

山西汾酒 (600809.SH)

回归一线, 拐点到来, 上调 2011 年 EPS 至
1.95 元

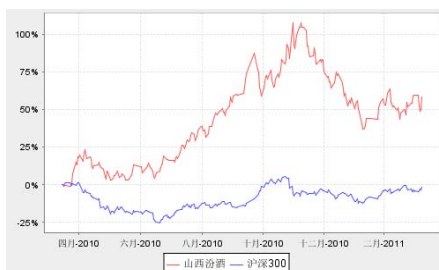
评级: **买入** 前次: 买入
 目标价(元): **86.7-93.5**
 联系人: 邢庭志
 食品饮料小组
 021-20315162
 xingtz@qlzq.com.cn
 2011 年 3 月 28 日

分析师: 傅芬
 S0740208100090
 021-20315192
 fusu@qlzq.com.cn
 2011 年 3 月 28 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)	62.44
市值(百万元)	27031.78
流通市值(百万元)	27031.78

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	4,503.8	6,804.4
营业收入增速	-14.20%	35.27%	40.76%	49.28%	51.08%
净利润增长率	-31.81%	44.79%	39.03%	71.08%	65.89%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.82	1.14	1.95	3.24
市盈率(倍)	19.16	52.36	49.69	29.05	17.51
PEG	—	1.17	1.27	0.41	0.27
每股净资产(元)	3.39	3.81	4.45	6.40	9.63
每股现金流量	1.36	1.04	1.41	2.11	3.25
净资产收益率	16.72%	21.53%	25.63%	30.48%	33.58%
市净率	3.20	11.27	12.74	8.85	5.88
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

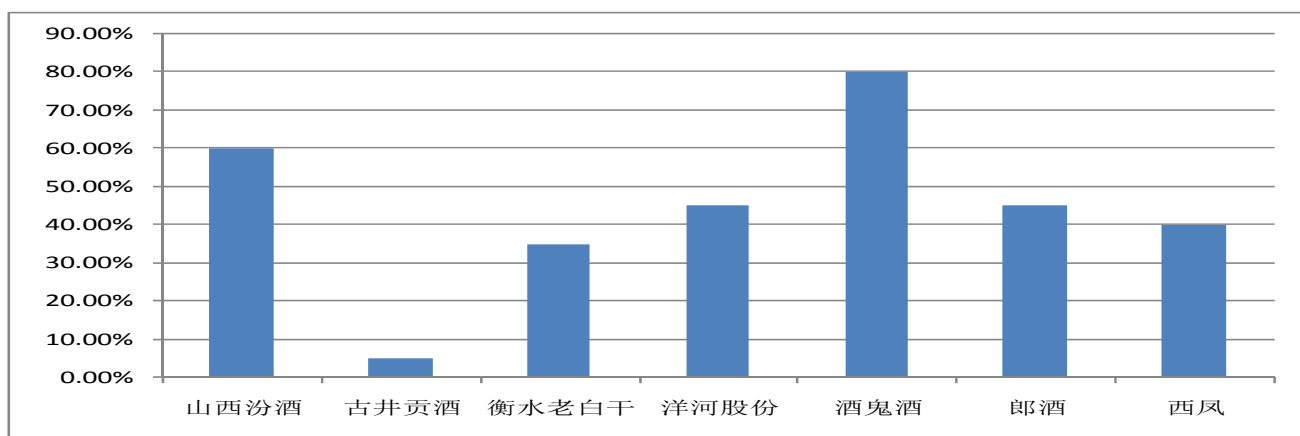
- 糖酒会调研来看行业已经默认了未来的白酒高增长轨迹在于 300-700 元价位的爆发, 山西汾酒已经成为这一价位的后发优势最佳受益者之一;
- 山西汾酒基本面继续趋好。经过经销商调研和增长速度测算, 公司省外占比预测达到去年销售额的 60%; 同时公司 300 元以上价位占比预计全年达到 60%, 从这两个指标我们判断山西汾酒已经回归一线名酒, 只是处于高起点复苏的开始阶段, 和茅台、五粮液等对比还有一定的差距, 但是价位容量的优势和竞争对手的相对分散和弱势表明了山西汾酒未来具有更加巨大和确定的潜力;
- 省外大部分市场 1-3 月预计完成全年销售任务的 60%, 整个公司综合完成全年任务的 48% 左右, 我们认为这充分说明了企业的增长拐点已经到来, 全国化的增长动量正在累积, 省外市场空间巨大, 整个一季度增长率平均在 100% 左右;
- 山西汾酒经销商的高价位产品供应存在普遍断货现象, 各个渠道层级的库存偏低, 我们认为全年业绩可期; 公司全年导入预算制管理, 我们预计公司 2011 年第四季度亏损可能性较小, 四个季度的业绩差距会缩小, 有利于广大投资者形成较为稳定的投资预期;
- 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 0.98 元。同时微调未来三年的测算模型, 考虑到公司 2011 年的经营成效已经开始发生质变, 维持公司“买入”评级, 长期看好公司的投资价值。

山西汾酒产品和区域销售结构证明其拐点已经到来

产品结构快速提升，战略得到落实并产生业绩质变

- 企业经过高端品牌聚焦优势的发挥，通过经销商调研次高端 300 元以上价位产品销售额已经达到 60%左右，企业的产品线持续优化，在 3 月 24 日晚间成都的投资者见面会上，企业高层已经明确阐述企业的核心发展方向在于高端品牌青花瓷系列，并成为企业今年增长的核心；对比其他企业我们可以看出其高端占比已经居于行业前列。

图表 1：白酒行业领先企业 2011 年 300 元以上价位销售额占比预测值

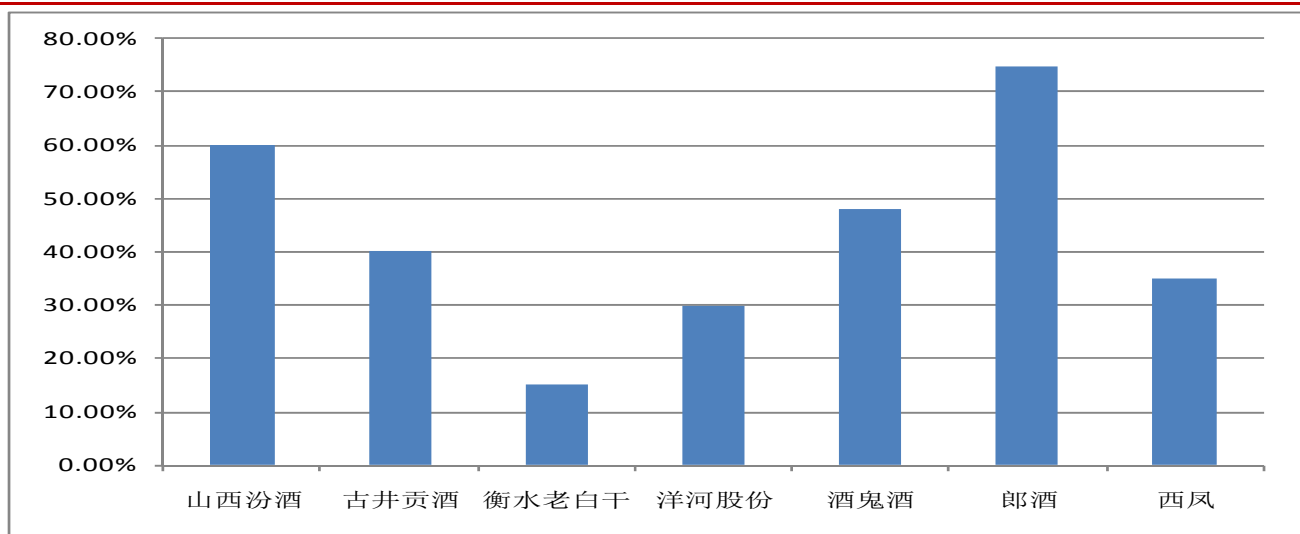


来源：上市公司年报 经销商调研 齐鲁证券研究所

省外占比大幅度提升达到 60%，全国化的潜能已经被点燃

- 山西省外销售占比大幅度提升，高端品牌在省外各个市场在 80%-100% 的业绩增长对总体的业绩增长率贡献持续增长，进一步形成全国化的扩张势头。

图表 2：白酒行业领先企业 2011 年省外销售额占比预测值

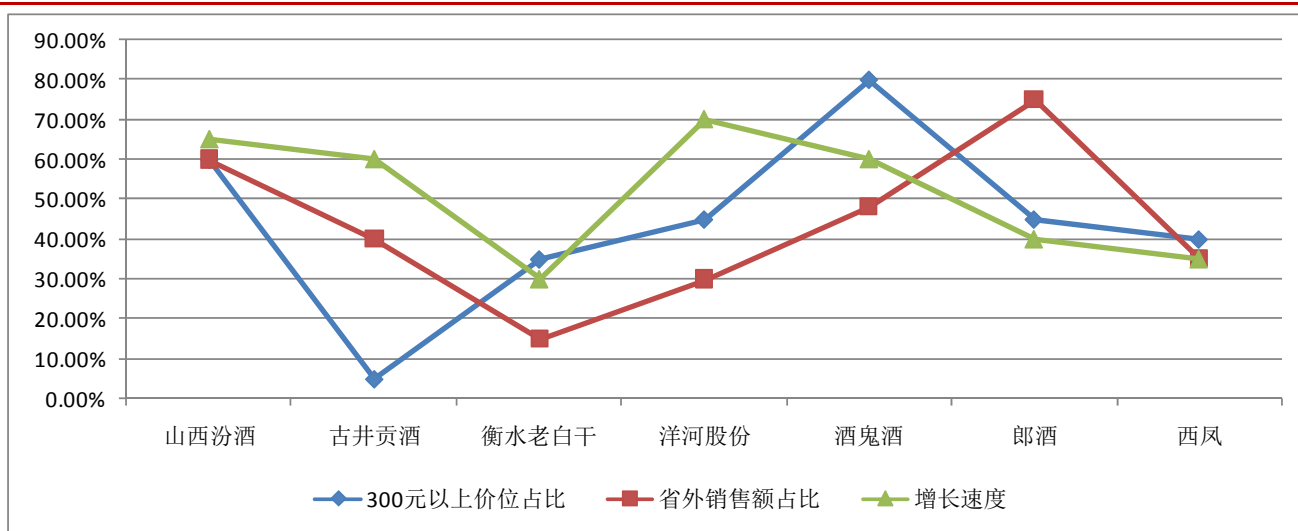


来源：上市公司年报 经销商调研 齐鲁证券研究所

量价齐升，小幅上调 2011EPS 预测值至 1.95 元

- 考虑到公司管理层的较大信心，特别是李秋喜董事长在成都的资本论坛演讲和成都 2011 年山西汾酒投资者见面会上的表现，结合企业的销售和盈利结构分析，我们小幅度上调 2011 年山西汾酒盈利预测，主要考虑到公司 300 元以上零售价位的高端产品占比快速提升、省外销售额占比快速提升、全年导入预算制管理等利好影响。
- 我们通过省外占比和高端产品占比均超过 50% 两个重要指标的考察，齐鲁证券初步将山西汾酒划归一线名酒行列，在 2011 年半年报等相关数据公告后将进一步量化确认。

图表 3：名酒企业相关指标 2011 年的测算值

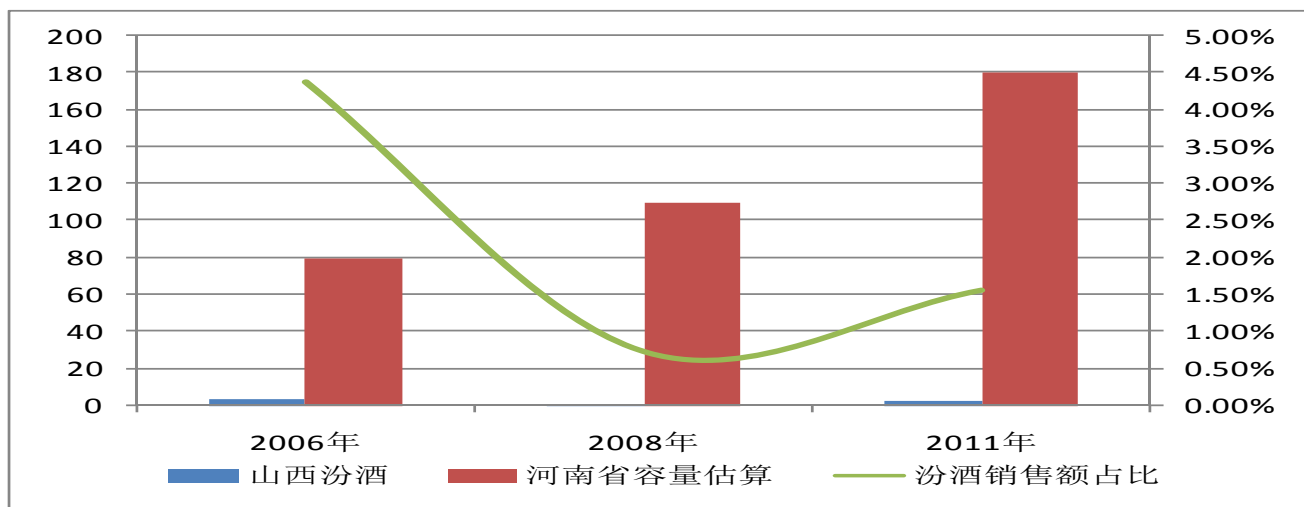


来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

竞争最激烈的河南市场 3 月份最新调研分析

河南市场-曾经的大本营再次迎来高起点复苏态势

- 山西汾酒在 2006-2007 年左右达到历史峰值水平约 3.5 亿，当时的主流品牌老白汾价位为 128 元/瓶零售价及其以下价位品牌，产品线较为混乱，假酒 2006-2007 年的量超过真酒的量，当时为除茅台、五粮液外河南当之无愧的第一政商务品牌。
- 2010 年河南市场销售额已经达到 1.8 亿，同期增长速度超过 45% 左右；摆脱了下滑的态势，开始呈现高增长迹象；实际上这次的复苏表现一种根本性的变化，汾酒的主销产品已经转变为 300-700 元零售价的汾酒品牌，以青花瓷为核心，摆脱了与区域名酒的残酷低水平渠道及促销竞争，更多依靠全国化具有历史深度的老名酒品牌的拉力和品质优势。汾酒在河南省内的绝对额和销售占比均有较大的提升空间。

图表 4：山西汾酒河南市场 2006 年-2011 年的市场空间对比


来源：上市公司公告 糖烟酒杂志 齐鲁证券研究所

- 2011 年开始已经在河南省布局了约 12 家经销商，逐步细化并增加经销商，继续推进河南省的地级代理全覆盖模式。2011 年一季度汾酒河南的高端产品占比已经达到 65% 左右，高于省内约 10 个百分点，高于全国平均约 5 个百分点。2011 年一季度增长速度达到 60% 左右。
- 从区域发展趋势来看，当前在河南能够持久布局的品牌主要为销售高价位品牌的产品，主要为洋河、郎酒和汾酒，其他品牌曾经兴盛，现在发展难度较大，主要受到地产品牌崛起和全国化名酒的同质化竞争所影响。
- 我们看好山西汾酒在河南市场的高端化发展。当前其组织正在扩展，今年人员增加 50% 左右，估计增加到 30 名，加大了对经销商和费用的管控力度。这样的发展已经进入到品牌-销售-组织发展的良性循环之中。

销售及业绩预测

图表 5：山西汾酒销售预测表

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
国藏汾酒						
平均售价 (万元/吨)	78.00	82.00	142.00	170.40	187.44	206.18
增长率 (YOY)	8.83%	5.13%	73.17%	20.00%	10.00%	10.00%
销售数量 (吨)	80.00	90.00	40.00	55.75	80.00	100.00
增长率 (YOY)	33.33%	12.50%	-55.56%	39.38%	43.49%	25.00%
销售收入(百万元)	62.40	62.40	56.80	95.00	149.95	206.18
增长率 (YOY)	45.11%	18.27%	-23.04%	67.25%	57.84%	37.50%
毛利率	86.00%	87.32%	88.00%	88.00%	88.00%	88.00%
销售成本	8.74	9.36	6.82	11.40	17.99	24.74
增长率 (YOY)	70.00%	7.12%	-27.16%	67.25%	57.84%	37.50%
毛利	53.66	64.44	49.98	83.60	131.96	181.44
增长率 (YOY)	41.73%	20.08%	-22.44%	67.25%	57.84%	37.50%

占总销售额比重		3.94%	3.48%	1.88%	2.11%	2.20%	1.99%
占主营业务利润比重		4.46%	4.09%	2.14%	2.33%	2.41%	2.15%
青花瓷							
平均售价（万元/吨）		48.00	48.60	55.00	64.17	70.58	80.00
增长率（YOY）		2.74%	1.25%	13.17%	16.67%	9.99%	13.35%
销售数量（吨）		950.00	1,440.33	2,181.82	3,447.27	5,550.11	8,769.17
增长率（YOY）		58.33%	51.61%	51.48%	58.00%	61.00%	58.00%
销售收入（百万元）		456.00	456.00	1,200.00	2,212.11	3,917.27	7,015.34
增长率（YOY）		62.67%	53.51%	71.43%	84.34%	77.08%	79.09%
毛利率		82.50%	80.14%	84.00%	84.00%	84.00%	84.00%
销售成本		79.80	139.02	192.00	353.94	626.76	1,122.45
增长率（YOY）		87.29%	74.21%	38.11%	84.34%	77.08%	79.09%
毛利		376.20	560.98	1,008.00	1,858.18	3,290.50	5,892.88
增长率（YOY）		58.26%	49.12%	79.69%	84.34%	77.08%	79.09%
占总销售额比重		28.78%	33.03%	39.77%	49.12%	57.57%	67.54%
占主营业务利润比重		31.25%	35.64%	43.20%	51.77%	60.14%	69.87%
老白汾							
平均售价（万元/吨）		11.04	12.89	13.53	14.89	16.38	18.01
增长率（YOY）		2.51%	16.76%	5.00%	10.00%	10.00%	10.00%
销售数量（吨）		8,300.00	9,000.00	11,082.79	12,300.00	13,800.00	14,200.00
增长率（YOY）		-34.13%	8.43%	23.14%	10.98%	12.20%	2.90%
销售收入（百万元）		916.32	916.32	1,500.00	1,831.22	2,259.99	2,558.05
增长率（YOY）		-32.48%	26.60%	29.30%	22.08%	23.41%	13.19%
毛利率		74.53%	72.88%	75.00%	78.00%	78.00%	78.00%
销售成本		233.39	314.62	375.00	402.87	497.20	562.77
增长率（YOY）		-24.50%	34.81%	19.19%	7.43%	23.41%	13.19%
毛利		682.93	845.48	1,125.00	1,428.35	1,762.79	1,995.28
增长率（YOY）		-34.83%	23.80%	33.06%	26.96%	23.41%	13.19%
占总销售额比重		57.83%	54.74%	49.72%	40.66%	33.21%	24.63%
占主营业务利润比重		56.73%	53.72%	48.22%	39.79%	32.22%	23.66%
配制酒							
平均售价（万元/吨）		5.03	4.64	4.87	5.09	5.33	5.59
增长率（YOY）		1.41%	-7.75%	5.00%	4.50%	4.75%	4.75%
销售数量（吨）		2,100.00	2,800.00	4,090.00	5,570.00	6,900.00	8,500.00
增长率（YOY）		-14.25%	33.33%	46.07%	36.19%	23.88%	23.19%
销售收入（百万元）		105.63	105.63	199.26	283.58	367.98	474.84
增长率（YOY）		-13.04%	23.00%	53.38%	42.31%	29.76%	29.04%
毛利率		61.08%	54.06%	57.00%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本		41.11	59.69	85.68	113.43	147.19	189.94
增长率（YOY）		-6.51%	45.18%	43.56%	32.39%	29.76%	29.04%

毛利		64.52	70.23	113.58	170.15	220.79	284.91
增长率 (YOY)		-16.75%	8.86%	61.72%	49.80%	29.76%	29.04%
占总销售额比重		6.67%	6.13%	6.60%	6.30%	5.41%	4.57%
占主营业务利润比重		5.36%	4.46%	4.87%	4.74%	4.04%	3.38%
其他							
平均售价 (万元/吨)		4.50	4.50	4.50	4.73	4.96	5.21
增长率 (YOY)		0.00%	0.00%	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)		981.56	1,231.33	1,354.47	1,733.72	2,201.82	2,532.09
增长率 (YOY)		-1.80%	25.45%	10.00%	28.00%	27.00%	15.00%
销售收入 (百万元)		44.17	44.17	60.95	81.92	109.24	131.90
增长率 (YOY)		-1.80%	25.45%	10.00%	34.40%	33.35%	20.75%
毛利率		59.80%	59.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本		17.76	22.72	24.38	32.77	43.70	52.76
增长率 (YOY)		-1.31%	27.94%	7.32%	34.40%	33.35%	20.75%
毛利		26.41	32.69	36.57	49.15	65.54	79.14
增长率 (YOY)		-2.13%	23.77%	11.86%	34.40%	33.35%	20.75%
占总销售额比重		2.79%	2.61%	2.02%	1.82%	1.61%	1.27%
占主营业务利润比重		2.19%	2.08%	1.57%	1.37%	1.20%	0.94%
销售收入小计 (百万)		1584.52	1584.52	3017.02	4503.83	6804.43	10386.32
销售成本小计 (百万)		380.79	380.79	683.88	914.41	1332.84	1952.67
毛利 (百万)		1203.73	1203.73	2333.14	3589.43	5471.59	8433.65
平均毛利率		75.97%	75.97%	77.33%	79.70%	80.41%	81.20%
销售收入增长率		-14.20%	33.75%	42.36%	49.28%	51.08%	52.64%

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：山西汾酒三表分析预测

损益表 (人民币百万元)								资产负债表 (人民币百万元)				
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		2007	2008	2009	2010E
营业总收入	1,847	1,585	2,143	3,017	4,434	6,395	9,921	货币资金	172	542	708	1,266
增长率	20.91%	-14.2%	35.3%	40.8%	47.0%	44.2%	55.2%	应收款项	744	331	418	565
营业成本	-422	-373	-539	-684	-900	-1,253	-1,873	存货	497	692	808	937
% 销售收入	22.9%	23.5%	25.1%	22.7%	20.3%	19.6%	18.9%	其他流动资产	14	15	42	55
毛利	1,425	1,212	1,605	2,333	3,534	5,142	8,048	流动资产	1,427	1,580	1,976	2,822
% 销售收入	77.1%	76.5%	74.9%	77.3%	79.7%	80.4%	81.1%	% 总资产	75.6%	74.7%	78.8%	83.9%
营业税金及附加	-288	-245	-368	-518	-762	-1,099	-1,704	长期投资	5	5	5	5
% 销售收入	15.6%	15.5%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	固定资产	429	474	473	485
营业费用	-363	-310	-364	-563	-798	-1,023	-1,687	% 总资产	22.7%	22.4%	18.9%	14.4%
% 销售收入	19.7%	19.6%	17.0%	18.7%	18.0%	16.0%	17.0%	无形资产	13	30	30	28
管理费用	-92	-149	-202	-332	-466	-671	-1,042	非流动资产	460	536	532	543
% 销售收入	5.0%	9.4%	9.4%	11.0%	10.5%	10.5%	10.5%	% 总资产	24.4%	25.3%	21.2%	16.1%
息税前利润 (EBIT)	682	507	671	920	1,509	2,348	3,616	资产总计	1,886	2,115	2,509	3,365
% 销售收入	36.9%	32.0%	31.3%	30.5%	34.0%	36.7%	36.4%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	4	1	2	0	0	0	0	应付款项	98	216	455	568
% 销售收入	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	387	312	261	577
资产减值损失	0	-22	-2	0	0	0	0	流动负债	484	528	716	1,145
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	484	528	716	1,145
营业利润	685	486	671	920	1,509	2,349	3,616	普通股股东权益	1,291	1,467	1,649	1,926
营业利润率	37.1%	30.7%	31.3%	30.5%	34.0%	36.7%	36.4%	少数股东权益	111	121	144	294
营业外收支	-17	-42	-9	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,886	2,115	2,509	3,365
税前利润	668	444	662	920	1,509	2,349	3,616					
利润率	36.2%	28.0%	30.9%	30.5%	34.0%	36.7%	36.4%	比率分析				
所得税	-252	-129	-204	-276	-453	-705	-1,085		2007	2008	2009	2010E
所得税率	37.8%	29.1%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	每股指标				
净利润	415	315	458	644	1,056	1,644	2,531	每股收益 (元)	0.831	0.566	0.820	1.140
少数股东损益	56	69	103	151	229	349	602	每股净资产 (元)	2.982	3.388	3.808	4.448
归属于母公司的净利润	360	245	355	494	827	1,295	1,929	每股经营现金净流 (元)	0.174	1.362	1.036	1.414
净利率	19.5%	15.5%	16.6%	16.4%	18.7%	20.3%	19.4%	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500
								回报率				
现金流量表 (人民币百万元)								净资产收益率	27.85%	16.72%	21.53%	25.63%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	19.06%	11.59%	14.15%	14.67%
净利润	415	315	458	644	1,056	1,644	2,531	投入资本收益率	34.61%	34.56%	42.96%	67.83%
少数股东损益	0	0	0	151	229	349	602	增长率				
非现金支出	31	57	40	39	41	45	49	营业总收入增长率	20.91%	-14.20%	35.27%	40.76%
非经营收益	-6	-12	2	0	0	0	0	EBIT增长率	37.01%	-25.62%	32.20%	37.21%
营运资金变动	-365	231	-52	-71	-189	-326	-547	净利润增长率	37.97%	-31.81%	44.79%	39.03%
经营活动现金净流	75	590	448	763	1,137	1,711	2,634	总资产增长率	13.31%	12.13%	18.59%	34.15%
资本开支	63	92	37	50	100	150	100	资产管理能力				
投资	1	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	23.8	23.4	7.2	8.0
其他	0	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	391.8	581.6	508.1	500.0
投资活动现金净流	-61	-92	-37	-50	-100	-150	-100	应付账款周转天数	42.9	51.9	36.5	30.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	64.3	86.5	75.4	52.7
债权募资	0	0	0	0	0	0	0	偿债能力				
其他	-228	-128	-246	-5	-216	0	0	净负债/股东权益	-12.27%	-34.15%	-39.48%	-57.01%
筹资活动现金净流	-228	-128	-246	-5	-216	0	0	EBIT利息保障倍数	-193.6	-783.1	-334.7	—
现金净流量	-213	370	165	709	820	1,562	2,535	资产负债率	25.68%	24.96%	28.56%	34.03%

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