

山西汾酒 (600809.SH)

从糖酒会变化趋势看汾酒长期投资价值

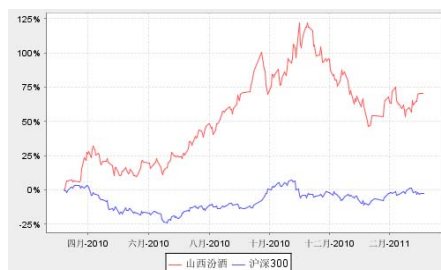
评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **86.7-93.5**
 联系人: 邢庭志
 食品饮料小组
 021-20315162
 xingtz@qlzq.com.cn
 2011年3月23日

分析师: 傅芬
 S0740208100090
 021-20315192
 fusu@qlzq.com.cn
 2011年3月23日

基本状况

总股本(百万股)	432.92
流通股本(百万股)	432.92
市价(元)	59.90
市值(百万元)	259.32
流通市值(百万元)	259.32

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,584.5	2,143.4	3,017.0	4,434.1	6,740.6
营业收入增速	-14.20%	35.27%	40.76%	46.97%	52.02%
净利润增长率	-31.81%	44.79%	39.03%	67.60%	68.37%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.82	1.14	1.91	3.22
市盈率(倍)	19.16	52.36	49.69	29.65	17.61
PEG	—	1.17	1.27	0.44	0.26
每股净资产(元)	3.39	3.81	4.45	6.36	9.58
每股现金流量	1.36	1.04	1.41	2.10	3.26
净资产收益率	16.72%	21.53%	25.63%	30.05%	33.59%
市净率	3.20	11.27	12.74	8.91	5.92
总股本(百万股)	432.92	432.92	432.92	432.92	432.92

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 今年糖酒会的最大变化在于茅台、五粮液名酒企业充分重视了次高端价位的成长,开始改变传统的经营思路,战略上出现了一定的摇摆,行业已经默认了未来的增长轨迹在于 300-700 元价位的新增长,价位随着品牌运营商的增加,次高端正式成为行业主流价位,行业的蛋糕占行业比重会更大;
- 山西汾酒基本面继续趋好。其中 2011 年的各项业绩指标随着 1-3 月份销售形势的继续趋好,从经销商的调研来看,山西汾酒 3 月份继续保持了同比约 60%以上的高增长,整体库存偏低,经销商的高价位产品供应存在普遍断货现象;
- 山西汾酒持续成长的基础越来越多地来自行业整合带动的增长动力;
- 山西汾酒从领导者-管理层-经销商开始产生群体信心,汾酒已经成为这样一群人共同的事业起点;产品线的调整和市场的拓展都是关键性的决策,和信心互为结果
- 我们初步预计 2011 年第一季度公告 16.5 亿的销售收入,每股收益 0.95 元。同时微调未来三年的测算模型,考虑到公司 2011 年的经营好转情况,维持公司“买入”评级。长期看好公司的投资价值。

糖酒会展示出行业升级分化的三大趋势

龙头名酒企业出现战略摇摆，促使竞争结构松动，汾酒长期受益

- 通过茅台和五粮液的经销商大会和投资者见面会，我们可以看到，两大企业随着自身提价带来更多名酒企业跟随涨价之后的快速复苏，他们已经感觉到非常明显的竞争压力，开始调整品牌发展战略，企业更多的品牌资源用于 100-200、300-500、500-1000 元零售价位和其他高价位子品牌和多品类的发展，我们感觉到他们在自身渠道网络仍然没有清晰有竞争力的模式之下做出的被动选择，不具备核心竞争力；
- 从茅台五粮液可以看出泸州老窖、水井坊、舍得同样存在类似的问题，而且更为严重；行业高端价位的竞争结构朝向多价格多品牌的混乱局面；我们看好在此竞争之下具有清晰资源投放重心和网络运营能力的企业所承载的持久优势；
- 汾酒、洋河、古井将通过品牌、资源、网络重心下沉等聚焦优势持续享受行业竞争结构分层结构松动带来的收益。

区域名酒扎堆盲目升级，促使山西汾酒等企业竞争优势凸现

- 区域名酒厂原本最具备优势在低价位品牌、运营模式、消费者基础，而现在我们从糖酒会可以看出，他们在利润和外部竞争压力下纷纷进行高价位升级，这样更加有利于全国化的老名酒血统品牌和部分品牌运营能力突出的品牌享受消费群被迫持续扩大的好处；简单一些表达就是消费者被迫更多地选择高价位酒水品牌，而具备品牌优势的企业必然获益更大；
- 区域酒厂在品质不能充分保证的情况下，上升到高价位参与竞争，必然促使整体资源分散，特别是酒质的比较；原来的多层竞争结构处于逐步瓦解之中；

行业竞争壁垒持续拉升，行业整合之路清晰可见

- 中国酒水行业的并购整合正如唐桥董事长所说的，各方面的复杂关系和行业利润特点决定简单的整合非常困难，但是白酒行业的并购之路在于对持续升级的消费者的抢夺；
- 我们认为白酒行业最近三年 100-700 元零售价位特别是 300-700 元价位的高成长在消费升级的整体刺激下，更精确地说来源于行业整合机遇；
- 那么我们有理由认为，汾酒、洋河、古井、郎酒的高成长其实在“高度离散”的结构下，会持续至少 5-10 年或者更长时间的增长机遇，毕竟整合的路正是因为其漫长，蛋糕不会一夜之间吃光。

汾酒收入增长的路径补充思考

对增长速度的区域结构分解

- 我们对山西汾酒的增长通过 2011 年的经销商调研作以下假设，特别考虑到古井、洋河和郎酒的全国化经验。

图表 1：山西汾酒的增长速度分解表

年度	省内占比	省内增速	环山西占比	环山西增速	其他区域占比	其他区域增速	加权增速
2010 年	65.00%	38.00%	25.00%	45.00%	10.00%	50.00%	40.95%
2011 年	55.00%	40.00%	30.00%	50.00%	15.00%	60.00%	46.00%
2012 年	45.00%	45.00%	35.00%	55.00%	20.00%	65.00%	52.50%
2013 年	40.00%	60.00%	35.00%	60.00%	25.00%	70.00%	62.50%

来源：齐鲁证券研究所

- 我们的假设是基于山西省内、环山西的北方地区和全国其他地区的增长潜力空间和速度进行假设的。本假设主要为区域分解，与下面关于收入增长的分产品测算略有出入，请投资者注意。

对增长动力和空间的分解

- 从动力上看主要来自于高价位 300-700 元零售价位的持续高成长和汾酒更加均衡的全国化结构；
- 从空间上来看，汾酒的空间随着整个行业的结构升级，汾酒的品牌优势会带动其获得更大的消费群基础。

汾酒要成为高价位时代的整合者

- 汾酒继续成为山西市场的绝对领导者；
- 汾酒打造成为环山西区域的主导品牌之一；
- 汾酒成为全国化白酒企业整合行业的推动者。

图表 2：山西汾酒损益表预测

损益表 (人民币百万 元)							
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,847	1,585	2,143	3,017	4,434	6,741	11,359
增长率	20.91%	-14.2%	35.3%	40.8%	47.0%	52.0%	68.5%
营业成本	-422	-373	-539	-684	-900	-1,308	-2,103
%销售收入	22.9%	23.5%	25.1%	22.7%	20.3%	19.4%	18.5%
毛利	1,425	1,212	1,605	2,333	3,534	5,432	9,256
%销售收入	77.1%	76.5%	74.9%	77.3%	79.7%	80.6%	81.5%
营业税金及附加	-288	-245	-368	-518	-762	-1,158	-1,951
%销售收入	15.6%	15.5%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
营业费用	-363	-310	-364	-563	-798	-1,078	-1,931
%销售收入	19.7%	19.6%	17.0%	18.7%	18.0%	16.0%	17.0%
管理费用	-92	-149	-202	-332	-466	-708	-1,193
%销售收入	5.0%	9.4%	9.4%	11.0%	10.5%	10.5%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	682	507	671	920	1,509	2,488	4,181
%销售收入	36.9%	32.0%	31.3%	30.5%	34.0%	36.9%	36.8%
财务费用	4	1	2	0	0	0	0
%销售收入	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-22	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	685	486	671	920	1,509	2,488	4,181
营业利润率	37.1%	30.7%	31.3%	30.5%	34.0%	36.9%	36.8%
营业外收支	-17	-42	-9	0	0	0	0
税前利润	668	444	662	920	1,509	2,488	4,181
利润率	36.2%	28.0%	30.9%	30.5%	34.0%	36.9%	36.8%
所得税	-252	-129	-204	-276	-453	-746	-1,254
所得税率	37.8%	29.1%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	415	315	458	644	1,056	1,742	2,927
少数股东损益	56	69	103	151	229	349	602
归属于母公司的净 利润	360	245	355	494	827	1,393	2,325
净利率	19.5%	15.5%	16.6%	16.4%	18.7%	20.7%	20.5%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：山西汾酒资产负债表预测

资产负债表 (人民币百万元)							
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
货币资金	172	542	708	1,266	1,857	3,118	5,294
应收款项	744	331	418	565	831	1,263	2,129
存货	497	692	808	937	1,233	1,792	2,881
其他流动资产	14	15	42	55	72	105	168
流动资产	1,427	1,580	1,976	2,822	3,992	6,278	10,471
%总资产	75.6%	74.7%	78.8%	83.9%	86.9%	89.9%	93.2%
长期投资	5	5	5	5	5	5	5
固定资产	429	474	473	485	545	652	704
%总资产	22.7%	22.4%	18.9%	14.4%	11.9%	9.3%	6.3%
无形资产	13	30	30	28	27	26	25
非流动资产	460	536	532	543	602	707	759
%总资产	24.4%	25.3%	21.2%	16.1%	13.1%	10.1%	6.8%
资产总计	1,886	2,115	2,509	3,365	4,594	6,986	11,230
短期借款	0	0	0	0	0	0	0
应付款项	98	216	455	568	802	1,191	1,989
其他流动负债	387	312	261	577	516	777	1,296
流动负债	484	528	716	1,145	1,318	1,968	3,285
长期贷款	0	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0	0
负债	484	528	716	1,145	1,318	1,968	3,285
普通股股东权益	1,291	1,467	1,649	1,926	2,753	4,146	6,470
少数股东权益	111	121	144	294	523	872	1,474
负债股东权益合计	1,886	2,115	2,509	3,365	4,594	6,986	11,230
比率分析							
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
每股指标							
每股收益(元)	0.831	0.566	0.820	1.140	1.911	3.217	5.370
每股净资产(元)	2.982	3.388	3.808	4.448	6.359	9.576	14.945
每股经营现金净流(元)	0.174	1.362	1.036	1.414	2.096	3.260	5.256
每股股利(元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000	0.000
回报率							
净资产收益率	27.85%	16.72%	21.53%	25.63%	30.05%	33.59%	35.93%
总资产收益率	19.06%	11.59%	14.15%	14.67%	18.00%	19.94%	20.70%
投入资本收益率	34.61%	34.56%	42.96%	67.83%	74.66%	91.90%	110.59%
增长率							
营业总收入增长率	20.91%	-14.20%	35.27%	40.76%	46.97%	52.02%	68.51%
EBIT增长率	37.01%	-25.62%	32.20%	37.21%	63.96%	64.89%	68.04%
净利润增长率	37.97%	-31.81%	44.79%	39.03%	67.60%	68.37%	66.92%
总资产增长率	13.31%	12.13%	18.59%	34.15%	36.53%	52.05%	60.75%
资产管理能力							
应收账款周转天数	23.8	23.4	7.2	8.0	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	391.8	581.6	508.1	500.0	500.0	500.0	500.0
应付账款周转天数	42.9	51.9	36.5	30.0	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	64.3	86.5	75.4	52.7	33.9	22.7	13.6
偿债能力							
净负债/股东权益	-12.27%	-34.15%	-39.48%	-57.01%	-56.67%	-62.14%	-66.63%
EBIT利息保障倍数	-193.6	-783.1	-334.7	—	—	—	—
资产负债率	25.68%	24.96%	28.56%	34.03%	28.69%	28.17%	29.25%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：山西汾酒现金流量表预测

现金流量表（人民币百万元）	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
净利润	415	315	458	644	1,056	1,742	2,927
少数股东损益	0	0	0	151	229	349	602
非现金支出	31	57	40	39	41	45	49
非经营收益	-6	-12	2	0	0	0	0
营运资金变动	-365	231	-52	-71	-189	-375	-700
经营活动现金净流	75	590	448	763	1,137	1,760	2,877
资本开支	63	92	37	50	100	150	100
投资	1	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-61	-92	-37	-50	-100	-150	-100
股权募资	0	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0	0
其他	-228	-128	-246	-5	-216	0	0
筹资活动现金净流	-228	-128	-246	-5	-216	0	0
现金净流量	-213	370	165	709	820	1,610	2,777

图表 5：山西汾酒业绩指标预测
业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,584.52	2,143.45	3,017.02	4,434.14	6,740.62	11,358.80
营业收入增速	-14.20%	35.27%	40.76%	46.97%	52.02%	68.51%
净利润增长率	-31.81%	44.79%	39.03%	67.60%	68.37%	66.92%
摊薄每股收益	0.57	0.82	1.14	1.91	3.22	5.37
市盈率（倍）	19.16	52.36	49.69	29.65	17.61	10.55
PEG	—	1.17	1.27	0.44	0.26	0.16
每股净资产（元）	3.39	3.81	4.45	6.36	9.58	14.95
每股现金流量（元）	1.36	1.04	1.41	2.10	3.26	5.26
净资产收益率	16.72%	21.53%	25.63%	30.05%	33.59%	35.93%
市净率	3.20	11.27	12.74	8.91	5.92	3.79
总股本（百万元）	432.92	432.92	432.92	432.92	432.92	432.92

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308