

业绩再超预期，高增长有望持续

——山西汾酒(600809)公司点评

核心观点

山西汾酒公布 2011 年半年度业绩预增公告，实现营业收入 28.94 亿元、营业利润 10.38 亿元、归属母公司净利润 6.59 亿元，分别同比增长 79.89%、92.10%、97.21%，实现每股收益 1.52 元，较去年同期增长 97.21%。

二季度收入高增速奠定了全年业绩基础。二季度是公司销售的传统淡季，但是今年二季度公司实现销售收入 10.22 亿元，同比增长 77%，实现净利润 1.53 亿元，同比增长 107%。我们认为淡季不淡的原因主要有：**1) 销量增长。**我们估计公司上半年青花瓷的销量为 1300 吨左右，预计完成 1800 吨的全年销售目标是大概率事件，且有望突破 2000 吨。2011 年老白汾酒的销售目标是 13000 吨，上半年已销售近 8000 吨，预计今年将出现井喷式增长。**2) 提价效应。**公司于 2011 年 3 月 29 日公告调整部分产品对外售价，其中 30 年青花汾酒系列对外售价上调 20% 左右；40 年青花、20 年青花、20 年老白汾酒系列对外售价上调 10% 左右。提价显示了公司对相关产品的销售信心，并将加快中高端产品的收入增速，提高综合毛利率。**3) 产品结构调整。**老白汾酒产品结构调整明显，逐渐从 10 年陈升级到 20 年陈，零售价从 118 元上升到 358 元，20 年陈销量自年初以来同比增长约 150%，预计 20 年老白汾酒将是公司未来 300-400 元价位的主打产品。此外，40 年青花汾酒等高端产品也将在公司产品结构的持续升级中发挥作用。

公司收入有望维持高速增长，长期投资价值显现，主要看点有：**1) 产品结构持续完善。**公司积极拓展新的产品领域，竹叶青是公司非常值得期待的产品，特酿、精酿和国酿三款新产品是针对保健酒高端市场而推出，并已开始试验铺货。特酿终端价 300 元、精酿终端价 480 元、国酿 666 元。高端保健酒市场目前几乎是空白，如果品牌影响力大幅提升，我们认为竹叶青将打开一片蓝海。**2) 营销渠道精耕细作。**公司不断加大营销投入，2010 年投入广告费用 2 亿元，2011 年计划投入广告费用 2.3-2.4 亿元，目前销售人员增加至 500 人。公司与大型酒类经销商的合作从银基起步，并积极拓展团购等其他销售渠道，有利于对省内市场的精耕和对省外市场的突破。**3) 清香文化提升品牌价值。**汾酒作为清香型白酒龙头将受益于清香型消费群体的扩大和消费升级。公司通过举办各种博览会、鉴酒会挖掘和宣传清香文化，加强消费者对汾酒品牌的认知，为未来持续高速发展打下基础。

山西汾酒未来将受益于产品结构的调整和升级、渠道建设的精耕细作、品牌文化的深化宣传。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.94 元、2.89 元、3.85 元，对应 11 年动态 PE 为 39.63 倍，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	39.63	26.54	19.90

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)	44.3-82.78
总市值(亿元)	332.05
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): 银基合作，联珠合璧》 2011-05-14
2. 《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
3. 《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

研究员: 王明德

电话: 010-84183372

Email: wangmingde@guodu.com

执业证书编号: S0940510120015

联系人: 卢珊

电话: 010-84183215

Email: lushan@guodu.com

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

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

山西汾酒未来将受益于产品结构的不断调整和升级、渠道建设的精耕细作、品牌文化的深化宣传，我们预计公司 11 年 EPS 为 1.94 元，对应目前动态 PE 39.63 倍，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	xuwei hong@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			