

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

6-12 个月目标价:	75.00 元
当前股价:	62.15 元
评级调整:	首次

基本资料

上证综合指数	2377.51
总股本(百万)	433
流通股本(百万)	433
流通市值(亿)	269
EPS (TTM)	1.89
每股净资产(元)	4.76
资产负债率	40.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
山西汾酒	-22.24	-20.73	-7.01
上证综合指数	-2.47	-15.00	-20.72



相关报告

山西汾酒

600809

推荐

短期业绩波动不改长期品牌复兴趋势
——2011 年三季报点评

汾酒三季报: 前三季度营收 35.64 亿(+48.94%), 归属于母公司所有者净利润 7.07 亿(+31.76%), EPS1.63 元; 三季度单季营收 6.69 亿(-14.62%), 归属于母公司所有者净利润 0.49 亿(-75.91%), EPS0.11 元。三季度公司业绩低于此前市场预期, 源于控量影响营收、费用摊销过重导致季度业绩波动剧烈, 但长期品牌价值复兴的趋势依然向好, 股价已对三季报业绩反映充分, 我们给予“推荐”的投资评级。

投资要点:

业绩回顾

- **控量保价导致营收下滑。**今年 4 月份公司对青花汾酒系列提价 10%~20%, 而提价前流通渠道库存多且提价后短期并未控货, 至二季度末市场价格出现混乱后才在三季度控量, 导致三季度单季营收下滑 14.62%, 但这也是公司及时的纠偏之举。
- **费用摊销挪至三季度使费用大增。**三季度单季, 营业税金达 1.67 亿(+61.39%), 营业税金率同比上升 12%, 达 25%, 营业费用为 1.25 亿(+44.81%), 营业费用率同比上升 7.7%, 达 18.73%, 实际上是将过去几年四季度费用摊销挪至三季度, 以避免重现四季度亏损的局面。综合营收下滑, 费用率上升, 公司单季度销售净利率下滑至 7.31%, 使得单季度净利润下滑 75.91%。

未来展望

- **我们预测全年 EPS 在 1.9 元以上。**预计四季度营收能接近 10 亿, 因三季度控量后营收已是低点, 四季度销售旺季销售有望回升, 与三季度持平, 及与银基合作销售的超高档酒有望在四季度确认 2 亿+的收入提升毛利率, 而费用率按去年下半年的整体水平估算, 则四季度净利率能在 12%以上, EPS 在 0.3 元。
- **长期发展趋势由品牌复兴引领, 市值空间可参照泸州老窖, 仍有一倍+的空间。**公司是清香鼻祖, 最佳可比对象是浓香鼻祖泸州老窖, 且由于清香品类竞争少, 竞争压力也远小于老窖。强力的管理团队 09 年上任后, 着力从品牌重塑入手, 由品牌复兴引领增长, 按当前清香型消费市场(华北)500 亿元的市场容量估算, 在未来 3 年争夺 20%的占有率(100 亿营收)完全有可能, 且规模上升后费用率下降, 当前 20%的净利率提高到 30%+并非难事(老窖 50 亿营收规模时净利率达 41%), 实现 30 亿左右的净利润, 参照老窖 530 亿的市值, 仍有一倍+的提升空间。
- **管理体制及营销变革加速有望加速公司的品牌复兴。**公司在 8 月份敲定了新的内部薪酬体系, 完善激励机制, 且计划从四方面进行营销变革: 1、市场分级。完善产品系列、区域市场的划分; 2、资源聚焦。把青花瓷打造为次高端的领袖品牌。3、重点突破。在销售团队、品牌升级、重点市场、经销商管理、专卖店、物流体系上作重点突破。4、管理提升。这些举措有望加速公司品牌复兴进程。
- **推荐评级。**11/12/13 年 EPS 预测 1.93/3.10/4.60 元, PE 为 32/20/14, 推荐评级。

风险提示: 经济下行、盈余管理导致业绩波动

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3017	4457	6242	7794
同比(%)	41%	48%	40%	25%
归属母公司净利润(百万元)	494	834	1341	1990
同比(%)	39%	69%	61%	48%
毛利率(%)	76.6%	80.7%	83.2%	84.7%
ROE(%)	25.7%	32.8%	38.6%	41.2%
每股收益(元)	1.14	1.93	3.10	4.60
P/E	54.41	32.27	20.06	13.52
P/B	13.97	10.58	7.75	5.58
EV/EBITDA	28	17	11	8

资料来源: 山西汾酒, 中投证券研究所

附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告

山西汾酒-短期业绩波动不改长期品牌复兴趋势——2011 年三季度点评	2011/10/20
好想你-季报点评：业绩触底的弹性品种	2011/10/20
洽洽食品-传统炒货销量增长加快，利润率高弹性已显现——跟踪报告	2011/10/20
贵州茅台-净利高增长，预收创新高——2011 年三季度点评	2011/10/17
贵州茅台-新管理层上任有望带来茅台价值重估	2011/10/12
贵州茅台-中档酒经重新定位，将有望成为新利润增长点——2011 年秋季糖酒会经销商大会点评	2011/10/11
白酒-高档酒提价预期延后，行业整体高增长持续——发改委限价座谈会点评	2011/9/25
好想你-调研简报：经销商期权激励政策促进未来持续的高增长	2011/9/23
双汇发展-调研简报：产销量同比已有增长，盈利能力不断提升	2011/9/23
五粮液-基本面持续强劲，十二五末市值有望冲击 5000 亿——深圳投资者交流会纪要	2011/9/8
贵州茅台-中报业绩超预期，印证了今年将是茅台业绩高增长的新起点——2011 年中报点评	2011/8/30
五粮液-提价幅度超市场预期，明年业绩有望继续增长 40%+	2011/8/30
水井坊-中高档酒下滑趋势扭转，控股权稳定后关注如何重塑品牌渠道	2011/8/26
酒鬼酒-定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪	2011/8/24
白酒-高景气度下白酒行业的发展趋势及风险隐患——中投证券白酒行业研讨会会议纪要	2011/8/24
皇氏乳业-成本拐点已现，期待省外扩张	2011/8/22
双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善	2011/8/18
五粮液-基本面强劲大超预期，上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报	2011/8/16
青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/7/07
酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定坚实基础	2011/6/28
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25

伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
白酒-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/1/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒	2010/11/29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2835	3481	5085	7125	营业收入	3017	4457	6242	7794
现金	1081	1136	2101	3588	营业成本	706	859	1047	1191
应收账款	26	112	149	185	营业税金及附加	513	758	1061	1325
其它应收款	10	18	24	31	营业费用	581	936	1186	1169
预付账款	223	164	223	265	管理费用	304	446	624	779
存货	1016	1313	1564	1782	财务费用	-4	-3	-5	-9
其他	479	738	1023	1275	资产减值损失	27	0	0	0
非流动资产	621	1037	1175	1266	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	436	839	947	1079	营业利润	889	1462	2329	3338
无形资产	28	27	26	25	营业外收入	3	10	10	10
其他	152	165	197	157	营业外支出	25	10	10	10
资产总计	3456	4517	6260	8391	利润总额	867	1462	2329	3338
流动负债	1396	1657	2183	2549	所得税	265	447	699	935
短期借款	0	0	0	0	净利润	602	1015	1630	2403
应付账款	94	189	218	247	少数股东损益	107	181	289	414
其他	1302	1468	1965	2302	归属母公司净利润	494	834	1341	1990
非流动负债	0	2	2	2	EBITDA	925	1517	2411	3436
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.14	1.93	3.10	4.60
其他	0	2	2	2	主要财务比率				
负债合计	1396	1659	2185	2551	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	133	314	603	1017	成长能力				
股本	433	433	433	433	营业收入	40.7%	47.7%	40.0%	24.9%
资本公积	298	298	298	298	营业利润	32.6%	64.4%	59.3%	43.3%
留存收益	1196	1813	2742	4093	归属于母公司净利润	39.3%	68.6%	60.9%	48.3%
归属母公司股东权益	1927	2544	3473	4824	获利能力				
负债和股东权益	3456	4517	6260	8391	毛利率	76.6%	80.7%	83.2%	84.7%
现金流量表					净利率	16.4%	18.7%	21.5%	25.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	25.7%	32.8%	38.6%	41.2%
经营活动现金流	815	740	1612	2315	ROIC	64.9%	60.4%	84.1%	108.7%
净利润	602	1015	1630	2403	偿债能力				
折旧摊销	40	59	87	106	资产负债率	40.4%	36.7%	34.9%	30.4%
财务费用	-4	-3	-5	-9	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-0	0	0	0	流动比率	2.03	2.10	2.33	2.80
营运资金变动	151	-301	-122	-196	速动比率	1.30	1.31	1.61	2.09
其它	26	-30	22	10	营运能力				
投资活动现金流	-185	-470	-240	-200	总资产周转率	1.01	1.12	1.16	1.06
资本支出	185	470	240	200	应收账款周转率	40	41	38	37
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	8.91	6.06	5.15	5.12
其他	-0	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-256	-215	-407	-629	每股收益(最新摊薄)	1.14	1.93	3.10	4.60
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.88	1.71	3.72	5.35
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.45	5.88	8.02	11.14
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	54.41	32.27	20.06	13.52
其他	-256	-215	-407	-629	P/B	13.97	10.58	7.75	5.58
现金净增加额	374	55	966	1486	EV/EBITDA	28	17	11	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434