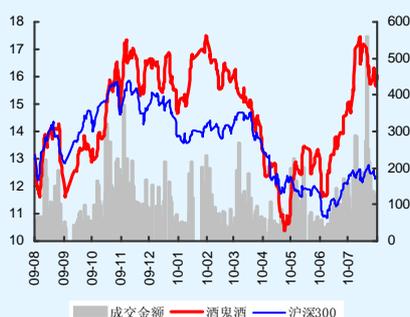


酒鬼酒（000799）半年报点评

——近看销售向好，远看市值提升

基本数据	2010-8-27
收盘价（元）	16.05
市盈率	45.8
市净率	6.72
股息率（分红/股价）	—
每股净资产（元）	2.39
资产负债率%	42.33%
总股本（亿股）	3.0305
流通A股（亿股）	2.0560
流通A股市值（亿元）	33.00

一年内股价走势：



研究员：陈荣新

电话：020-37865152

EMAIL: chenrx@wlzq.com.cn

报告日期：2010-08-30

事件：公司公布半年报：上半年实现营业收入 2.35 亿元，同比增长 30.4%；实现归属股东的净利润 0.49 亿元，同比增长 250.4%，每股收益 0.16 元，超出市场预期。

投资要点：

- **1. 主要产品销售平稳增长。**公司上半年营业收入同比增长 30.4%，其中内参和封坛系列增长较大。上半年销售情况较好还表现在回款质量较高，经销商库存减少很多。上半年预收账款同比增长 69.3%，也显示出实际销售好于预期。
- **2. 资产减值的冲回和所得税贡献了绝大部分利润。**上半年，公司收回对泰腾贸易应收款 4054.42 万元，将以前年度已全额计提的坏账准备全部转回；诉讼事件的解决增加当期利润约 3200 万元。此外，上半年所得税费用为 -261.27 万元，主要是以预计未来年度可弥补以前年度亏损金额为限确认的递延所得税费用。
- **3. 销售费用依然较高。**上半年，公司销售费用同比增长 45.19%，销售费用率上升了 4.0% 至 39.1%，维持在高位，说明了公司销售还没走上正轨，其渠道、品牌营销等尚在建设期，预计高费用还将持续。我们判断公司的利润率拐点可能在销售达 7 个亿时候出现。
- **盈利预测：**我们预计公司 2010 年业绩为 0.35 元，公司为了促进股票非公开发行的顺利进行短期有加快业绩释放的动力，总体看公司当前估值不低，但考虑公司上半年销售情况良好，且品牌基础深厚，从长远看市值提升空间较大，给予“增持”评级。

表1: 2010年半年报点评

单位 (百万元)	单季度数据							半年报数据			万联评论
	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	QOQ	YOY	1H2009	1H2010	YOY	
营业收入	117.17	83.35	100.76	114.02	121.67	6.7%	3.8%	180.80	235.69	30.4%	上半年内参、封坛系列销售良好
营业成本	19.47	22.84	23.16	27.23	32.90	20.8%	69.0%	33.46	60.12	79.7%	积压滞销产品转销因素所致
毛利	97.70	60.50	77.59	86.79	88.77	2.3%	-9.1%	147.34	175.56	19.2%	
营业税金及附加	14.56	12.27	12.93	15.47	15.19	-1.8%	4.3%	22.78	30.67	34.6%	
%营业收入	12.4%	14.7%	12.8%	13.6%	12.5%	-8.0%	0.5%	12.6%	13.0%	3.3%	
销售费用	37.18	19.02	48.78	44.62	47.53	6.5%	27.9%	63.49	92.16	45.1%	渠道、品牌营销等尚在建设期
%营业收入	31.7%	22.8%	48.4%	39.1%	39.1%	-0.2%	23.1%	35.1%	39.1%	11.3%	
管理费用	17.02	14.64	20.14	18.02	19.58	8.7%	15.1%	36.08	37.60	4.2%	
%营业收入	14.5%	17.6%	20.0%	15.8%	16.1%	1.9%	10.8%	20.0%	16.0%	-20.1%	
财务费用	1.65	1.17	1.60	2.19	2.16	-1.5%		3.28	4.35	32.5%	
%营业收入	1.4%	1.4%	1.6%	1.9%	1.8%	-7.7%		1.8%	1.8%	1.6%	
资产减值损失	9.27	-6.57	14.10	6.31	-36.96	-686.1%	-498.6%	9.41	-30.65	-425.6%	收回回款, 将已全额计提的坏账准备全部转回
投资收益	0.00	0.92	0.00	0.00	0.00			0.00	0.00		
营业利润	18.02	20.88	-19.95	0.19	41.26	#####	128.9%	12.30	41.45	237.0%	
营业外收入	1.52	2.32	38.93	1.96	3.67	87.8%	141.2%	2.24	5.63	151.0%	系本期收到债务重组利得和政府补助
营业外支出	0.09	0.25	0.74	0.00	0.78			0.47	0.79		
利润总额	19.45	22.96	18.24	2.14	44.15	1960.5%	127.0%	14.07	46.29	228.9%	
所得税	0.00	0.00	-2.99	0.00	-2.61			0.00	-2.61		主要是以预计未来年度可弥补以前年度亏损金额为限确认的递延所得税费用
%营业收入	0.0%	0.0%	-3.0%	0.0%	-2.1%			0.0%	-1.1%		
净利润	19.45	22.96	21.23	2.14	46.76	2082.5%	140.4%	14.07	48.91	247.5%	
少数股东权益	0.00	-0.09	-0.13	-0.17	-0.23			0.00	-0.41		
归属股东的净利润	19.45	23.04	21.37	2.32	47.00	1928.3%	141.6%	14.07	49.31	250.4%	主要系营业收入增加以及资产减值准备转回所致
总股本	303.05	303.05	303.05	303.05	303.05			303.05	303.05		
每股收益摊薄 (元)	0.06	0.08	0.07	0.01	0.16	1928.3%	141.6%	0.05	0.16	250.4%	
财务比率											
毛利率	83.4%	72.6%	77.0%	76.1%	73.0%	-4.2%	-12.5%	81.5%	74.5%	-8.6%	
营业利润率	15.4%	25.1%	-19.8%	0.2%	33.9%	#####	120.5%	6.8%	17.6%	158.5%	
净利率	16.6%	27.6%	21.2%	2.0%	38.6%	1800.8%	132.7%	7.8%	20.9%	168.8%	
应收账款	17.65	21.28	8.19	8.14	27.67	239.8%	56.8%	17.65	27.67	56.8%	
预收账款	87.17	117.57	142.01	135.45	147.54	8.9%	69.3%	87.17	147.54	69.3%	实际销售好于预期
经营性现金流净额	76.73	26.38	-54.70	-4.31	33.71		-56.1%	28.22	29.40	4.2%	主要系销售回款增加所致

资料来源: 公司公告, 万联证券

点评:

1. 中报业绩超出市场预期。

公司上半年实现营业收入 2.35 亿元, 同比增长 30.4%; 实现归属股东的净利润 0.49 亿元, 同比增长 250.4%, 每股收益 0.16 元, 超出市场预期。

2. 主要产品销售平稳增长。

公司上半年营业收入同比增长 30.4%, 其中内参和封坛系列增长较大。上半年销售情况较好还表现在回款质量较高, 经销商库存减少很多。上半年预收账款同比增长 69.3%, 也显示出实际销售好于预期。

3. 资产减值的冲回和所得税贡献了绝大部分利润。

上半年, 公司收回对泰腾贸易应收款 4054.42 万元, 将以前年度已全额计提的坏账准备全部转回; 诉讼事件的解决增加当期利润约 3200 万元。此外, 上半年所得税费用为 -261, 27 万元, 主要是以预计未来年度可弥补以前年度亏损金额为限确认的递延所得税费用。

4. 销售费用依然较高。

上半年，公司销售费用同比增长 45.19%，销售费用率上升了 4.0%至 39.1%，维持在高位，说明了公司销售还没走上正轨，其渠道、品牌营销等尚在建设期，预计高费用还将持续。我们判断公司的利润率拐点可能在销售达 7 个亿时候出现。

表2：主营业务分产品和分地区况

主营业务收入分产品				主营分地区情况						
	单位：百万元	1H09	1H10	YOY		单位：百万元	1H09	1H10	YOY	
中高档酒	营业收入	154.76	182.72	18.07%	华中	营业收入	59.33	93.40	57.44%	
	营业成本	19.77	32.70	65.38%		华北	营业收入	19.58	68.32	248.92%
	毛利	134.98	150.02	11.14%			华东	营业收入	2.41	-3.46
	毛利率	87.22%	82.10%	△-5.12%		华南		营业收入	86.37	19.95
低档酒	营业收入	25.95	52.85	103.68%	其他		营业收入	13.03	57.36	340.12%
	营业成本	13.67	27.39	100.32%						
	毛利	12.27	25.46	107.42%						
	毛利率	47.31%	48.18%	△0.87%						
合计	营业收入	180.70	235.57	30.36%						
	营业成本	33.45	60.09	79.66%						
	毛利	147.26	175.48	19.17%						
	毛利率	81.49%	74.49%	△-7.00%						

数据来源：公司公告，万联证券

综合看，公司已经树立较为明确的酒鬼和湘泉双品牌的产品战略，产品线较为完整，其主打产品中高端的内参、酒鬼封坛系列及中低端的湘泉等销售状况良好，目前存在的问题主要有：（1）渠道建设有待完善，表现在经销商数量不够，经销商规模不大等；（2）缺乏拳头产品。公司产品线全，但没有一个产品销售过亿；（3）费用率居高不下；（4）管理层问题。公司屡屡爆出高级管理人员辞职事件，也加深了市场对其管理层问题的担忧。

盈利预测：我们预计公司 2010 年业绩为 0.35 元，公司为了促进股票非公开发行的顺利进行短期有加快业绩释放的动力，总体看公司当前估值不低，但考虑公司上半年销售情况良好，且品牌基础深厚，从长远看市值提升空间较大，给予“增持”评级。

投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。