

分析师：刘冉

执业证书编号：S0730511050002

021-50588666-8010

Lushi5132003@yahoo.com

中高端酒水销售拉动业绩高增长

——山西汾酒(600809) 2011 年中期报告点评

公司点评

买入（维持）

发布日期：2011 年 8 月 19 日

报告关键要素：

公司上半年业绩高增长，符合预期。业绩高增长主要由销量大幅增长所拉动。在中高端酒水消费旺盛的背景下，销量增长拉动公司收入、利润增长提速。

事件：

山西汾酒（600809）公布上半年业绩报告：公司上半年实现营业收入28.95亿元，同比增长79.89%；实现净利润6.59亿元，同比增长97.21%；EPS1.52元。

点评：

● **公司上半年业绩高增长主要由销量大幅增长所拉动。**在中高端酒水消费旺盛的背景下，销量增长拉动公司收入、利润增长提速。我们判断，公司上半年销售“青花”1300吨，全年销量可达2000吨以上；上半年销售“老白汾”8000吨，全年销量可达13000吨左右；上半年销售竹叶青3000吨，全年有望达到5000吨。三大产品系列今年销量有望同比增长40%-60%，另外从上半年的情况看，属于中高端的“青花30年”和“老白汾10年”销售最旺。

● **省内外市场销售收入均大幅增长。**省内市场实现收入18.35亿元，同比增长68%；省外市场实现收入10.60亿元，同比增长111%；省内外市场的收入贡献占比仍是6：4。公司在省内的深度分销已经成形，销售人员达到500余人，渠道下沉至县；公司在省内市场的持续发展空间仍然很大，在晋北市场还大有可为，同时深度分销还可再细化，预计未来2年公司在省内市场仍可保持50%以上的增长水平。由于基数比较低，公司在省外市场的销量增长连续翻番，目前8个核心省区的销售额都已破亿元，其中陕西和北京市场增长最快，预计两市场销售额今年可达到3亿元上下；目前省外市场有销售人员200余人，采取的还是传统分销模式。

● **2011 年上半年，公司净利润率提升显著。**上半年，公司白酒业务毛利率达76.17%，同比下滑0.75个百分点。公司在2011年3月份上调主打产品的出厂价格，在提价的前提下白酒毛利率仍然下滑，可能是因为成本价格上涨对低档酒的盈利影响较大。同期，公司费用率同比大幅下降3.32个百分点，其中销售费用率下降1.32个百分点，管理费用率下降1.99个百分点。2011年是公司追求“规模”+“效益”的起始年，预计公司会继续加强对费用尤其是销售费用的控制。在费用率下降的作用下，公司上半年净利润率大幅提升2.32个百分点。

● **投资评级：**公司的高速增长在未来两年内能够持续。预计2011、2012年每股收益为2.39元、3.16元，按照8月18日收盘价83.97元计，相应市盈率为35.13倍、26.57倍，考虑到公司未来两年的高成长性，维持对公司的“买入”评级。

● **风险提示：**公司产品销量下滑。

表1：盈利预测

	2010	2011E	2012E
营业收入（亿元）	30.17	40.16	51.11
增长比率（%）	40.74	33.10	27.27
净利润（亿元）	4.94	10.36	13.70
增长比率（%）	39.30	109.65	32.22
基本每股收益（元）	1.14	2.39	3.16
市盈率（倍）	73.66	35.13	26.57

注：以8月18日收盘价83.97元为准。

表2：市场和基础数据

市场数据（2011年08月18日）

收盘价（元）	83.97
一年内最高/最低（元）	89.97/55.80
沪深300	2834.25
市净率（倍）	15.35
流通市值（亿元）	363.53

基础数据（2011年06月30日）

每股净资产（元）	5.47
每股经营现金流（元）	1.81
毛利率（%）	75.68
净资产收益率（%）	27.80
资产负债率（%）	37.27
总股本/A股流通股（万股）	43292/43292
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。