

山西汾酒 (600809)

提价推动 3 季度收入和毛利率上升

——山西汾酒 2009 年 3 季报点评

胡春霞 洪婷
 021-38676186 021-38676550
 huchunxia@gtjas.com hongting@gtjas.com

本报告导读：
 ➢ 老白汾提价推动3季度收入和毛利率提升。
 ➢ 集团新领导上任可能带来公司业绩新的增长。

投资要点：

- 山西汾酒 09 年前 3 季度的营业收入和归属于母公司的净利润为 17.07 亿元和 3.67 亿元，分别同比上升 51.64% 和 83.94%，**每股收益 0.85 元，略超预期**。其中 3 季度单季度的收入和归属于母公司的净利润为 6.12 亿元和 1.36 亿元，分别同比变化 13.8% 和 -0.88%。
- **老白汾提价带来 3 季度收入的增长和毛利率的提高**。公司 6 月 26 日公告对其主力产品老白汾提价 10%，3 季度提价效应逐步体现。收入同增 13.8%，毛利率较 2 季度上升 4.69 个百分点达到 74.56%。据了解经销商普遍认可该次老白汾的提价，我们预计公司未来将继续通过提价以实现老白汾的价值提升，推动未来业绩的增长。
- **公司 3 季度销量稳定，预收帐款增长较快**。公司 3 季度单季度的销量保持稳定，1-9 月公司总销量达到 14000 多吨，08 年初开始的销售体系改革的效果继续体现。虽然整治酒后驾车对国庆、中秋双节国内白酒销售有一定的负面影响，但公司的白酒销量并未受影响。3 季度末预收帐款达到 1.41 亿元，较期初有较大增长，显示公司白酒销售持续向好，为 4 季度的业绩增长提供一定保证。
- **山西省内市场增长渐趋稳定，预计未来增长将主要来自省外市场的开拓**。通过销售体系改革，公司今年在山西省内的销售收入可能已恢复到 07 年水平，由于公司在省内市场占有率较高，市场渐趋成熟，预计未来增速将较为稳定。而下半年省外市场开拓情况较好，明年增速可能达到 50%，预计将成为公司未来业绩的增长点。
- **集团新领导即将正式上任，可能会为公司带来新的发展契机**。公司新任总经理李秋喜即将正式上任，他在秋季糖酒会上发表了对集团和公司未来发展的长期规划，虽然这些规划并不一定能够完全实现，但我们认为新领导的上任将使得公司能够较快的明确未来几年的发展计划和目标，为未来几年上市公司业绩的稳定较快增长提供新的动力。
- **盈利预测和投资建议**：由于公司白酒销量增长较快，我们调高公司 09-10 年业绩到 1.02 和 1.37 元，将公司目标价提高到 36 元，维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,847	1,585	2,138	2,687	3,172
(+/-)%	20.9%	-14.2%	34.9%	25.7%	18.0%
经营利润 (EBIT)	685	486	792	1,063	1,284
(+/-)%	36%	-29%	63%	34%	21%
净利润	360	245	440	592	725
(+/-)%	38%	-32%	80%	35%	22%
每股净收益 (元)	0.83	0.57	1.02	1.37	1.67
每股股利 (元)	0.16	0.40	0.51	0.68	0.84

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	36.93%	32.02%	37.16%	39.67%	40.57%
市盈率	41	60	33	25	20
股息率 (%)	0.5%	1.2%	1.5%	2.0%	2.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**
 上次评级：增持
 目标价格：**¥36.00**
 上次预测：¥33.00
 当前价格：¥33.84

2009.10.21

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.20 ~ 36.15
总市值 (百万元)	13,628
总股本/流通 A 股 (百万股)	433/433
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量 (百万股)	3.9
日均成交值 (百万元)	81.3

资产负债表摘要 (12/08A)

股东权益 (百万元)	1,587.41
每股净资产	3.15
市净率	10.7
净负债率	-37.0%

52 周内股价走势图



相关报告

- 销售体系改革促业绩超预期增长 (09.08.19)
 量价齐升推动价值回归 (09.07.02)
 业绩大幅增长高于预期 (09.04.21)

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业五年。

2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士, 2007 年 7 月加入国泰君安研究所, 目前从事食品饮料行业的研究工作。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com