

评级：谨慎推荐

目标价：49.68 元

高增长可能尚未开始

——山西汾酒调研报告

投资要点：

估值和投资策略

公司目前正处在机制变革的关键时期，待管理、营销等体制理顺以后，公司将真正迎来一轮高增长，但短期可能看不到这种效果。

我们预计公司 2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 1.27 元和 1.61 元，目前股价对应的市盈率分别为 36.25 倍和 28.59 倍，我们认为目前的估值水平较为合理。

另一方面，ReOI 模型给出的 2010 年末的每股价值为 49.68 元，较目前股价仍有 10% 的上升空间，我们继续给予公司“谨慎推荐”的投资评级，股价调整将是较好的介入机会。

上半年计划执行情况较好，全年业绩超预期的可能性不大。

公司年初定的计划是营业收入实现 30% 左右的增长，半年过去了，公司表示，计划执行情况较好，任务差不多完成过半，但增速可能没有市场预期的那么高。

从销量来看，1-5 月份，青花瓷大约销售了 580 吨，老白汾大约为 4200 吨，玻汾大约为 3200 吨，竹叶青大约为 1500 吨，基本也都完成了年初计划的一半。随着下半年销售旺季的到来，预计全年销量将会超过计划。

营销体制的改革仍在进行中

今年公司把销售区域进行了细化，并把一些省份从大区中单独列出重点发展（山东、北京、陕西、河南、广东）。在省内和省外实行的是不同的营销策略。

省外实行的是区域代理（以前是品牌代理），目前渠道下沉到了市一级；省内则是经销商加区域代理，实行的是深度营销策略，渠道已经下沉到县一级。营销体制改革的初期会导致较大的销售费用从而侵蚀利润，公司表示这是必然的前期投入，随着销售局面的打开，销售费用会缓慢降下来。



报告日期	2010 年 7 月 14 日
市场数据	2010 年 7 月 13 日
最新收盘价（元）	45.98
行业分类	食品饮料业
总股本（百万股）	432.92
总市值（亿元）	199.06

研究员：郭得存

电话：(0351) 4131415

E mail: guodc@dtsec.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：http://www.dtsbc.com.cn

近期报告：

团购是今年公司发展的重点，目前公司主要的领导也都分头带队去省外开拓市场（主要是军区）。省内的很多企业都已经合作的意向，这部分市场很值得期待。

此次调研，我们又一次感受到了公司领导的决心和信心，我们认为，公司目前正处在机制变革的关键时期，一旦体制理顺，公司将会迎来新一轮的高增长。

附录:

表 1 预测的利润表简表

单位: 百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,846.79	1,584.52	2,143.45	2,859.19	3,627.79
营业成本	422.20	372.88	538.75	714.80	906.95
毛利润	1,424.60	1,211.64	1,604.70	2,144.39	2,720.84
营业费用	742.55	704.31	934.01	1,143.68	1,451.12
税前核心营业利润	682.05	507.33	670.69	1,000.72	1,269.73
核心营业利润所得税	257.23	145.13	206.26	250.18	317.43
税后核心营业利润 (OI)	424.82	362.20	464.43	750.54	952.30
其他税后营业利润	(11.97)	(44.62)	(8.02)	—	—
税后营业利润	412.86	317.58	456.41	750.54	952.30
税后净金融费用	(2.36)	2.97	(1.50)	(1.70)	(1.61)
综合收益 (CI)	415.22	314.61	457.92	752.24	953.90
少数股东综合收益	55.66	69.44	102.93	203.10	257.55
普通股东综合收益	359.56	245.17	354.99	549.14	696.35
EPS(basic) adjusted	0.83	0.57	0.82	1.27	1.61
EPS(basic) reported	0.83	0.57	0.82		

表 2 预测的资产负债表简表

单位: 百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净营业资产 (NOA)	1,234.90	1,049.84	1,089.32	1,429.60	1,813.90
净金融负债 (NFO)	(171.99)	(542.09)	(707.56)	(668.18)	(665.44)
股东权益 (CSE+MI)	1,415.20	1,605.05	1,814.30	2,097.77	2,479.33
MI	111.20	120.64	143.56	162.28	183.43
CSE	1,303.99	1,484.42	1,670.74	1,935.50	2,295.90

表 3 预测的现金流量表简表

单位: 百万元

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
税后 OI	412.86	317.58	456.41	750.54	952.30
△NOA	401.13	(185.06)	39.48	340.27	384.30
公司自由现金流 (C-I)	11.73	502.64	416.93	410.26	568.00
股利净支付 (d=回购+股利-发行)	226.82	129.27	253.17	451.34	572.34
债务融资流 (F=NFE-△NFO)	(215.82)	373.06	163.97	(41.08)	(4.35)
融资现金流总额(d+F)	11.00	502.33	417.14	410.26	568.00

表 4 ReOI 模型估值输出表

单位：百万元

ReOI 的计算	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014 E	2015and after
核心 RNOA (%)	34.50	42.63	68.90	66.61	66.62	65.63	75.00	75.00
ReOI (12.61%)	180.49	315.21	613.17	772.02	979.76	1,220.35	1,795.19	1,884.95
ReOI 增长率 (%)	(37.49)	74.64	94.53	25.91	26.91	24.56	47.10	5.00
折现因子 (12.61%)			1.12	1.25	1.40	1.57	1.76	
ReOI 现值			547.48	615.45	697.37	775.55	1,018.64	
ReOI 总现值		3,654.49						
持续价值 (CV)							26,927.79	
持续价值 (CV) 现值		15,279.55						
股东权益 (CSE+MI)		1,814.30						
总权益价值 (V^E)		20,748.34						
少数股东权益价值		1,543.91						
普通股权益价值 (V^{CSE})		19,204.44	21,508.97					
总股本		432.92	432.92					
每股价值 (元)		44.36	49.68					
杠杆远期 P/E		34.97	30.89	27.27	24.44			
杠杆 P/B		11.49	11.11	10.49	9.79			

注：(杠杆远期 P/E)_t = $\frac{V_t^{CSE}}{CI_{t+1}}$; (杠杆 P/B)_t = $\frac{V_t^{CSE}}{CSE_t}$

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内, 股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内, 股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准, “-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3: 基准指数为沪深300指数

免责声明:

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法, 并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有, 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。如引用需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。