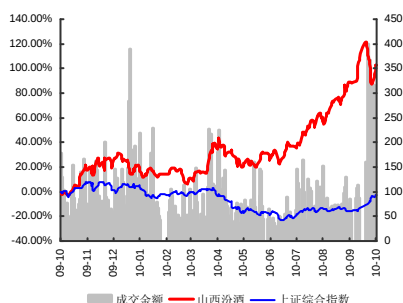


2010 年 10 月 21 日

评级：推荐

52 周走势



报告作者

国联证券研究所食品饮料小组

组长 强系璧

执业证书编号：S0590208070088

联系人

周纪庚

电话：021-38991500-895

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

山西汾酒（600809）2010 年三季报分析

经营数据：

公司 2010 年前三季度实现营业收入 23.92 亿元，同比增长 40.15%；实现营业利润 8.74 亿元，同比增长 36.76%；实现归属母公司的净利润 5.37 亿元，同比增长 46.43%；实现每股收益 1.24 元；其中三季度收入和净利润分别同比增长 28%和 49%。基本符合我们的预期。

分析结论：

● 毛利率继续提升，营业税金率走低

公司前三季度继续受益产品结构升级，主营业务毛利率达到 76.59%，同比增长 2.72 个百分点，同时在其他白酒提价的基础上，公司年底或明年初存在提价的可能，将进一步推动毛利率上升；公司营业税金率环比下降，前三季度达到 15.12%，其中三季度营业税金率达到 13%，同比下降 2 个百分点。

● 销售费用率维持高位，未来仍有压力

公司前三季度期间费用率 24.46%，同比增长 4.18 个百分点，其中销售费用率同比增加是期间费用率上升的主要原因，前三季度公司销售费用率为 16.70%，同比增长 3.13 个百分点。未来几年公司将继续推进省外扩张和深度分销，销售费用率将继续维持高位。

● 产品系列扩充、深度分销助推未来快速增长

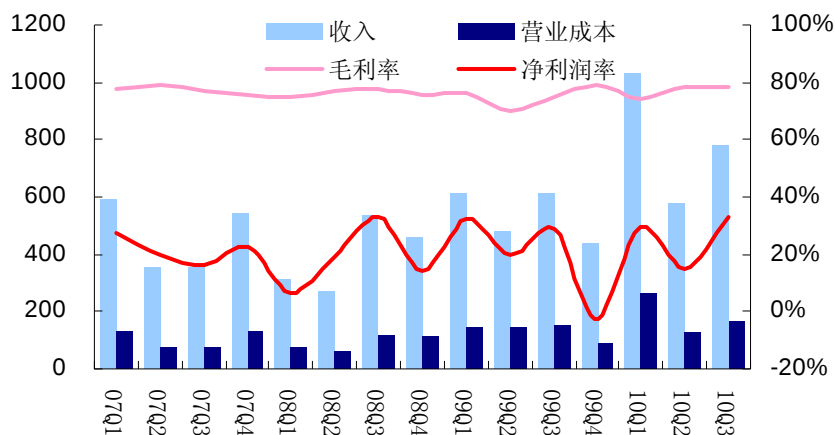
公司下半年连续两次分别推出了 8 款中高档汾酒和 3 款竹叶青产品，对白酒和配制酒两大产品线进行了扩充，使得公司产品结构更加高档、更加饱满。随着深度分销的继续推进，新产品在明年将会达到一定规模的销量，保障公司收入和盈利能力继续提升。

● 维持盈利预测，给予“推荐”评级

维持对公司 10-12 年每股收益分别为 1.42 元、1.85 和 2.25 元的盈利预测，对应目前股价 PE 分别为 48 倍、36.7 倍和 29.4 倍，给予“推荐”评级。

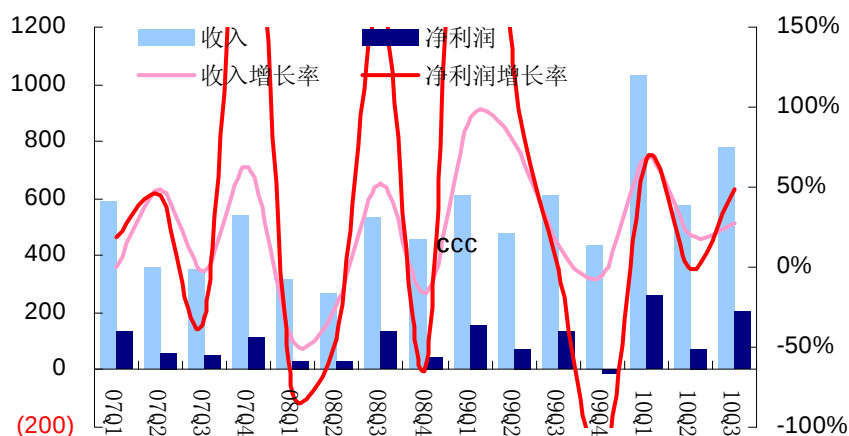
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,143	3,023	3,998	4,822
YOY	35.3%	41.0%	32.3%	20.6%
归属母公司净利润	355	613	802	973
EPS(元)	0.82	1.42	1.85	2.25
ROE(%)	21.5%	31.3%	34.0%	34.2%
P/E	82.9	48.0	36.7	29.4
P/B	17.8	15.0	12.5	10.3

图表 1: 公司单季度经营情况



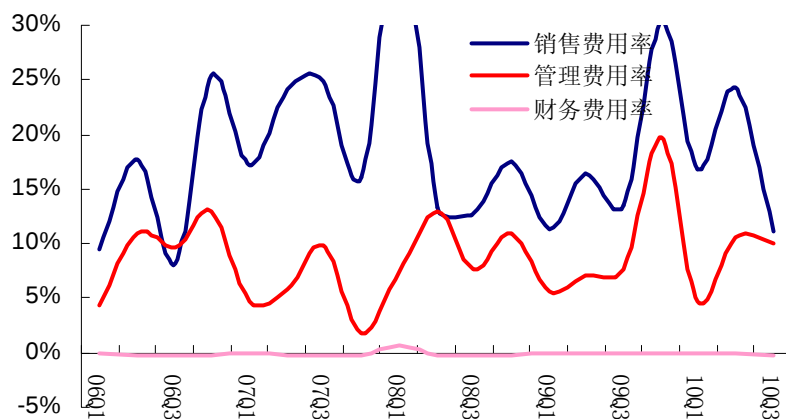
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司单季度成长情况



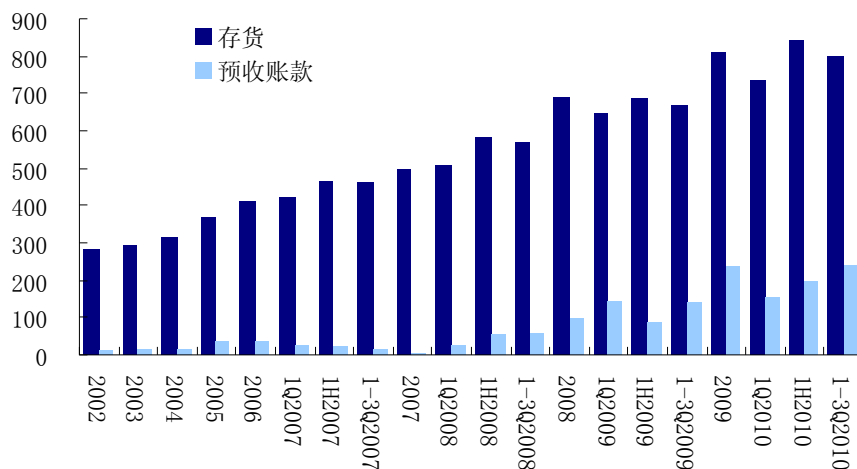
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司单季度期间费用率情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司存货及预收账款情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 单季度损益表情况

单位: 百万元	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
一、营业总收入	272	538	459	613	482	612	436	1,033	577	783
二、营业总成本	183	298	338	349	344	376	404	636	433	450
其中: 营业成本	62	120	112	145	145	156	93	265	125	170
营业税金及附加	50	70	76	100	85	90	94	150	108	104
销售费用	36	68	80	70	79	83	132	173	140	87
管理费用	35	41	50	35	34	47	86	48	61	79
财务费用	-1	-1	-1	0	0	-1	0	-1	0	-1
资产减值损失	0	0	20	0	2	0	0	1	0	12
三、其他经营收益										
公允价值变动净收益										
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	89	241	120	264	138	237	32	397	143	333
加: 营业外收入	0	0	2	0	0	0	1	1	1	0
减: 营业外支出	14	12	17	2	2	3	3	10	6	4
五、利润总额	75	229	105	262	136	234	30	388	138	329
减: 所得税	24	51	40	65	41	58	40	84	51	73
六、净利润	52	178	64	198	95	176	-11	304	87	257
减: 少数股东损益	18	41	19	42	20	40	1	43	14	54
七、归属母公司所有者净利润	34	137	46	156	75	136	-12	260	74	203
EPS	0.08	0.32	0.11	0.36	0.17	0.31	-0.03	0.60	0.17	0.47
收入增长率	-24%	53%	-16%	94%	77%	14%	-5%	68%	20%	28%
毛利率	77%	78%	75%	76%	70%	75%	79%	74%	78%	78%
营业利润率	33%	45%	26%	43%	29%	39%	7%	38%	25%	43%
净利润率	19%	33%	14%	32%	20%	29%	-2%	29%	15%	33%
营业税金率	18%	13%	17%	16%	18%	15%	22%	15%	19%	13%
销售费用率	13%	13%	17%	11%	16%	14%	30%	17%	24%	11%

管理费用率	13%	8%	11%	6%	7%	8%	20%	5%	11%	10%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	31%	22%	39%	25%	30%	25%	136%	22%	37%	22%
净利润增长率	-28%	206%	-48%	856%	84%	-1%	-116%	54%	-8%	46%

资料来源：WIND 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。