

山西汾酒 (600809.SH)

业绩延续高增长，搏击一片蓝海

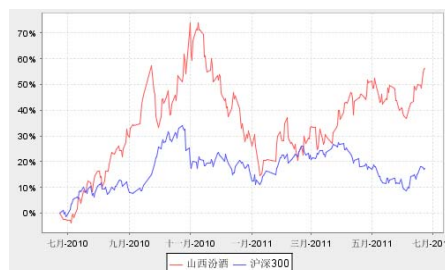
评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **91.5-98.9**
 联系人: 邢庭志
 食品饮料小组
 021-20315162
 xingtz@qlzq.com.cn
 2011年7月9日

分析师: 谢刚
 S0740510120005
 021-20315178
 xiegang@qlzq.com.cn
 2011年7月9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)	73.50
市值(百万元)	31819.92
流通市值(百万元)	31819.92

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,143.4	3,016.6	4,803.4	7,320.3	10,886.
营业收入增速	35.27%	40.74%	59.23%	52.40%	48.72%
净利润增长率	44.79%	39.30%	86.97%	59.32%	48.59%
摊薄每股收益(元)	0.82	1.14	2.14	3.40	5.06
市盈率(倍)	52.36	60.00	33.24	20.86	14.04
PEG	1.17	1.53	0.38	0.35	0.29
每股净资产(元)	3.81	4.45	6.09	8.99	14.04
每股现金流量	1.04	1.88	1.55	3.22	4.96
净资产收益率	21.53%	25.67%	35.09%	37.85%	36.00%
市净率	11.27	15.40	11.66	7.90	5.05
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

- 山西汾酒 2011 年 7 月 8 日发布了半年度预增公告, 1-6 月营收达 28.95 亿元, 增速达 79.89%; 营业利润 10.21 亿元, 增长 92.1%; 而归属于母公司的净利润增长达 97.21%, 净利润率达到 22.75%, 高于同期 1.43 个百分点, 虽然公司处于市场建设投入期, 公司的营收和净利润的增长继续超出我们的预期, 公司的盈利能力进一步提升, 我们持续看好公司未来 3-5 年的增长能力;
- 从二季度来看, 收入增长达到 77.29%, 低于一季度 83.32% 增速约 6 个百分点, 而营业利润增速达到 116.4%, 归属于母公司的利润增长 107.41%, 表明了公司的营收质量大幅度提升, 经过我们持续分析, 归因为公司产品结构和区域结构进一步好转, 特别是次高端青花瓷(含老山西汾酒 20 年、30 年)的占比持续增加, 30 年青花瓷的增长持续强劲;
- 二季度为淡季, 淡季不淡的现象表明了公司所面对的是一个稳定增长的蓝海市场, 同时公司的运营能力提升也在今年的数字面前得到了充分的展示; 次高端蓝海市场主要由山西汾酒、洋河股份、郎酒和剑南春四大名酒把持, 汾酒增速超预期同时也在预料之中;
- 我们分析山西汾酒开始构造四大品牌运营体系, 调整核心在于整合良好的社会品牌渠道运营资源, 推动自身高端品牌的全国化运营, 山西汾酒的运营能力将持续推动其回归高端, 回归全国市场, 我们认为下半年山西汾酒高端化结构在旺季的表现会更加强劲, 特别是与银基的合作会进一步推动其高端化全国化;
- 预计 2011-2013 年净利润达 9.25、14.73 和 21.89 亿元, EPS 达到 2.14、3.40 和 5.06 元, 增长 86.97%、59.32% 和 48.59%。维持原有估值方法不变, 给与 2011 年目标价 91.5-98.9 元, 暂不调整盈利预测;
- 维持“买入”评级, 建议广大投资者积极买入, 分享山西汾酒的稳健高质量高成长收益。

图表 1: 山西汾酒损益表预测

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,585	2,143	3,017	4,803	7,320	10,887
	-14.20					
增长率	%	35.3%	40.7%	59.2%	52.4%	48.7%
营业成本	-373	-539	-706	-951	-1,405	-2,017
%销售收入	23.5%	25.1%	23.4%	19.8%	19.2%	18.5%
毛利	1,212	1,605	2,310	3,853	5,915	8,870
%销售收入	76.5%	74.9%	76.6%	80.2%	80.8%	81.5%
营业税金及附加	-245	-368	-513	-817	-1,244	-1,900
%销售收入	15.5%	17.2%	17.0%	17.0%	17.0%	17.5%
营业费用	-310	-364	-581	-904	-1,390	-2,068
%销售收入	19.6%	17.0%	19.3%	18.8%	19.0%	19.0%
管理费用	-149	-202	-304	-480	-732	-1,089
%销售收入	9.4%	9.4%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	507	671	912	1,652	2,548	3,813
%销售收入	32.0%	31.3%	30.2%	34.4%	34.8%	35.0%
财务费用	1	2	4	0	0	0
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-22	-2	-27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	486	671	889	1,652	2,548	3,813
营业利润率	30.7%	31.3%	29.5%	34.4%	34.8%	35.0%
营业外收支	-42	-9	-23	0	0	0
税前利润	444	662	867	1,652	2,548	3,813
利润率	28.0%	30.9%	28.7%	34.4%	34.8%	35.0%
所得税	-129	-204	-265	-512	-765	-1,144
所得税率	29.1%	30.8%	30.6%	31.0%	30.0%	30.0%
净利润	315	458	602	1,140	1,784	2,669
少数股东损益	69	103	107	215	311	480
归属于母公司的净利润	245	355	494	925	1,473	2,189
净利率	15.5%	16.6%	16.4%	19.2%	20.1%	20.1%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 山西汾酒资产负债表预测

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	542	708	1,081	1,746	2,923	4,856
应收款项	331	418	515	846	1,289	1,916
存货	692	808	1,016	1,303	1,925	2,763

其他流动资产	15	42	223	76	112	161
流动资产	1,580	1,976	2,835	3,970	6,249	9,696
%总资产	74.7%	78.8%	82.0%	86.5%	91.0%	94.0%
长期投资	5	5	5	5	5	5
固定资产	474	473	554	554	554	554
%总资产	22.4%	18.9%	16.0%	12.1%	8.1%	5.4%
无形资产	30	30	28	28	28	28
非流动资产	536	532	621	621	621	621
%总资产	25.3%	21.2%	18.0%	13.5%	9.0%	6.0%
资产总计	2,115	2,509	3,456	4,591	6,870	10,318
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	216	455	1,075	840	1,270	1,870
其他流动负债	312	261	321	767	1,049	1,228
流动负债	528	716	1,396	1,608	2,320	3,098
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	528	716	1,396	1,608	2,320	3,098
普通股股东权益	1,467	1,649	1,927	2,635	3,891	6,080
少数股东权益	121	144	133	348	659	1,140
负债股东权益合计	2,115	2,509	3,456	4,591	6,870	10,318

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：山西汾酒现金流量表预测

现金流量表 (人民币百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	315	458	602	1,140	1,784	2,669
少数股东损益	0	0	0	215	311	480
非现金支出	57	40	68	0	0	0
非经营收益	-12	2	-6	0	0	0
营运资金变动	231	-52	151	-469	-390	-520
经营活动现金净流	590	448	815	887	1,705	2,630
资本开支	92	37	185	0	0	0
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-92	-37	-185	0	0	0
股权募资	0	0	2	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-128	-246	-258	-7	-216	-216
筹资活动现金净流	-128	-246	-256	-7	-216	-216
现金净流量	370	165	374	880	1,488	2,413

来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 山西汾酒比率分析预测

比率分析	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益(元)	0.566	0.820	1.142	2.136	3.402	5.055
每股净资产(元)	3.388	3.808	4.450	6.086	8.988	14.044
每股经营现金净流(元)	1.362	1.036	1.882	1.550	3.220	4.964
每股股利(元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500	0.000
回报率						
净资产收益率	16.72%	21.53%	25.67%	35.09%	37.85%	36.00%
总资产收益率	11.59%	14.15%	14.31%	20.14%	21.44%	21.21%
投入资本收益率	34.56%	42.96%	65.04%	92.47%	109.93%	113.14%
增长率						
营业总收入增长率	-14.20%	35.27%	40.74%	59.23%	52.40%	48.72%
EBIT 增长率	-25.62%	32.20%	35.98%	81.16%	54.25%	49.62%
净利润增长率	-31.81%	44.79%	39.30%	86.97%	59.32%	48.59%
总资产增长率	12.13%	18.59%	37.76%	32.85%	49.65%	50.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.4	7.2	4.3	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	581.6	508.1	471.4	500.0	500.0	500.0
应付账款周转天数	51.9	36.5	41.0	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	86.5	75.4	54.5	33.1	21.7	14.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.15%	-39.48%	-52.49%	-58.51%	-64.23%	-67.26%
EBIT 利息保障倍数	-783.1	-334.7	-205.5	—	—	—
资产负债率	24.96%	28.56%	40.40%	35.02%	33.76%	30.03%

来源：齐鲁证券研究所

附件一：2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

图表 5: 2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 2 月 13 日	《高端白酒专题报告》
02	2011 年 3 月 6 日	《山西汾酒-后发竞争优势带动汾酒加速复兴》
03	2011 年 3 月 11 日	《山西汾酒 2011 年业绩快报点评》
04	2011 年 3 月 23 日	《从 2011 年春季糖酒会看山西汾酒的长期投资价值》
05	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—回归一线 拐点到来》
06	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—主力提价 加速高成长》
07	2011 年 4 月 7 日	《几家欢喜几家愁—酒水行业提价风波点评》
08	2011 年 4 月 12 日	《洋河股份—新一轮深度全国化高质量增长拉开帷幕》

09	2011 年 4 月 13 日	《山西汾酒年报点评—先施肥后开花再结果》
10	2011 年 4 月 22 日	《山西汾酒 2011 年一季报点评—业绩加速增长 后发优势凸显》
11	2011 年 4 月 24 日	《洋河股份：高端化全国化带动业绩强劲增长,调高 2011 年 EPS 至 8.36 元》
12	2011 年 5 月 12 日	《张裕 A：舞台更高更大，价值更优更远》
13	2011 年 5 月 15 日	《山西汾酒-再造品牌运营架构，加速高端化全国化》
14	2011 年 5 月 21 日	《山西汾酒的未来在哪里》
15	2011 年 6 月 2 日	《酒鬼酒-三大高端品牌全面启动，迎接 2012 年盈利拐点》
16	2011 年 6 月 19 日	《酒鬼酒-生产扩大，营销缺钱，现金流入正当时》
17	2011 年 6 月 29 日	《把握白酒升级和整合内涵，精准选股实现长期超额收益》
18	2011 年 7 月 3 日	《洋河股份-增长战略清晰，增长质量全面提升》
19	2011 年 7 月 6 日	《五粮液-高端白酒扩容的最大收益者》

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