

山西汾酒 (600809.sh)

青花瓷旺销、一季报值得期待

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210020048

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070003

年报分析要点

(1) 2010 年收入增长 40.7%、保持了较快的增速, 高于 2009 年 35% 的水平, 预计青花瓷销量 2010 年同比增长 30-40%。(2) 2010 年每股经营活动现金流量净额高达 1.88 元, 同比增长 81%, 远高于 EPS 1.14 元, 据此推算, 公司实际经营业绩应好于报表。(3) 2010 年末销售人员数量增至 497 人, 同比增长 53%, 高于销售规模增幅, 公司的市场开拓力度加大。(4) 预收账款高达 8 亿元, 同比增长 241%, 显示产品需求旺盛, 结合近期销售情况跟踪, 预计 1 季度收入将大幅增长, 同比增幅 70-80%, 超出我们原来的预期。

(5) 2010 年省内、省外收入同比增长 37.6%、46.9%, 省外市场收入占比提高至 36%。(6) 前 5 名销售客户销售金额占比从 09 年的 38.5% 下降到 10 年的 23.9%, 对大经销商的依赖程度降低, 可减少未来业绩的波动。(7) 年报中 2011 年公司营业收入计划保持 30% 以上增长, 考虑到 1 季度的旺销局面, 经营计划有望上调;(8) 2010 年 4 季度提取了较多的销售费用和管理费用, 期间费用率高达 47%, 因此单季度出现亏损。(9) 销售公司净利润同比增幅较小, 少数股东损益占净利润的比重同比下降至 17.8%。

盈利预测与投资评级

预计 2011-2013 年实现每股收益 1.88、2.56、3.46 元, 汾酒高速增长的态势仍在继续, 继续给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

单季度的费用波动不好把握。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2143.45	3016.63	4073.14	5387.71	7003.65
增长率(%)	35.27%	40.74%	35.02%	32.27%	29.99%
EBITDA(百万元)	708.97	952.36	1484.48	2007.01	2709.08
净利润(百万元)	354.99	494.49	815.45	1106.14	1499.19
增长率(%)	44.79%	39.30%	64.91%	35.65%	35.53%
每股收益(元)	0.82	1.14	1.88	2.56	3.46
市盈率	52.36	60.00	33.35	24.59	18.14
市净率	11.27	15.40	9.92	7.07	5.09
EV/EBITDA	25.22	30.02	17.11	12.11	8.39

数据来源: 山西杏花村汾酒厂股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	62.82
目标价格(元)	78.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	5.10%	3.32%	39.86%
沪深 300	2.65%	6.08%	-0.54%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

432.92/432.92

主要股东:

山西杏花村汾酒集团有限责任公司

主要股东持股比例 69.97%

财务比率

ROE	25.67%
ROA	28.92%
资产负债率	40.40%
每股净资产(元)	4.45

2010 年报数据

表 1：山西汾酒2010年业绩情况 单位：百万元

	2009 年	2010 年	同比	点评
利润表				
营业收入	2143	3017	40.7%	2010 年收入增长 40.7%、保持了较快的增速，高于 2009 年 35%的水平。预计 2010 年汾酒总的白酒销量 2 万吨左右，青花瓷 2010 年 1300-1400 吨，同比增长 30-40%，老白汾销量共 10000 吨左右。
营业利润	671	889	32.6%	
利润总额	662	867	30.9%	公司仍处于高费用投入期，因此利润增幅低于收入增幅。
归属于上市公司股东净利润	355	494	39.3%	

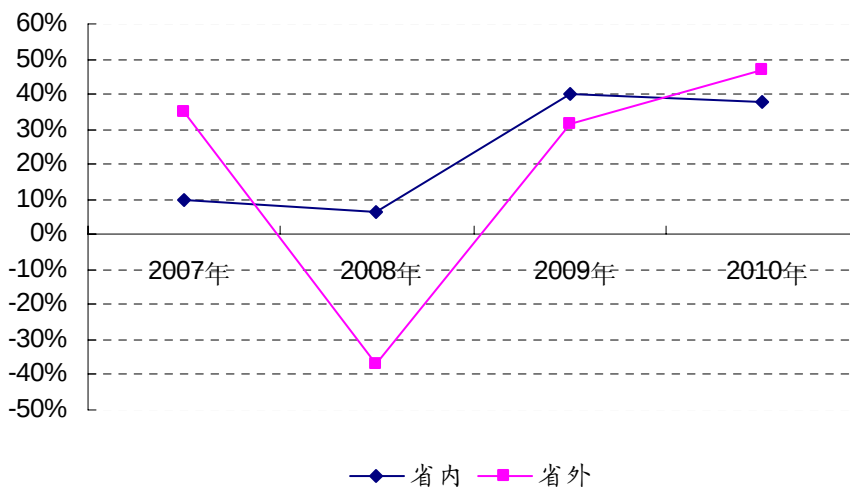
数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：山西汾酒2010年4季度业绩情况 单位：百万元

	09 年 4 季	10 年 4 季	同比	
利润表				
营业收入	436	624	43.1%	2010 年 4 季度单季收入同比增速尚可。考虑到 4 季度是白酒销售旺季，而 2010 年 4 季度收入环比 3 季度却出现下降，由此可以推断公司推迟确认了部分收入，预计将在 2011 年 1 季度体现。
营业利润	32	16	-51.1%	
利润总额	30	11	-63.9%	2010 年 4 季度提取了较多的销售费用和管理费用，期间费用率高达 47%，因此单季度出现亏损。
归属于上市公司股东的净利润	(12)	(42)	-	

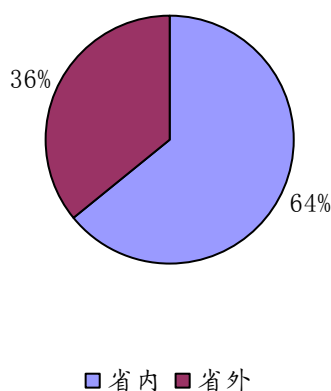
数据来源：广发证券发展研究中心

图 1：山西汾酒省内外收入增速 2006年-2010年



数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

图 2：汾酒2010年省内外市场占比



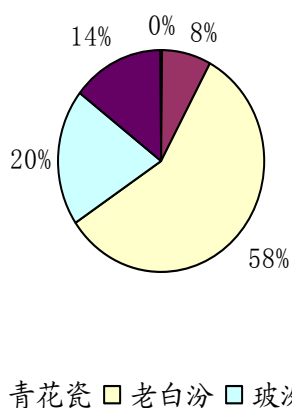
数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

表 3：山西汾酒 2010 年销售人员数量大幅增长

专业类别	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
生产人员	3607	3457	3611	3775	3837
销售人员	144	169	241	325	497
技术人员	195	234	239	248	286
财务人员	51	52	58	58	64
行政人员	113	120	130	100	127

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

图 3：山西汾酒分品种销量占比 2010年



数据来源：广发证券发展研究中心

图 4：杏花村汾酒销售公司净利润

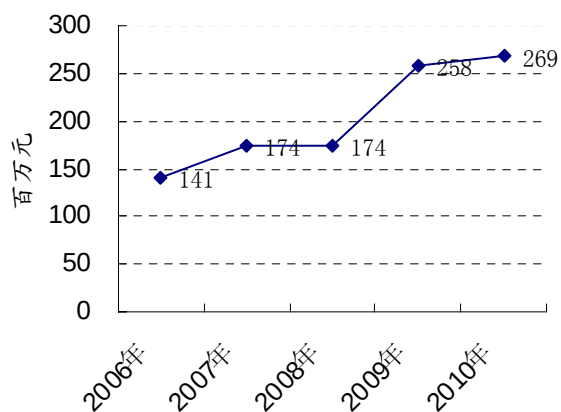
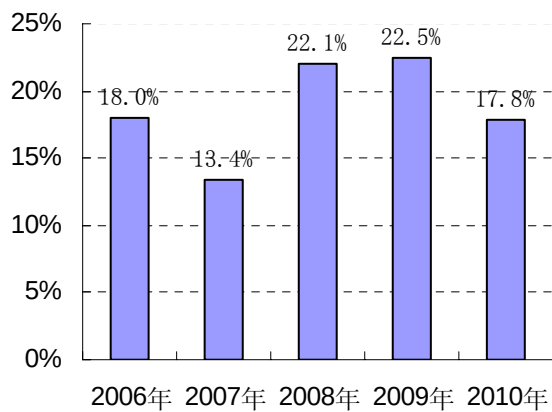


图 5：少数股东损益占净利润的比重



数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

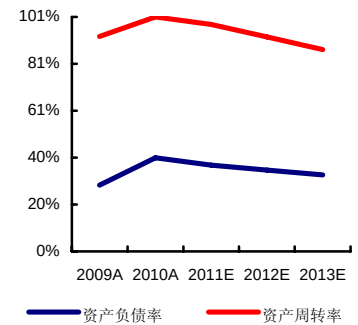
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,976	2,835	4,115	5,875	8,260
货币资金	708	1,081	1,800	2,899	4,468
应收及预付	461	738	1,120	1,465	1,889
存货	808	1,016	1,195	1,511	1,902
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	532	621	751	906	1,044
长期股权投资	5	5	1	1	1
固定资产	465	436	590	726	844
在建工程	9	118	138	158	178
无形资产	30	28	23	22	21
其他长期资产	25	34	0	0	0
资产总计	2,509	3,456	4,866	6,781	9,304
流动负债	716	1,396	1,812	2,378	3,073
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	716	1,396	1,812	2,378	3,073
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	716	1,396	1,812	2,378	3,073
股本	433	433	433	433	433
资本公积	298	298	298	298	298
留存收益	918	1,196	2,011	3,117	4,617
归属母公司股东权益	1,649	1,927	2,742	3,848	5,347
少数股东权益	144	133	312	555	884
负债和股东权益	2,509	3,456	4,866	6,781	9,304

利润表

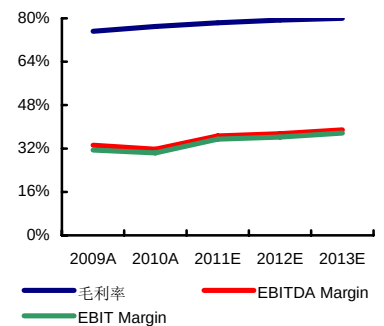
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2143	3017	4073	5388	7004
营业成本	539	706	897	1134	1428
营业税金及附加	368	513	680	911	1170
销售费用	364	581	692	916	1191
管理费用	202	304	367	485	588
财务费用	-2	-4	-5	-5	-5
资产减值损失	2	27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	671	889	1442	1947	2632
营业外收入	1	3	3	0	0
营业外支出	10	25	24	20	20
利润总额	662	867	1421	1927	2612
所得税	204	265	426	578	784
净利润	458	602	994	1349	1828
少数股东损益	103	107	179	243	329
归属母公司净利润	355	494	815	1106	1499
EBITDA	709	952	1484	2007	2709
EPS (元)	0.82	1.14	1.88	2.56	3.46

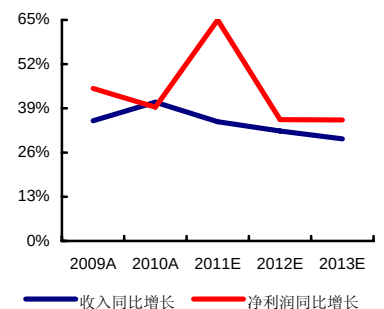
资产负债率趋势



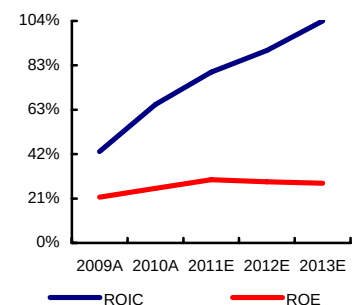
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

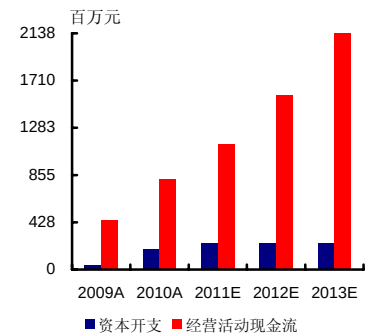
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	448	815	958	1,339	1,809
净利润	458	602	994	1,349	1,828
折旧摊销	38	40	48	65	82
营运资金变动	-52	151	-138	-95	-122
其它	4	21	54	20	20
投资活动现金流	-37	-185	-232	-240	-240
资本支出	-37	-185	-236	-240	-240
投资变动	0	0	4	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-246	-256	-7	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	2	0	0	0
其他	-246	-258	-7	0	0
现金净增加额	165	374	719	1,099	1,569
期初现金余额	542	708	1,081	1,800	2,899
期末现金余额	708	1,081	1,800	2,899	4,468

主要财务比率

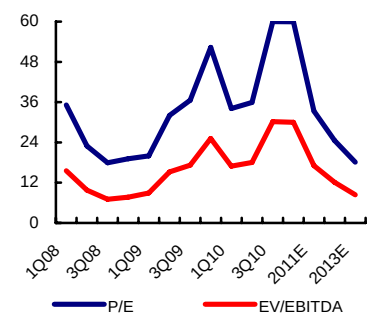
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	35.3%	40.7%	35.0%	32.3%	30.0%
营业利润	38.0%	32.6%	62.1%	35.0%	35.2%
归属于母公司净利润	44.8%	39.3%	64.9%	35.6%	35.5%
获利能力					
毛利率	74.9%	76.6%	78.0%	78.9%	79.6%
净利率	21.4%	20.0%	24.4%	25.0%	26.1%
ROE	21.5%	25.7%	29.7%	28.7%	28.0%
ROIC	43.0%	65.0%	80.3%	90.5%	104.3%
偿债能力					
资产负债率	28.6%	40.4%	37.2%	35.1%	33.0%
净负债比率	-39.5%	-52.5%	-59.0%	-65.9%	-71.7%
流动比率	2.76	2.03	2.27	2.47	2.69
速动比率	1.57	1.14	1.46	1.68	1.92
营运能力					
总资产周转率	0.93	1.01	0.98	0.93	0.87
应收账款周转率	50.97	85.33	23.18	23.18	23.18
存货周转率	0.72	0.77	0.75	0.75	0.75
每股指标 (元)					
每股收益	0.82	1.14	1.88	2.56	3.46
每股经营现金流	1.04	1.88	2.21	3.09	4.18
每股净资产	3.81	4.45	6.33	8.89	12.35
估值比率					
P/E	52.4	60.0	33.4	24.6	18.1
P/B	11.3	15.4	9.9	7.1	5.1
EV/EBITDA	25.2	30.0	17.1	12.1	8.4

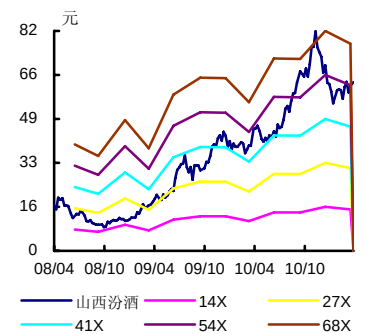
资本支出与经营活动现金流



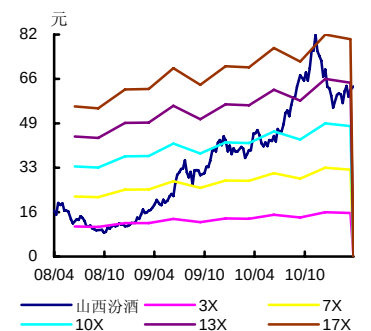
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

山西汾酒(600809.sh)_公告点评	汤伟亮	2011-03-11
山西汾酒(600809.sh)_公司调研简报	汤伟亮	2011-02-09

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。