

山西汾酒 (600809.SH)

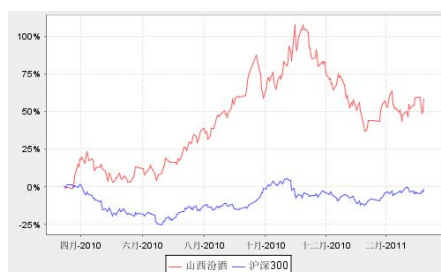
大幅提价强有力地巩固了其市场地位并证
明其品类优势

评级: **买入** 前次: 买入
 目标价(元): **86.7-93.5**
 联系人: 邢庭志 分析师: 傅芬
 食品饮料小组 S0740208100090
 021-20315162 021-20315192
 xingtz@qlzq.com.cn fusu@qlzq.com.cn
 2011年3月28日 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)	60.59
市值(百万元)	262.31
流通市值(百万元)	262.31

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

- 糖酒会后,山西汾酒发布了主要品牌汾酒青花瓷系列产品和老白汾产品的提价通知,主导产品青花瓷和老白汾 20 年提价 10-20%,符合我们之前的提价预期,并且在我们的盈利测算假设中已经进行了相关假设,本次暂不调整盈利预期,但是会进一步推动全年业绩的高成长;
- 本次提价之后,青花瓷系列的出厂价达到 280-700 元,零售价位估算在 400-1300 元左右,较好地覆盖了次高端的相对高价位,同时青花瓷 40 年能够达到茅台五粮液的超高端价位,考虑到产品的品类差异化、在山西市场的相对垄断以及全国化主要名酒竞品的持续提价,我们认为提价对总体业绩的风险较小。
- 本次青花瓷 30 年提价 20%,表明了企业对主导产品的信心,通过今年的市场调研来看,青花瓷 30 年作为汾酒的主导核心产品,市场接受度较高,作为汾酒高端品牌的新增长点,本次提价完成后将保持其价位与洋河梦之蓝、郎酒 15 年等主流产品的价位一致性,同时又大幅度高于区域名酒的主流价格带一倍以上,减少了直接的竞争,有利于快速全国化,同时汾酒的品牌可以支撑,综合来看,巩固了市场品牌档次形象。
- 公司有可能通过本次提价,给予经销商更大的直接利润空间,从而减少较为落后的年度返利的大流通时代的营销模式,对 2011 年度第四季度的销售费用计提压力产生积极的释放作用,进一步提升印证之前的盈利预测的可靠性。
- 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。考虑到公司 2011 年的营收结构已经开始发生质变,维持公司“买入”评级,长期看好公司的投资价值。

销售及业绩预测

图表 1：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 2：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%	应收账款	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	比率分析				
利润率	36.2%	28.0%	30.9%	30.5%	34.0%	36.7%	36.4%		2007	2008	2009	2010E
所得税	-252	-129	-204	-276	-453	-705	-1,085	每股指标				
所得税率	37.8%	29.1%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益 (元)	0.831	0.566	0.820	1.140
净利润	415	315	458	644	1,056	1,644	2,531	每股净资产 (元)	2.982	3.388	3.808	4.448
少数股东损益	56	69	103	151	229	349	602	每股经营现金净流 (元)	0.174	1.362	1.036	1.414
归属于母公司的净利润	360	245	355	494	827	1,295	1,929	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500
净利率	19.5%	15.5%	16.6%	16.4%	18.7%	20.3%	19.4%	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