

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2009 年 8 月 18 日

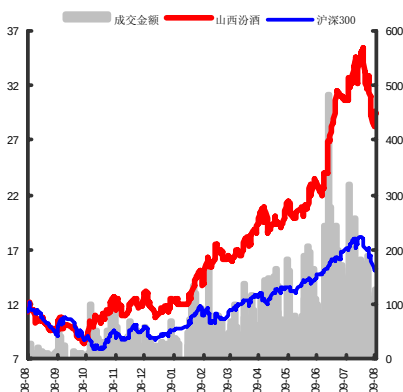
市场数据：2009 年 8 月 18 日

收盘价（元）	29.1
一年内最高/最低（元）	36.15/8.20
市净率	8.3
市盈率	51.6
流通 A 股市值（百万元）	12654

基础数据：2009 年 6 月 30 日

每股收益（元）	0.53
营业收入（百万元）	1094.99
净利润（百万元）	230.47
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

sxzqyfz@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)

销售迅速增长，费用大幅下降

买入

上调评级

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	245	-31.8	0.57	19.9	19.8	51.6
2009E	2,103	32.7	421	71.9	0.97	25.7	25.4	30.0
2010E	2,559	21.7	537	29.4	1.24	26.9	24.5	23.5
2011E	3,084	20.5	682	27.0	1.58	28.4	23.8	18.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩远超预期。**2009 年上半年，公司共实现销售收入 109,499 万元，同比增长 86.26%；实现净利润 39,820 万元，同比增长 260.36%；其中归属于母公司所有者净利润为 23,046.82 万元，同比增长 304.60%；每股收益 0.53 元。业绩远超预期。

● **销售增长迅速，省外恢复超预期。**09 年上半年，公司的销售恢复状况喜人，增长迅速，无论是白酒还是配制酒均比上年同期增长八成以上，更远超 07 年水平。公司的改革调整与金融危机相遇，正是恰逢其时，经济增速放缓带来的对收入预期的不确定迫使人们出现消费降级，为中端白酒企业提供了发展的良机，助力了公司产品销售的恢复。另外，公司产品扎实的消费基础也是其实现迅速恢复的重要原因。目前来看，除了公司的根据地山西省内市场继续保持快速增长外，前期受销售体系调整影响较大的省外市场也实现了超预期恢复，较上年同期增长 86.89%。下半年，随着消费旺季到来，公司销售有望再上新台阶。

● **毛利率明显下滑。**09 年上半年公司酒类销售毛利率仅为 73.67%，比上年同期下降 1.92 个百分点。其中，白酒和配制酒毛利率分别比上年下降 2.35 和 4.6 个百分点。毛利率的明显下滑一定程度上阻碍了公司盈利能力的提升。导致产品成本增幅快于销售增幅的原因主要是由于公司在销售体系改革中收回了开发品牌的包装权，改由公司自行提供包装支持，成本负担加重。

● **期间费用率大幅下降。**09 年上半年，公司的期间费用率大幅下降，销售费用率和管理费用率分别为 13.59% 和 6.28%，各比上年同期下降了 13.87 和 3.69 个百分点。期间费用率的大幅下降是公司的毛利率下滑的情况下仍取得净利润快速增长的一个重要原因。在期间费用率下降的推动下，公司上半年销售净利率比上年同期提升了 14.41 个百分点，上升

至 26.71%。

●**投资建议：**山西汾酒具有较好的品牌和文化基础，09 年上半年以来在上年低基数的基础上实现了超预期恢复，下半年在旺季效应带动下公司仍有超预期可能，我们调高了对公司的盈利预测，预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.97、1.24、1.58 元，对应动态市盈率分别为 30.0、23.5、18.5 倍，上调评级至“买入”。

●**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。

表 1：山西汾酒单季利润表

单位：百万元	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	同比变化
一、营业总收入	358	353	545	316	272	538	458	613	482	76.98
营业收入	358	353	545	316	272	538	459	613	482	77.06
二、营业总成本	237	258	314	279	183	298	338	349	344	87.89
营业成本	74	80	135	79	62	120	112	145	145	134.44
营业税金及附加	56	57	85	49	50	70	76	100	85	68.45
销售费用	87	88	87	125	36	68	80	70	79	117.74
管理费用	21	35	9	23	35	41	50	35	34	(3.09)
财务费用	-1	-1	-1	2	-1	-1	-1	-0	-0	(48.68)
资产减值损失	2	-1	-1	1	0	0	20	0	2	282.63
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	120	94	231	36	89	241	120	264	138	54.53
加：营业外收入	1	0	1	0	0	0	2	0	0	319.28
减：营业外支出	9	1	8	1	14	12	17	2	2	(86.30)
五、利润总额	112	93	224	35	75	229	105	262	136	80.52
减：所得税	40	35	101	15	24	51	40	65	41	73.65
六、净利润	72	58	123	21	52	178	64	198	95	83.68
减：少数股东损益	10	7	10	-7	18	41	19	42	20	13.86
归属于母公司所有者净利润	61	52	113	28	34	137	46	156	75	120.11
七、每股收益：	0.14	0.12	0.26	0.07	0.08	0.32	0.11	0.36	0.17	120.11
收入增长率(%)	48.50	-1.91	61.95	-46.63	-23.86	52.53	-15.89	94.27	76.98	100.84
毛利率(%)	79.38	77.33	75.30	75.02	77.25	77.77	75.48	76.32	69.87	(7.37)
营业利润率(%)	33.64	26.75	42.45	11.48	32.69	44.74	26.18	43.10	28.55	(4.15)
净利率(%)	20.07	16.51	22.52	6.55	18.95	33.08	14.03	32.24	19.67	0.72
销售费用率(%)	24.20	24.87	16.00	39.61	13.36	12.71	17.48	11.35	16.44	3.08
管理费用率(%)	5.75	9.87	1.69	7.44	12.90	7.59	10.90	5.67	7.06	(5.84)
归属于母公司净利润增长率(%)	45.26	-31.65	268.6	-78.99	-44.74	165.8	-59.51	456.3	120.11	164.85

资料来源：公司公告 山西证券研究所



➤ 调高盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1,584.52	2,103.35	2,559.01	3,083.57
营业收入	1,584.52	2,103.35	2,559.01	3,083.57
二、营业总成本	1,098.60	1,357.64	1,609.43	1,879.16
营业成本	372.88	442.68	496.26	537.80
营业税金及附加	244.89	328.12	399.21	481.04
销售费用	309.97	399.64	486.21	585.88
管理费用	149.45	189.30	230.31	277.52
财务费用	-0.65	-2.10	-2.56	-3.08
资产减值损失	22.06	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.10	0.10	0.10	0.10
投资净收益	0.10	0.10	0.10	0.10
四、营业利润	486.02	745.81	949.68	1,204.52
加：营业外收入	2.58	1.00	1.00	1.00
减：营业外支出	44.72	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	443.88	740.81	944.68	1,199.52
减：所得税	129.27	200.02	255.06	323.87
六、净利润	314.61	540.79	689.61	875.65
减：少数股东损益	69.44	119.35	152.20	193.26
归属于母公司所有者的净利润	245.17	421.44	537.42	682.39
七、每股收益：	0.57	0.97	1.24	1.58
净利润增长率(%)	-31.81	71.90	27.52	26.98

资料来源：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。