

证券研究报告

食品饮料行业

强烈推荐（维持）

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

山西汾酒(600809)

蓄势待发只为 2012 年首季开门红

近日,我们调研了山西汾酒,主要观点如下:

- **2011 年全年超计划几成定局,正为 2012 年蓄势。**至 9 月中旬,汾酒省内、省外实现销售普遍完成或接近完成全年销售计划,我们认为,股份公司全年销售收入较年初 41 亿的计划增长约 10%至 45-46 亿元是大概率事件。同时,当前公司已对主要产品青花汾酒系列和老白汾二十年进行控量,尽管有控制市场价格的需要,也客观上将为 2012 年增长留出市场空间。
- **2012 年首季仍有能力开门红。**我们分析,受 2011 年末控量、1Q11 青花汾酒尚未提价、银基贸易交易等因素影响,汾酒 2012 年第 1 季度仍有能力实现开门红。根据往年经验,2012 年第 1 季度汾酒可能完成全年 40%的销售计划,我们估计股份公司销售收入可达约 27 亿元,较 1Q11 增长约 44%。
- **省内产品结构调整显著,省外大部分市场仍处于快速扩张之中。**2011 年,山西省内的特征主要是产品结构调整,中价位酒增长非常快,尤其是老白汾二十年(零售价约 270-300 元)同比增幅超过 100%,新品封坛十五年(零售价约 180)、醇柔老白汾(零售价 80-90)元也有不俗表现。至 9 月份,高档产品青花三十年渠道库存消化良好。山西省外,除陕西等此前发展较成熟区域,大部分市场仍处于快速扩张过程中,我们认为,通过增加经销商数量、扩张渠道等方法,2012 年大部分省区实现 60%以上增长是完全有可能的。
- **2012 年仍有机会,维持“强烈推荐”。**4 季度通常是汾酒业绩淡季,故股价也难有出色表现。但 2012 年公司仍将保持快速增长势头,这将给股价带来机会。结合最新调研,我们下调 2011-2013 年 EPS 预测至 2.02、3.27 和 4.5 元,同比增长 77%、61.5%和 38%,动态 PE 分别为 36、22 和 16 倍,维持“强烈推荐”评级。

附注：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,017	4,571	6,503	8,534	净利润	602	1,030	1,663	2,294
YoY	40.7%	51.5%	42.3%	31.2%	折旧摊销	38	45	46	47
营业成本	706	984	1,211	1,489	营运资金投资	145	-589	-36	-58
毛利率	76.6%	78.5%	81.4%	82.6%	经营活动现金净流量	815	562	1,756	2,368
营业税金及附加	513	804	1,144	1,502	资本开支	-119	-56	-58	-58
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-185	-56	-58	-58
销售费用	581	914	1,301	1,707	债务融资	0	0	0	0
管理费用	304	396	475	570	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-4	-6	-11	-18	支付红利	-216	-216	-438	-707
投资净收益	0	0	0	0	融资活动现金净流量	-246	-256	-211	-427
营业利润	889	1,478	2,383	3,285	当年现金净流量	374	296	1,271	1,621
加：营业外收入	3	3	3	3					
减：营业外支出	25	10	10	10					
利润总额	867	1,471	2,376	3,278					
减：所得税	265	441	713	983					
净利润	602	1,030	1,663	2,294					
减：少数股东损益	107	154	249	344					
归属母公司所有者净利	494	875	1,414	1,950					
YoY	39.3%	77.0%	61.5%	38.0%					
销售净利率	16.4%	19.1%	21.7%	22.9%					
EPS（当年股本）	1.14	2.02	3.27	4.50					
EPS（最新股本摊薄）	1.14	2.02	3.27	4.50					

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,081	1,377	2,648	4,269
应收款项	505	854	1,179	1,524
预付款项	223	143	217	317
存货	1,016	1,573	1,831	2,257
其他流动资产	10	21	29	35
流动资产合计	2,835	3,968	5,904	8,403
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	554	565	578	588
无形资产	28	29	29	29
其他非流动资产	34	29	31	30
非流动资产合计	621	628	643	652
资产总计	3,456	4,595	6,547	9,055
短期借款	0	0	0	0
应付款项	181	201	282	344
预收款项	803	666	1,131	1,667
应付股利	7	444	714	982
其他流动负债	406	849	1,028	1,352
流动负债合计	1,396	2,160	3,155	4,344
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,396	2,160	3,155	4,344
归属母公司所有者权益	1,927	2,148	2,855	3,830
其中：实收资本	433	433	433	433
少数股东权益	133	287	537	881
股东权益合计	2,060	2,435	3,392	4,711
负债及股东权益总计	3,456	4,595	6,547	9,055

重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E
估值				
PE(P=72.83)	63.8	36.0	22.3	16.2
PEG	1.1	1.4	1.7	3.4
PB	16.4	14.7	11.0	8.2
PS	10.5	6.9	4.8	3.7
EV/EBITDA	33.8	20.7	13.1	9.6
股息收益率	0.7%	1.4%	2.2%	3.1%
经营回报率				
ROE	27.7%	43.0%	56.5%	58.4%
ROA	20.6%	25.6%	29.8%	29.3%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	40.4%	47.0%	48.2%	48.0%
速动比率	1.3	1.1	1.3	1.4
运营效率				
存货周转率	0.8	0.8	0.7	0.7
流动资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.2
固定资产周转率	5.9	8.2	11.4	14.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257