

产品继续拓展，营销不断深化

山西汾酒（600809.SH）

推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件

2010年度，公司实现销售收入3017百万元，同比增加40.74%；实现利润总额867百万元，同比增加30.93%；归属于上市公司股东净利润494百万元，同比增加39.30%，EPS1.14元/股；每10股派发现金股利5元（含税）。

2. 我们的分析与判断

（一）、费用投入加大影响利润增长

报告期内公司毛利率为76.6%，同比提升1.7%；广告费、业务宣传费、奖励费等增加导致销售费用率同比提升2.3%至19.3%；管理费用率同比提升0.7%至10.1%。

省外市场发展良好，增速提升赶超省内，省内省外的增速分别为37.5%和46.9%。

（二）、得益于产品结构优化和省外市场开拓，结构性增长明显

得益于产品结构优化和省外市场的开拓结构性增长明显，10年收入和利润实现40%增长，销量增速仅10%左右，青花瓷销量增长25%以上，中端酒15%，低端酒下降，品牌调整力度在2011年延续。

（三）、发展势头良好，11年仍处明显上升期

09年推出的20年汾酒11年会达到快速的增长，11年青花瓷省外市场放量是重点，为了适应公司高端消费群体，国藏汾酒也会作为2011年比较大的一个品牌。10年9月推出20款中高端产品，低端产品的份额在不断下降；2011年新品以竹叶青、玫瑰汾酒、白玉汾酒为主。竹叶青新产品有央视广告投入，四五月份投入；今年玫瑰汾和白玉分也会加大产品市场开发。

营销队伍10年达到五百多，增加两百多名。目前实行地级市区域代理制，成熟的地区渠道管理；省外依靠地级市区域代理和二级分销，不成熟的省份是省级代理。产品达到一定的规模后，渠道管理模式会不断的复制，山西市场省内市场空间仍然大；省外青花汾酒继续上量。

3. 投资建议

按照公司原来的规划，2011年要实现40个亿的销售收入。就目前情况来看，今年一季度很多省外市场已经完成了60~70%的销售任务，考虑到公司2015年实现汾酒百亿销售目标，公司也在考虑调高今年的销售目标。我们预计公司11-12年业绩为1.87元和2.63元，对目前股价PE为33.1倍和23.5倍，维持推荐的投资评级。

分析师

郭怡娴

☎：(8610) 6656 8229

✉：guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号：S1070510120021

董俊峰

☎：(8610) 6656 88780

✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010002

市场数据

时间 2011.04.12

A股收盘价(元)	62.82
A股一年内最高价(元)	82.78
A股一年内最低价(元)	38.80
上证指数	3023
市净率	13.20
总股本(万股)	43292
实际流通A股(万股)	43292
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	271.96

表 1: 财务报表预测

利润表	2010A	2011E	2012E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E
营业总收入	301663	442168	587910	成长性			
营业总成本	212746	300557	388351	营业收入增长	40.7%	46.6%	33.0%
营业成本	70615	96835	119934	营业成本增长	31.1%	37.1%	23.9%
财务费用	-444	1210	2094	营业利润增长	32.6%	59.2%	40.9%
销售费用	58148	84012	109939	利润总额增长	30.9%	63.4%	40.9%
管理费用	30432	43332	56439	净利润增长	39.3%	63.4%	40.9%
投资净收益	16	0	0	盈利能力			
营业利润	88933	141611	199559	毛利率	76.6%	78.1%	79.6%
营业外收支	-2256	0	0	销售净利率	16.4%	18.3%	19.4%
利润总额	86677	141611	199559	ROE	24.0%	26.6%	25.7%
所得税	26484	43333	61065	ROIC	56.8%	58.1%	54.2%
少数股东损益	10743	17493	24652	营运效率			
净利润	49449	80784	113842	销售费用/营业收入	19.3%	19.0%	18.7%
资产负债表 (万元)				管理费用/营业收入	10.1%	9.8%	9.6%
货币资金	108110	203080	335619	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	2574	3773	5016	所得税/利润总额	30.6%	30.6%	30.6%
应收票据	47904	70216	93360	应收帐款周转率	85.33	139.34	133.79
存货	101585	145252	179900	存货周转率	0.77	0.78	0.74
流动资产合计	283456	452883	651886	流动资产周转率	1.25	1.20	1.06
固定资产	55447	58810	61549	总资产周转率	1.01	1.02	0.95
资产总计	345581	518255	719880	偿债能力			
短期借款	0	0	0	资产负债率	40.4%	41.3%	38.5%
应付款项	18069	24810	30728	流动比率	2.03	2.12	2.35
流动负债合计	139619	214015	277146	速动比率	1.30	1.44	1.70
长期借款	0	0	0	每股指标 (元)			
负债合计	139619	214015	277146	摊薄 EPS	1.14	1.87	2.63
股本	43292	43292	43292	每股净资产	4.76	7.03	10.23
留存收益	149369	230154	343996	每股经营现金流	1.88	2.38	3.25
少数股东权益	13300	30793	55445	每股经营现金/EPS	1.6	1.3	1.2
权益合计	205962	304239	442733	估值	2010	2011E	2012E
负债和股东权益总计	345581	518255	719880	PE	54.1	33.1	23.5
现金流量表 (万元)				PEG	1.05	0.64	0.45
经营活动现金流	81477	102969	140539	PB	13.0	8.8	6.0
其中营运资本减少	19509	-62	-3332	EV/EBITDA	29.31	18.12	12.91
投资活动现金流	-18522	-8000	-8000	EV/SALES	8.86	6.05	4.55
其中资本支出	-18496	-8000	-8000	EV/IC	24.84	11.46	9.45
融资活动现金流	-25603	0	0	ROIC/WACC	5.42	5.54	5.17

净现金总变化	37352	94969	132539	REP	4.58	2.07	1.83
--------	-------	-------	--------	-----	------	------	------

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，食品饮料行业证券分析师。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

郭怡娴，食品饮料行业证券分析师。2008 年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

上述三人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映研究观点。两人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）等

A 股：伊利股份（600887.SH）、青岛啤酒（600600.SH）、贵州茅台（600519.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908