

2010年4月9日

食品饮料行业

山西汾酒 (600809)

评级: 买入

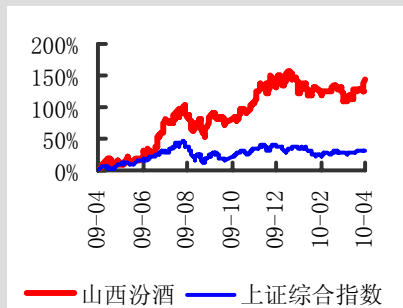
食品饮料行业研究员

王永锋

010-88086830-673

wangyf@rxzq.com.cn

山西汾酒股价与上证综指对比:



2010年期待公司传统营销模式的革新

投资要点

- **2009年业绩增速低于预期。**山西汾酒2009年实现营业收入21.43亿元, 同比增长35.27%; 归属母公司净利润3.55亿元, 同比增长44.79%; 归属母公司扣除非经常性损益的净利润3.57亿元, 同比增长31.84%。山西汾酒每股收益0.82元, 按每10股派发现金股利5元(含税)。
- **2009年第四季度期间费用大幅增加导致业绩增速低于预期。**公司2009年第四季度营业收入同比下滑4.89%, 而销售费用、管理费用、财务费用同比分别大幅增长64.88%、71.54%、64.29%, 环比分别大幅增长59.40%、81.09%、59.62%。考虑到公司管理层换届, 不排除公司平滑业绩的可能。2009年末公司预收款项高达2.36亿元, 汾酒集团2010年前2个月实现13亿元销售收入, 同比增长100%, 公司2010年第一季度业绩增幅至少超过50%。
- **公司中高端白酒市场占有率有望进一步提升。**作为老四大名酒, 山西汾酒独具清香型口味, 竞争实力突出。在200-500元的中高端白酒价格段, 随着茅台和五粮液等超高端白酒产品的提价, 为公司的青花瓷产品腾出了足够的市场空间, 这为公司占领中高端白酒市场提供了有利条件。
- **2010年公司最大看点在于传统营销模式的革新。**公司2010年工作计划为营业收入保持30%以上增速。公司以前过于依赖传统的营销模式, 销售增速较慢, 目前公司已与盛初营销咨询(曾成功指导洋河、郎酒的营销)进行合作, 对营销旧模式改革。随着公司营销改革的进一步推进, 将有利于公司业绩大幅提升。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2010~2011年公司分别实现每股收益1.45元、2.07元, 对应的动态PE分别为30倍、21倍。考虑到公司的高成长性, 按照2011年30倍PE测算, 对应股价为60元, 我们给予公司“买入”投资评级。
- **风险因素。**新营销政策的执行力度偏弱; 董事会换届带来的管理问题。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1585	2143	2988	3976
同比(%)	-14.19%	35.21%	39.43%	33.06%
归属母公司净利润(百万元)	245	355	627	896
同比(%)	-31.94%	44.90%	76.62%	42.90%
毛利率(%)	76.47%	74.85%	77.64%	78.31%
每股收益(元)	0.57	0.82	1.45	2.07
P/E	-	48.53	29.73	20.88

附表 1 山西汾酒盈利预测表（百万元）

	2008	2009	2010E	2011E
一、营业收入	1585	2143	2988	3976
减：营业成本	373	539	668	862
营业税金及附加	245	368	462	615
营业费用	310	364	584	778
管理费用	149	202	210	244
财务费用	0	-2	-10	-13
资产减值损失	22	2	10	10
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	2
二、营业利润	486	671	1066	1482
加：营业外收入	3	1	3	4
减：营业外支出	45	10	20	11
三、利润总额	444	662	1049	1475
减：所得税费用	129	204	243	324
四、净利润	315	458	806	1152
归属于母公司净利润	245	355	627	896
少数股东损益	69	103	179	256
五、每股收益（元）	0.57	0.82	1.45	2.07
股本（百万股）	433	433	433	433

数据来源：公司年报，日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 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。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系方式:

日信证券有限责任公司

地 址: 内蒙古呼和浩特市锡林南路 18 号 邮政编码: 010020
电 话: 0471-6292477 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司北京分公司

地 址: 北京市西城区闹市口 1 号长安兴融中心西楼 11 层 邮政编码: 100031
电 话: 010-88086830 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司 (其他分支机构)

北京营业部

北京市西城区新街口北大街 3 号星街坊购物中心 6 层
营业部咨询电话: 010-82200210/82200220 传真: 010-82200213

呼和浩特营业部

内蒙古呼和浩特锡林南路 18 号
营业部咨询电话: 0471-6292456 传真: 0471-6292477

通辽营业部

内蒙古通辽市和平路中段 178 号
营业部咨询电话: 0475-8266873 传真: 0475-8266873

乌兰浩特兴安北大路营业部

内蒙古乌兰浩特市财政大楼
服务部咨询电话: 0482-8226224 传真: 0482-8234960