

山西汾酒 (600809.sh)

业绩加速增长、持续超预期，调高盈利预测和目标价

汤玮亮 分析师
电话: 020-87555888-8634
eMail: twl@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260511020009

胡鸿 分析师
电话: 0755-82739763
eMail: hh6@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260511010017

投资分析要点

(1) 山西汾酒 2010 年 1-6 月实现销售收入 28.9 亿元, EPS 1.52 元。(2) 2011 年 1-6 月收入增长 79.9%、保持了较快的增速, 高于 2009 年同期 47% 的水平, 呈现出加速增长的态势。预计 2011 年中期青花瓷和 20 年汾酒销量增速较快, 其中青花瓷销售 1300-1400 吨、已经达到 2010 年全年的水平。

(3) 上半年省外市场收入增幅高于省内, 预计省外市场收入占比达到 36%, 同比增长超过 100%。(4) 青花瓷、20 年汾酒等产品占比提高、结构升级、盈利能力增强。(5) 预计 2011 年全年收入、利润继续超越市场预期可能性较大。09 年、10 年上半年收入占全年的比重分别为 51%、53%。而 2011 年上半年已经实现销售收入 29 亿元, 据此推算, 2011 年销售收入超过 50 亿的可能性较大, 但市场近期普遍预期 2011 年收入仅为 45 亿。

盈利预测与投资评级

我们调高对汾酒的盈利预测, 预计 2011-2013 年实现每股收益 2.18、3.20、4.35 元, 继续给予公司“买入”的投资评级, 6 个月目标价 96 元, 对应 2012 年 30 倍 PE。

股价表现的催化剂

2011 年 3 季报业绩继续超预期。

风险提示

省外市场高速增长、公司需提高产品的价格管控能力。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2143.45	3016.63	4927.15	6747.96	8729.61
增长率(%)	35.27%	40.74%	63.33%	36.95%	29.37%
EBITDA(百万元)	708.97	952.36	1603.90	2340.26	3176.18
净利润(百万元)	354.99	494.49	942.52	1383.32	1884.30
增长率(%)	44.79%	39.30%	90.60%	46.77%	36.22%
每股收益(元)	0.82	1.14	2.18	3.20	4.35
市盈率	52.36	60.00	31.51	21.47	15.76
市净率	11.27	15.40	11.77	9.12	6.95
EV/EBITDA	25.22	30.02	17.37	11.47	8.04

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) 73.50
目标价格(元) 96.00
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	9.35%	19.94%	57.38%
沪深300	4.97%	-7.28%	17.46%

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2011年1-6月业绩情况 单位：百万元

	10 年中期	11 年中期	同比	点评
利润表				
营业收入	1609	2895	79.9%	2011 年 1-6 月收入增长 79.9%、保持了较快的增速，高于 2009 年同期 47%的水平，呈现出加速增长的态势。预计 2011 年中期青花瓷和 20 年汾酒销量增速较快，其中青花瓷销售 1300-1400 吨、已经达到 2010 年全年的水平。省外市场收入增幅高于省内，预计省外市场收入占比达到 36%，同比增长超过 100%。
营业利润	540	1038	92.1%	
利润总额	527	1021	93.9%	青花瓷、20 年汾酒等产品占比提高、结构升级、盈利能力增强。
归属于上市公司股东的净利润	334	659	97.2%	

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：山西汾酒2011年2季度业绩情况 单位：百万元

	10 年 2 季	11 年 2 季	同比	
利润表				
营业收入	577	1022	77.3%	2011 年 2 季度单季收入、利润增速呈现出淡季不淡的局面。
营业利润	143	310	116.4%	
利润总额	138	302	118.1%	
归属于上市公司股东的净利润	74	153	107.4%	

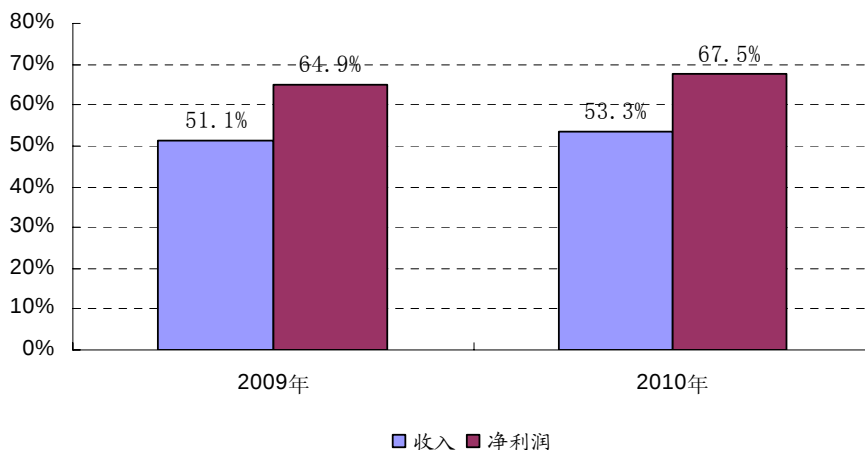
数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：山西汾酒同比增长指标

	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月
营业收入	47.0%	79.9%
营业利润	34.5%	92.1%
利润总额	32.3%	93.9%
归属母公司股东的净利润	44.9%	97.2%
	2010 年 2 季	2011 年 2 季
营业收入	19.7%	77.3%
营业利润	4.2%	116.4%
利润总额	1.8%	118.1%
归属母公司股东的净利润	-1.4%	107.4%

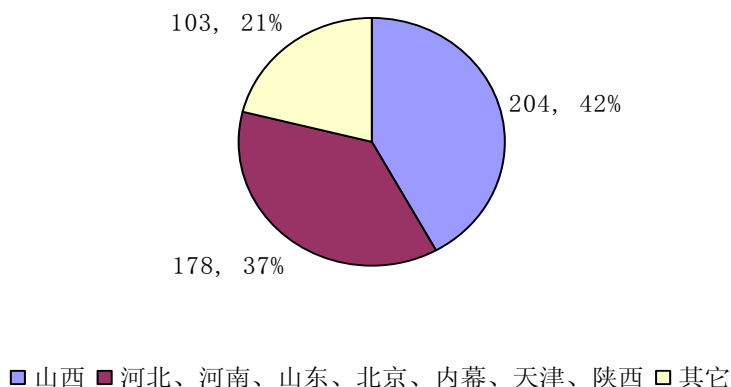
数据来源：广发证券发展研究中心

图 1：09年、10年中期收入、利润占全年的比重



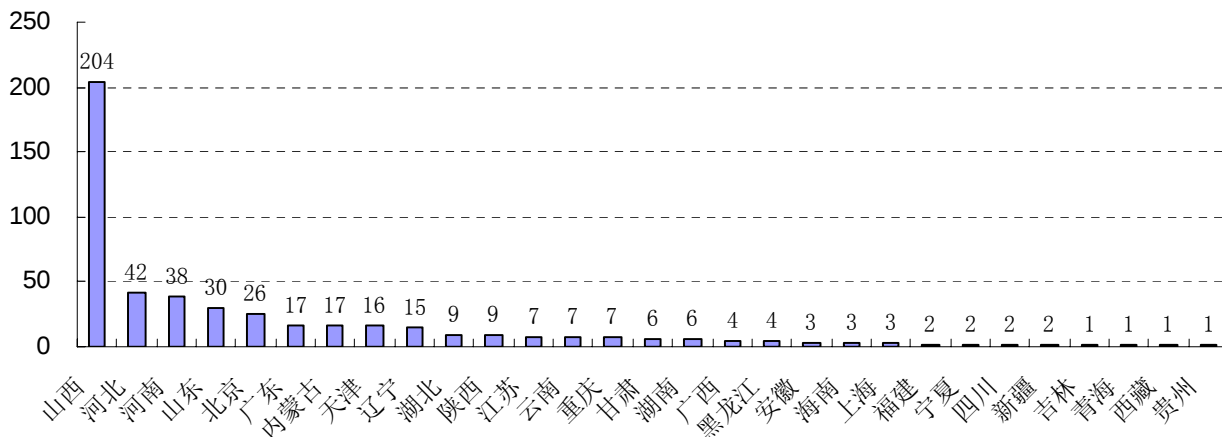
数据来源：广发证券发展研究中心

图 2：汾酒各地专卖店数量和构成比例



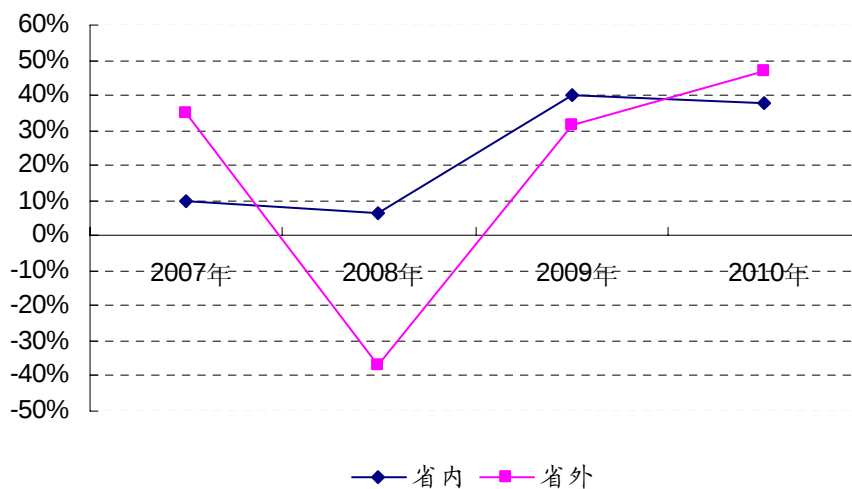
数据来源：广发证券发展研究中心

图 3：汾酒各地专卖店数量



数据来源：广发证券发展研究中心

图 4：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

表 4：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 5：杏花村汾酒销售公司净利润

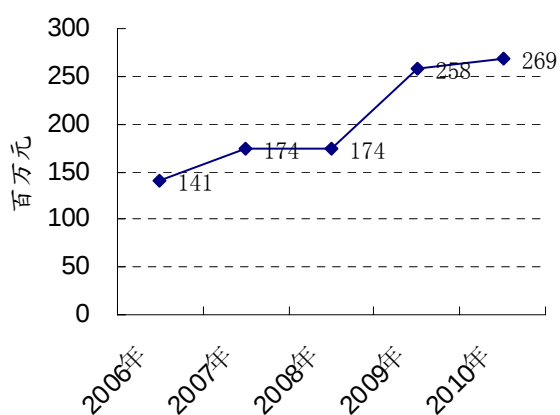
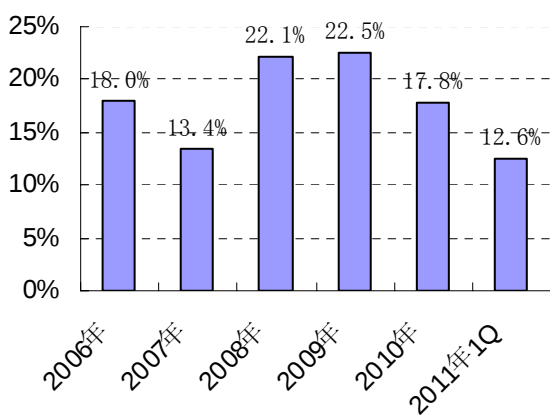


图 6：少数股东损益占净利润的比重



数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心