



食品饮料行业研究小组 滕文飞

☎ 021-53519888-1969

✉ terencelss@hotmail.com

未来业绩增长依靠省外市场回暖

基本数据 (Y08)

报告日股价 (元)	18.19
12mth A 股价格区间 (元)	8.02/21.47
总股本 (百万股)	432.92
无限售 A 股/总股本	40.03%
流通市值 (百万元)	3151.96
每股净资产 (元)	3.39
PBR (X)	5.37
DPS (Y08 拟, 元) 每 10 股派 4.0 元 (含税)	

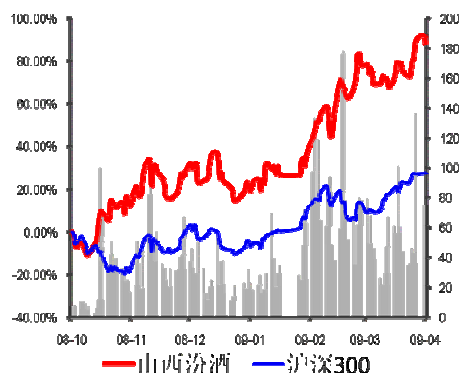
主要股东 (Y08)

杏花村汾酒集团有限公司	69.97%
杏花村国际贸易公司	2.17%

收入结构 (Y08)

白酒	92.04%
----	--------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关编号: 09TWF-CT09

■ 动态事件:

公司今日披露了 2008 年年报: 08 年公司实现销售收入 15.8 亿元, 同比减少 14.20%; 实现利润总额 4.44 亿元, 同比减少 33.52%; 归属于上市公司股东净利润实现 2.45 亿元, 同比减少 31.81%。每股收益 0.57 元。

■ 主要观点:

08 年业绩低于预期 一季度业绩预增 300%

公司业绩下滑幅度超出我们之前预期, 原因有二: 一是公司改变销售政策, 期末预收款项较去年同期增长 1848%; 二是公司将三年以上应收款项的坏账准备计提比例由 15% 调高到 70%。

目前主要营业收入仍来自山西省内市场

公司 08 年省内营业收入为 10.06 亿元, 同比增长 6.30%; 省外营业收入为 5.6 亿元, 同比下降 37.13%。公司目前收入仍依赖本省市场, 未来业绩增长依靠外省市场回暖。

营销改革持续深入 盈利质量有所改善

公司对营销系统进行了调整, 对产品价格、渠道、流程和品牌管理进行整顿, 营销改革不断深入。08 年公司盈利质量有所改善, 现金及现金等价物年内增加了 3.7 亿元。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持“大市同步”评级

预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.70 元、0.87 元; 对应的动态市盈率为 26.11 倍、20.89 倍。目前公司股价处于合理区间, 相对行业内其它上市公司估值优势不明显, 暂维持公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值:

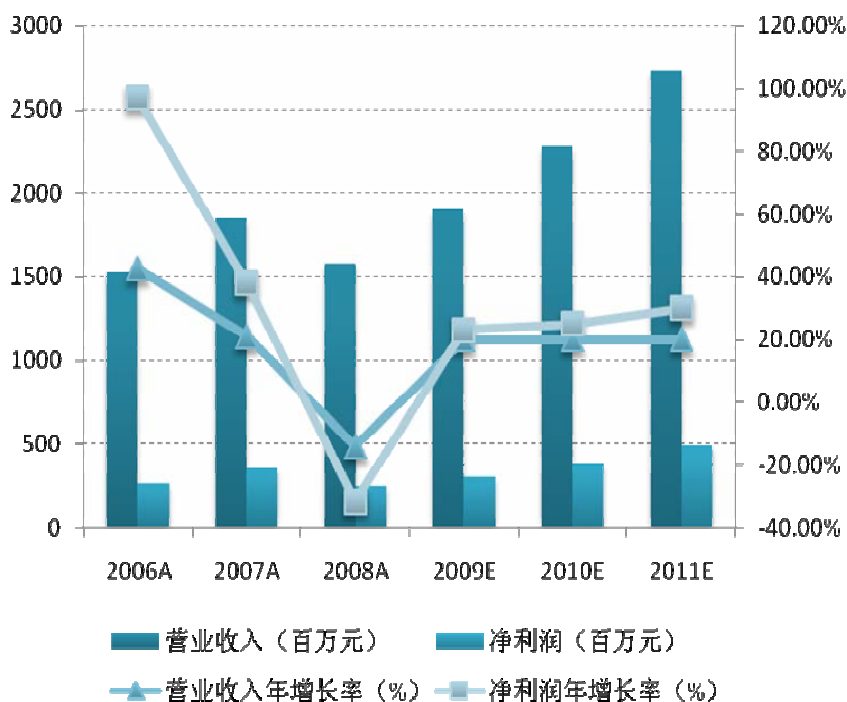
至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1846.79	1584.52	1901.42	2281.71
年增长率	20.91%	-14.20%	20%	20%
归属于母公司的净利润	359.56	245.17	301.56	376.95
年增长率	37.97%	-31.81%	23%	25%
每股收益 (元)	0.83	0.57	0.70	0.87
PER (X)	21.92	31.91	26.11	20.89

注: 有关指标按最新总股本为 432.92 百万股计算

一、08 年公司净利润下降 31.81%

2008 年年报显示，公司 08 年实现销售收入 15.8 亿元，同比减少 14.20%；实现利润总额 4.44 亿元，同比减少 33.52%；归属于上市公司股东净利润实现 2.45 亿元，同比减少 31.81%；每股收益 0.57 元。同时拟向全体股东按每 10 股派发现金股利 4 元（含税）。公司业绩下滑幅度超出我们之前预期，原因有二：一是公司改变销售政策，实行预收款发货制度，使期末预收款项较去年同期增长 1848%，达到 9659 万元；二是公司自 08 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%。此会计估计变更影响公司当期收益 2325 万元。若去除以上因素，则公司 08 年业绩实际并未有大幅度下滑。同时公司公布了 09 年一季度业绩预增 300%的公告。我们预测公司 09、10 年每股收益分别为 0.70 元、0.87 元。

图 1 山西汾酒 2006 年-2011 年业绩预测图



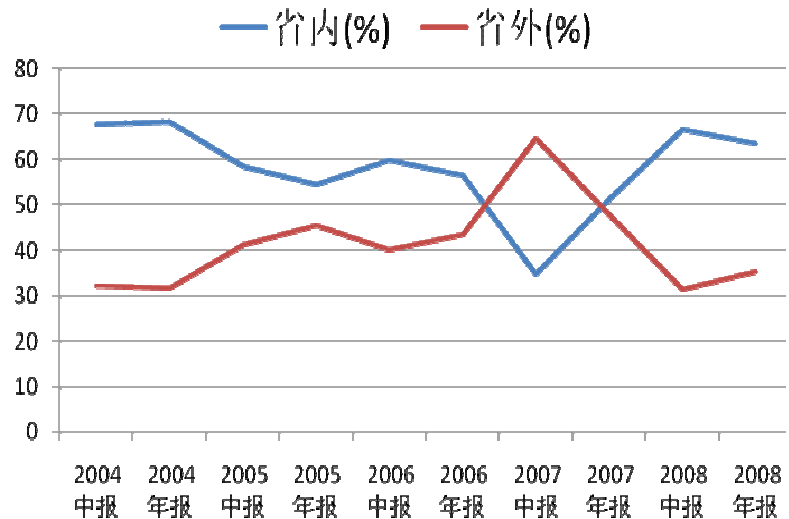
数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

二、主要营业收入仍来自山西省内市场

公司 08 年省内营业收入为 10.06 亿元，同比增长 6.30%；省外

营业收入为 5.6 亿元，同比下降 37.13%。目前公司收入仍依赖本省市场。公司产品在山西省内有一定的竞争优势，市场份额较为稳固；但在省外市场，08 年销售受经济危机影响严重，收入下滑幅度较大。目前公司省内收入占比在 60%以上，随着营销体系改革的深入，未来公司业绩增长将主要依靠省外市场的回暖。

图 2 2004 年-2008 年公司营业收入构成



数据来源：公司公告 上海证券研究所整理

三、营销改革持续深入 盈利质量有所改善

08 年公司对营销系统进行了调整，对产品价格、渠道、流程和品牌管理进行整顿，营销改革不断深入。经过一年整顿，买断品牌数量已大幅缩减，今年品牌整顿仍将持续。理顺品牌体系为未来公司重点品牌开发、推广、市场建设等方面打下基础。08 年公司盈利质量有所改善，经营活动产生的现金流量净额较上年大幅增加；现金及现金等价物年内增加了 3.7 亿元。

四、投资建议

预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.70 元、0.87 元；对应的动态市盈率为 26.11 倍、20.89 倍。目前公司股价处于合理区间，相对行业

内其它上市公司估值优势不明显，暂维持公司“大市同步”评级。

五、附表

附表 1 山西汾酒损益表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
营业总收入	1846.79	1584.52	1,901.42	2,281.71
营业总成本	1161.72	1098.6	1,378.96	1,646.02
营业税金及附加	287.59	244.89	260	300
销售费用	362.9	309.97	350	350
管理费用	92.06	149.45	120	130
财务费用	-3.52	-0.65	0	0
投资收益	0.13	0.1	0.1	0.1
营业外收入	1.94	2.58	2	2
营业外支出	19.44	44.72	10	10
利润总额	667.71	443.88	530.36	643.59
所得税费用	252.49	129.27	153.81	186.64
净利润	415.21	314.61	376.56	456.95
归属于母公司所有者的净利润	359.56	245.17	301.56	376.95
少数股东权益	55.66	69.44	75	80
每股收益（元）	0.83	0.57	0.70	0.87

数据来源：公司定期报告 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭昌盛 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。