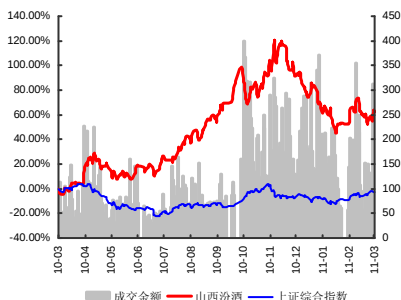


2011 年 4 月 12 日

评级：推荐

52 周走势



报告作者

周纪庚

电话：021-38991500-895

Email: zhoujg@glsc.com.cn

执业证书编号：S0590210100011

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

山西汾酒（600809）2010 年年报分析

经营数据：

公司 2010 年全年实现营业收入 30.16 亿元，同比增长 40.74%；实现营业利润 8.89 亿元，同比增长 32.57%；实现归属母公司的净利润 4.94 亿元，同比增长 39.30%；实现每股收益 1.14 元。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元（含税）。

分析结论：

● 全年收入增长符合预期，四季度收入维持高位

2010 年公司酒类销售继续保持旺盛的势头，实现收入 30.16 亿元同比增长 40.74%；其中第四季度实现收入 6.24 亿元，同比增长 43%，主要原因是 09 年同期的低增长基数以及三季度旺销后的收入确认。

● 净利润低于预期，四季度净利润为负

公司全年实现净利润 4.94 亿元，同比增长 39.30%，低于市场和我们的预期，其中四季度亏损 4200 万元；四季度出现亏损的原因我们认为可能是年底费用的集中结算以及平滑业绩的考虑。而预收账款的大幅增加预示着下一季报将继续保持高增长。

● 产品系列扩充、深度分销、提价助推未来快速增长

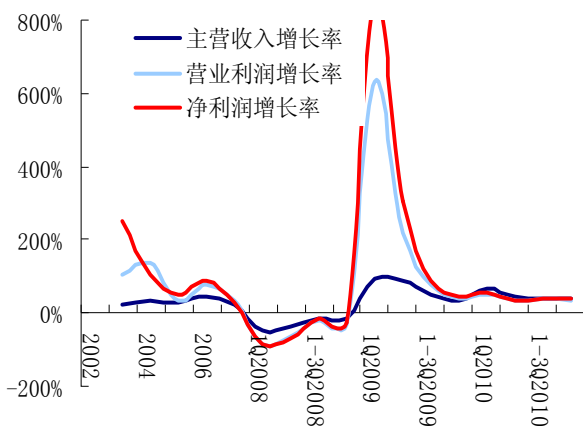
公司下半年连续两次分别推出了 8 款中高档汾酒和 3 款竹叶青产品，对白酒和配制酒两大产品线进行了扩充，使得公司产品结构更加高档、更加饱满。随着深度分销的继续推进，新产品在 11 年将会达到一定规模的销量，再加上一季度末的提价，将保障公司收入和盈利能力继续提升。

● 上调至“推荐”评级

维持此前对公司 11-12 年每股收益的预测，预计分别为 1.58 元和 2.04 元，对应目前 62.80 元的股价 10~12 年的 PE 分别为 55 倍、39.7 倍和 30.9 倍，结合目前的市场环境，上调至“推荐”的评级。

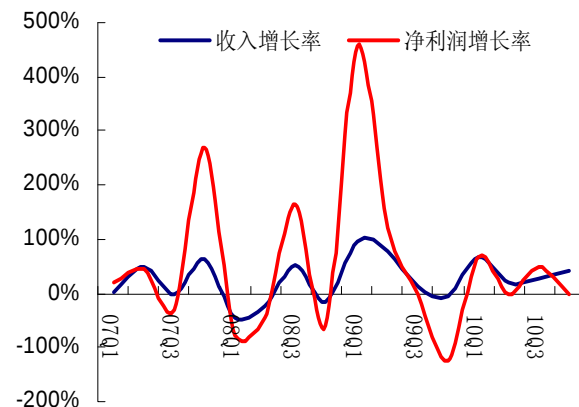
单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,143	3,016	3,998	4,822
YOY	35.3%	40.7%	32.6%	20.6%
归属母公司净利润	355	494	682	883
EPS(元)	0.82	1.14	1.58	2.04
ROE(%)	21.5%	26.2%	30.5%	33.0%
P/E	74.4	53.1	38.8	29.9
P/B	16.0	13.9	11.8	9.9

图表 1: 公司收入、利润增速保持稳定



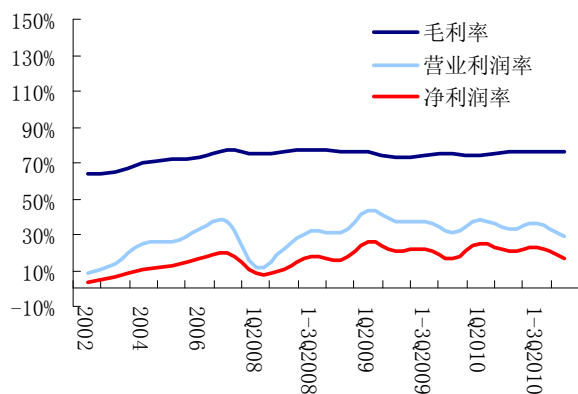
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司单季度成长能力



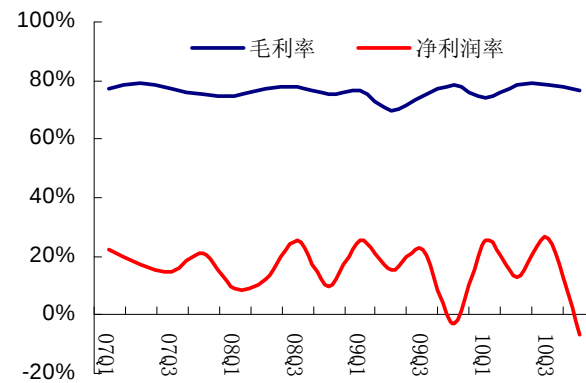
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司 10 年净利润率有所下降



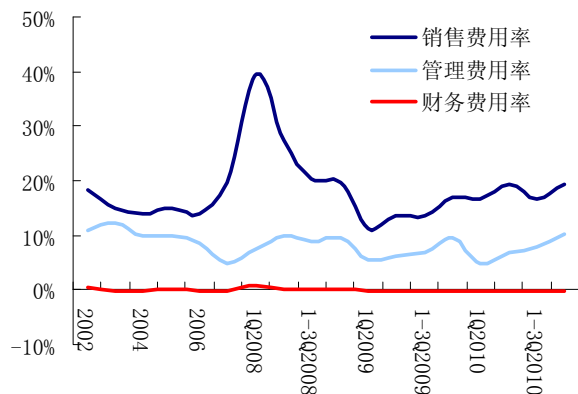
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司四季度净利润率下滑明显



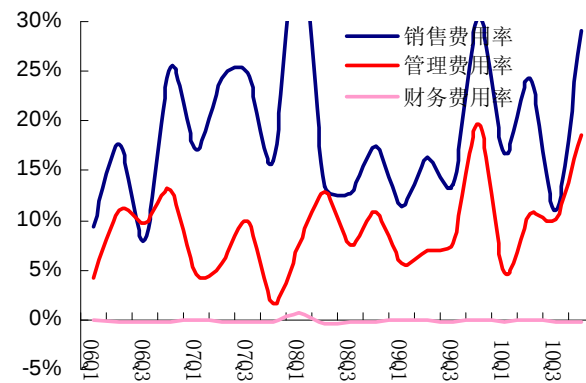
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 公司期间费用率情况



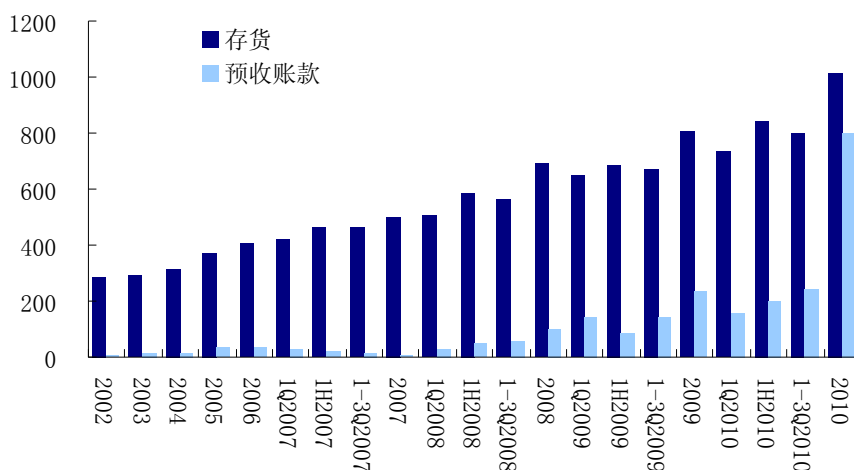
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 6: 公司单季度期间费用率



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 7: 公司 10 年末预收账款大幅增加



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 8: 单季度损益表情况

单位: 百万元	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
一、营业总收入	538	459	613	482	612	436	1,033	577	783	624
二、营业总成本	298	338	349	344	376	404	636	433	450	608
其中: 营业成本	120	112	145	145	156	93	265	125	170	146
营业税金及附加	70	76	100	85	90	94	150	108	104	151
销售费用	68	80	70	79	83	132	173	140	87	182
管理费用	41	50	35	34	47	86	48	61	79	116
财务费用	-1	-1	0	0	-1	0	-1	0	-1	-1
资产减值损失	0	20	0	2	0	0	1	0	12	15
三、其他经营收益										
公允价值变动净收益										
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	241	120	264	138	237	32	397	143	333	16
加: 营业外收入	0	2	0	0	0	1	1	1	0	1
减: 营业外支出	12	17	2	2	3	3	10	6	4	6
五、利润总额	229	105	262	136	234	30	388	138	329	11
减: 所得税	51	40	65	41	58	40	84	51	73	57
六、净利润	178	64	198	95	176	-11	304	87	257	-46
减: 少数股东损益	41	19	42	20	40	1	43	14	54	-4
七、归属母公司所有者净利润	137	46	156	75	136	-12	260	74	203	-42
EPS	0.32	0.11	0.36	0.17	0.31	-0.03	0.60	0.17	0.47	-0.10
收入增长率	53%	-16%	94%	77%	14%	-5%	68%	20%	28%	43%
毛利率	78%	75%	76%	70%	75%	79%	74%	78%	78%	77%

营业利润率	45%	26%	43%	29%	39%	7%	38%	25%	43%	3%
净利润率	26%	10%	25%	15%	22%	-3%	25%	13%	26%	-7%
营业税金率	13%	17%	16%	18%	15%	22%	15%	19%	13%	24%
销售费用率	13%	17%	11%	16%	14%	30%	17%	24%	11%	29%
管理费用率	8%	11%	6%	7%	8%	20%	5%	11%	10%	19%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	22%	39%	25%	30%	25%	136%	22%	37%	22%	531%
净利润增长率	206%	-48%	856%	84%	-1%	-116%	54%	-8%	46%	-

资料来源：WIND 国联证券研究所

财务报表预测与财务指标					更新日期: 11/04/11				
单位: 百万									
利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,143	3,016	3,998	4,822	现金	708	854	978	1,301
营业成本	539	753	995	1,101	应收款项净额	418	588	780	941
营业税金及附加	368	573	760	916	存货	808	1,202	1,598	1,839
销售费用	364	573	720	868	其他流动资产	42	60	79	95
管理费用	201	284	380	458	流动资产总额	1,976	2,704	3,435	4,176
EBIT	672	832	1,143	1,478	固定资产	465	477	494	500
财务费用	-2	-1	0	-3	无形资产	30	28	27	26
资产减值损失	-2	0	0	0	长期股权投资	5	5	5	5
投资净收益	0	0	0	0	其他长期资产	25	25	25	25
营业利润	671	833	1,143	1,480	资产总额	2,509	3,243	3,998	4,740
营业外净收入	-42	3	4	5	短期借款	0	65	52	0
利润总额	662	836	1,147	1,485	应付款项	129	192	255	293
所得税	204	209	287	371	其他流动负债	588	881	1,155	1,354
净利润	458	627	860	1,114	流动负债	716	1,137	1,462	1,647
少数股东损益	-103	-130	-178	-231	长期借款	0	0	0	0
归属母公司净利润	355	497	682	883	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	0	0	0	0
主要财务比率	2009A	2010E	2011E	2012E	负债总额	716	1,137	1,462	1,647
成长能力					少数股东权益	144	209	298	413
营业收入	35.3%	40.7%	32.6%	20.6%	股东权益	1,649	1,897	2,238	2,680
营业利润	38.0%	24.2%	37.2%	29.5%	负债和股东权益	2,509	3,243	3,998	4,740
净利润	44.8%	40.1%	37.1%	29.5%					
获利能力					现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率(%)	74.9%	75.0%	75.1%	77.2%	税后利润	355	497	682	883
净利率(%)	21.4%	20.8%	21.5%	23.1%	加: 少数股东损益	32	65	89	115
ROE(%)	21.5%	26.2%	30.5%	33.0%	公允价值变动	2	0	0	0
ROA(%)	14.2%	15.3%	17.1%	18.6%	折旧和摊销	37	33	36	39
偿债能力					营运资金的变动	-42	-225	-270	-181
流动比率	2.76	2.38	2.35	2.54	经营活动现金流	384	370	537	857
速动比率	1.63	1.32	1.26	1.42	短期投资	0	0	0	0
资产负债率%	28.6%	35.1%	36.6%	34.7%	长期股权投资	0	0	0	0
营运能力					固定资产投资	-33	-40	-60	-40
总资产周转率	85.4%	93.0%	100.0%	101.7%	投资活动现金流	-33	-40	-60	-40
应收账款周转天数	71.22	71.22	71.22	71.22	股权融资	165	0	0	0
存货周转天数	339.10	339.10	339.10	339.10	负债净变化	0	0	0	0
每股收益	0.82	1.15	1.58	2.04	支付股利、利息	-246	-249	-341	-442
每股净资产	3.81	4.38	5.17	6.19	其它融资现金流	140	65	-13	-52
P/E	76.6	54.7	39.9	30.8	融资活动现金流	-186	-184	-353	-494
P/B	16.5	14.3	12.1	10.1	现金净变动额	165	146	124	323

数据来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。