)	54.49	11.76	63.85	37.73
净利润(百万)	41.1	58.3	69.7	130.6
同比增速(%)	-34.14	41.63	19.55	87.37
EPS(元)	0.14	0.19	0.23	0.43
P/E	120.7	88.9	73.5	39.3

研究员: 王明德

电话: 010-84183372

Email: wangmingde@guodu.com

执业证书编号: S0940200010025

联系人: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设10年白酒销量增长40.9%，销售收入增长63.9%，假设11年白酒销量增长22.5%，销售收入增长33.7%。
- 2、假设10年白酒业务毛利率78.7%，11年白酒业务毛利率提升至80%。
- 3、假设10年、11年销售费用、管理费用和财务费用占比维持在33%、18%和1.5%，期间费用总体占比维持在50%以上，收入规模扩张期需要高费用支出配合。
- 4、公司05年和06年连续发生大额亏损，未确认的由可抵扣亏损产生的递延所得税资产在09年期末余额还有4956万元。由于递延所得税资产确认金额对当期所得税费用产生重大影响，我们保守假设公司在10年和11年确认递延所得税资产为0，发生所得税费用为0。假设2012年实际税率25%。

1.2 分产品收入预测

表1 酒鬼酒分产品收入预测

产品	指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
高档产品	销量(吨)	680	719.1	1200	1600	2200
	增速	47.83%	5.75%	66.88%	33.33%	37.50%
	吨酒价格(万元/吨)	40.7	41.9	42.7	44.9	47.1
	销售收入(万元)	27672.6	30125.9	51279.4	71791.2	103648.5
	毛利率	82.59%	84.64%	84%	85%	85%
中档产品	销量(吨)	2200.0	2757.7	3700	4400	5000
	增速	63.0%	25.3%	34.2%	18.9%	13.6%
	吨酒价格(万元/吨)	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4
	销售收入(万元)	4965.5	6342.7	8510	10560	12000
	毛利率	34.93%	47.71%	47%	46%	45%
白酒合计	销量(吨)	2880.0	3476.8	4900.0	6000.0	7200.0
	增速	59.12%	20.72%	40.94%	22.45%	20.00%
	吨酒价格(万元/吨)	11.3	10.5	12.2	13.7	16.1
	销售收入(万元)	32650.9	36490.3	59789.4	82351.2	115648.5
	毛利率	75.34%	78.22%	78.73%	80.00%	80.85%

资料来源：国都证券研究所

1.3 酒鬼酒盈利预测

表2 酒鬼酒盈利预测表

科目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	32650.92	36490.29	59789.43	82351.20	115648.54
营业收入(万元)	32650.92	36490.29	59789.43	82351.20	115648.54
营业总成本(万元)	31783.93	35258.73	53872.87	70087.60	92530.30
营业成本(万元)	8051.42	7946.48	12715.01	16471.08	22147.28
营业税金及附加(万元)	4092.39	4797.48	7772.63	10705.66	15034.31
销售费用(万元)	12139.87	13128.69	20328.40	26352.38	33653.73
管理费用(万元)	6334.68	7086.19	11359.99	14823.22	19660.25
财务费用(万元)	114.24	605.75	896.84	1235.27	1734.73

资产减值损失(万元)	1051.33	1694.14	800.00	500.00	300.00
其他经营收益(万元)					
公允价值变动净收益(万元)					
投资净收益(万元)	(48.26)	91.51	50.00	100.00	100.00
营业利润(万元)	818.73	1323.06	5966.56	12363.60	23218.24
加: 营业外收入(万元)	3617.13	4349.65	1200.00	1000.00	500.00
减: 营业外支出(万元)	321.53	145.85	200.00	300.00	300.00
利润总额(万元)	4114.34	5526.87	6966.56	13063.60	23418.24
减: 所得税(万元)	0.49	(299.42)	0.00	0.00	5654.56
净利润(万元)	4113.85	5826.29	6966.56	13063.60	17763.68
减: 少数股东损益(万元)	(2.65)	(22.15)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润(万元)	4116.51	5848.44	6966.56	13063.60	17763.68
每股收益(元)	0.14	0.19	0.23	0.43	0.59

资料来源: 国都证券研究所

2、投资建议

公司预计公司 2010 年收入 5.98 亿元, 2011 年收入 8.24 亿元, 2010 年 EPS0.23, 2011 年 EPS0.43 元, 对应 2010 年动态市盈率 73.5 倍, 2011 年动态市盈率 39.3 倍。目前看公司估值偏高, 但我们认为公司基本向上趋势不变, 值得耐心等待未来业绩释放, 给予公司“短期-推荐, 长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			