

山西汾酒 (600809. sh)

业绩能否持续增长还有待观察

熊峰 农业/食品 行业 研究员

电话: 0755-82083888-816

eMail: xf@gf.com.cn

汤玮亮 农业/食品 研究助理

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

08 年处于调整期

2008 年度, 公司实现销售收入 15.8 亿元, 同比减少 14.20%, 归属于上市公司股东净利润 2.45 亿元, 同比减少 31.81%。08 年实现每股收益 0.57 元, 若扣除非经常性损益, 每股收益为 0.63。

08 年销售收入大幅下滑主要因为省外市场严重萎缩。去年因为销售体制改革, 经销商处于观望状态, 省外市场下滑了 37%。省内市场仍保持了小幅的增长。

09 年一季度业绩大幅增长, 持续性有待观察

根据公司的业绩预增公告, 一季度净利润增长超过 300%。

一季度业绩的暴增是山西汾酒股价近期大幅超越行业指数的重要原因。但公司的销售是否真正步入了快速发展期, 我们认为还有待观察, 可详见我们下文对公司一季度业绩的分析。

盈利预测与投资评级

我们预计 09-11 年公司实现每股收益 0.76、0.86、0.98 元, 公司能否真正步入快速发展期还有待观察, 我们继续给予公司“持有”的投资评级。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1,846.79	1,584.52	1,835.05	2,064.44	2,344.46
EBITDA(百万元)	671.85	445.29	638.56	728.16	825.58
净利润(百万元)	359.56	245.17	330.05	373.43	423.96
净利润增长率	37.59%	-31.81%	45.67%	13.14%	13.53%
每股收益(元)	0.831	0.566	0.762	0.863	0.979
市盈率	44.28	19.16	22.95	20.29	17.87
市净率	12.35	3.20	4.37	3.71	3.16
EV/EBITDA	27.87	10.56	11.76	10.31	9.10
每股红利(元)	0.16	0.00	0.20	0.25	0.30
股息率(%)	0.43	0.00	1.14	1.43	1.71

来源: 山西杏花村汾酒厂股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	17.30
目标价格(元)	16.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.70%	60.97%	-6.98%
上证综指	11.23%	29.87%	-32.48%

股票数据

总股本(万股)	43,292.41
流通 A 股(万股)	17,328.23
主要股东:	
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	
主要股东持股比例	69.97%
流通 A 股比例	40.03%

财务比率

ROE	16.72%
ROA	11.59%
资产负债率	24.96%
每股净资产(元)	3.39

2008 年报数据

08年处于调整期

2008年度，公司实现销售收入15.8亿元，同比减少14.20%，归属于上市公司股东净利润实现2.45亿元，同比减少31.81%。08年实现每股收益0.57元，若扣除非经常性损益，每股收益为0.63。

其中，四季度净利润下降幅度远大于营业收入，公司从去年10月1日起，将三年以上应收款项的坏账准备计提比例由15%调高到70%，本期计提坏账准备1997万元。此次调整坏账准备，主要为了解决上市前遗留的历史问题，共涉及到3000多万的应收账款。

表 1：08 年业绩大幅度下滑 单位：百万元

	2008 年	2007 年	同比	2008 4Q	2007 4Q	同比
营业收入	1585	1847	-14.2%	459	545	-15.9%
营业利润	486	685	-29.1%	120	231	-48.1%
利润总额	444	668	-33.5%	105	224	-53.3%
净利润	245	360	-31.8%	46	113	-59.5%

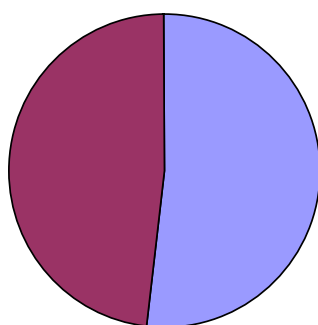
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

08年销售收入大幅度下滑，主要因为省外市场严重萎缩。去年因为销售体制改革，经销商处于观望状态，省外市场下滑了37%。省内市场仍保持了小幅的增长。

分产品来看，根据我们与公司沟通的情况，08年国藏销量变化不大，维持在50吨左右的水平，青花瓷同比下滑了100多吨，老白汾同比下滑了3000多吨。

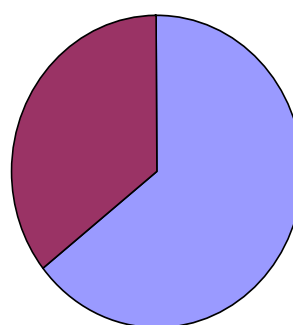
图 1：省内外市场的销售收入占比变化情况

汾酒07年省内外市场占比



■ 省内 ■ 省外

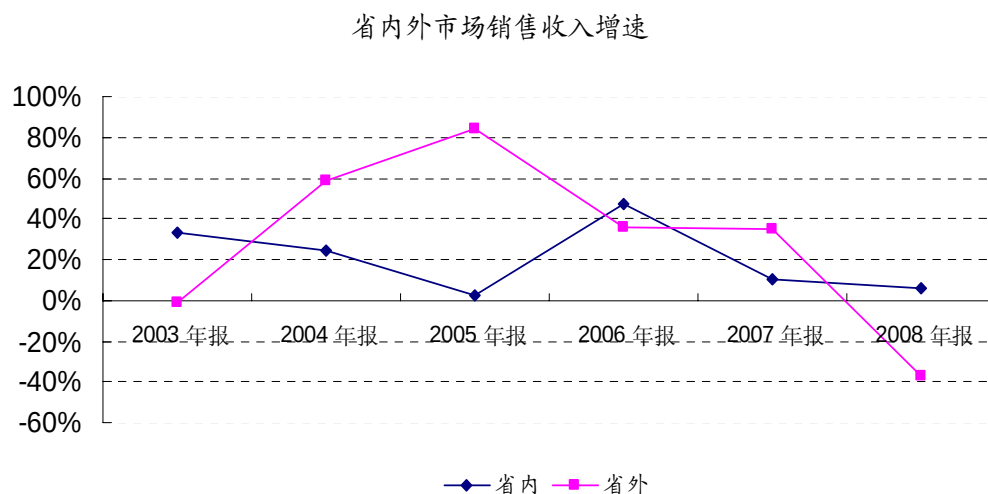
汾酒08年省内外市场占比



■ 省内 ■ 省外

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 2：省内外市场的销售收入增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

08年公司的财务状况好转，现金流健康。08年末货币资金5.42亿元，远高于年初的1.72亿元。预收账款0.97亿元，高于年初的0.05亿元。应收账款则同比大幅度减少。

表 2：财务状况有所好转 单位：百万元

	2008 年	2007 年	同比
经营活动产生现金流量	590	76	681.0%
货币资金	542	172	215.1%
预收账款	97	5	1840.0%
应收账款	39	164	-76.2%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

08年销售费用率总体变化不大，其中广告费同比上升了43%，显示公司加大广告投入的思路仍在延续。管理费用率同比大幅增加主要由于07年冲减福利费结余较大，与其他年份相比则相差不大。

09年一季度业绩大幅增长，持续性有待观察

根据公司的业绩预增公告，净利润增长超过300%。

从我们与公司沟通的情况来看，中档酒老白汾的销售恢复情况较为理想，但其他酒销售情况一般。

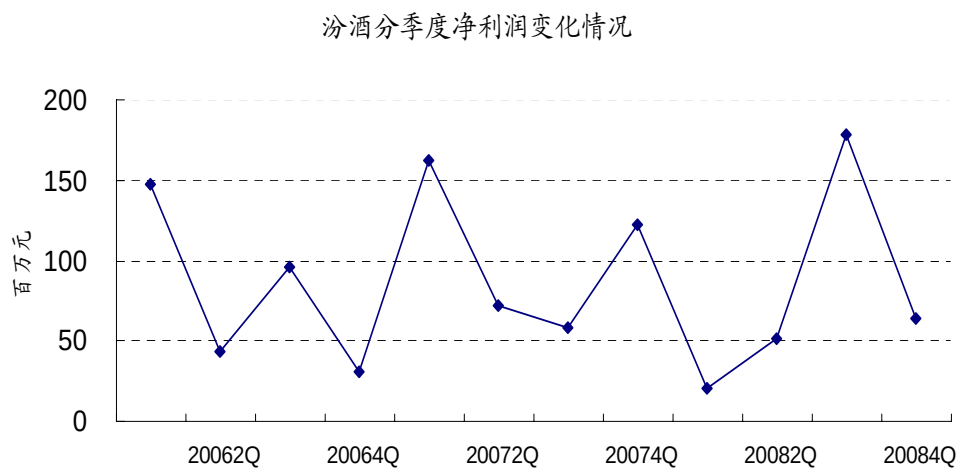
一季度业绩的暴增是汾酒股价近期大幅超越行业指数的重要原因。但公司销售是否真正步入快速发展期，我们认为还有待观察，理由如下：

1.07年四季度公司因促销等因素提前释放了业绩，造成08年一季度销售收入和净利润基数偏低，因此09年一季度业绩可以实现同比较大幅度的增长。

2.从公司历年单季度利润情况来看，波动幅度较大，单个季度利润的

大增往往伴随着下一季度利润的锐减。因此业绩的可持续性才是我们关注的重点。近期我们将重点关注几个指标：即将公布的一季报中公司的应收账款和预收账款变化情况、一季报的销售费用率、二季度的实际销售情况。

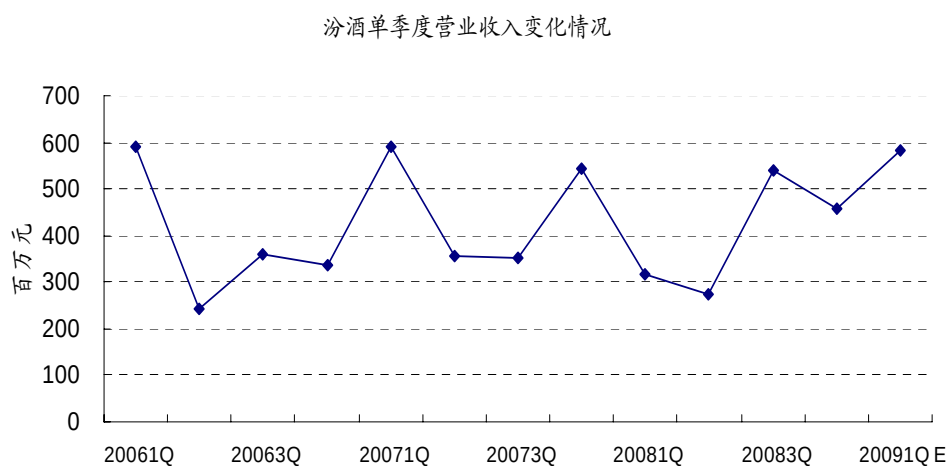
图 3：汾酒分季度利润波动幅度较大



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

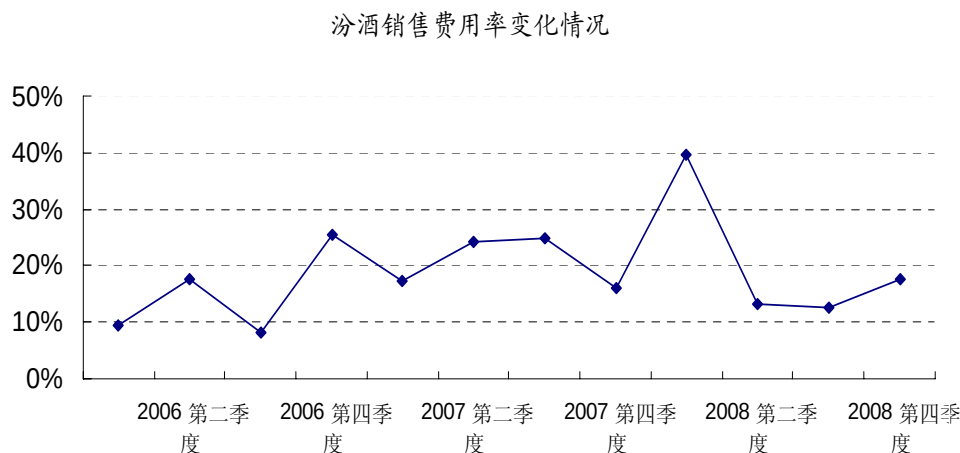
3.从我们了解到情况来看，一季度公司的销售收入增幅大约为80-90%，大约在5.87-6亿的水平，与06、07年基本持平。而公司08年一季度销售费用率达40%，远高于历史上其他时期，因此09年一季度若销售费用率的回归至20%以下的正常水平，也可成为净利润大增的重要原因。

图 4：汾酒分季度营业收入波动情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 5: 汾酒分季度销售费用率波动情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

4. 我们可以看到公司08年自新任销售总监上台之后, 为销售体系的改革作出了巨大的努力, 但汾酒的管理和销售仍存在许多问题需要改进。我们从汾酒经销商了解的情况来看, 现有问题主要集中在: 包装材料质量不过关、出现渗漏等现象; 窜货现象仍很严重; 公司打假力度不够, 假货横行等。希望这些问题能在发展中的得到解决。

盈利预测与投资评级

我们预计09-11年公司实现每股收益0.76、0.86、0.98元, 公司能否真正步入快速发展期还有待观察, 我们给予公司“持有”的投资评级。

表 3: 利润表

单位:百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1585	1835	2064	2344
营业成本	373	430	480	545
营业税金及附加	245	284	319	362
营业费用	310	359	404	459
管理费用	149	173	195	221
营业利润	486	589	667	757
利润总额	444	589	667	757
所得税	129	171	193	220
净利润	315	330	373	424
EBITDA	445	639	728	826
EPS (元)	0.57	0.76	0.86	0.98

数据来源: 广发证券发展研究中心

股价表现的催化剂

二季度的销售收入仍然能够保持大幅度的增长。
消费税政策向利好公司的方向调整。

风险提示

一季报中若应收账款大幅度增加、预收账款大幅减少，则业绩增长难以为继。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。