

食品饮料行业

报告原因：年报点评

2011 年 4 月 12 日

市场数据：2011 年 4 月 11 日

收盘价（元）	62.82
一年内最高/最低（元）	82.78/38.9
市净率	14.1
市盈率	55.0
流通 A 股市值（百万元）	27,196

基础数据：2010 年 12 月 31 日

每股收益（元）	1.142
营业收入（百万元）	3,016.63
净利润（百万元）	866.77
总股本/流通 A 股（百万）	432/432

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

山西汾酒 (600809)

一季报将迎开门红，建议积极配置

买入

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	3,017	40.7	494	39.3	1.14	20.0	29.2	55.0
2011E	4,217	39.8	788	59.3	1.82	22.7	36.4	34.5
2012E	5,673	34.5	1,092	38.5	2.52	23.4	38.7	24.9
2013E	7,628	34.5	1,506	38.0	3.48	24.0	40.5	18.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩略低于预期。**2010 年公司共实现销售收入 301,662.5 万元，同比增长 40.74%；实现归属于上市公司股东净利润 86,676.82 万元，同比增长 39.3%；每股收益 1.142 元。

● **费用率提升挤压四季度业绩，预收高企为 11 年增长埋伏笔。**四季度公司销售、管理费用率分别为 29.14%和 18.56%，达年内高点，费用率的大幅上升显著挤压当期业绩，使得公司营业利润率大幅下滑至 2.51%。不过，预收账款的增加为公司 2011 年的业绩增长埋下了伏笔，四季度账面预收账款余额已达 8 亿元，创历史新高，分别比上年同期及 10 年三季度增加 5.7 亿元和 5.6 亿元。

● **省外市场增长喜人，一季报将迎开门红。**2010 年公司在山西省内的市场地位得到进一步巩固，保持了 37%以上的高速增长，省外市场也实现了明显突破，增速高达 46.87%，比上年提升 15.4 个百分点，受此影响公司的省外市场销售占比比上年提升 1.49 个百分点。省内省外双轮驱动，带动公司销售快速增长，预计一季报将迎开门红，增长将达 70%以上。

● **产品结构持续优化，提价助力业绩增长。**2010 年公司进一步完善了以青花瓷为代表的产品体系，产品结构持续优化，带动公司综合毛利率比上年度上升 1.32 个百分点。近期公司将 30 年青花汾酒系列产品出厂价上调 20%左右；40 年青花、20 年青花、20 年老白汾酒系列产品出厂价也上调 10%左右。提价将进一步推动公司盈利能力提升，助力业绩增长。

● **投资建议：**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.82、2.52、3.48 元，对应动态市盈率分别为 34.5、24.9、18.1 倍，当前的估值水平已较为合理，建议积极配置，维持“买入”评级。

● **风险提示：**省外市场具有不确定性；市场开拓期费用率或居高不下。

表 1：山西汾酒单季利润表

单位：百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	同比变化
一、营业总收入	613	482	612	436	1,033	577	783	624	43.10
营业收入	613	482	612	436	1,033	577	783	624	43.10
二、营业总成本	349	344	376	404	636	433	450	608	50.57
营业成本	145	145	156	93	265	125	170	146	57.68
营业税金及附加	100	85	90	94	150	108	104	151	60.42
销售费用	70	79	83	132	173	140	87	182	37.59
管理费用	35	34	47	86	48	61	79	116	35.04
财务费用	-0	-0	-1	-0	-1	-0	-1	-1	343.88
资产减值损失	0	2	0	-0	1	-0	12	15	(6598.8)
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	
四、营业利润	264	138	237	32	397	143	333	16	(51.08)
加：营业外收入	0	0	0	1	1	1	0	1	17.52
减：营业外支出	2	2	3	3	10	6	4	6	85.86
五、利润总额	262	136	234	30	388	138	329	11	(63.93)
减：所得税	65	41	58	40	84	51	73	57	41.14
六、净利润	198	95	176	-11	304	87	257	-46	335.05
减：少数股东损益	42	20	40	1	43	14	54	-4	(407.98)
归属于母公司所有者净利润	156	75	136	-12	260	74	203	-42	(262.75)
七、每股收益：	0.36	0.17	0.31	-0.03	0.60	0.17	0.47	-0.10	(262.75)
收入增长率(%)	94.27	76.98	13.80	-4.89	68.41	19.67	27.93	43.10	47.99
毛利率(%)	76.32	69.87	74.56	78.76	74.35	78.34	78.25	76.60	(2.16)
营业利润率(%)	43.10	28.55	38.70	7.35	38.45	24.84	42.55	2.51	(4.84)
净利率(%)	32.24	19.67	28.75	-2.42	29.43	15.17	32.75	-7.37	(4.95)
销售费用率(%)	11.35	16.44	13.54	30.31	16.76	24.30	11.04	29.14	(1.17)
管理费用率(%)	5.67	7.06	7.73	19.67	4.67	10.62	10.09	18.56	(1.11)
归属于母公司净利润增长率(%)	456.29	120.11	-0.88	-125.56	67.11	-1.45	49.01	-262.75	(137.19)

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	3,016.63	4,216.98	5,672.68	7,627.88
营业收入	3,016.63	4,216.98	5,672.68	7,627.88
二、营业总成本	2,127.46	2,841.87	3,769.55	5,003.25
营业成本	706.15	931.58	1,199.83	1,547.82
营业税金及附加	512.66	716.89	964.36	1,296.74
销售费用	581.48	801.23	1,077.81	1,449.30
管理费用	304.32	396.40	533.23	717.02
财务费用	-4.44	-4.22	-5.67	-7.63
资产减值损失	27.28	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.16	0.10	0.10	0.10
投资净收益	0.16	0.10	0.10	0.10
四、营业利润	889.33	1,375.20	1,903.23	2,624.73
加：营业外收入	2.78	1.00	1.00	1.00
减：营业外支出	25.33	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	866.77	1,370.20	1,898.23	2,619.73
减：所得税	264.84	411.06	569.47	785.92
六、净利润	601.92	959.14	1,328.76	1,833.81
减：少数股东损益	107.43	171.21	237.18	327.34
归属于母公司所有者的净利润	494.49	787.94	1,091.58	1,506.47
七、每股收益：	1.14	1.82	2.52	3.48
净利润增长率(%)	39.30	59.34	38.54	38.01

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。