

2010年4月21日

食品饮料行业

山西汾酒 (600809)

评级: 买入

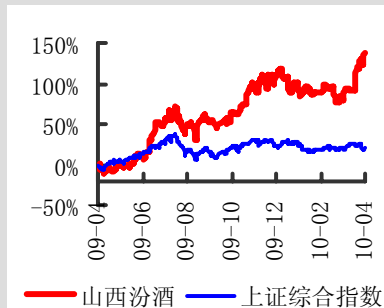
食品饮料行业研究员

王永锋

010-88086830-673

wangyf@rxzq.com.cn

山西汾酒股价与上证综指对比:



相关研究:

《白酒行业研究报告——白酒行业: 不只是防守, 期待板块行情启动》2010年3月31日

《山西汾酒年报点评: 2010年期待公司传统营销模式的革新》2010年4月9日

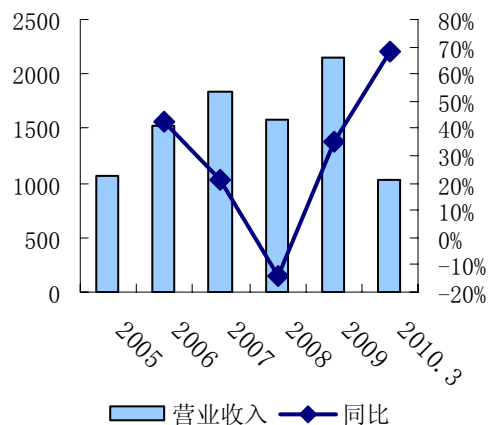
营销模式革新, 清香龙头崛起

投资要点

- **2010年一季度业绩增速符合预期。**山西汾酒2010年一季度实现营业收入10.33亿元, 同比增长68.41%; 实现归属母公司净利润2.60亿元, 同比增长67.11%; 实现每股收益0.60元, 同比增长66.67%, 符合我们的预期(以前预期为业绩增速超过50%)。
- **一季度营业收入大幅增长, 综合毛利率小幅下滑。**一、营业收入大幅增长。一季度公司营业收入超过10亿元, 预计2010年营业收入将达到30亿元。二、综合毛利率小幅下滑。公司综合毛利率为74.35%, 较2009年同期下滑了1.97个百分点。三、期间费用同比增长较快。公司营业收入同比增长68.41%, 而期间费用同比大幅增长111.67%, 主要是销售费用增长148.59%所致。四、预收账款有所下滑。2009年末公司预收款项为2.36亿元, 2010年一季度预收账款下降为1.54亿元, 减少0.82亿元。
- **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2010~2012年公司分别实现每股收益1.35元、1.88元、2.32元, 对应的动态PE分别为35倍、25倍、21倍。公司短期估值较为合理, 但考虑到公司的高成长性, 从中长期来看我们给予公司“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。

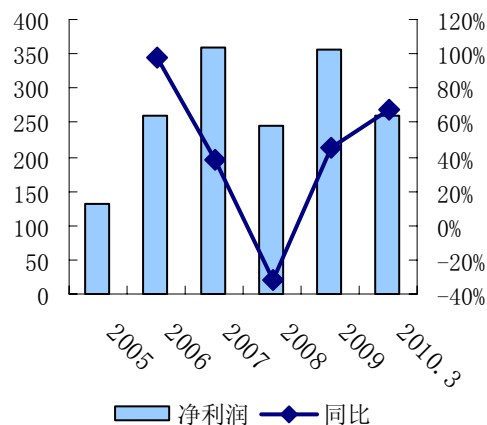
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2143	2988	3976	4782
同比(%)	35.21%	39.43%	33.07%	20.26%
归属母公司净利润(百万元)	355	584	816	1003
同比(%)	44.90%	64.51%	39.70%	22.93%
毛利率(%)	74.85%	77.64%	78.32%	78.53%
每股收益(元)	0.82	1.35	1.88	2.32
P/E	-	35.40	25.34	20.61

图表1 山西汾酒营业收入增长情况



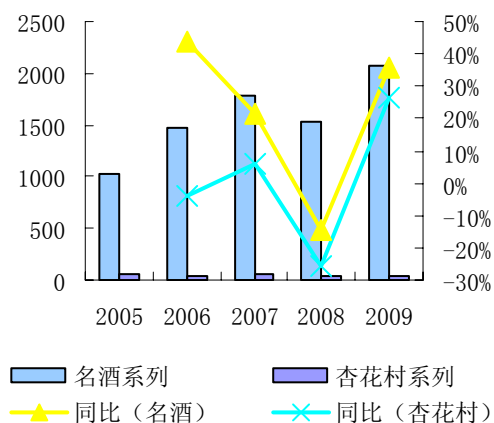
数据来源：公司年报，日信研究

图表 2 山西汾酒净利润增长情况



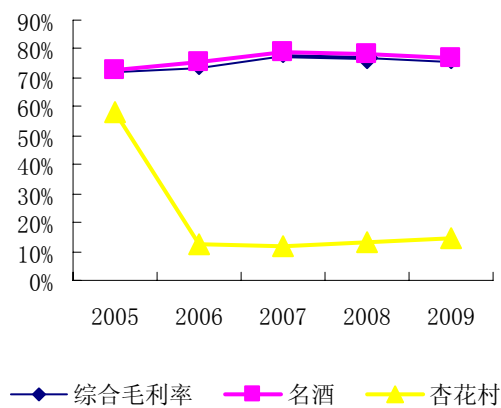
数据来源：公司年报，日信研究

图表3 名酒、杏花村系列收入增长情况



数据来源：公司年报，日信研究

图表 4 分产品毛利率情况



数据来源：公司年报，日信研究

附表 1 单季度分析表

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
一、营业收入	-46.6%	-23.9%	52.5%	-15.9%	94.3%	77.0%	13.8%	-4.9%	68.4%
二、营业总成本	-20.7%	-22.8%	15.1%	7.9%	24.9%	87.9%	26.2%	19.4%	82.2%
营业成本	-41.1%	-16.0%	49.6%	-16.5%	84.2%	134.5%	30.2%	-17.7%	82.4%
营业税金及附加	-46.0%	-9.9%	22.3%	-10.0%	104.6%	68.5%	29.1%	23.3%	50.8%
销售费用	23.3%	-58.0%	-22.0%	-8.1%	-44.3%	117.7%	21.2%	64.9%	148.6%
管理费用	-14.5%	70.8%	17.4%	442.4%	48.1%	-3.1%	15.9%	71.5%	38.7%
财务费用	449.6%	10.4%	-121.6%	37.5%	-121.1%	48.7%	33.1%	64.3%	-178.0%
资产减值损失	0.0%	-72.2%	117.8%	3514.9%	-86.5%	282.6%	245.6%	-101.2%	284.6%
四、营业利润	-84.9%	-26.0%	155.1%	-48.1%	629.6%	54.5%	-1.6%	-73.3%	50.2%
加：营业外收入	884.4%	-94.5%	15.2%	256.9%	-37.1%	319.3%	-69.0%	-68.7%	568.2%
减：营业外支出	18.9%	47.4%	843.5%	123.2%	72.8%	-86.3%	-77.1%	-82.1%	357.8%
五、利润总额	-85.2%	-32.8%	144.9%	-53.3%	644.8%	80.5%	2.5%	-71.8%	48.0%
减：所得税	-80.8%	-41.2%	44.2%	-60.1%	344.7%	73.7%	15.0%	-0.8%	30.6%
六、净利润	-87.3%	-28.1%	205.6%	-47.6%	855.7%	83.7%	-1.1%	-116.4%	53.7%
减：少数股东损益	-125.2%	69.7%	520.4%	93.0%	670.6%	13.9%	-1.9%	-93.8%	3.8%
归属母公司净利润	-79.0%	-44.7%	165.8%	-59.5%	456.3%	120.1%	-0.9%	-125.6%	67.1%

数据来源：公司年报，日信研究

附表 2 盈利预测假设表（百万元）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1072	1518	1834	1564	2143	2914	3860	4644
名酒系列	1022	1470	1783	1526	2071	2837	3745	4494
同比	-	43.84%	21.29%	-14.41%	35.71%	37.00%	32.00%	20.00%
杏花村系列	50	48	51	38	48	77	115	150
同比	-	-4.00%	6.25%	-25.49%	26.32%	60.00%	50.00%	30.00%
营业成本	299	399	416	364	520	662	848	981
名酒系列	278	357	371	331	479	596	749	854
杏花村系列	21	42	45	33	41	66	98	127
毛利率	72.11%	73.72%	77.32%	76.73%	75.73%	77.29%	78.05%	78.87%
名酒系列	72.80%	75.71%	79.19%	78.31%	76.87%	79.00%	80.00%	81.00%
杏花村系列	58.00%	12.50%	11.76%	13.16%	14.58%	14.00%	14.50%	15.00%

数据来源：公司年报，日信研究

附表 3 利润预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	2143	2988	3976	4782
减：营业成本	539	668	862	1027
营业税金及附加	368	513	683	821
营业费用	364	508	675	812
管理费用	202	242	282	310
财务费用	-2	-10	-13	-15
资产减值损失	2	10	10	10
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	671	1058	1477	1816
加：营业外收入	1	0	0	0
减：营业外支出	10	0	0	0
三、利润总额	662	1058	1477	1816
减：所得税费用	204	307	428	527
四、净利润	458	751	1049	1290
归属于母公司净利润	355	584	816	1003
少数股东损益	103	167	233	287
五、每股收益（元）	0.82	1.35	1.88	2.32
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。