

分析师： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751126 appi_claret@hotmail.com

2011：省外市场进一步扩张，竹叶青将重焕生机

事件描述

山西汾酒（600809）今日公告 2010 年度年报，公司 2010 年实现营业收入 30.17 亿元，同比增长 40.74%；营业利润 8.89 亿元，同比增长 32.49%；利润总额 8.67 亿元，同比增长 30.93%；归属于母公司净利润 4.94 亿元，同比增长 39.30%；基本每股收益 1.142 元。

公司同时拟定了 2010 年的利润分配预案：以 2010 年年末总股本 4.33 亿股为基数，对公司全体股东每 10 股派发现金红利 5 元（含税），共计派发现金股利 2.16 亿元。

事件评论

第一，公司季度间业绩波动依然较大，少数股东损益占比有所下降

实际上公司收入的同比增长甚至略超预期（全年同比增长 40.74%，四季度同比增长 47.25%），而造成四季度业绩贡献为负的主要原因在于以下三个方面：

✚ 营业税金及附加/收入和期间费用率在四季度回升显著。比照历史数据，可以发现公司在四季度一次性结算期间费用和营业税金已成惯例，从总量上看年底该花费占收入的比率一般要来到其他季度的 2 倍左右。公司方面坦承是预算管理上的问题，今年计划将一部分费用摊销到旺季以平滑全年业绩，至于期间费用和营业税的具体结构我们将在第四部分做进一步的探讨。

✚ 和其他白酒企业不同的是，尽管公司两年来所得税率稳定在 30% 左右（2009 年 30.80%，2010 年 30.56%），然而分布却呈现出很强的季度刚性——2010 年四季度公司的实际所得税率约为 475%。

✚ 公司去年四季度计提了 1400 万元左右的资产减值损失，占全年 2700 万减值的一半以上；全年的资产减值损失主要来自单独计提的坏账，仅有少部分来自存货跌价准备。

另一方面值得注意的是，公司 2010 年少数股东损益占比由 2009 年的 22.32% 下降为 17.77%，由于公司去年规划的销售费用率为 21%，而实际报出为 19.3%，因此我们推测少数股东损益的下降可能来自部分销售费用分流给集团承担。

表 1：公司 2009 年和 2010 年分季度主要财务指标一览

单位：亿元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
营业收入	6.13	4.82	6.12	4.36	10.33	5.77	7.83	6.24
毛利率	76.35%	69.92%	74.51%	78.67%	74.35%	78.34%	78.29%	76.64%
营业税金及附加/收入	16.31%	17.63%	14.71%	21.56%	14.52%	18.72%	13.28%	24.20%
三项费用率	16.95%	23.41%	21.14%	49.90%	21.30%	34.84%	20.97%	47.38%

资产减值损失	0.00	-0.02	0.00	0.00	-0.01	0.00	-0.12	-0.14
营业利润	2.64	1.38	2.37	0.32	3.97	1.43	3.33	0.16
营业外收支	-0.02	-0.02	-0.03	-0.02	-0.09	-0.05	-0.04	-0.04
利润总额	2.62	1.36	2.34	0.30	3.88	1.38	3.29	0.12
实际所得税率	24.81%	30.15%	24.79%	133.33%	21.65%	36.96%	22.19%	475.00%
归属于母公司净利润	1.56	0.75	1.36	-0.12	2.60	0.74	2.03	-0.42
净利率	25.45%	15.56%	22.22%	-2.75%	25.17%	12.82%	25.93%	-6.89%
每股收益	0.36	0.17	0.31	-0.03	0.60	0.17	0.47	-0.10

资料来源：长江证券研究部

第二，攻守兼备：省内市场进一步做好渠道下沉，省外市场将中高端品牌继续重点推广

收入方面的增长主要来自省内市场地位的进一步巩固和省外市场的快速拓展。从份额上看，省内市场的收入占比仍相对较高，但省外的扩展速度已经超过省内。

从山西省 30 个亿左右的销售规模来看，公司的在省内市场的占有率已接近 7 成。从发展趋势上看，省内市场的看点仍旧在渠道的进一步下沉和升级，主要依靠集团下属的杏花村系列和其他中低端品牌（预计 2011 年整个低档酒销量将达到 6000 吨左右）防御巩固。

至于省外市场，由于以推广青花瓷等中高端酒为主，营销的成败将成为决定公司能否顺利完成 2011 年收入达到 40 亿目标的关键所在。公司将北京市场单独划出成立片区，现有 10 个营销大区（华北、华东、华南、华中、西北、西南、东北、东南、北京、竹叶青）和 11 个重点地市（深圳、徐州、义乌等）；我们预计公司去年深耕的山西周边市场如北京、陕西、河南和山东等地的销售额应该已经过亿。

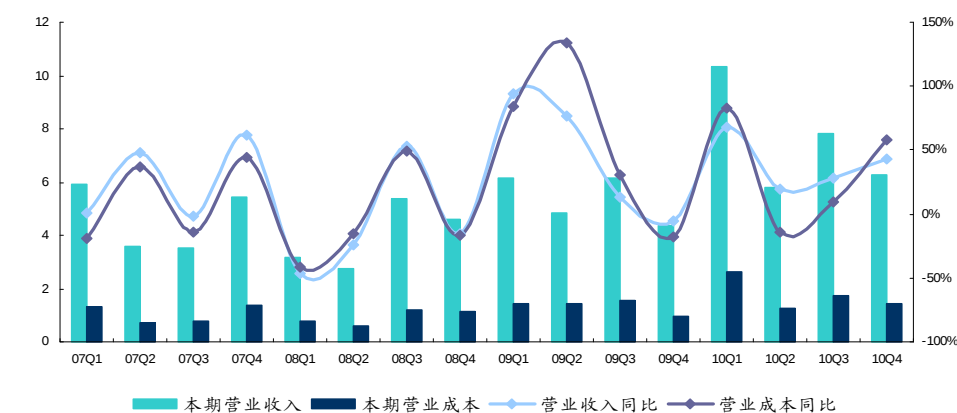
表 2：省内市场收入占比仍相对较高，但增速不及省外市场

地区	营业收入（亿元）	收入占比（%）	营业收入比上年增减（%）
省内	19.37	64.20	37.54
省外	10.79	35.80	46.87

资料来源：长江证券研究部

四季度成本的增速超过收入，2011 年公司营业收入计划保持 30% 以上增长，预计营业成本同比增加 30% 左右。

图 1：四季度成本的同比增速超过收入

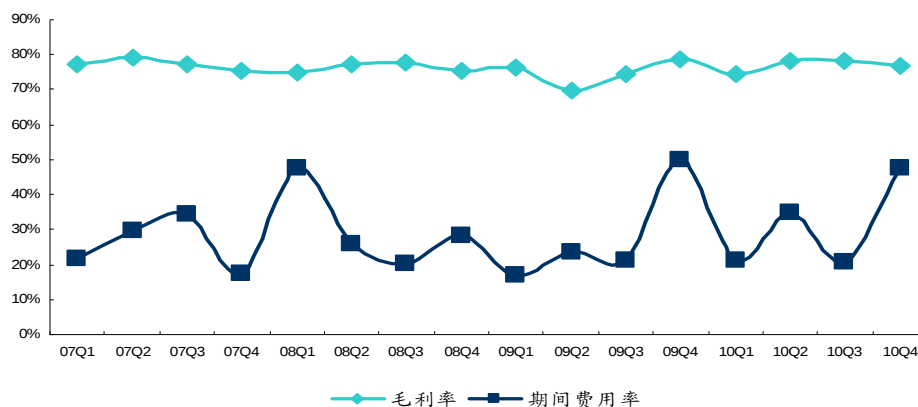


资料来源：长江证券研究部

第三，毛利率提升来自原有体系价格调整和产品线的进一步丰富；细致的战略制定凸显管理层思路的清晰

总体来看，公司 2010 年毛利率同比 2009 年大约上涨了 2 个百分点，一方面来自原有产品价格的调整，另一方面是产品线进一步丰富。

图 2：公司的毛利率一直稳定在高位，而期间费用率的季节波动性则较大



资料来源：长江证券研究部

表 3：公司的分产品收入成本盈利情况一览

	营业收入	营业成本	营业利润率(%)	营业收入比上年增减(%)	营业成本比上年增减(%)	营业利润率比上年增减(%)
白酒	28.36	6.22	78.08	40.84	29.73	增加 2.45 个百分点
配制酒	1.81	0.85	53.16	39.13	41.88	减少 1.66 个百分点

资料来源：长江证券研究部

公司 2010 年总销量在 21000 吨左右（不包括集团总部的杏花村系列），同比 2009 年增长 10%，我们认为 2011 年公司依然能够以 10%-15% 的销量同比增速维持 30%-40% 的收入增长。另一方面，伴随着提价放量的是结构上的提升，以青花瓷为代表的高端酒增速都在 25%，中端为 15%，低端酒增速在逐步放缓，预计产品结构调整力度今年会延续并且力度依旧很大。

依据来自公司为不同层次产品所制定的各种战略，我们可以从中窥见公司的产品体系和发展思路已逐步理顺和明朗：

- 国藏汾酒系列作为公司高端酒的旗帜，在今年重点打造中高端品牌的思路之下有望得到系统地推广；
- 青花瓷依旧主打省外市场，整体思路是提价（事实上 3 月 30 日对 30 年青花上调 20%，对 20 年和 40 年上调 20%），配合销量 20% 左右的增长，结构上看 20 年以上青花瓷占比有望突破 10%；
- 老白汾作为公司品类和销量最繁杂的一个子品牌，将会继续以理顺内部结构为主，20 年老白汾提价+20 年以下老白汾放量应该是可以预计的；
- 我们将玻汾理解成公司所说的“不太具备竞争力的中低端品牌”，因此今年的思路还是控制；
- 作为公司今年的看点，竹叶青系列备受期待，今年 3 月份刚成立的竹叶青销售公司将会统筹国酿精酿特酿竹叶青、玫瑰汾和白玉汾的运作，预计公司会进一步加大该子品牌的产品研发和市场投入；
- 至于集团下的杏花村产品主要分为两部分：一部分杏花村主品牌在集团总部生产，实际上由股份公司管理；这部分产能约 5000 吨，2009 年销售 2700 吨余，收入 7000 万。另一部分为杏花村系列产品，由集团下属酒厂生产，产能约 1 万吨。杏花村主品牌今年有望划入股份公司，我们认为杏花村主品牌的注入，体现了新任管理层对品牌规划的明确思路；同时，亦打开了集团酒类资产整合的预期。

表 4: 公司不同档次主力产品量价近况及 2011 年的战略展望

品种	09 年销量 (吨)	10 年销量 (吨)	11 年规划 (吨)	出厂价和备注
国藏 50 年 (玛瑙瓶)	40	60	无 (自然增长, 期待青花瓷推动,	1200 左右
国藏 30 年 (玻璃瓶)			今年或作为重点品牌推广)	500 左右
青花瓷系列	1000	1350	1600-1800 (思路是提价, 20 年青花瓷依旧主打, 而 20 年以上品种有望占比突破 10%)	原来平均 378 (3 月 30 日对 30 年青花上调 20%, 对 20 年和 40 年上调 20%)
老白汾 20 年	接近 10000 (其中	10000 (推 15 年和	13000-14000 (调结构为主; 20	提价 20%
老白汾 15 年	3000 吨左右是开	20 年, 20 年 500 吨	年继续提价, 20 年以下期待放	
老白汾 10 年	发品牌)	左右)	量)	85 (原来 78, 提了 10%)
玻汾	6000	6000	5000 (控制)	24 左右
竹叶青系列	2800	3350	5250 (遵循产品线进一步调整和丰富, 主要运作国酿精酿特酿竹叶青、玫瑰汾酒、白玉汾酒)	60 左右
杏花村 (集团总部)	2700	3000	4500	今年可望并入股份

资料来源: 长江证券研究部

第四, 2010 年期间费用率依然徘徊在高位, 预算管理和规模效应促成未来费用率下降可期

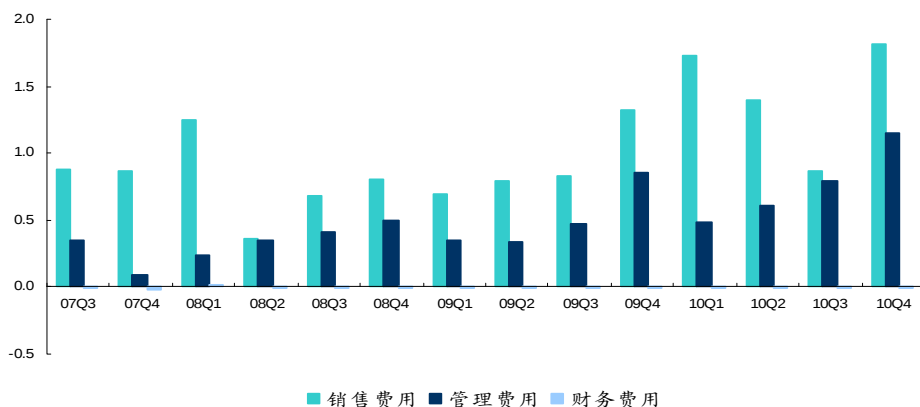
汾酒的费用率主要高在销售费用率和管理费用率。我们认为两个方面的主要原因造成了其费用率较高, 一是公司发展阶段: 公司目前在进行省外市场的拓展和渠道下沉, 相应的费用投放比较大; 二是公司的体制: 国企氛围下, 销售、管理方面的支出问题。

进一步通过财务报表附注印证我们的结论:

2010 年的销售费用同比增长幅度为 59.67%, 主要是由于其中份额最大的广告宣传费 (占比 40%) 和业务宣传费 (占比 15%) 都有较大幅度的上涨 (前者上涨 69.34%, 后者上涨 89.36%), 另外销售人员的工资也同比上涨 96.77%, 体现了公司对于营销环节的重视。2010 年的管理费用同比增长幅度为 50.54%, 主要来自管理人员工资的涨幅 (148.27%)。

我们认为明年开始公司的费用率有可能会逐步下降, 原因有三点:

■ 青花瓷主力产品已经达到 1800 吨销售规模 (2011E), 省外拓展进入第三个年头, 部分区域 (北京) 销售规模过亿。或者概括说, 从主力产品规模和新市场导入看, 汾酒基本具备规模效应。

图 3: 2010 年公司期间费用率接近 30%


资料来源：长江证券研究部

- ✚ 如果公司不做大的关联交易和输送，或者省外市场扩充的速度不要太激进，未来（很可能从今年年底起）公司的费用率会逐步下降。
- ✚ 之前通过销售公司的 40% 股权分成，集团占有了公司很大部分的利润。按照 2011 年推算，应该有 2 个亿左右，这部分股权有历史原因（原来公司不赚钱）。今年，销售公司即将承担一部分费用，从而可能股份公司的费用率并不会会有预期的 24-25% 那么高。

第五，2011 年的公司业绩的催化剂：产品结构调整+量价齐升+基酒供应+资本支出计划+营销团队的建设

从目前公司主力产品的销售情况来看，一季度表现依旧强劲：地域上很多省的任务已经完成了 60~70%，品种上有些已经完成了 40%-50%。量的释放似乎不必担心，而 3 月 30 日部分产品的提价将进一步催化一季度乃至上半年的业绩。

除此之外，还有以下几点因素值得注意：

- ✚ 基酒供应——清香型白酒特有的大缸发酵将充分保障基酒的供应，进而为放量提供更大的弹性。
- ✚ 资本支出计划——竹叶青酒营销公司酝酿投资一个保健酒园区，现在土地的批文已经下来了，正在进行规划和论证，因此存在潜在的增发预期。
- ✚ 营销团队的配备——去年营销团队 500 人左右，今年计划新增 200 人助力深度营销。

第六，盈利预测和投资建议

公司作为清香型代表企业和“国酒之源”，具备良好的品牌拉力和市场基础；山西省“酒九条”的出台，显示地方政府的态度是支持企业做大，这对于“国资主导”的企业发展，方向性指引明确。通过 2009 年新班子的调整，人员调整，组织结构调整和考核机制调整，目前公司的经营趋势持续向好。引入专业咨询公司全程服务，公司省内根据地市场下沉和省外拓展步伐有条不紊，产品体系清晰，渠道动力充足。我们认为公司的发展稳健且基础扎实，能够保证其规划（2011 年收入 30% 以上的成长）。

我们预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 1.99 元、2.99 元和 4.16 元，继续维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3017	4389	6066	7886	货币资金	1081	2740	3833	5720
营业成本	706	930	1193	1354	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2310	3460	4873	6532	应收账款	36	52	72	94
% 营业收入	76.6%	78.8%	80.3%	82.8%	存货	0	0	0	0
营业税金及附加	513	746	1031	1340	预付账款	223	211	187	16
% 营业收入	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	其他流动资产	1016	1450	1969	2487
销售费用	581	891	1213	1538	流动资产合计	2835	5150	7024	9570
% 营业收入	19.3%	20.3%	20.0%	19.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	304	373	503	631	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.1%	8.5%	8.3%	8.0%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	-4	-7	-12	-17	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	554	825	1050	1130
资产减值损失	27	0	0	0	无形资产	28	27	26	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	33	0	0	0
营业利润	889	1456	2137	3040	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	29.5%	33.2%	35.2%	38.6%	资产总计	3456	6008	8105	10729
营业外收支	-23	-10	-10	-10	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	867	1446	2127	3030	应付款项	181	172	152	13
% 营业收入	28.7%	33.0%	35.1%	38.4%	预收账款	803	1168	1615	2099
所得税费用	265	442	650	926	应付职工薪酬	60	57	50	4
净利润	602	1004	1477	2104	应交税费	255	390	551	743
归属于母公司所有者					其他流动负债	98	131	170	198
的净利润	494.5	859.8	1264.4	1801.3	流动负债合计	1396	1917	2538	3058
少数股东损益	107	145	213	303	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.14	1.99	2.92	4.16	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	815	1070	1543	2249	负债合计	1396	1917	2538	3058
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1927	3812	5077	6878
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	133	278	490	793
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2060	4090	5567	7672
固定资产投资	-185	-444	-461	-379	负债及股东权益	3456	6008	8105	10729
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-185	-444	-461	-379		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.142	1.986	2.921	4.161
股权融资	2	1026	0	0	BVPS	4.45	8.81	11.73	15.89
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	4.12	2.37	1.61	1.13
筹资成本	254	7	12	17	PEG	0.08	0.04	0.03	0.02
其他	-512	0	0	0	PB	1.06	0.53	0.40	0.30
筹资活动现金流净额	-256	1033	12	17	EV/EBITDA	1.04	-0.43	-0.76	-1.11
现金净流量	374	1659	1094	1887	ROE	25.7%	22.6%	24.9%	26.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。