

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

执业证书编号: S0070210070004

电话: 010-88086830-722

邮箱: wangyf@rxzq.com.cn

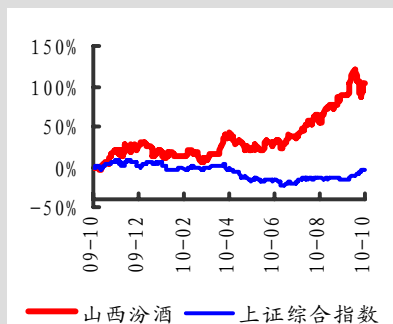
6-12个月目标价: 69-79

最新股价: 67.94

基本资料

总股本(百万)	433
流通股A股(百万)	433
总市值(百万)	29413
每股净资产(元)	4.55
资产负债率%	27.42
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:

《山西汾酒季报点评: 营业收入增加、毛利率提升带动公司业绩高增长》

2010/08/18

《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

持续高增长的清香龙头

投资要点

- **三季报业绩略高于预期。**山西汾酒2010年前三季度实现营业收入23.93亿元, 同比增长40.13%; 归属于母公司净利润5.37亿元, 同比增长46.43%; 实现EPS1.24元, 略高于我们之前的预期。其中第三季度公司实现营业收入和归属于母公司净利润分别为7.83亿元、2.03亿元, 同比增长分别为27.93%、49.01%, 第三季度EPS0.47元。
- **产品结构优化带动毛利率维持高位, 销售状况良好拉低期间费用率。**1、毛利率维持高位。三季度公司毛利率为78.25%, 较二季度(78.34%)稍有回落, 但持续维持高位, 仍较一季度74.35%的毛利率大幅提升。公司毛利率维持高位主要在于超高端产品国藏汾酒和次高端产品青花瓷销量提升, 带动公司产品结构优化。2、期间费用率降低。三季度公司期间费用率为20.97%, 较一季度和二季度的21.30%、34.84%下降明显, 主要原因在于: ①公司销售状况良好, 单季度营业收入同比增长达27.93%。②三季度公司销售费用有所下滑, 环比下降38.24%。
- **管理和销售体制持续改善、提价预期、整体上市预期、业绩持续超预期是公司未来主要看点。**1、管理和销售体制持续改善。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。4、业绩持续超预期。公司拥有白酒企业崛起的关键三要素: ①根据地市场资源(山西根据地市场相对牢固)。②广泛的消费基础(曾经是全国白酒企业的NO.1)。③差异化产品(公司是清香型白酒龙头), 我们看好公司在次高端白酒市场上的优势市场地位, 公司业绩持续超预期的可能性较大。
- **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1.35/1.97/2.76元, 对应的动态PE分别为50/34/25倍。考虑到公司在次高端白酒市场上的优势市场地位, 理应享受高估值, 我们给予公司2011年35-40倍市盈率, 对应股价为69-79元, 维持“买入”投资评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2143	2965	3965	5273
同比(%)	35.21%	38.34%	33.74%	32.98%
归属母公司净利润(百万元)	355	585	853	1196
同比(%)	44.90%	64.78%	45.80%	40.22%
毛利率(%)	74.85%	76.80%	77.50%	78.00%
每股收益(元)	0.82	1.35	1.97	2.76

附表 1 利润预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	2143	2965	3965	5273
减：营业成本	539	688	892	1160
营业税金及附加	368	474	634	844
营业费用	364	548	714	896
管理费用	202	208	278	369
财务费用	-2	-20	-20	-27
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	1067	1462	2020
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	1050	1447	2005
减：所得税费用	204	304	420	582
四、净利润	458	745	1028	1424
归属母公司净利润	355	585	853	1196
少数股东损益	103	160	175	228
五、每股收益（元）	0.82	1.35	1.97	2.76
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。