

山西汾酒：稳步增长，量价齐升

山西汾酒调研快报

报告关键点：

- 利润增长将源自青花瓷和年份酒
- 省外市场为发展方向；
- 销售费用率提高，管理费用率稳定

报告摘要：

- 利润增长将源自青花瓷和年份酒：**09年公司销售白酒约1.85万吨，其中青花瓷约1000吨，老白汾8500吨，玻汾6000多吨，配制酒（竹叶青）约2900吨。经过08年公司营销体制大规模整改之后，市场得到迅速的恢复。根据09年秋季糖酒会上管理层关于公司未来几年的目标规划，结合我们的调研，预计公司2010年白酒的销量能达到2.1-2.2万吨。青花瓷作为业绩贡献的主力品种，预计2010年销售增长500吨，增幅高达50%；作为收入的主要来源，老白汾特别是年份酒（10年和20年）将实现20%以上的销售增幅；配制酒增长1000吨；国藏汾作为提升品牌形象的产品不是发展的重点，预计仍能保持09年45吨的销量水平。
- 省外市场为发展方向：**公司在山西省的销售收入占全部销售额的6-7成，包括集团产品在山西省范围内的市场占有率高达70%，未来增长的空间有限。省外的主要市场基本是山西省附近的传统的清香型白酒消费地区如：河北、北京、河南、陕西、山东和内蒙等地区。我们认为随着公司营销体系改善，这些因前几年品牌过度开发、造成渠道混乱而失去的市场会逐步恢复，以汾酒的品牌实力完全能够抢占这些地区清香型二名酒的市场份额，这也是未来3-5年销售增长的主要来源。公司预计2010年西北大区能够实现越80%以上的增长，而其他基数较低的地区增幅甚至超过100%。
- 销售费用率提高，管理费用率稳定：**由于公司2010年营销的主要目标是发力省外市场，同时进一步提升汾酒和竹叶青的品牌影响力，预计公司广告和营销投入将会有大规模增长，预计销售费用率会从09年的19%提升至21%。尽管管理人员工资的增长以及激励机制的改革将会增加公司管理费用，但随着销售规模的增长，折旧等固定费用也将被摊薄，综合上述影响，我们认为公司2010年的管理费用率能够保持09年10%的左右的水平。
- 盈利预测和投资评级：**2010年公司处于销售体制改革市场恢复后迅速发展的一年，我们预计公司全年白酒销量将增长22%以上，而且公司09年底对主力产品老白汾和竹叶青提价10%，15年以上年份酒提价15%，加之消费税新政对公司业绩并无影响，因此公司2010年的增长可谓量增价升。我们预计公司09-11年的EPS分别为0.90、1.20和1.78元，给予2010年33XPE，6个月的目标价为40元，调整为增持-A的投资评级，

评级：

增持-A

上次评级：买入-B

目标价格：40.00 元

期限：6 个月 上次预测：43.80 元

现价：38.75 元

报告日期：2010-02-21

市场数据

总市值(百万元)	16,775.81
流通市值(百万元)	16,775.81
总股本(百万股)	432.92
流通股本(百万股)	432.92
12 个月最高/最低	14.50/45.68 元
十大流通股东(%)	79.45%
股东户数	22,396

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.77	7.60	127.38
绝对收益	(0.84)	(2.86)	166.07

研究员

李铁

行业分析师

010-66581633

litie2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,846.8	1,584.5	2,312.0	3,166.9	4,382.2
Growth(%)	20.9%	-14.2%	45.9%	37.0%	38.4%
净利润	415.2	314.6	544.1	719.8	1,071.5
Growth(%)	38.0%	-31.8%	59.8%	32.3%	48.9%
毛利率(%)	77.1%	76.5%	77.8%	79.3%	80.3%
净利润率(%)	19.5%	15.5%	16.9%	16.4%	17.6%
每股收益(元)	0.83	0.57	0.90	1.20	1.78
每股净资产(元)	3.24	3.67	4.65	5.96	7.90
市盈率	46.7	68.4	42.8	32.4	21.7
市净率	12.0	10.6	8.3	6.5	4.9
净资产收益率(%)	29.6%	19.8%	27.0%	27.9%	31.3%
ROIC(%)	43.5%	22.8%	45.4%	51.4%	72.4%
EV/EBITDA	23.7	31.7	20.9	15.8	10.5

敬请参阅报告结尾处免责声明

前期研究成果

山西汾酒：领河东以图中原	2009-12-16
山西汾酒：水到渠成的价格优化	2009-12-11
山西汾酒：业绩符合预期	2009-10-21

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2010-2-12**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,846.8	1,584.5	2,312.0	3,166.9	4,382.2	成长性					
减: 营业成本	422.2	372.9	513.3	655.5	862.7	营业收入增长率	20.9%	-14.2%	45.9%	37.0%	38.4%
营业税费	287.6	244.9	358.4	538.4	745.0	营业利润增长率	35.9%	-29.1%	59.7%	31.3%	48.0%
销售费用	362.9	310.0	450.8	665.1	876.4	净利润增长率	38.0%	-31.8%	59.8%	32.3%	48.9%
管理费用	92.1	149.4	231.2	316.7	438.2	EBITDA 增长率	41.6%	-26.9%	50.8%	30.1%	46.2%
财务费用	-3.5	-0.6	-17.7	-27.5	-48.4	EBIT 增长率	35.7%	-28.8%	56.2%	30.7%	47.3%
资产减值损失	0.5	22.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	30.5%	-23.9%	69.2%	31.7%	48.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	45.0%	-15.0%	16.3%	5.1%	7.7%
投资和汇兑收益	0.1	0.1	-	-	-	净资产增长率	15.5%	13.2%	26.9%	28.0%	32.6%
营业利润	685.2	486.0	776.0	1,018.9	1,508.2	利润率					
加: 营业外净收支	-17.5	-42.1	-9.6	-5.0	1.0	毛利率	77.1%	76.5%	77.8%	79.3%	80.3%
利润总额	667.7	443.9	766.4	1,013.9	1,509.2	营业利润率	37.1%	30.7%	33.6%	32.2%	34.4%
减: 所得税	252.5	129.3	222.2	294.0	437.7	净利率	19.5%	15.5%	16.9%	16.4%	17.6%
净利润	415.2	314.6	544.1	719.8	1,071.5	EBITDA/营业收入	38.5%	32.8%	33.9%	32.2%	34.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	36.9%	30.6%	32.8%	31.3%	33.3%
货币资金	172.0	542.1	1,136.1	1,698.8	2,525.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	63	85	67	52	38
应收帐款	171.1	47.0	68.5	93.9	129.9	流动营业资本周转天数	141	177	113	97	77
应收票据	572.9	283.5	411.7	564.0	780.4	流动资产周转天数	260	342	324	351	355
预付帐款	14.4	15.1	16.1	17.4	19.0	应收帐款周转天数	24	23	7	8	8
存货	496.5	691.8	952.1	1,215.8	1,600.2	存货周转天数	88	135	128	123	116
其他流动资产	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	346	455	408	413	400
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	227	290	197	159	122
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	ROE	29.6%	19.8%	27.0%	27.9%	31.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	22.0%	14.9%	17.4%	17.4%	19.1%
固定资产	330.2	420.9	444.8	462.9	473.5	ROIC	43.5%	22.8%	45.4%	51.4%	72.4%
在建工程	98.5	53.5	32.7	20.2	12.7	费用率					
无形资产	12.7	29.9	30.0	30.1	30.2	销售费用率	19.7%	19.6%	19.5%	21.0%	20.0%
其他非流动资产	13.4	26.6	31.5	31.8	32.0	管理费用率	5.0%	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%
资产总额	1,886.5	2,115.4	3,128.3	4,139.5	5,608.2	财务费用率	-0.2%	0.0%	-0.8%	-0.9%	-1.1%
短期债务	-	-	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	24.4%	29.0%	28.7%	30.1%	28.9%
应付帐款	92.7	119.1	63.0	80.5	105.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	25.7%	25.0%	35.6%	37.7%	39.0%
其他流动负债	391.7	408.9	751.3	1,180.7	1,783.9	负债权益比	34.5%	33.3%	55.3%	60.5%	64.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.95	2.99	2.32	2.30	2.31
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.92	1.68	1.46	1.52	1.58
负债总额	484.4	528.0	1,114.3	1,561.2	2,189.8	利息保障倍数	-	-	-42.91	-36.02	-30.18
少数股东权益	111.2	120.6	273.0	474.5	774.6	分红指标					
股本	432.9	432.9	432.9	432.9	432.9	DPS(元)	0.45	0.16	0.27	0.36	0.53
留存收益	857.9	1,033.8	1,308.1	1,670.9	2,210.9	分红比率	54.2%	28.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,402.1	1,587.4	2,014.0	2,578.4	3,418.4	股息收益率	1.2%	0.4%	0.7%	0.9%	1.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	415.2	314.6	544.1	719.8	1,071.5	EPS(元)	0.83	0.57	0.90	1.20	1.78
加: 折旧和摊销	30.1	35.0	25.3	28.1	30.6	BVPS(元)	3.24	3.67	4.65	5.96	7.90
资产减值准备	0.5	22.1	-	-	-	PE(X)	46.7	68.4	42.8	32.4	21.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.0	10.6	8.3	6.5	4.9
财务费用	-	-	-	-17.7	-27.5	P/FCF	-	37.1	33.5	37.4	25.4
投资收益	-0.1	-0.1	-	-	-	P/S	9.1	10.6	7.3	5.3	3.8
少数股东损益	55.7	69.4	152.4	201.6	300.0	EV/EBITDA	23.7	31.7	20.9	15.8	10.5
营运资金的变动	-340.1	142.8	-123.8	4.3	-9.8	PEG	20.1%	50.5%	33.2%	-	-
经营活动产生现金流量	75.5	589.7	580.3	926.3	1,343.9	CAGR(%)	2.3	1.4	1.3	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-61.4	-91.7	-32.1	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	4.5	2.4	4.7	5.3	7.5
融资活动产生现金流量	-227.5	-127.9	200.1	-128.0	-183.1	REP	2.7	6.0	2.6	2.1	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-59113563	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	李昕 010-59113565	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-59113593	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	刘欢 0755-82558069	深圳联系人 liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034