

2010年8月18日

食品饮料行业

山西汾酒 (600809)

评级: 增持

食品饮料行业研究员

王永锋

执业证书编号: S0070210070004

电话: 010-88086830-722

邮箱: wangyf@rxzq.com.cn

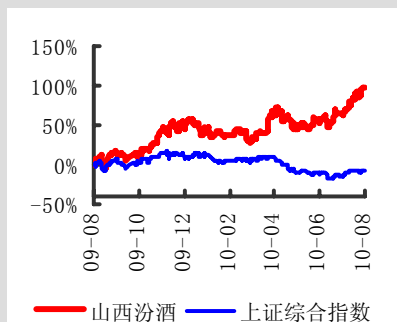
6-12个月目标价: 66.00

最新股价: 54.79

基本资料

总股本 (百万)	433
流通股 A 股 (百万)	433
总市值 (百万)	23720
每股净资产 (元)	4.08
资产负债率%	29.26
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

山西汾酒股价与上证综指对比:



相关研究:

《山西汾酒深度报告: 得文化者得天下——汾酒文化, 清香天下》2010/07/02

《山西汾酒季报点评: 营销模式革新, 清香龙头崛起》2010/04/21

《山西汾酒年报点评: 2010 年期待公司传统营销模式的革新》2010/04/09

《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》2010/03/31

营业收入增加、毛利率提升带动公司业绩高增长

投资要点

- **2010年中报业绩符合预期。**山西汾酒2010年上半年实现营业收入16.09亿元, 同比增长46.96%; 归属于母公司净利润3.34亿元, 同比增长44.91%; 实现每股收益0.77元, 符合我们之前的预期。
- **营业收入增加、毛利率提升带动公司业绩高增长。**1、营业收入增加。上半年公司营业收入同比增长46.96%, 其中白酒营业收入达14.98亿元, 同比增长47.19%; 配置酒营业收入为1.00亿元, 同比增长40.18%。分地区来看, 上半年公司省内市场营业收入达10.95亿元, 增速为47.20%; 省外市场营业收入达5.03亿元, 增速为45.71%。2、毛利率提升。毛利率提升为75.78%, 较上年同期提升2.30个百分点, 主要是公司白酒产品毛利率提升所致。上半年公司白酒和配置酒毛利率分别为76.92%和60.08%, 分别较上年同期增加2.46和-2.38个百分点。
- **期间费用率大幅增加, 经营性净现金流、预收账款有所减少。**1、期间费用率大幅增加。期间费用率增加为26.15%, 较上年同期增加6.36个百分点, 主要是公司加大市场宣传投入引起销售费用率增加5.87个百分点所致。2、经营性净现金流减少。经营性净现金流为1.24亿元, 同比下滑41.46%, 主要是应收票据和应收账款等经营性应收项目增加所致。3、预收账款减少。预收账款下滑为1.99亿元, 较年初下滑0.37亿元, 但较去年同期增加1.15亿元, 经销商提货意愿较强。
- **管理和销售体制改革、提价预期、整体上市预期是公司未来主要看点。**1、管理和销售体制改革。汾酒集团完成管理层换届以来, 公司改革主要包括: 管理机构和干部队伍调整、经销商制度改革、大幅增加销售人员、聘请盛初咨询等。2、提价预期。公司同档次的产品价格低于茅台、五粮液、泸州老窖等知名白酒, 具备提价空间。3、整体上市预期。汾酒集团考虑将杏花村酒和销售公司股权整合进股份公司。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2010~2012年公司分别实现每股收益1.34/1.89/2.47元, 对应的动态PE分别为41/29/22倍。考虑到公司管理和销售体制改善、提价预期和整体上市预期, 我们给予公司2011年35倍市盈率, 对应股价为66元, 维持公司“增持”投资评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	2143	2949	3797	4712
同比 (%)	35.21%	37.63%	28.73%	24.10%
归属母公司净利润 (百万元)	355	582	817	1068
同比 (%)	44.90%	63.93%	40.33%	30.74%
毛利率 (%)	74.85%	76.80%	77.50%	78.00%
每股收益 (元)	0.82	1.34	1.89	2.47

附表 1 利润预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	2143	2949	3797	4712
减：营业成本	539	684	854	1037
营业税金及附加	368	472	607	754
营业费用	364	546	683	801
管理费用	202	206	266	330
财务费用	-2	-20	-20	-25
资产减值损失	2	0	5	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	1061	1401	1805
加：营业外收入	1	3	5	5
减：营业外支出	10	20	20	20
三、利润总额	662	1044	1386	1790
减：所得税费用	204	303	402	519
四、净利润	458	741	984	1271
归属母公司净利润	355	582	817	1068
少数股东损益	103	159	167	203
五、每股收益（元）	0.82	1.34	1.89	2.47
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。