

公司评级

谨慎推荐(维持)

公司近一年走势



相关报告

《通胀升级 酒香四溢——食品饮料 2011 年投资策略》

2010 年 12 月 30 日

《啤酒迎夏余热雨 白酒中报有惊喜》

2010 年 7 月 28 日

《寻找确定性——食品农业 2011 年中期投资策略》

2011 年 6 月 30 日

研发部

分析师：冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

产品结构升级明显 业绩高增有望持续

——山西汾酒（600809）半年报点评

事件：

公司公布 2011 年半年报。

点评：

- **业绩概况：完成全年目标的 70%。**2011 年 1-6 月，公司实现营业收入 28.95 亿元，同比增长 79.89%；归属于上市公司股东的净利润 6.59 亿元，同比增长 97.21%；每股收益 1.52 元。公司上半年业绩完成了全年目标的 70%左右。
- **二季度淡季不淡，产品结构升级明显。**二季度淡季，公司收入和净利润增速分别为 77.3%和 107.4%，呈现淡季不淡的状况。估计公司上半年完成青花瓷销售 1300 多吨，老白汾酒 1 万吨以上，其中又以 30 年青花瓷和 20 年老白汾为主，加上 3 月份的提价，产品结构升级明显。
- **公司省外市场拓展顺利，省内外结构更加合理。**报告期内省外市场收入 10.6 亿元，同比增长 110.72%，收入占比达 37%，基本达到公司省内外 6:4 的目标。预计未来省外市场的销售占比将逐步增大，2012 年省内外收入比达 5:5，2013 年实现 4:6，未来有望达到 3:7。
- **毛利率持平，费用率下降。**报告期内，公司毛利率基本持平，为 75.68%；期间费用率下降 3.32 个百分点，为 22.83%，其中，销售费用率下降 1.32 个百分点，管理费用率下降 2 个百分点。我们认为，公司目前处于市场开拓期，费用率后续有望高企维持在 20%以上。

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,017	4,685	6,486	8,690
(+/-)	40.74%	55.30%	38.46%	33.97%
营业利润	889	1,487	2,139	2,880
(+/-)	32.57%	67.15%	43.87%	34.65%
归属于母公司的净利润	494	931	1,358	1,829
(+/-)	39.30%	88.31%	45.87%	34.65%
每股收益（元）	1.14	2.15	3.14	4.22
市盈率（倍）	75	40	27	20

➤ **银基合作运行高端，提升品牌形象。**5月初，公司与银基集团签订经销合同，由银基担任 55° 40 年青花汾酒和 55° 经典国藏汾酒全球总经销商。与银基合作，有利于提升公司品牌形象，短期内 40 年青花瓷有望贡献部分业绩。

➤ **看点：产品线清晰+清香型优势+保健酒蓝海+营销改革**

我们认为，公司未来发展将是清香型鼻祖逐步复苏的过程，而我们看好这个过程。主要原因如下：

- (1) **公司产品线清晰。**公司产品包括青花瓷系列（30 年、40 年）、老白汾系列（10 年、20 年和国藏）、保健酒（竹叶青、白玉汾酒、玫瑰汾酒）和玻汾。公司未来主要靠 30 年青花瓷和 20 年老白汾提升销量。
 - (2) **多香并举下的香型优势。**我们认为，未来白酒消费将呈现多香并举的趋势，公司作为清香型白酒龙头，将受益于清香型白酒消费复苏。
 - (3) **保健酒是蓝海。**竹叶青是植物类养生概念的保健酒，是保健酒内唯一的中国名酒。公司竹叶青新品国酿、精酿和特酿已经开始铺货、保健酒园区项目也在积极筹建。我们看好保健酒的蓝海市场，与劲酒 30 亿元的收入规模相比，我们认为公司 2015 年的 15 亿元目标有望实现。
 - (4) **营销改革。**公司 2008 年以来启动营销体制改革，大力推进文化营销，强调汾酒的品质差异，营销体制改革推动公司业绩增长。
- **盈利预测和评级。**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 2.15 元、3.14 元和 4.22 元，以最新收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 40X、27X 和 20X，维持“谨慎推荐”的评级。
- **风险提示：**（1）食品安全的风险；（2）省外市场开拓的不确定性；（3）四季度费用摊销若超预期将影响业绩；（4）酒驾严格执行所带来的风险。

图表 1：公司各业务中期业绩

	收入（万元）	收入YOY（%）	毛利率	毛利率变动
白酒	264,814.69	76.77	76.17	减少0.75
配制酒	24,667.19	146.6	70.46	增加10.38

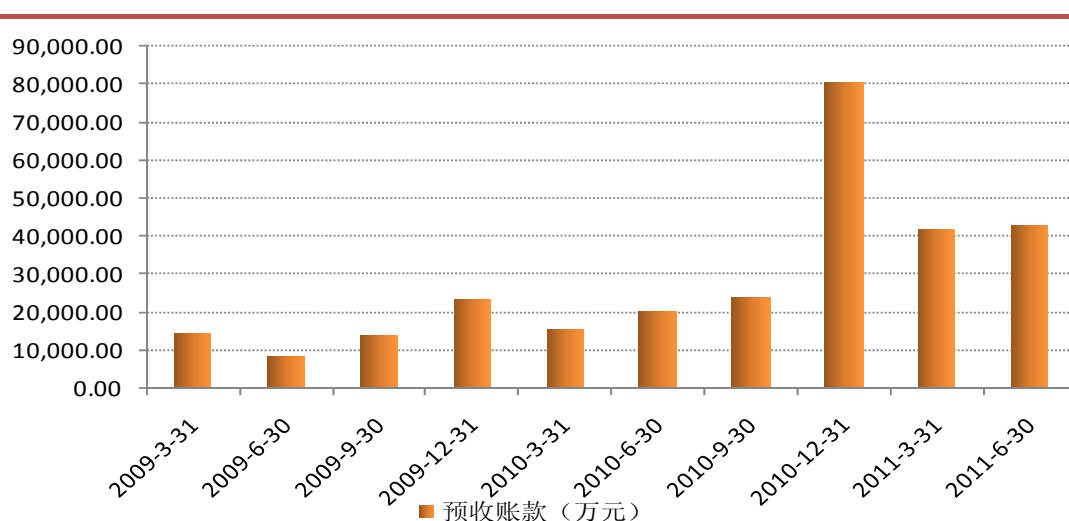
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：公司费用率变化

	2,008	2,009	2,010	2010年中期	2011年中期	中期变动
毛利率	76.47%	74.87%	76.59%	75.78%	75.68%	下降0.09个百分点
销售费用率	19.56%	16.98%	19.28%	19.46%	18.14%	下降1.32个百分点
管理费用率	9.43%	9.42%	10.09%	6.80%	4.81%	下降2个百分点
财务费用率	-0.04%	-0.09%	-0.15%	-0.11%	-0.11%	持平
期间费用率	28.95%	26.30%	29.22%	26.15%	22.83%	下降3.32个百分点

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：公司预收账款走势



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 4：公司盈利预测表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	214,345	301,663	468,480	648,645	869,021
增长率	35.27%	40.74%	55.30%	38.46%	33.97%
减：营业税金及附加	36,820	51,266	79,642	110,270	147,734
销售费用	36,388	58,148	89,011	123,243	165,114
管理费用	20,193	30,432	46,848	58,378	78,212
财务费用	(200)	(444)	(703)	(973)	(1,304)
期间费用率	26.30%	29.22%	28.85%	27.85%	27.85%
资产减值损失	201	2,728	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	17	16	0	0	0
营业利润	67,085	88,933	148,652	213,866	287,977
增长率(%)	38.03%	32.57%	67.15%	43.87%	34.65%
加：营业外收入	111	278	0	0	1
减：营业外支出	996	2,533	0	0	1
利润总额	66,200	86,677	148,652	213,866	287,977
增长率(%)	49.14%	30.93%	71.50%	43.87%	34.65%
利润率(%)	30.88%	28.73%	31.73%	32.97%	33.14%
减：所得税费用	20,409	26,484	41,623	57,744	77,754
实际税负比率(%)	30.83%	30.56%	28.00%	27.00%	27.00%
净利润	45,791	60,192	107,029	156,122	210,223
归属母公司所有者的净利润	35,499	49,449	93,116	135,826	182,894
增长率	44.79%	39.30%	88.31%	45.87%	34.65%
净利润率(%)	21.36%	19.95%	22.85%	24.07%	24.19%
少数股东损益	10,293	10,743	13,914	20,296	27,329
总股本(万股)	43,292	43,292	43,292	43,292	43,292
每股收益(元)	0.82	1.14	2.15	3.14	4.22

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。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。

中邮证券有限责任公司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。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。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。