

经营基础不断夯实，收益质量明显提高

——山西汾酒 (600809) 年报点评

分析师

郭怡娴

☎ (0755) 83515613

✉ guoyx@cgws.com

要点:

- 2008 年度，公司实现销售收入158452 万元，同比减少 14.20%；实现利润总额44388万元，同比减少33.52%；归属于上市公司股东净利润实现24517 万元，同比减少31.81%。基本每股收益0.57元/股，扣除非经常性损益后的基本每股收益0.625元/股。
- **销售净利率较07年下降4个百分点** 报告期内，毛利率和销售费用率与去年同期基本持平，07年由于职工福利冲击管理费用，管理费用率降低到5%，08年管理费用率达到9.4%的正常水平。所得税率较07年降低8.7个百分点，由于资产减值损失、营业外支出的上升和少数股东损益占比上升，销售净利率下降4个百分点至15.5%。
- **坏账准备计提比例提高以及营业外支出大幅上升拖累每股收益** 2008年度公司采取了较为谨慎的会计政策，将三年以上应收款项的坏账准备计提比例由15%调高到70%，本次会计估计变更影响公司当期损益计-2325万元；报告期内公司营业外捐赠和赞助支出大幅上升，营业外收支净额达-4214万元，较07年增加2464万元，且该部分支出很大部分不能够税前抵扣，拖累每股收益。
- **收益质量明显提高** 2007年公司加大促销力度并采用较为乐观的收入确认方式，使得应收款项大幅上升。2008 年度尽管公司发展速度放缓，但收益质量明显提高，应收款项占主营业务收入的比例由07年的39.9%下降到20.4%，经营性现金流/净利润由07年的0.21上升到了2.41。
- **肃清销售体系，经营基础不断夯实** 公司分片区设立区域代理制，经销商产品开发权基本上已经收归集团所有，仅保留这类经销商19家、产品36种，今后不允许经销商开发产品，所有原酒须由公司生产基地生产，同时加强打假力度，净化市场，提升产品档次，重点做好中高档酒的优化和销售。

投资评级：谨慎推荐（上调）

4 月 7 号收盘价：18.19 元

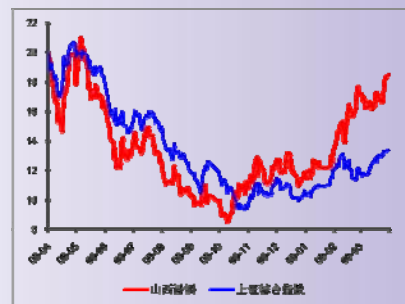
市场数据

总市值 (亿元)	76.63
流通市值 (亿元)	30.67
总股本 (万股)	43292
流通股本 (万股)	17300
12 个月最高/最低	21.47/8.2
十大流通股 (%)	20.69%
股东总数	32906

公司盈利预测

单位：万元	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	158452	183804	213213
(+/-%)	-14.2%	16.0%	16.0%
净利润	24517	33613	42464
(+/-%)	-31.8%	37.1%	26.3%
摊薄每股收益	0.566	0.776	0.981
PE	31.9	23.32	18.56

股价表现图



相关报告

山西汾酒 08 年中报点评

——2008-8-22

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。



- 2009年一季度归属于母公司所有者净利润同比预增300%以上 08年一季度销售下滑导致基数较低,公司发布预增公告,一季度主营收入大幅增长带动净利润同比增长300%以上。
- **盈利预测** 公司08年进行的各项改革使得产品结构、价格结构、渠道结构、队伍结构出现良性的转变,我们预计公司的销售制度改革和营销体系建设09年还在继续,公司的各项制度将不断健全、经营基础不断夯实。公司09 年经营规划为力争收入实现不低于20%增长的同时营业总成本增长不超过30%。预测公司09、10年EPS分别为0.78和0.98,按照最新收盘价,对应的PE为23.32和18.56倍,给予谨慎推荐的投资评级。

销售预测表

	2006	2007	2008	2009E	2010E
销售收入	152743	184679	158452	183804	213213
营业成本	40646	42220	37288	40437	42643
毛利率	73.39%	77.14%	76.47%	78.00%	80.00%
销售费用	21285	36290	30997	36761	42643
销售费用率	13.93%	19.65%	19.56%	20.00%	20.00%
管理费用	12946	9206	14945	16000	17000
管理费用率	8.48%	4.98%	9.43%	8.70%	7.97%

数据来源: 长城证券研究所

附表：财务预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E
营业收入	158452	183804	213213	成长性			
营业成本	37288	40437	42643	营业收入增长	-14.2%	16.0%	16.0%
利息收入	0	738	999	营业成本增长	-11.7%	8.4%	5.5%
利息支出	0	0	0	营业利润增长	-29.1%	29.3%	25.5%
销售费用	30997	36761	42643	利润总额增长	-33.5%	37.1%	26.3%
管理费用	14945	16000	17000	净利润增长	-31.8%	37.1%	26.3%
投资净收益	10	0	0	盈利能力			
营业利润	48602	62855	78879	毛利率	76.5%	78.0%	80.0%
营业外收支	-4214	-2000	-2000	销售净利率	15.5%	18.3%	19.9%
利润总额	44388	60855	76879	ROE	15.4%	18.5%	20.2%
所得税	12927	17723	22389	ROIC	31.7%	38.0%	42.6%
少数股东损益	6944	9520	12026	营运效率			
净利润	24517	33613	42464	销售费用/营业收入	19.6%	20.0%	20.0%
资产负债表（万元）				管理费用/营业收入	9.4%	8.7%	8.0%
货币资金	54210	67318	97144	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	3914	3676	4264	所得税/利润总额	29.1%	29.1%	29.1%
应收票据	28354	36761	42643	应收帐款周转率	41.75	46.30	100.00
存货	69182	72786	68228	存货周转率	0.53	0.57	1.25
流动资产合计	157962	183078	215051	流动资产周转率	0.93	0.92	1.98
固定资产	47443	48658	49673	总资产周转率	0.70	0.72	1.55
资产总计	211536	239523	274270	偿债能力			
短期借款	0	0	0	资产负债率	25.0%	23.5%	22.1%
应付款项	4362	4852	5117	流动比率	2.99	3.25	3.55
流动负债合计	52795	56318	60552	速动比率	1.68	1.96	2.42
长期借款	0	0	0	每股指标（元）			
负债合计	52795	56318	60552	EPS	0.566	0.776	0.981
股本	43292	43292	43292	每股净资产	3.67	4.20	4.87
留存收益	103385	116830	133815	每股经营现金流	1.36	0.89	1.40
少数股东权益	12064	21583	33610	每股经营现金/EPS	2.4	1.1	1.4
权益合计	158741	181706	210717	估值	2007A	2008E	2009E
负债和股东权益总计	211536	238023	271270	PE	28.4	20.7	16.4
现金流量表（万元）				PEG	0.90	0.79	
经营活动现金流	58970	38615	60804	PB	4.4	3.8	3.3
其中营运资本减少				EV/EBITDA	12.86	10.44	8.39
少	26093	-8485	2088	EV/SALES	4.40	3.79	3.27
投资活动现金流	-9168	-5338	-5500	EV/IC	6.70	5.35	5.27
其中资本支出	-9179	-5000	-5000	ROIC/WACC	3.03	3.62	4.06
融资活动现金流	-12794	-20168	-25478	REP	2.21	1.48	1.30
净现金总变化	37008	13109	29826				

研究员介绍及个人承诺:

郭怡娴: 武汉大学经济学硕士, 2008 年加入长城证券, 任食品饮料行业研究员。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级说明

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%; 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间; 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间; 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
		预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>