

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2011年8月16日

市场数据：2011年8月15日

收盘价（元）	86.82
一年内最高/最低（元）	89.97/50.0
市净率	15.9
市盈率	42.6
流通A股市值（百万元）	37,586

基础数据：2011年6月30日

每股收益（元）	1.52
营业收入（百万元）	1,037.85
净利润（百万元）	658.63
总股本/流通A股（百万）	432/432

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

山西汾酒 (600809)

买入

省外增长步伐加快，竹叶青运作成效初显

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	3,017	40.7	494	39.3	1.14	20.0	29.2	76.0
2011E	4,577	51.7	883	78.6	2.04	23.5	39.7	42.6
2012E	6,157	34.5	1,254	42.1	2.90	24.8	42.2	30.0
2013E	8,213	33.4	1,758	40.1	4.06	26.1	43.6	21.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩基本符合预期。**2011年上半年公司共实现销售收入103,785.4万元，同比增长92.1%；实现归属于上市公司股东净利润65,862.52万元，同比增长97.21%；每股收益1.52元。

● **省外增长步伐加快，占比份额大幅提升。**上半年受青花瓷、老白汾价升量增的强力带动，公司增长迅速，尤其是省外市场增长步伐加快，上半年已实现销售收入10亿元，比上年同期增长110.72%，几近2010年全年水平。受省外销售快速增长推动，省外市场销售份额大幅提升，已突破原有的3:7模式，逐步向4:6模式迈进。未来，省外市场将是公司增长的重中之重，高增长态势应将持续。

● **竹叶青运作成效初显，结构升级效果显著。**2010年底公司开始独立动作竹叶青酒，目前成效初显，广州、福建等省份增长迅速，上半年实现收入2.46亿元，比上年同期翻了1.5倍。国酿、特酿、精酿等中高端新品竹叶青的推出带动竹叶青酒结构升级，销售毛利率提升至70.46%，比上年提升10.38个百分点。未来，竹叶青酒仍存较大提升空间，相关保健酒生态园建设项目正逐步推进。

● **费用率低于上年同期，下半年上行概率较大。**上半年公司销售管理费用率分别为18.14%和4.81%，均低于上年水平，预计下半年经销商返点等费用计提带来费用提升将逐步显现，费用上行概率较大，不过公司已着手调整费用计提时点问题，单季亏损可能较低。

● **投资建议：**山西汾酒正处快速发展期，我们预计公司2011-2013年的EPS分别为2.04、2.90、4.06元，对应动态市盈率分别为42.6、30.0、21.4倍，长期维持“买入”评级。

● **风险提示：**省外市场具有不确定性；市场开拓期费用率或居高不下。

表 1：山西汾酒单季利润表

单位：百万元	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	同比变化
一、营业总收入	612	436	1,033	577	783	624	1,872	1,022	77.29
营业收入	612	436	1,033	577	783	624	1,872	1,022	77.29
二、营业总成本	376	404	636	433	450	608	1,145	712	64.37
营业成本	156	93	265	125	170	146	454	250	99.72
营业税金及附加	90	94	150	108	104	151	251	224	107.82
销售费用	83	132	173	140	87	182	367	158	12.53
管理费用	47	86	48	61	79	116	70	69	13.13
财务费用	-1	-0	-1	-0	-1	-1	-2	-1	182.61
资产减值损失	0	-0	1	-0	12	15	4	13	
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	
四、营业利润	237	32	397	143	333	16	728	310	116.40
加：营业外收入	0	1	1	1	0	1	1	0	(29.01)
减：营业外支出	3	3	10	6	4	6	10	9	56.60
五、利润总额	234	30	388	138	329	11	719	302	118.07
减：所得税	58	40	84	51	73	57	140	110	115.07
六、净利润	176	-11	304	87	257	-46	579	192	119.81
减：少数股东损益	40	1	43	14	54	-4	73	40	185.19
归属于母公司所有者净利润	136	-12	260	74	203	-42	506	153	(107.41)
七、每股收益：	0.31	-0.03	0.60	0.17	0.47	-0.10	1.17	0.35	(107.41)
收入增长率(%)	13.80	-4.89	68.41	19.67	27.93	43.10	81.34	77.29	57.62
毛利率(%)	74.56	78.76	74.35	78.34	78.25	76.60	75.73	75.60	(2.74)
营业利润率(%)	38.70	7.35	38.45	24.84	42.55	2.51	38.87	30.32	5.48
净利率(%)	28.75	-2.42	29.43	15.17	32.75	-7.37	30.92	18.81	3.64
销售费用率(%)	13.54	30.31	16.76	24.30	11.04	29.14	19.62	15.42	(8.87)
管理费用率(%)	7.73	19.67	4.67	10.62	10.09	18.56	3.73	6.77	(3.84)
归属于母公司净利润增长率(%)	-0.88	-125.56	67.11	-1.45	49.01	-262.75	94.33	107.41	108.85

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	3,016.63	4,576.56	6,156.92	8,213.21
营业收入	3,016.63	4,576.56	6,156.92	8,213.21
二、营业总成本	2,127.46	3,036.25	3,970.65	5,151.14
营业成本	706.15	937.90	1,147.70	1,385.38
营业税金及附加	512.66	755.13	1,015.89	1,355.18
销售费用	581.48	915.31	1,231.38	1,642.64
管理费用	304.32	434.77	584.91	780.25
财务费用	-4.44	-6.86	-9.24	-12.32
资产减值损失	27.28	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.16	0.10	0.10	0.10
投资净收益	0.16	0.10	0.10	0.10
四、营业利润	889.33	1,540.40	2,186.37	3,062.17
加：营业外收入	2.78	1.00	1.00	1.00
减：营业外支出	25.33	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	866.77	1,535.40	2,181.37	3,057.17
减：所得税	264.84	460.62	654.41	917.15
六、净利润	601.92	1,074.78	1,526.96	2,140.02
减：少数股东损益	107.43	191.85	272.56	381.99
归属于母公司所有者的净利润	494.49	882.93	1,254.40	1,758.02
七、每股收益：	1.14	2.04	2.90	4.06
净利润增长率(%)	39.30	78.55	42.07	40.15

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。