

山西汾酒 (600809.sh)

上半年业绩加速增长，未来成长逻辑清晰

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 月实现销售收入增长 79.9%，保持了较快的增速，呈现出加速增长的态势。(2) 分品种看，**预计 2011 年上半年青花瓷、20 年汾酒分别销售 1300 吨、2000 吨左右**，增速较快、收入占比持续提升。配置酒收入增长 147%，预计 2011 年竹叶青销售可以突破 4 亿。(3) 上半年省外市场收入增幅高于省内，省外市场收入占比达到 37%，同比增长 110%。

(4) 上半年毛利率同比变化不大，**销售费用率和管理费用率下降**，其中**广告费用同比仅增长 47%、低于销售收入增幅**，因此利润增幅高于销售收入。预计未来几年随着收入规模的扩大，销售费用率和管理费用率仍可以保持下降的趋势。(5) **预计 2011 年全年收入、利润继续超越市场预期**的可能性较大。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。(6) 我们认为**汾酒未来 3 年的成长逻辑清晰**：华北地区是汾酒的传统消费区域，华北地区市场占有率持续提高，同时华北地区经济快速发展白酒市场容量扩大；销售费用投入还处于高位，未来随着规模的扩大，费用率有望出现拐点。

盈利预测与投资评级

预计 2011-2013 年实现每股收益 2.18、3.23、4.41 元，继续给予公司“买入”的投资评级。

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	5035.92	6885.55	8903.66
增长率	35.27%	40.74%	66.94%	36.73%	29.31%
EBITDA(百万元)	708.97	952.36	1631.41	2376.17	3223.69
净利润(百万元)	354.99	494.49	942.08	1398.95	1908.80
增长率	44.79%	39.30%	90.52%	48.50%	36.45%
每股收益(元)	0.82	1.14	2.18	3.23	4.41
市盈率	52.36	60.00	39.98	26.92	19.73
市净率	11.27	15.40	14.93	11.51	8.73
EV/EBITDA	25.22	30.02	21.97	14.65	10.39

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) 86.82
目标价格(元) 113.00
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	12.32%	23.24%	62.16%
沪深300	-6.74%	-6.72%	2.18%

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

	2010 中报	2011 中报	同比	点评
利润表				
营业收入	1609	2895	79.9%	销售收入保持了较快的增速，呈现出加速增长的态势。预计 2011 年上半年青花瓷、20 年汾酒分别销售 1300 吨、2000 吨，增速较快、收入占比持续提升。配置酒收入增长 147%。省外市场收入增幅高于省内，省外市场收入占比达到 37%，同比增长 110%。
资产减值损失	0	17	7320%	
营业利润	540	1038	92.1%	
利润总额	527	1021	93.9%	
归属于母公司所有者净利润	334	659	97.2%	毛利率同比变化不大，销售费用率和管理费用率下降，其中广告费用同比仅增长 47%、低于销售收入增幅，因此利润增幅高于销售收入。预计未来几年随着收入规模的扩大，销售费用率和管理费用率仍可以保持下降的趋势。
分区域销售收入	2010 中报	2011 中报	同比	
省内	1095	1835	67.6%	
省外	503	1060	110.7%	
分产品销售收入	2010 中报	2011 中报	同比	
白酒	1498	2648	76.8%	配置酒收入增幅较大、毛利率大幅提升，预计 2011 年竹叶青销售可以突破 4 亿。
配制酒	100	247	146.6%	
	2010 二季	2011 二季	同比	点评
利润表				
营业收入	577	1022	77.3%	2 季度销售费用率同比大幅下降，因此利润增幅高于 1 季度。
营业利润	143	310	116.4%	
归属于母公司所有者净利润	74	153	107.4%	

数据来源：广发证券发展研究中心

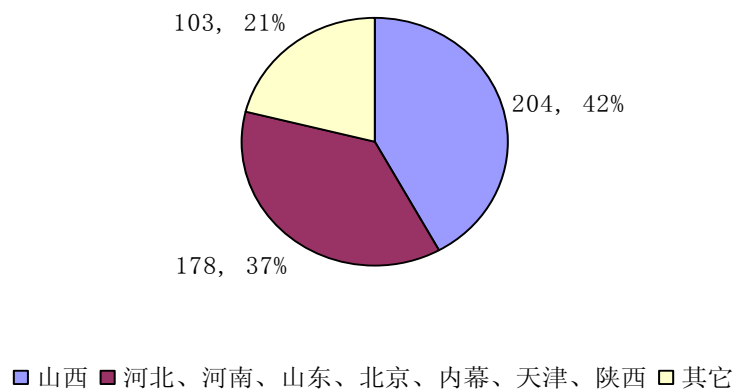
表 2：山西汾酒 2011 年中期财务指标

	2010 中报	2011 中报
同比增长率		
营业收入增长率	47.0%	79.9%
营业利润增长率	34.5%	92.1%
利润总额增长率	32.3%	93.9%
净利润增长率	44.9%	97.2%

盈利能力		
销售毛利率	75.8%	75.7%
销售净利率	24.3%	26.6%
营业费用率	19.5%	18.1%
管理费用率	6.8%	4.8%
毛利率		
分区域		
省内	81.0%	75.7%
省外	64.6%	75.7%
分产品		
白酒	76.9%	76.2%
配制酒	60.1%	70.5%

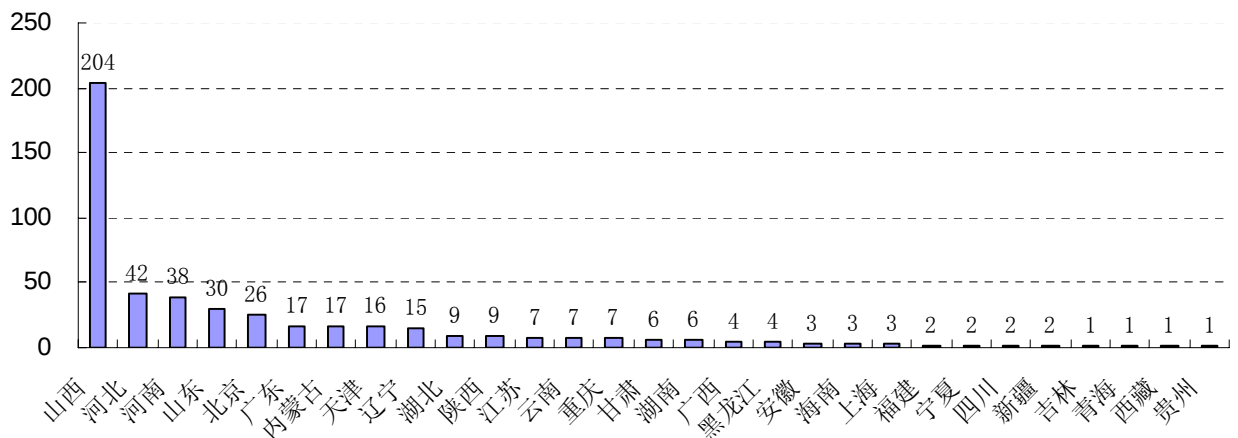
数据来源：广发证券发展研究中心

图 1：汾酒各地专卖店数量和构成比例



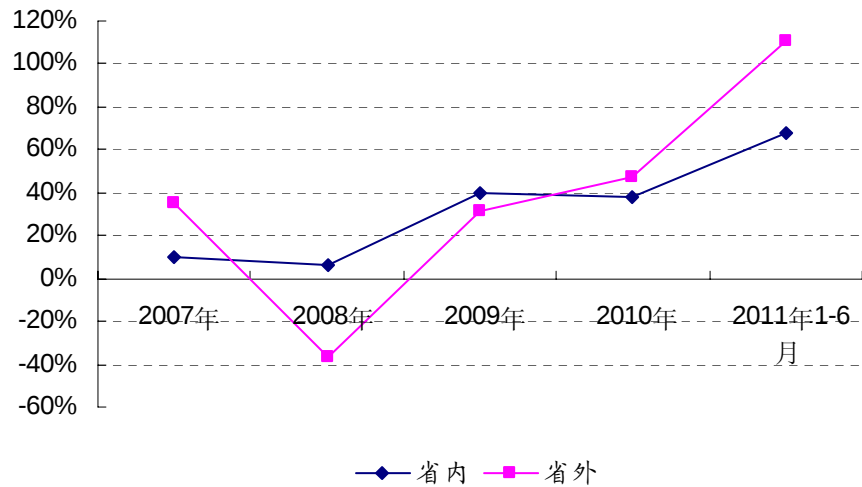
数据来源：广发证券发展研究中心

图 2：汾酒各地专卖店数量



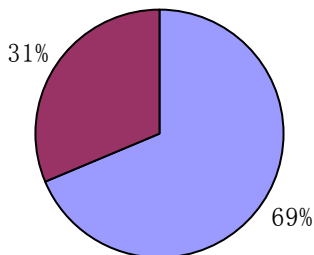
数据来源：广发证券发展研究中心

图 3：山西汾酒省内外收入增速 2006年-2011年1-6月



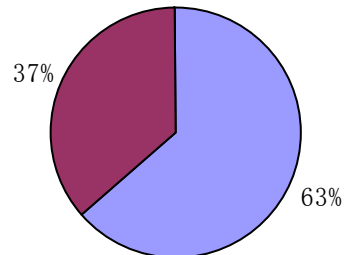
数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

图 4：2010年1-6月山西汾酒分区域占比



■ 省内 ■ 省外

图 5：2011年1-6月山西汾酒分区域占比



■ 省内 ■ 省外

数据来源：广发证券发展研究中心

图 6：杏花村汾酒销售公司净利润

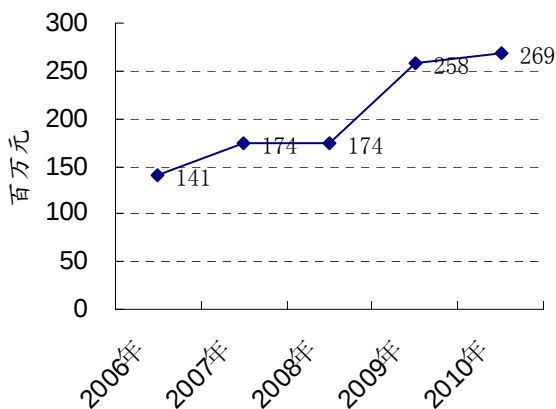
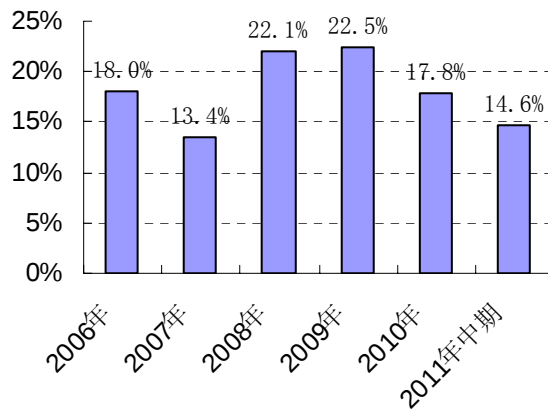
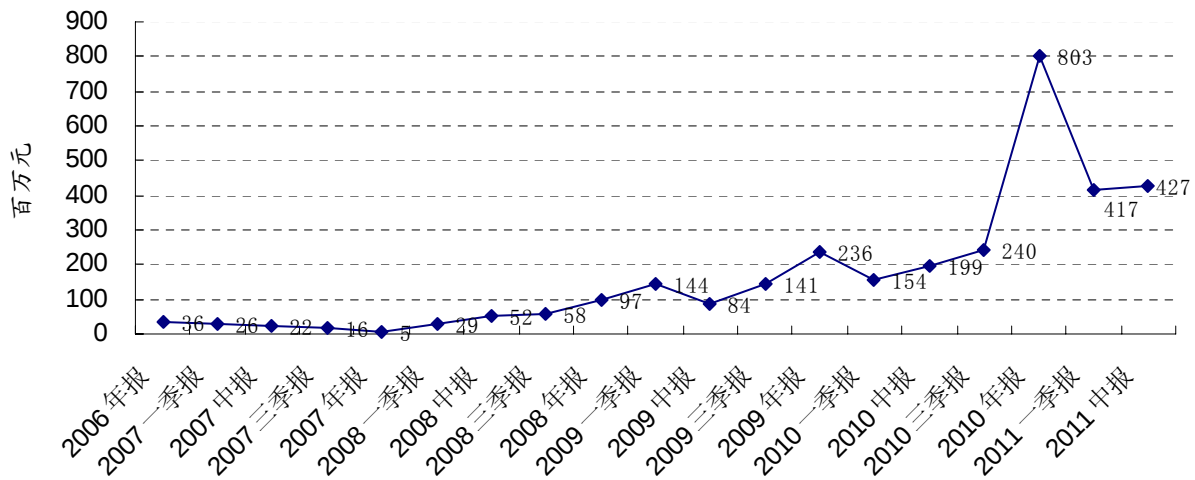


图 7：少数股东损益占净利润的比重



数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

图 8：山西汾酒预收款项



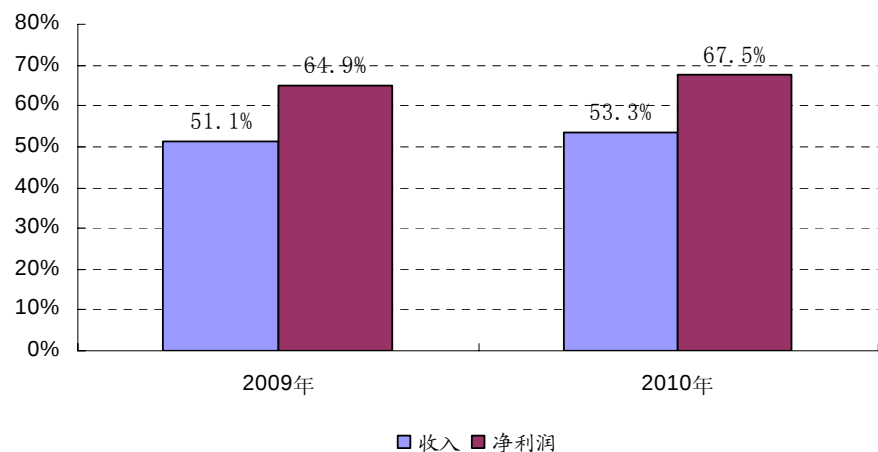
数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

表 3：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 9：09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 10：山西汾酒高端产品青花瓷和国藏汾酒



数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

表 4：销售费用构成情况 单位：百万元

项目	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	同比
工资	19.1	49.5	159.8%
福利费	0.2	0.2	-32.2%
业务费	0.6	0.6	-4.5%
运输费	13.4	25.5	90.4%
包装费	0.6	0.0	-94.9%
保险费	0.0	0.2	
展览费	1.2	0.6	-45.5%
广告费	186.8	275.1	47.3%
差旅费	3.1	8.2	166.9%
租赁费	4.8	7.7	61.2%
其他	83.3	157.3	88.8%
合计	313.1	525.0	67.7%

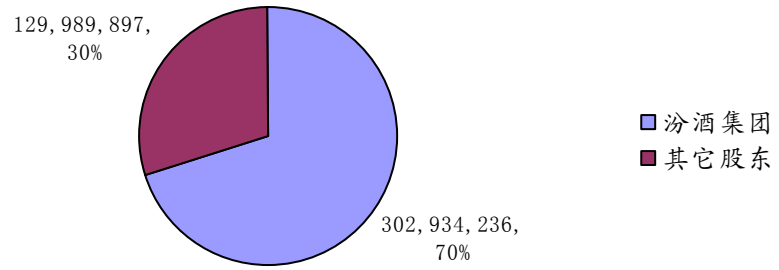
数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

表 5：：全国与山西白酒行业收入、利润增速对比

	全国		山西	
	销售收入	利润总额	销售收入	利润总额
2008/11	29.9%	36.8%	15.6%	-33.5%
2009/11	30.5%	25.7%	22.3%	105.2%
2010/11	31.0%	34.1%	46.1%	62.9%
2011/06	38.1%	42.1%	45.8%	68.5%

数据来源：广发证券发展研究中心

图 11：汾酒股权结构



数据来源：广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

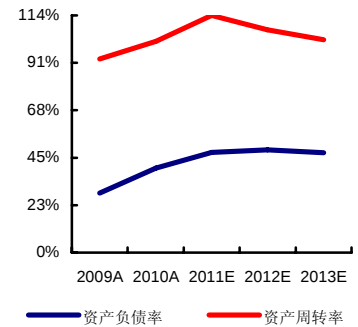
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,976	2,835	4,666	6,600	8,927
货币资金	708	1,081	1,818	2,856	4,162
应收及预付	461	738	1,382	1,861	2,392
存货	808	1,016	1,466	1,883	2,374
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	532	621	751	906	1,044
长期股权投资	5	5	1	1	1
固定资产	465	436	590	726	844
在建工程	9	118	138	158	178
无形资产	30	28	23	22	21
其他长期资产	25	34	0	0	0
资产总计	2,509	3,456	5,417	7,506	9,971
流动负债	716	1,396	2,595	3,688	4,773
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	716	1,396	2,595	3,688	4,773
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	716	1,396	2,595	3,688	4,773
股本	433	433	433	433	433
资本公积	298	298	298	298	298
留存收益	918	1,196	1,792	2,541	3,584
归属母公司股东权益	1,649	1,927	2,522	3,272	4,315
少数股东权益	144	133	299	546	883
负债和股东权益	2,509	3,456	5,417	7,506	9,971

利润表

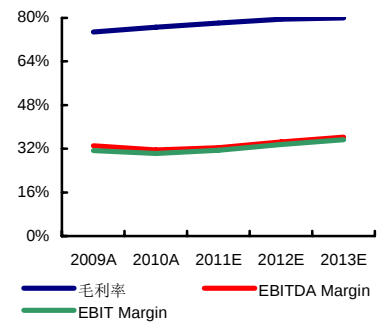
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2143	3017	5036	6886	8904
营业成本	539	706	1100	1414	1782
营业税金及附加	368	513	841	1164	1487
销售费用	364	581	1108	1446	1781
管理费用	202	304	403	551	712
财务费用	-2	-4	-5	-5	-5
资产减值损失	2	27	28	10	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	671	889	1561	2306	3139
营业外收入	1	3	3	0	0
营业外支出	10	25	24	20	20
利润总额	662	867	1539	2286	3119
所得税	204	265	431	640	873
净利润	458	602	1108	1646	2246
少数股东损益	103	107	166	247	337
归属母公司净利润	355	494	942	1399	1909
EBITDA	709	952	1631	2376	3224
EPS (元)	0.82	1.14	2.18	3.23	4.41

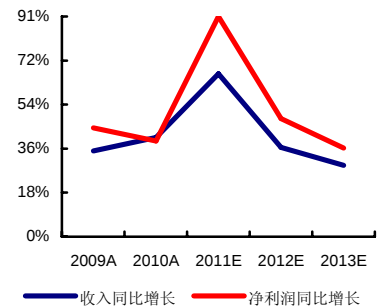
资产负债率趋势



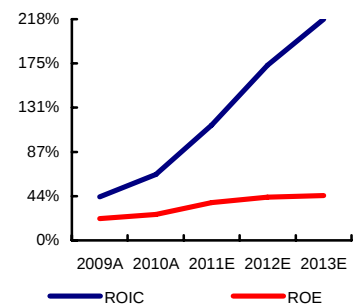
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

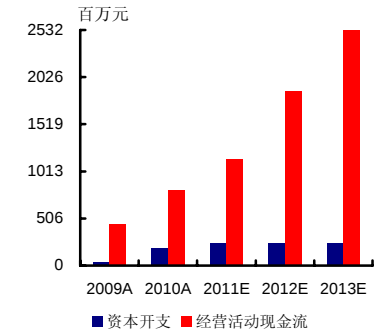
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	448	815	976	1,624	2,195
净利润	458	602	1,108	1,646	2,246
折旧摊销	38	40	48	65	82
营运资金变动	-52	151	-262	-117	-160
其它	4	21	82	30	27
投资活动现金流	-37	-185	-232	-240	-240
资本支出	-37	-185	-236	-240	-240
投资变动	0	0	4	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-246	-256	-7	-346	-649
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	2	0	0	0
其他	-246	-258	-7	-346	-649
现金净增加额	165	374	737	1,037	1,306
期初现金余额	542	708	1,081	1,818	2,856
期末现金余额	708	1,081	1,818	2,856	4,162

主要财务比率

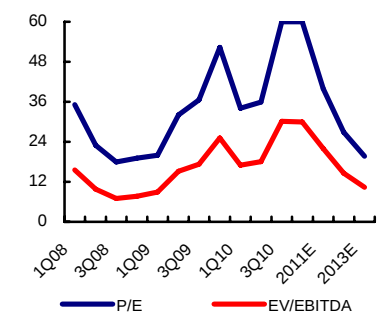
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	35.3%	40.7%	66.9%	36.7%	29.3%
营业利润	38.0%	32.6%	75.5%	47.8%	36.1%
归属于母公司净利润	44.8%	39.3%	90.5%	48.5%	36.4%
获利能力					
毛利率	74.9%	76.6%	78.2%	79.5%	80.0%
净利率	21.4%	20.0%	22.0%	23.9%	25.2%
ROE	21.5%	25.7%	37.3%	42.8%	44.2%
ROIC	43.0%	65.0%	113.7%	173.0%	218.4%
偿债能力					
资产负债率	28.6%	40.4%	47.9%	49.1%	47.9%
净负债比率	-39.5%	-52.5%	-64.4%	-74.8%	-80.1%
流动比率	2.76	2.03	1.80	1.79	1.87
速动比率	1.57	1.14	1.10	1.16	1.26
营运能力					
总资产周转率	0.93	1.01	1.14	1.07	1.02
应收账款周转率	50.97	85.33	23.18	23.18	23.18
存货周转率	0.72	0.77	0.75	0.75	0.75
每股指标 (元)					
每股收益	0.82	1.14	2.18	3.23	4.41
每股经营现金流	1.04	1.88	2.25	3.75	5.07
每股净资产	3.81	4.45	5.83	7.56	9.97
估值比率					
P/E	52.4	60.0	40.0	26.9	19.7
P/B	11.3	15.4	14.9	11.5	8.7
EV/EBITDA	25.2	30.0	22.0	14.6	10.4

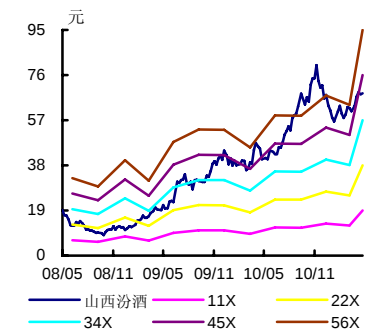
资本支出与经营活动现金流



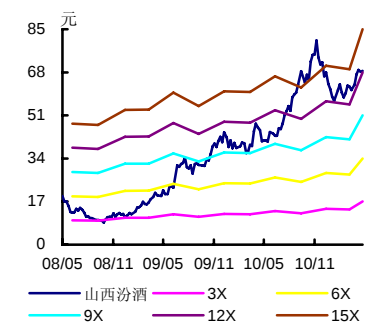
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

山西汾酒(600809.sh)_公告点评	汤伟亮	2011-07-10
山西汾酒(600809.sh)_公司跟踪研究报告	汤伟亮	2011-05-12
山西汾酒(600809.sh)_年报点评	汤伟亮	2011-04-12

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。