

山西汾酒 (600809.SH)

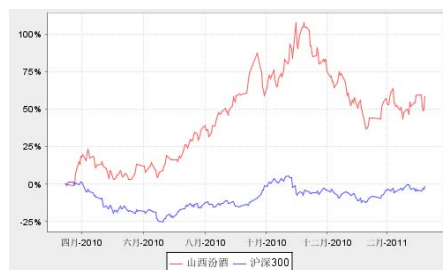
尘埃落定：先施肥-后开花-再结果

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**86.7-93.5**
 分析师
 邢庭志 傅芬
 食品饮料小组 S0740208100090
 021-20315162 021-20315192
 xingtz@qlzq.com.cn fusu@qlzq.com.cn
 2011年4月12日 2011年4月12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)	62.44
市值(百万元)	27031.78
流通市值(百万元)	27031.78

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

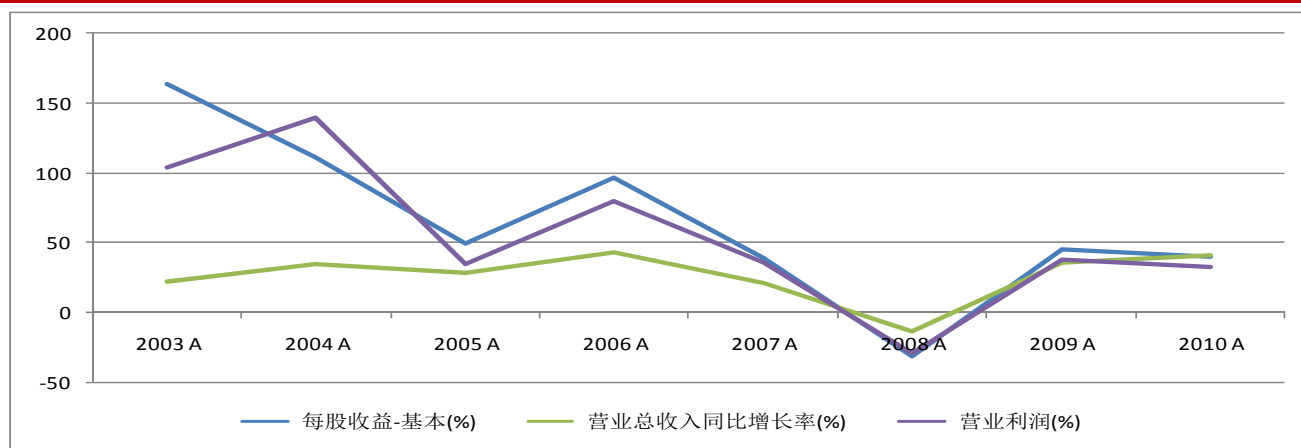
- 2010 年度，公司实现销售收入 301662.50 万元，同比增加 40.74%；实现利润总额 86676.82 万元，同比增加 30.93%；归属于上市公司股东净利润实现 49449.03 万元；同比增加 39.30%；
- 山西汾酒 2010 年的归属于上市公司股东的净利润增长速度为 39.3%，低于 2009 年 44.9% 的增速，我们认为核心原因为公司这一指标 2008 年速度同比下降 31.85%，形成低基数下的高增长；
- 高端白酒的竞争主要依赖于品牌影响力和精品渠道建设费用，泸州老窖国窖的费用投入期为 2001-2004 年，业绩体现期为 2005-2008 年，延迟 4 年；汾酒品牌的营收稳定增长，而费用率在持续上升，我们认为随着次高端价位容量的持续增长，今天的品牌价值和需求环境更加有利于汾酒青花瓷品牌的打造，当前的销售费用率已经到达历史峰值水平，我们从业绩上分析今年和明年较大可能成为一轮增长的开始；
- 综合来看，06-10 年为汾酒的高市场投入期，汾酒的业绩爆发时期在未来 4 年内应该有所体现；
- 维持对山西汾酒的“买入”评级，2011 年 Q1EPS 预测值 0.98 元，考虑到 2010 年的高费用投入，今年的费用投入和销售额增速同步可能性大，建议积极买入，期待超额收益。

尘埃落定，坚定信心

营收稳步增长，净利润实际在快速提升

- 山西汾酒 2010 年的归属于上市公司股东的净利润增长速度为 39.3%，低于 2009 年 44.9% 的增速，我们认为核心原因为公司这一指标 2008 年速度同比下降 31.85%，形成低基数下的高增长。

图表 1：山西汾酒营收和业绩增速变化



来源：齐鲁证券研究所

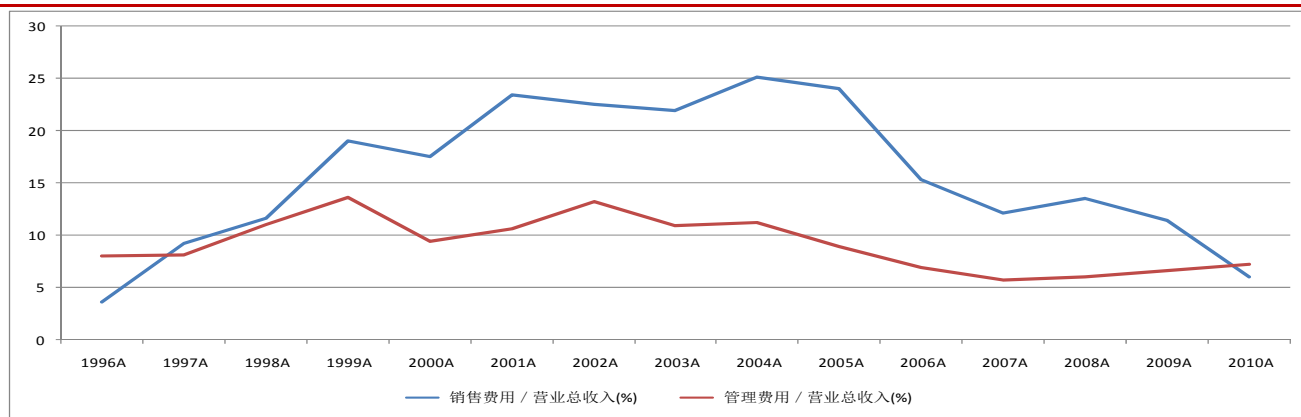
- 公司 2011 年第一季度预告 50% 以上的利润增长，进一步表明了公司的快速恢复能力和增长趋势，“50% 以上”的概念是可能更高，我们维持原有 2011Q1 EPS 0.98 元预测，同比增长 63.3%，可能低于一季度销售额的增速，主要考虑到公司可能导入全面的费用预算管理，在未来的三个季度进行综合费用待摊。

打造品牌费用投入大，周期长，但高增长时期也更长

汾酒品牌耗费价值持续累计，业绩延迟兑现

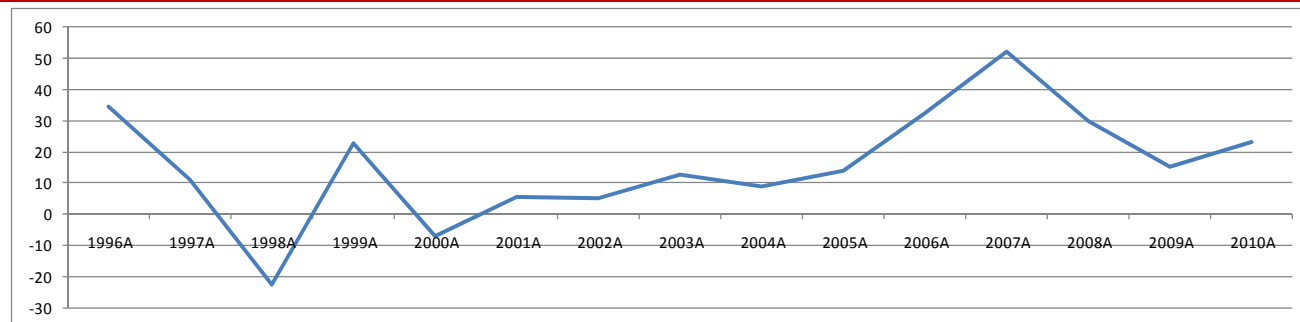
- 高端白酒的竞争主要依赖于品牌影响力和精品渠道建设费用，老窖的费用投入期为 2001-2004 年，业绩体现期为 2005-2008 年，延迟 4 年。

图表 2：泸州老窖的销售费用率和管理费用率变化趋势



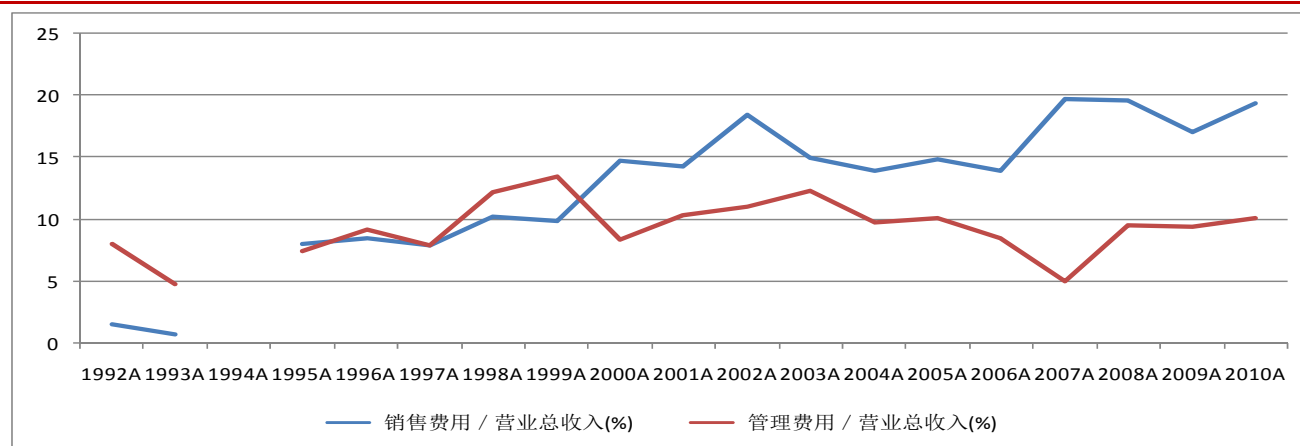
来源：齐鲁证券研究所

- 而营收和利润增长要滞后于费用率的变化趋势反映了国窖品牌自身成长及带动多品牌成长的历史。

图表 3：泸州老窖的营收变化曲线


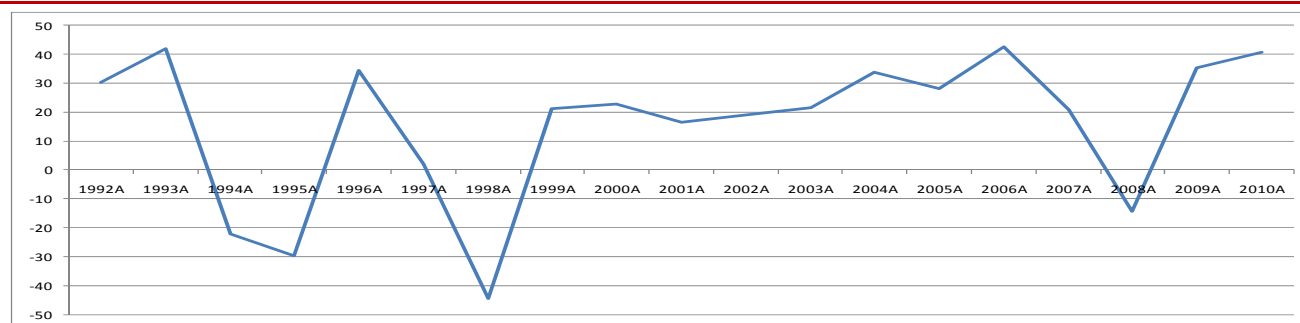
来源：齐鲁证券研究所

- 汾酒品牌的营收稳定增长，而费用率在持续上升，我们认为随着次高端价位容量的持续增长，今天的品牌环境更加有利于汾酒青花瓷品牌的打造，当前的销售费用率已经到达历史峰值水平，我们从业绩上分析今年和明年较大可能成为一轮增长的开始；

图表 4：山西汾酒的销售费用和管理费用变化


来源：齐鲁证券研究所

- 综合来看，06-10 年为汾酒的高市场投入期，汾酒的业绩爆发时期在未来 4 年内应该有所体现。

图表 5：汾酒的销售收入增长速度


来源：齐鲁证券研究所

先市场后利润，业绩先开花后结果

广告费用持续大投入

- 公司年末较上一年预付款增加 424.66%，达到 2.23 亿，且核心原因是广告费用增加所致，根据逻辑推断主要为央视费用，区域广告无需大规模预付款项。我们相信这一巨大的投入将进一步帮助汾酒开拓省外市场，集中发展主导品牌全国化形象；
- 2010 年的销售费用上升 59.8%，主要为广告和活动费用所致，进一步体现了企业对品牌投入的重视。

扩张产能谋发展

- 企业正在建工程 1.18 亿元，同比增长 1287%，表明了企业当前的销售额增速已经给企业的未来生产形成压力，我们看到这一数据的变化，表明了企业扩张产能发展的信心；

我们对汾酒业绩的再理解

- 企业的经营和业绩的结果之间有一个明显的时间差，企业管理层从战略层面考虑当前主要为市场份额抢占期，我们纵观这个行业的机遇，特别是高端白酒的机遇，打造和复兴品牌是每个企业的核心任务，汾酒有这样的思想和决策，我们看到了希望所在；
- 开花的过程很美，后面的果实更甜。

销售及业绩预测

图表 6：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 7：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%	应收款项	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%	每股指标				
所得税	-252	-129	-204	-276	-453	-705	-1,085	净资产收益率	2007	2008	2009	2010E
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%
净利润	415	315	458	644	1,056	1,644	2,531	总资产收益率	19.06%	11.59%	14.15%	14.67%
少数股东损益	0	0	0	151	229	349	602	投入资本收益率	34.61%	34.56%	42.96%	67.83%
非现金支出	31	57	40	39	41	45	49	增长率				
非经营收益	-6	-12	2	0	0	0	0	营业总收入增长率	20.91%	-14.20%	35.27%	40.76%
营运资金变动	-365	231	-52	-71	-189	-326	-547	EBIT增长率	37.01%	-25.62%	32.20%	37.21%
经营活动现金净流	75	590	448	763	1,137	1,711	2,634	净利润增长率	37.97%	-31.81%	44.79%	39.03%
资本开支	63	92	37	50	100	150	100	总资产增长率	13.31%	12.13%	18.59%	34.15%
投资	1	0	0	0	0	0	0	资产管理能力				
其他	0	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	23.8	23.4	7.2	8.0
投资活动现金净流	-61	-92	-37	-50	-100	-150	-100	存货周转天数	391.8	581.6	508.1	500.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	42.9	51.9	36.5	30.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	64.3	86.5	75.4	52.7
其他	-228	-128	-246	-5	-216	0	0	偿债能力				
筹资活动现金净流	-228	-128	-246	-5	-216	0	0	净负债/股东权益	-12.27%	-34.15%	-39.48%	-57.01%
现金净流量	-213	370	165	709	820	1,562	2,535	EBIT利息保障倍数	-193.6	-783.1	-334.7	—
								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