

山西汾酒 (600809)

2011销售计划如期上调，下半年可能再超预期

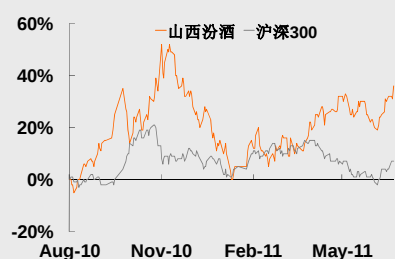
强烈推荐 (维持)

现价：86.82 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.fenjiu.com.cn
大股东/持股	汾酒集团/69.97%
实际控制人/持股	山西省国有资产监督管理委员会/69.97%
总股本(百万股)	433
流通 A 股(百万股)	433
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	375.86
流通 A 股市值(亿元)	375.86
每股净资产(元)	5.37
资产负债率(%)	33.4

行情走势图



相关研究报告

《山西汾酒(600809)调研简报--多因素可能推升业绩超预期，80元以下可积极买入》，2011年5月26日

《山西汾酒投资者交流会会议纪要--首季业务超预期，60元以下建议积极买入》，2011年3月25日

证券分析师

文献 S1060209040123
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 1H11 净利同比增 97%，与此前业绩预告基本相符

1H2011，山西汾酒营收、净利分别增 80%、97%，EPS1.52 元。其中 2Q11 营收、净利分别增 77%、107%，EPS0.35 元。2Q11 营收和净利增速基本符合此前业绩预告。

■ 省内外同时发力，多产品齐头并进

上半年，山西汾酒在省内高占有率基础上增长 68%，主要缘于深度分销改革后推动的产品升级，如老白汾二十年和十五年替代了部分老白汾十年、醇柔取代部分玻汾等。省外市场更是增长 111%，这主要来自青花汾酒、老白汾和竹叶青的同时放量增长，也表明汾酒在省外的销售势头已经起来了。分产品看，竹叶青上半年销售同比增长 140%，我们估计中档老白汾和高档青花汾酒也有翻倍或接近翻倍的增长，高、中档白酒加竹叶青实现了齐头并进，未来增长空间更宽广。两点值得一提：一是据我们了解，上半年营收中仍未含与银基的合同销售，我们原来估计这部分 2011 年贡献收入约 3 亿元；二是 2Q11 预收款环比 1Q11 增 0.1 亿元至 4.27 亿元，表明公司当季业绩仍留有余粮。

■ 销售爆发导致业绩平滑难度加大

8 月初汾酒集团已上调销售目标 5 亿元至 70 亿元，主要是股份酒类销售超年初预期较多。随着销售爆发，投资者普遍担心的平滑业绩对公司而言难度明显加大。如 2Q11 即使保守确认收入，费用增幅仍明显低于营收，消费税多确认也挡不住利润释放。故此，我们认为，除非公司强行提早结账，否则由于 3Q10 和 4Q10 低基数，2H11 业绩可能再超市场预期。

■ 上调 11 年 EPS 预测至 2.33 元，维持“强烈推荐”

上调 11-13 年 EPS 至 2.33、3.37 和 4.65 元，同比增 104%、45% 和 38%。以 8 月 15 日 86.82 元的收盘价计算，动态 PE 为 37、26 和 19 倍。当前股价虽接近我们 2011 年 90 元的目标价低点，但 2012 年 45% 增长仍可期待且估值便宜，再加上集团持销售公司 40% 股权若收回可增厚 EPS 约 20%，我们维持“强烈推荐”。

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	2,143	3,017	5,100.6	6,834.6	9,016.6
YoY(%)	35.3	40.7	69.1	34.0	31.9
净利润(百万元)	355	494	1,009.0	1,461.0	2,012.4
YoY(%)	44.8	39.3	104.0	44.8	37.7
毛利率(%)	74.9	76.6	79.3	81.2	82.1
净利率(%)	16.6	16.4	19.8	21.4	22.3
ROE(%)	21.5	25.7	48.7	56.6	58.4
EPS(摊薄/元)	0.82	1.14	2.33	3.37	4.65
P/E(倍)	105.9	76.0	37.3	25.7	18.7
P/B(倍)	22.8	19.5	17.0	12.8	9.5

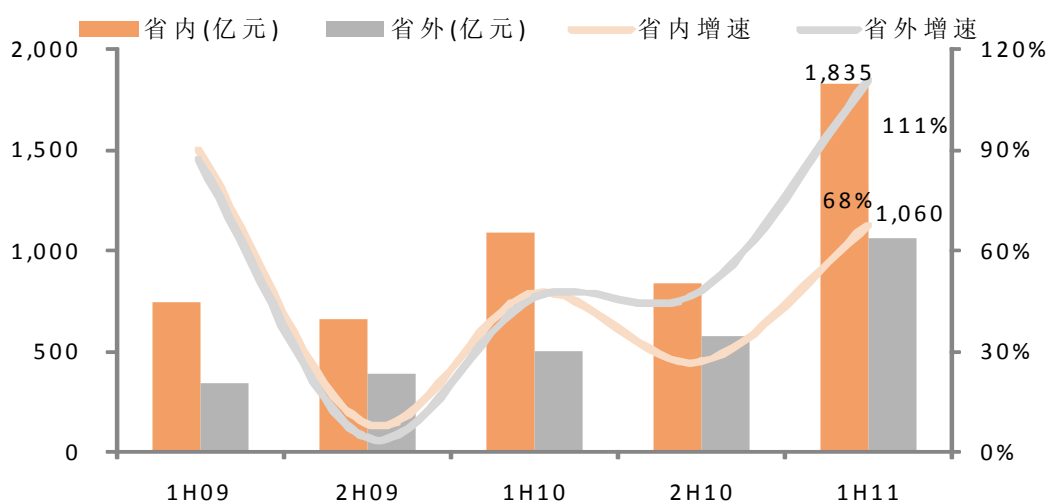
图表 1 中报快读：2Q11营收增77.3%，毛利率降2.7个百分点，但销售超预期导致费用率大降

	2Q10	2Q11	QoQ	1H10	1H11	HoH	
营业收入	577	1,022	77.3%	1,609	2,895	79.9%	竹叶青销售同比增 140%，我们估计，老白汾
营业成本	125	250	99.7%	390	704	80.6%	酒销售翻倍，青花汾酒也应有翻倍增长
毛利率	78.3%	75.6%	-2.7%	75.8%	75.7%	-0.1%	成本上升、中档产品更快增长、高档价格上涨影响滞后
毛利	452	773	71.1%	1,219	2,191	79.7%	
营业税金及附加	108	224	107.8%	258	475	84.2%	2Q11税率21.9%，母公司出货多，隐藏利润
销售费用	140	158	12.5%	313	525	67.7%	2Q11销售费用率15.4%，2Q10为24.3%，10年19.4%
管理费用	61	69	13.1%	109	139	27.1%	2Q11管理费用率6.8%，2Q10为10.6%，10年8.4%。
财务费用	-0	-1	-182.6%	-2	-3	-87.0%	账上现金14.4亿，扣预收款仍有约10亿
资产减值损失	-0	13	3882.6%	0	17	7320.2%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	-0	0.0%	0		0.0%	
营业利润	143	310	116.4%	540	1,038	92.1%	费用杠杆
营业利润率	24.8%	30.3%	5.5%	33.6%	35.9%	2.3%	
营业外收入	1	0	-29.0%	2	2	-3.1%	
营业外支出	6	9	56.6%	15	18	20.3%	
利润总额	138	302	118.1%	527	1,021	93.9%	
所得税	51	110	115.1%	135	250	84.7%	
所得税率	35.5%	35.3%	-0.2%	25.0%	24.1%	-1.0%	所得税率基本正常
少数股东权益	14	40	185.2%	57	113	96.2%	集团持有销售公司40%股权
归属于母公司净利润	74	153	107.4%	334	659	97.2%	收入增长，毛利、费用杠杆
净利率	15.2%	18.8%	3.6%	24.3%	26.6%	2.3%	
EPS	0.17	0.35	107.4%	0.77	1.52	97.2%	预期全年EPS2.33元，同比增长35%

资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

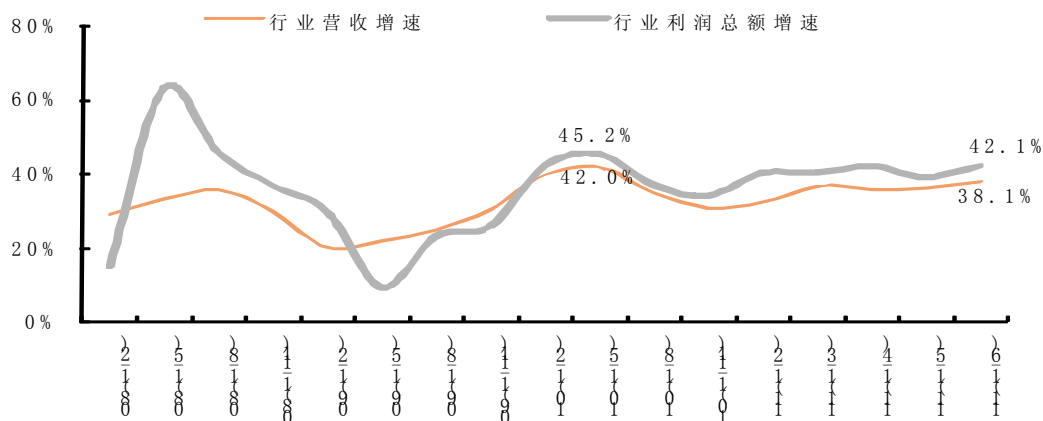
图表 2 1H11省外增长111%至10.6亿，省内仍增长68%

单位：百万元



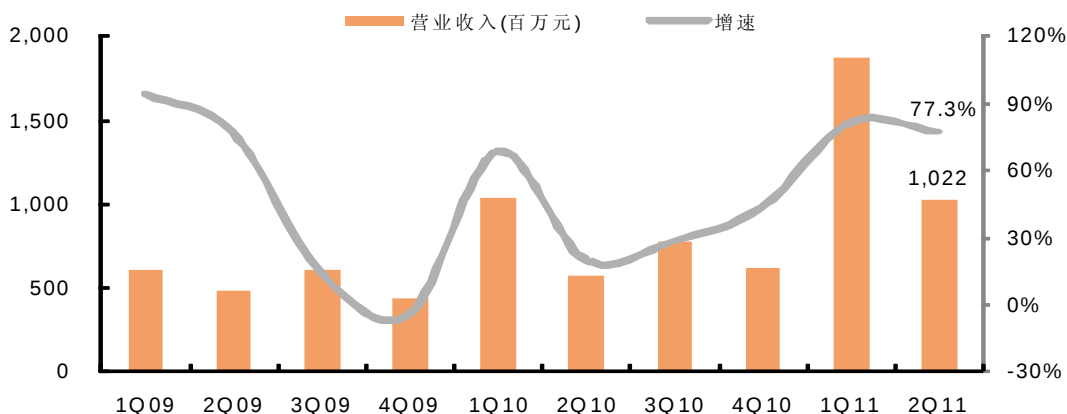
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 规模以上白酒企业11年1-6月营收、利润总额分别增长38.1%和42.1%



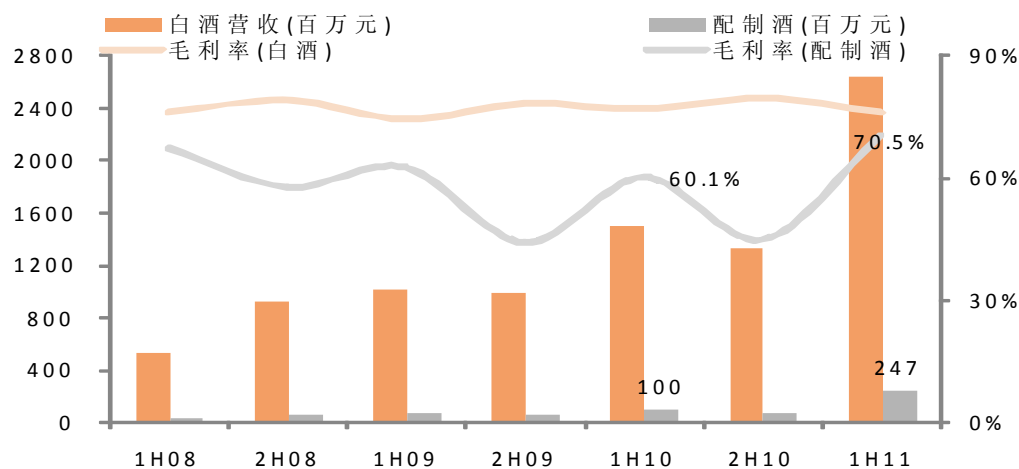
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表 4 2Q11营收同比增长77.3%至10亿元, 仍未含银基的订单



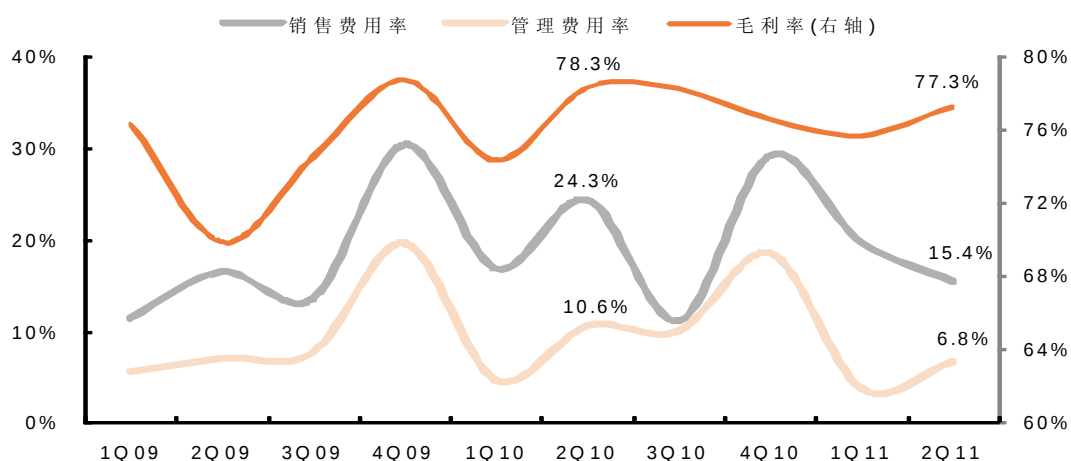
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表 5 产品结构升级推动上半年竹叶青毛利率大增10.4个百分点至70.5%



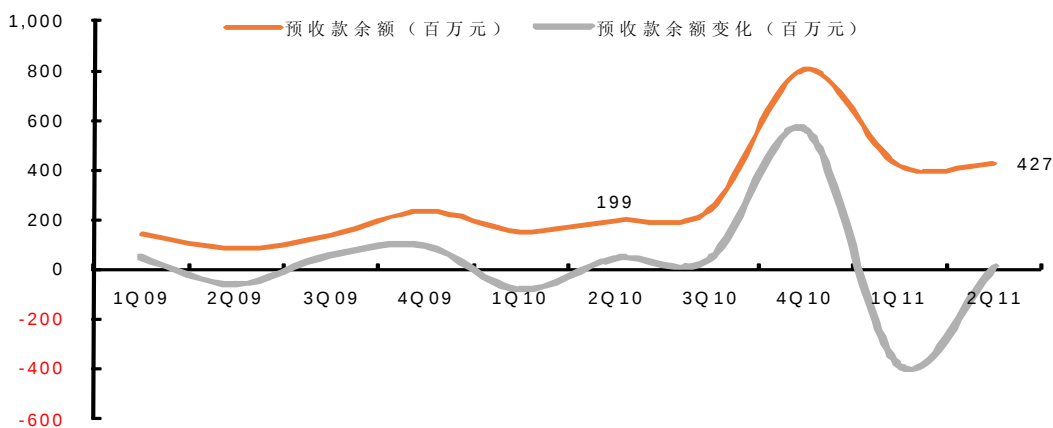
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表 6 2Q11毛利率同比略降，销售超预期推动费用率同比大降



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 7 2Q11预收款余额环比略升，同比大增，盈利释放仍有余地



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 8 食品饮料重点公司估值对比

股票代码	股票名称	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		8月15日	11E	12E	13E	11E	12E	13E	
000568.SZ	泸州老窖	48.41	2.01	2.83	3.66	24.1	17.1	13.2	强烈推荐
000858.SZ	五粮液	39.20	1.68	2.08	2.56	23.3	18.9	15.3	强烈推荐
600519.SH	贵州茅台	213.30	7.51	9.85	12.49	28.4	21.7	17.1	强烈推荐
600809.SH	山西汾酒	86.82	2.33	3.37	4.65	37.3	25.7	18.7	强烈推荐
000869.SZ	张裕A	117.93	3.68	4.60	5.74	32.1	25.6	20.5	强烈推荐
000895.SZ	双汇发展	74.25	1.86	3.56	-	39.9	20.9	-	强烈推荐
002385.SZ	大北农	39.11	1.25	1.65	2.21	31.3	23.7	17.7	强烈推荐
600600.SH	青岛啤酒	38.65	1.35	1.63	1.96	28.6	23.7	19.7	推荐
600887.SH	伊利股份	20.97	0.92	1.12	1.38	22.8	18.7	15.2	推荐
			2.51	3.41	3.85	29.7	21.8	17.2	

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,017	5,101	6,835	9,017	净利润	602	1,228	1,779	2,450
YoY	40.7%	69.1%	34.0%	31.9%	折旧摊销	38	45	46	47
营业成本	706	1,057	1,287	1,613	营运资金投资	145	-661	-49	-106
毛利率	76.6%	79.3%	81.2%	82.1%	经营活动现金净流量	815	715	1,848	2,482
营业税金及附加	513	873	1,170	1,543	资本开支	-119	-60	-57	-59
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-185	-60	-57	-59
销售费用	581	1,020	1,367	1,803	债务融资	0	0	0	0
管理费用	304	396	475	570	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-4	-6	-12	-19	支付红利	-216	-216	-504	-731
投资净收益	0	0	0	0	融资活动现金净流量	-246	-256	-210	-493
营业利润	889	1,762	2,548	3,507	当年现金净流量	374	445	1,298	1,711
加：营业外收入	3	3	3	3					
减：营业外支出	25	10	10	10					
利润总额	867	1,755	2,541	3,500					
减：所得税	265	526	762	1,050					
净利润	602	1,228	1,779	2,450					
减：少数股东损益	107	219	317	437					
归属母公司所有者净利	494	1,009	1,461	2,012					
YoY	39.3%	104.0%	44.8%	37.7%					
销售净利率	16.4%	19.8%	21.4%	22.3%					
EPS（当年股本）	1.14	2.33	3.37	4.65					
EPS（最新股本摊薄）	1.14	2.33	3.37	4.65					

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,081	1,526	2,824	4,536
应收款项	505	953	1,240	1,610
预付款项	223	153	231	344
存货	1,016	1,688	1,946	2,445
其他流动资产	10	23	30	37
流动资产合计	2,835	4,344	6,271	8,971
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	554	569	580	591
无形资产	28	29	29	29
其他非流动资产	34	29	31	30
非流动资产合计	621	632	645	656
资产总计	3,456	4,976	6,916	9,627
短期借款	0	0	0	0
应付款项	181	216	300	373
预收款项	803	743	1,189	1,761
应付股利	7	511	737	1,013
其他流动负债	406	939	1,075	1,422
流动负债合计	1,396	2,409	3,301	4,569
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,396	2,409	3,301	4,569
归属母公司所有者权益	1,927	2,215	2,945	3,951
其中：实收资本	433	433	433	433
少数股东权益	133	352	670	1,107
股东权益合计	2,060	2,567	3,615	5,058
负债及股东权益总计	3,456	4,976	6,916	9,627

重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E
估值				
PE(P=86.82)	76.0	37.3	25.7	18.7
PEG	1.3	1.8	2.0	3.8
PB	19.5	17.0	12.8	9.5
PS	12.5	7.4	5.5	4.2
EV/EBITDA	40.4	20.8	14.6	10.8
股息收益率	0.6%	1.3%	1.9%	2.7%
经营回报率				
ROE	27.7%	48.7%	56.6%	58.4%
ROA	20.6%	29.1%	29.9%	29.5%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	40.4%	48.4%	47.7%	47.5%
速动比率	1.3	1.1	1.3	1.4
运营效率				
存货周转率	0.8	0.8	0.7	0.7
流动资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.2
固定资产周转率	5.9	9.1	11.9	15.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257