

高增长持续，维持“强烈推荐”

——山西汾酒（600809）2011年中报点评

要点：

- 去年业绩大幅增长主要受益于调整产品结构和开拓省外市场。公司实现营业收入30.17亿元，同比增长40.74%；净利润4.94亿元，同比增长39.30%。

虽然销量增速仅在10%左右，但以青花汾为代表的高端白酒销量增速在20%以上，中端为15%左右，低端在下降（青花汾、老白汾、玻汾销量约为1300、9000、5000吨，竹叶青接近3000吨；2009年，青花汾、老白汾约为1000、8500吨，玻汾超过6000吨，竹叶青约为2900吨）。

在省外市场，公司实现销售收入10.79亿元，同比增长46.87%，与上年相比，增加15.41个百分点，而省内市场增速出现下降，份额降至64.22%。

- 今年全年营业收入计划预计被上调至45亿元以上。上半年，公司实现营业收入28.95亿元，同比增长79.89%；净利润6.59亿元，同比增长97.21%。

营业收入增速和净利润增速在1、2季度波动不大。1季度贡献上半年营业收入的64.68%，净利润的76.84%。

业绩高速增长的主要原因在于：一是青花汾销量接近去年全年水平，老白汾销量约为10000吨，超出去年全年水平；二是在省外市场，公司实现销售收入10.6亿元，同比增长110.72%，省内市场份额进一步降至63.37%。8个省/市（北京、河北、河南、山东、陕西、内蒙、天津和广东）的销售收入过亿元，而去年全年过亿元的省/市只有4个。

新品铺货和1季度提价预期导致经销商囤货也是业绩大幅增长的原因之一。另外，预收帐款在去年末大幅增长240.92%，达到8.03亿元，上半年末降至4.27亿元（但同比增幅仍然达到114.99%，因此不能说明销售势头衰退），按22.75%的销售净利率，贡献0.86亿元的净利润，占比为13.05%。

原计划在今年增加10个亿左右的营业收入，上半年已经完成70%，在销售局面持续火爆的背景下，公司有望上调全年计划至45亿元以上。

报告日期：2011年8月16日

分析师

王萍

☎0755-83515609 ✉ wangp@cgws.com

执业证书编号：S1070209040318

投资评级：强烈推荐（维持）

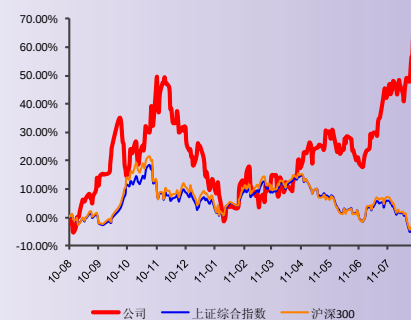
市场数据

总市值(亿元)	375.86
流通市值(亿元)	375.86
总股本(万股)	43292.41
流通股本(万股)	43292.41
12个月最高/最低(元)	88.9/51.41
十大流通股(%)	77.39
股东总数	17266

盈利预测

单位：万元	2010A	2011E	2012E
营业收入	301663	476663	651662
(+/-%)	40.74%	58.01%	36.71%
净利润	49449	86936	122833
(+/-%)	39.30%	75.81%	41.29%
摊薄每股收益	1.14	2.01	2.84
PE	76.01	43.23	30.60

股价表现图



相关报告

营销体制变革给公司带来活力，2011.4.12，强烈推荐

复兴之路仍在继续，2011.4.25，强烈推荐

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。



- **营销投入显计划性，业绩波幅或将收窄。**去年前三季度，公司实现净利润53697.2万元，同比增长46.63%。四季度，虽然营业收入增长加速，但由于营业总成本上升更快（许多营销工作是通过中介做的，再加上慰问部队、对经销商进行兑现等），净利润为-4248.17万元，同比下降262.75%，拖累全年。

今年上半年，期间费用增速低于营业收入，其中2季度是销售淡季，期间费用增速仅为12.37%。总体来说，公司开始全面预算管理，力争在销售旺季多承担营销投入，业绩波幅或将收窄。

- **处于助跑阶段，营销投入高增长持续。**去年，销售费用率为19.28%，同比增加2.3个百分点。

今年上半年，销售费用率18.14%，同比减少1.32个百分点，但公司战略明确，未来2-3年，都处于规模扩张期，营销投入高增长是正常的（今年，仅在央视广告上，投入2.3-2.4亿元），销售费用率降下来的可能性不大。

- **维持“强烈推荐”投资评级。**营销体制变革给公司带来活力，营业收入达到100亿元预计提前实现，上调2011-2013年EPS 至2.01、2.84、3.77元，对应最新收盘价，PE为43.23、30.6、23.03X，维持“强烈推荐”投资评级。

利润表（万元）					主要财务指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	301663	476663	651662	826662	成长性				
营业成本	70615	109632	143366	173599	营业收入增长	40.74%	58.01%	36.71%	26.85%
销售费用	58148	91881	125613	159346	营业成本增长	31.07%	55.25%	30.77%	21.09%
管理费用	30432	48086	65740	83395	营业利润增长	32.57%	65.27%	41.29%	31.03%
财务费用	-444	-921	-1470	-2270	利润总额增长	30.93%	69.57%	41.29%	31.03%
投资净收益	16	0	0	0	净利润增长	39.30%	75.81%	41.29%	32.85%
营业利润	88933	146978	207667	272106	盈利能力				
营业外收支	-2256	0	0	0	毛利率	76.59%	77.00%	78.00%	79.00%
利润总额	86677	146978	207667	272106	销售净利率	16.39%	18.24%	18.85%	19.74%
所得税	26484	41154	58147	73469	ROE	24.01%	27.88%	26.63%	24.73%
少数股东损益	10743	18888	26687	35454	ROIC	49.98%	68.53%	69.61%	70.08%
净利润	49449	86936	122833	163184	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	19.28%	19.28%	19.28%	19.28%
流动资产	283456	447943	639105	864995	管理费用/营业收入	10.09%	10.09%	10.09%	10.09%
货币资金	108110	174292	276415	419404	财务费用/营业收入	-0.15%	-0.19%	-0.23%	-0.27%
应收帐款	2574	4067	5560	7053	投资收益/营业利润	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	47904	75694	103484	131274	所得税/利润总额	30.56%	28.00%	28.00%	27.00%
存货	101585	157714	206242	249735	应收帐款周转率	90.85	99.03	103.33	11.59
非流动资产	62125	82822	116101	160830	存货周转率	0.54	0.60	0.63	0.57
固定资产	55447	76343	109821	154749	流动资产周转率	0.82	0.88	0.87	0.72
资产总计	345581	530765	755207	1025826	总资产周转率	0.69	0.74	0.73	0.61
流动负债	139619	218979	293901	365882	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	40.40%	41.26%	38.92%	35.67%
应付款项	18069	28053	36685	44421	流动比率	2.03	2.05	2.17	2.36
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	1.30	1.33	1.47	1.68
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	139619	218979	293901	365882	EPS	1.14	2.01	2.84	3.77
股东权益	205962	311786	461306	659943	每股净资产	4.76	7.20	10.66	15.24
股本	43292	43292	43292	43292	每股经营现金流	1.88	2.13	3.31	4.60
留存收益	149369	236306	359139	522322	每股经营现金/EPS	1.65	1.06	1.17	1.22
少数股东权益	13300	32188	58875	94329	估值				
负债和权益总计	345581	530765	755207	1025826	PE	76.01	43.23	30.60	23.03
现金流量表（万元）					PEG	1.56	1.17	0.93	-
经营活动现金流	81477	92213	143255	199221	PB	18.25	12.06	8.15	5.70
其中营运资本减少	19509	-18945	-14117	-10919	EV/EBITDA	39.47	24.83	17.56	13.36
投资活动现金流	-18522	-26031	-41132	-56232	EV/SALES	12.46	7.89	5.77	4.55
其中资本支出	-18496	-26031	-41132	-56232	EV/IC	29.96	20.72	15.33	11.85
融资活动现金流	-25603	0	0	0	ROIC/WACC	4.07	5.58	5.66	5.70
净现金总变化	37352	66182	102123	142989	REP	7.36	3.72	2.71	2.08

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍及承诺:

王 萍: 中国科学技术大学经济学硕士, 07年加入长城证券, 08年任农业和食品饮料行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明:

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650
网址：<http://www.cgws.com>