

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_强烈推荐, 长期_A

银基合作，联珠合璧

——山西汾酒(600809)公司点评

核心观点

1、公司控股汾酒销售公司与银基贸易公司签订了两项高端产品的全球总经销协议，银基贸易将总经销 55 度的 40 年青花瓷汾酒和 55 度的经典国藏汾酒，合同期限从 2010 年 5 月至 2015 年 12 月，两项产品按照总经销协议价销售。

2、银基贸易公司是在香港上市的银基控股集团的全资子公司。银基控股集团主营业务是高档白酒、进口洋酒和进口葡萄酒的代理销售。2010 年公司收入 13.2 亿港元，虽然仅同比增长 5.4%，但公司自 2005 年以来的收入复合增长率达 23.1%。2010 年公司国内市场销售收入占比在 44.2%。我们认为银基集团是国内实力较强的白酒经销商。

3、银基公司在全国拥有约 100 家销售终端，包括：品汇壹号、五粮液形象店、专柜和店中店等形式。而公司的销售渠道已经覆盖：酒店餐馆、超市、烟酒专卖店、娱乐场所和团购这五大方领域。银基正在积极扩张其国内的销售终端，计划第一阶段扩张至全国 300 家门店，第二阶段扩张至 500 家门店。银基战略方向正在从酒水代理商向专业的渠道运营商转变。正是在这一战略转型阶段，银基看中了汾酒高端产品的潜力。

4、银基主要代理高端一线白酒，是五粮液国内最大经销商，2010 年银基获得五粮液永福酱酒全球经销权和 43 度国窖 1573 国内独家经销权，计划销售首年采购酱酒 500 吨，采购国窖 1573 250 吨。我们认为汾酒与银基签订协议后，其首年采购量保守估计也在 150 吨以上。

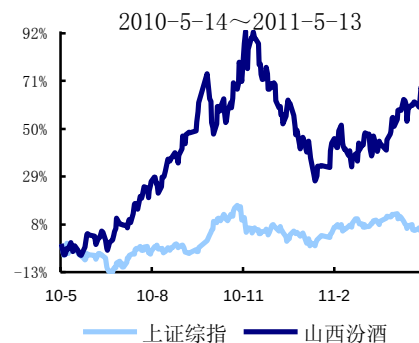
5、汾酒产品线上的核心盈利产品是青花瓷、老白汾为代表的次高端产品，公司的策略选择是符合行业发展趋势的。但是公司并没有放弃高端产品，本次与银基合作也是借助银基在高端白酒流通领域的优势，提升品牌形象和销量。我们预计汾酒首先会进入银基的专柜和店中店与五粮液和国窖 1573 同平台展示、销售。如果未来销量较好，银基还可能开设类似 68 度、43 度五粮液形象店的国藏汾酒、青花瓷形象店。

6、与银基合作，山西汾酒将在品牌和收入两方面受益，但预计合作首年对业绩直接影响不显著，暂不调整公司的盈利预测。预计公司 11 年 EPS 为 1.94 元，对应目前动态 PE 36.6X，但 PEG 估值仍低于 1。维持公司“短期_强烈推荐，长期_A”的投资评级。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	3,016.63	4,138.17	5,526.45	6,927.37
同比增速(%)	40.74%	37.18%	33.55%	25.35%
净利润(百万)	494.49	837.96	1,251.13	1,668.71
同比增速(%)	39.30%	69.46%	49.31%	33.38%
EPS(元)	1.14	1.94	2.89	3.85
P/E	62.27	36.59	24.56	18.43

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	43292.41
流通A股(万股)	43292.41
52周内股价区间(元)	38.9-82.78
总市值(亿元)	307.33
总资产(亿元)	34.56
每股净资产(元)	4.45
目标价	6个月
	12个月

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-公司点评-山西汾酒(600809):新“竹叶青”即将铺货，3大主线产品全面发力》 2011-04-13
- 2.《国都证券-公司研究-公司点评-山西汾酒(600809):营销启动，竹叶青酒将走向价值回归》 2010-11-03
- 3.《国都证券-公司研究-公司点评-山西汾酒(600809):看好青花瓷和竹叶青的增长空间》 2010-08-26

研究员: 王明德
 电话: 010-84183372
 Email: wangmingde@guodu.com
 执业证书编号: S0940510120015
 研究员: 徐昊
 电话: 010-84183293
 Email: xuhao@guodu.com
 执业证书编号: S0940510120004

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 11 年青花瓷销售收入 14.5 亿元；11 年老白汾销售收入 20.6 亿元；假设 11 年竹叶青销售收入 3.4 亿元。假设 12 年青花瓷销售收入 20 亿元；11 年老白汾销售收入 25 亿元；假设 11 年竹叶青销售收入 6.2 亿元。
- 2、假设 11 年销售综合毛利 78.5%，12 年销售综合毛利 79.3%，13 年销售综合毛利 79.7%。
- 3、假设 11 年销售费用 7.5 亿元，11 年期间费用占比 27.3%；12 年期间费用占比 25.4%；12 年期间费用占比 24.3%，收入规模扩张加速造成期间费用占比下降。
- 4、假设 11 所得税实际税率 27.5%、12 年所得税实际税率 26%、12 年所得税实际税率 25%。

1.2 山西汾酒盈利预测

表 1：山西汾酒盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入(万元)	301,662.50	413,817.21	552,645.24	692,736.52
营业收入(万元)	301,662.50	413,817.21	552,645.24	692,736.52
营业总成本(万元)	212,746.10	273,370.17	347,409.43	422,846.19
营业成本(万元)	70,615.36	88,966.38	113,364.17	137,092.37
营业税金及附加(万元)	51,265.91	70,348.93	93,949.69	117,765.21
销售费用(万元)	58,148.00	72,831.83	88,423.24	103,910.48
管理费用(万元)	30,432.05	40,554.09	51,948.65	64,424.50
财务费用(万元)	-443.71	-331.05	-276.32	-346.37
资产减值损失(万元)	2,728.48	1,000.00	0.00	0.00
其他经营收益(万元)				
公允价值变动净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益(万元)	16.19	0.00	0.00	0.00
营业利润(万元)	88,932.60	140,447.05	205,235.81	269,890.34
营业外收入(万元)	277.70	150.00	100.00	100.00
营业外支出(万元)	2,533.48	500.00	400.00	300.00
利润总额(万元)	86,676.82	140,097.05	204,935.81	269,690.34
所得税(万元)	26,484.35	38,526.69	53,283.31	67,422.58
净利润(万元)	60,192.47	101,570.36	151,652.50	202,267.75
少数股东损益(万元)	10,743.44	17,774.81	26,539.19	35,396.86
归属于母公司所有者的净利润(万元)	49,449.03	83,795.55	125,113.31	166,870.90
全面摊薄每股收益(元)	1.14	1.94	2.89	3.85

资料来源：国都证券研究所

2、投资建议

与银基合作，山西汾酒将在品牌和收入两方面受益，但预计合作首年对业绩直接影响不显著，暂不调整公司的盈利预测。预计公司 11 年 EPS 为 1.94 元，对应目前动态 PE 36.6X，但 PEG 估值仍低于 1。维持公司“短期_强烈推荐，长期_A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com
王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			