

食品饮料行业

报告原因: 季报点评

2009 年 4 月 21 日

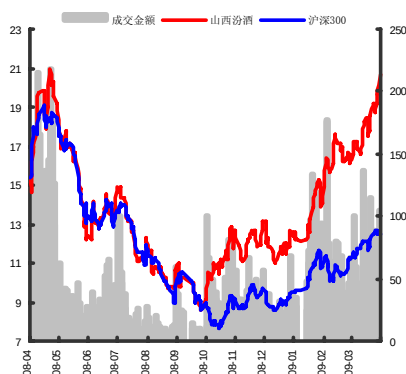
市场数据: 2009 年 4 月 20 日

收盘价(元)	20.42
一年内最高/最低(元)	21.47/8.20
市净率	6.0
市盈率	36.1
流通 A 股市值(百万元)	3538

基础数据: 2009 年 3 月 31 日

每股收益(元)	0.36
营业收入(百万元)	613.11
净利润(百万元)	155.84
总股本/流通 A 股(百万)	432/173

公司近期市场表现(最近一年):



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

山西汾酒 (600809)

销售否极泰来, 迎来 09 开门红

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	1,585	-14.2	315	-31.8	0.57	19.9	19.8	36.1
2009E	1,902	20.0	415	31.8	0.75	21.8	20.7	27.4
2010E	2,181	14.7	523	26.0	0.94	24.0	20.7	21.7
2011E	2,416	10.8	605	15.8	1.09	25.0	19.3	18.7

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩符合预期。**2009 年一季度, 公司实现营业收入 61,311.26 万元, 营业利润 26,427.82 万元, 净利润 15,584.12 万元, 同比分别增长 94.27%、629.61%、456.29%; 每股收益 0.36 元。一季度实现收入约占我们全年预测值的 32.24%, 基本符合预期。

● **阵痛过后销售迎来恢复性增长。**09 年一季度, 销售体系调整等带来的剧烈阵痛似已过去, 在经济增速放缓导致的消费降级等多重因素刺激下, 公司营业收入恢复不仅至 07 年水平, 更首次突破 6 亿元关口, 达到 6.13 亿元, 几近翻番。在上年低基数的基础上, 净利润翻四倍, 取得跨越式增长, 迎来 09 开门红。

● **期间费用率大幅下降。**一季度公司期间费用率为 16.95%, 比上年下降 12 个百分点, 其中, 宣传广告费用减少导致销售期间费用率降为 11.35%, 下降 8.21 个百分点; 管理费用率为 5.67%, 下降 3.76 个百分点。期间费用率的大幅下降是净利润跨越式增长的另一个重要原因。

● **所得税率趋于合理。**偏高的所得税率一直是公司的硬伤, 尽管自 08 年新税法实施起, 公司名义所得税率已调整为 25%, 但公司 08 年业绩并未从中明显得益, 实际所得税率仍维持在 29.12% 的较高水平。09 年一季度这一状况得到明显改善, 税率水平趋向合理, 公司实际所得税率降为 24.64%, 比上年下降了 4.48 个百分点。所得税率的降低将进一步推动公司业绩增长。

● **风险提示:** 宏观经济增速放缓对省内市场形成压力; 省外市场的开拓具有不确定性; A 股市场波动。

● **投资建议:** 经济增速放缓对具有品牌和文化基础的山西汾酒或许是个机遇, 我们预计公司 2009 年的 EPS 为 0.75 元, 对应动态市盈率 27.4 倍, 维持“增持”评级。

表 1：山西汾酒单季利润表

单位：百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	同比变化
一、营业总收入	591	358	353	545	316	272	538	458	613	94.27
营业收入	591	358	353	545	316	272	538	459	613	94.27
二、营业总成本	352	237	258	314	279	183	298	338	349	24.86
营业成本	134	74	80	135	79	62	120	112	145	84.16
营业税金及附加	90	56	57	85	49	50	70	76	100	104.55
销售费用	101	87	88	87	125	36	68	80	70	(44.33)
管理费用	27	21	35	9	23	35	41	50	35	48.10
财务费用	-1	-1	-1	-1	2	-1	-1	-1	-0	(121.05)
资产减值损失	-0	2	-1	-1	1	0	0	20	0	(86.48)
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
四、营业利润	239	120	94	231	36	89	241	120	264	629.61
加：营业外收入	0	1	0	1	0	0	0	2	0	(37.09)
减：营业外支出	1	9	1	8	1	14	12	17	2	72.81
五、利润总额	238	112	93	224	35	75	229	105	262	644.84
减：所得税	76	40	35	101	15	24	51	40	65	344.70
六、净利润	162	72	58	123	21	52	178	64	198	855.69
减：少数股东损益	29	10	7	10	-7	18	41	19	42	(670.63)
归属于母公司所有者净利润	133	61	52	113	28	34	137	46	156	456.29
七、每股收益：	0.31	0.14	0.12	0.26	0.07	0.08	0.32	0.11	0.36	453.81
收入增长率(%)	0.30	48.50	-1.91	61.95	-46.63	-23.86	52.53	-15.89	94.27	140.89
毛利率(%)	77.37	79.38	77.33	75.30	75.02	77.25	77.77	75.48	76.32	1.30
营业利润率(%)	40.44	33.64	26.75	42.45	11.48	32.69	44.74	26.18	43.10	31.63
净利率(%)	27.47	20.07	16.51	22.52	6.55	18.95	33.08	14.03	32.24	25.69
销售费用率(%)	17.15	24.20	24.87	16.00	39.61	13.36	12.71	17.48	11.35	(28.26)
管理费用率(%)	4.65	5.75	9.87	1.69	7.44	12.90	7.59	10.90	5.67	(1.77)
归属于母公司净利润增长率(%)	18.62	45.26	-31.65	268.6	-78.99	-44.74	165.8	-59.51	456.3	535.28

资料来源：公司公告 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。