

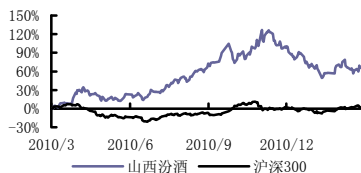


消费品及服务 - 食品

2011 年 3 月 14 日

市场数据	2011 年 3 月 11 日
当前价格 (元)	59.77
52 周价格区间 (元)	36.05-81.93
总市值 (百万)	25875.88
流通市值 (百万)	25875.88
总股本 (百万股)	432.92
流通股 (百万股)	432.92
日均成交额 (百万)	123.29
近一月换手 (%)	13.84%
Beta (2 年)	
第一大股东	杏花村汾酒集团有限责任公司
公司网址	Http://www.fenjiu.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
山西汾酒	-2.08%	-16.05%	58.92%
沪深 300	4.05%	2.70%	-0.90%

相关报告

《山西汾酒 2010 年三季报点评》，2010.10
《山西汾酒 2009 年年报点评》，2010.3

梁希民

执业证书号: S1030209090564
0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，梁希民，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

四季度业绩下滑不改变未来高增长的判断

—山西汾酒（600809）2010 年业绩快报点评

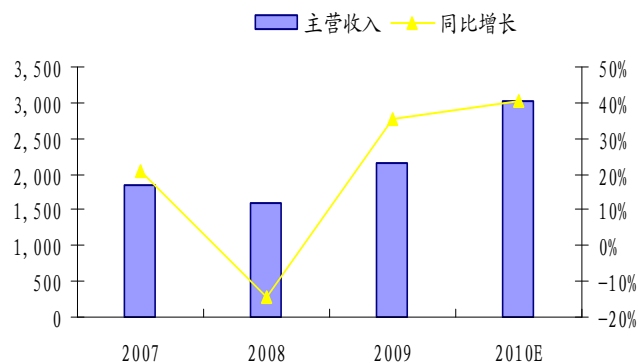
评级： 买入

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	2143.45	3016.66	4374.16	6342.53
毛利率	354.99	494.17	721.47	1085.09
净利润（百万元）	0.82	1.14	1.67	2.51
增长率%	44.79%	39.21%	46.00%	50.40%
净利润率	3.81	4.45	5.46	6.96
每股收益（元）	72.89	52.36	35.87	23.85
摊薄后每股收益（元）	15.70	13.43	10.94	8.59
市盈率（倍）	35.79	27.21	18.05	12.32

资料来源：世纪证券研究所

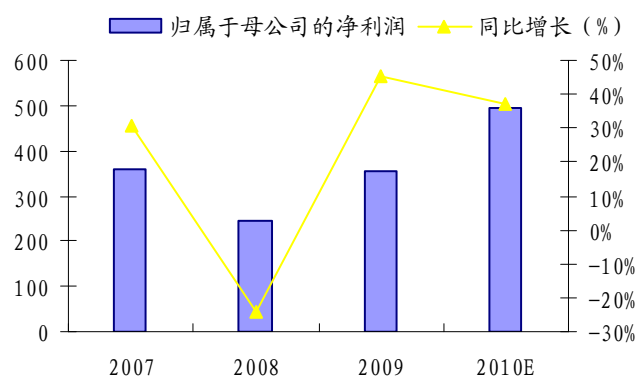
- **全年业绩低于市场预期。**公司发布业绩快报，2010 年实现营业收入 30.2 亿元，同比增长 41%；归属于母公司的净利润 4.94 亿元，同比增长 39.3%，实现每股收益 1.14 元，低于市场预期的 1.30 元。四季度确认收入 6.2 亿，同比增长 43%，但净利润亏损，对应 EPS-0.10 元，我们推测公司在四季度确认了较多费用所致。公司在 09 年四季度同样出现了三项费用环比增长 217%、净利润环比下降 108%，每股收益-0.03 元的情况。销售费用的提升有利于公司的长远发展。
- **2011 年一季度业绩增长可望超预期。**目前公司在省外主打高端青花瓷，在省内主打中端酒老白汾，并同时推出相应的市场细分产品。在产品结构调整显效和销售规模不断扩大的情况下，预计 2011 年公司销售仍将保持 40%以上的增长。近两年，公司一季度销售收入占全年的 30%左右。预计 2011 年一季度，公司的经营业绩将呈现给市场一个满意的答卷。
- **百亿计划预计提前 2 年完成。**公司将原计划 2015 年集团实现销售额 100 个亿的目标提前至 2013 年完成。预计未来三年，股份公司销售额年复合增长率将达到 40%。目前公司原酒的产能约为年产 2 万吨，“十二五”期间计划达到约 5 万吨，产能翻一倍多，成为业绩增长的保证。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司 2011~2012 年 EPS 为 1.67 元和 2.51 元，公司产品优化和加大终端市场开拓的战略仍将继续，考虑到其百年品牌的影响力和不断改善的经营管理机制，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**销售费用超预期，影响经营业绩；市场竞争激烈导致销售增长低于预期。

Figure 1 公司主营收入及增长率 百万元、%



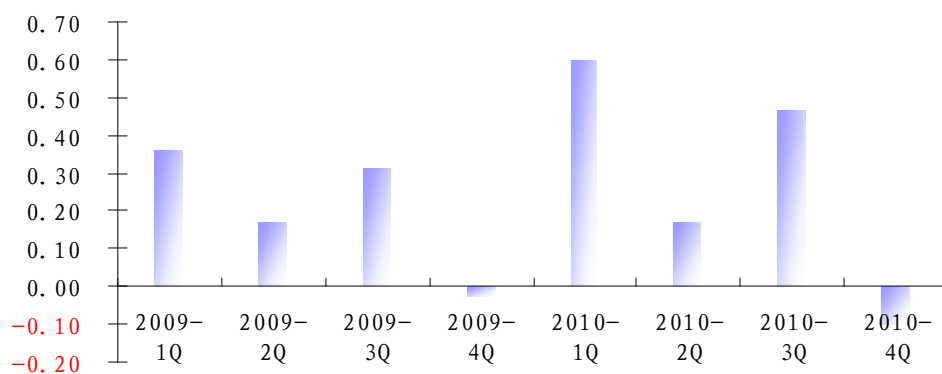
资料来源: WIND; 世纪证券研究所

Figure 2 净利润及增长率 百万元、%



资料来源: WIND; 世纪证券研究所

Figure 3 分季度每股收益变化



资料来源: WIND; 世纪证券研究所

Figure 4 业绩预测

项目 (单位: 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业利润					
营业收入	1,585	2,143	3,017	4,374	6,343
减: 营业成本	373	539	725	989	1,385
减: 营业税金及附加	245	368	485	710	1,046
减: 营业费用	310	364	618	897	1,300
减: 管理费用	149	202	298	432	627
减: 财务费用	-1	-2	-2	18	33
加: 投资净收益	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
营业利润	486	671	885	1,322	1,945
二、利润总额					
加: 营业外收入	3	1	2	2	2

减：营业外支出	45	10	23	22	21
加：其他	0	0	0	0	0
利润总额	444	662	863	1,301	1,926
三、净利润					
减：所得税	129	204	235	378	541
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加：其他	0	0	0	0	0
净利润	315	458	628	924	1,385
四、归属于母公司所有者净利润					
减：少数股东损益	69	103	134	202	299
加：其他	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	245	355	494	721	1,085
五、股利分配					
总股本	433	433	433	433	433
EPS (摊薄、元)	0.57	0.82	1.14	1.67	2.51

资料来源：WIND；世纪证券研究所

Figure 5 估值比较

代码	公司	EPS		PE		股价
		2010	2011	2010	2011	
000858	五粮液	1.25	1.56	26.52	21.25	33.15
600519	贵州茅台	5.48	7.71	33.37	23.72	182.88
600779	水井坊	0.78	0.90	28.58	24.77	22.29
000568	泸州老窖	1.57	1.96	29.90	23.95	46.95
000596	古井贡酒	1.20	2.00	69.83	41.90	83.80
平均		2.06	2.83	37.64	27.12	73.81
600809	山西汾酒	1.14	1.67	52.43	35.79	59.77

资料来源：WIND；世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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或征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.