

山西汾酒（600809）：改革带来业绩跨越式发展 增持（维持）

食品饮料行业/白酒

当前股价：33.86 元

报告日期：2009 年 10 月 21 日

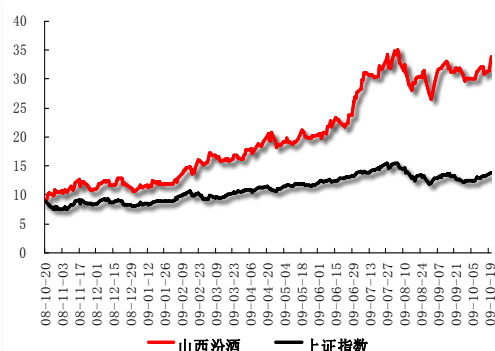
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1585	2396	3222	4125
(+/-)	-14%	51%	35%	28%
营业利润	486	817	1099	1441
(+/-)	-29%	68%	34%	31%
归属于母公司的净利润	245	419	600	772
(+/-)	-32%	71%	43%	29%
每股收益（元）	0.57	0.97	1.39	1.78
市盈率（倍）	60	35	24	19

公司基本情况（2009 年 9 月 30 日止）

总股本/已流通股（万股）	43,292/43,292
流通市值（亿元）	146.59
每股净资产（元）	3.84
资产负债率（%）	25.59

股价表现（最近一年）



天相消费品组

联系人—王 爽

021-58824282-807 wangs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年 1-9 月，公司实现营业收入 17.07 亿元，同比增长 51.63%，营业利润 6.39 亿元，同比增长 74.55%，实现归属母公司净利润 3.67 亿元，同比增长 83.94%，实现每股收益 0.85 元。其中，第三季度实现营业收入 6.12 亿元，同比增长 13.8%，营业利润 2.37 亿元，同比下降 1.56%，实现归属母公司净利润 1.36 亿元，同比下降 0.88%，实现每股收益 0.31 元。
- “伤筋动骨”之后，恢复迅速超预期。年初，我们将公司的 2008 年定为“调整年”，2009 年定义为“恢复年”，从目前的情况来看，公司销售机制“伤筋动骨”的大调整后，今年迅速恢复，恢复程度超过我们此前的预期。前三季度公司归属母公司净利润同比增长了 84%，其中第三季度同比略降 0.88%，但同比 07 年第三季度依然有 1.63 倍的增幅（2008 年第三季度由于改革已经略见成效，盈利质量明显提升，公司净利润集中释放出来，达到 1.4 个亿，同比增长超过 300%，造成了单季业绩的非正常的高基数，所以我们认为，作为“恢复年”的 09 年，业绩与 07 年有一定的可比性），可以验证公司的营销改革是有效的，公司单季业绩的大幅下降并不代表公司经营出现问题。
- 改革成功，公司盈利质量明显提升。2008 年公司销售机制的调整主要包括：（1）理顺产品的价格体系；（2）调整经销商的队伍，清理赊账，取货要先打款，减少坏账。改革后，公司产品种类大幅减少，品牌形象更加鲜明。前三季度，公司应收票据、应收账款与其他应收款合计较 07 年下降了 17.52%（因 08 年销量大幅下滑，不与其相比），盈利质量提升明显。同时，公司预收账款较年初上升了 46.45%，可以说明经销商对公司产品的需求增加。
- 主营业务向好，糖酒会期望年收入增幅超过 10 亿。从目前的情况来看，公司的主营业务不断好转，集团总经理在糖酒会上称：要确保集团每年销售收入以超过 10 个亿的速度递增（其中，青花瓷以上每年以 800-1000 吨递增，特汾以 3000 吨递增），公司今年的高速成长值得期待。
- 消费税从严征收对公司几乎没有影响。在公司的半年报点评中，我们曾预计消费税的从严征收对公司利润总额的影响非常小，幅度在 0-6% 之间，加上公司“十年老白汾”因供需原因出厂价格已经上调了 10%，此次白酒消费税从严征收对公

司的利润的影响非常有限。第三季度，公司营业税金及附加/营业收入的比值为14.69%，低于第二季度的17.55%，消费税的从严征收未对公司净利润产生明显影响。

- **盈利预测与评级。**我们定义公司2008年为“调整年”，定义2009年为“恢复年”。我们上调公司2009-2011年的EPS分别为0.97元、1.39元和1.78元，当前公司的股价为33.86元，对应的动态PE分别为35X、24X和19X，维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示。**(1) 大盘系统性风险；(2) 食品安全风险。

附表1：公司盈利能力指标

	2007A	2008A	2008'1-9 月	2009'1-9 月
综合毛利率(%)	77.14%	76.47%	76.87%	73.87%
归属母公司净利润率(%)	19.47%	15.47%	17.70%	21.48%
净资产收益率(%)	27.85%	16.72%	14.03%	22.09%

附表2：公司费用控制能力指标

	2007A	2008A	2008'1-9 月	2009'1-9 月
营业费用(万元)	36,290	30,997	22,982	23,172
营业费用率(%)	19.65%	19.56%	20.41%	13.57%
管理费用(万元)	9,206	14,945	9,946	11,617
管理费用率(%)	4.98%	9.43%	8.83%	6.80%
财务费用(万元)	-352	-65	24	-169
财务费用率(%)	-0.19%	-0.04%	0.02%	-0.10%
期间费用(万元)	45,144	45,877	32,951	34,621
期间费用率(%)	24.44%	28.95%	29.26%	20.28%

附表3：季度报表比较

	2007Q3	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q3
营业收入	35,280	31,560	27,228	53,814	45,850	61,238
增长率(%)	-2.14%	94.27%	76.98%	13.80%	-15.89%	13.80%
减：营业成本	8,000	7,884	6,193	11,964	11,247	15,577
毛利率(%)	77.33%	75.02%	77.26%	77.77%	75.47%	-320.38%
减：营业税金及附加	5,697	4,869	5,021	6,967	7,632	8,997
销售费用	8,773	12,503	3,638	6,841	8,016	8,291
管理费用	3,481	2,348	3,513	4,085	4,999	4,736
财务费用	-53	225	-83	-118	-89	-79
期间费用率	34.58%	47.77%	25.96%	20.08%	28.19%	21.14%
资产减值损失	-56	110	46	10	2,041	34
投资净收益	0	0	0	10	0	17
营业利润	9,439	3,622	8,901	24,074	12,004	23,698
增长率(%)	-34.49%	629.61%	54.53%	-1.56%	-100.00%	-1.56%
加：营业外收入	27	23	6	31	199	10
减：营业外支出	132	123	1,378	1,245	1,725	285
利润总额	9,334	3,521	7,529	22,860	10,477	23,422
增长率(%)	-34.66%	644.84%	80.52%	2.46%	-53.27%	2.46%
利润率(%)	26.46%	11.16%	27.65%	42.48%	22.85%	38.25%
减：所得税	3,509	1,453	2,370	5,059	4,045	5,818
实际税负比率(%)	37.59%	41.26%	31.47%	22.13%	38.60%	24.84%
净利润	5,825	2,068	5,159	17,800	6,433	17,604
归属于母公司所有者						
净利润	5,171	2,801	3,390	13,744	4,582	13,623
增长率(%)	-46.17%	456.29%	120.11%	-0.88%	-59.51%	-0.88%
净利润率(%)	14.66%	8.88%	12.45%	25.54%	9.99%	22.25%

附表 4：山西汾酒盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	184,679	158,452	239,579	322,234	412,460
增长率	20.91%	-14.20%	51.20%	34.50%	28.00%
减：营业成本	42,220	37,288	59,736	80,345	102,721
毛利率	77.14%	76.47%	75.07%	75.07%	75.10%
减：营业税金及附加	28,759	24,489	35,937	49,946	63,931
销售费用	36,290	30,997	42,406	56,391	70,943
管理费用	9,206	14,945	18,927	25,779	30,934
财务费用	-352	-65	-144	-151	-172
期间费用率	24.44%	28.95%	25.54%	25.45%	24.66%
资产减值损失	49	2,206	1,000	50	50
投资净收益	13	10	17	13	13
营业利润	68,521	48,602	81,735	109,887	144,066
增长率	35.94%	-29.07%	68.17%	34.44%	31.10%
加：营业外收入	194	258	72	302	345
减：营业外支出	1,944	4,472	2,156	3,061	3,918
利润总额	66,771	44,388	79,651	107,128	140,492
增长率	34.27%	-33.52%	79.44%	34.50%	31.14%
利润率	36.16%	28.01%	33.25%	33.25%	34.06%
减：所得税费用	25,249	12,927	23,895	31,067	42,850
实际税负比率	37.82%	29.12%	30.00%	29.00%	30.50%
净利润	41,521	31,461	55,756	76,061	97,642
归属母公司所有者的净利润	35,956	24,517	41,868	60,021	77,224
增长率	37.97%	-31.81%	70.77%	43.36%	28.66%
净利润率	19.47%	15.47%	17.48%	18.63%	18.72%
少数股东损益	5,566	6,944	13,887	16,040	20,419
总股本（万股）	43,292	43,292	43,292	43,292	43,292
每股收益（元）	0.83	0.57	0.97	1.39	1.78
每股净资产（元）	2.98	3.84			
净资产收益率	27.85%	16.72%			

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100