

山西汾酒 (600809.SH) 白酒行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

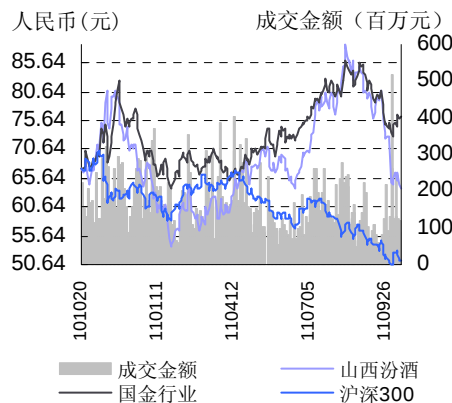
市价(人民币): 63.96 元

经历风雨, 方见彩虹;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	432.92
总市值(百万元)	27,689.83
年内股价最高最低(元)	88.90/53.89
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《清香崛起, 独辟蹊径》, 2011.8.16
2. 《华丽一季报, 11 年开门红》, 2011.4.22
3. 《汾老大归来 - 建议积极布局一季度行情》, 2011.4.12

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆 联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.820	1.142	1.957	2.905	4.154
每股净资产(元)	3.81	4.45	5.81	7.99	11.28
每股经营性现金流(元)	1.04	1.88	1.41	2.51	3.59
市盈率(倍)	52.35	60.00	44.37	29.89	20.90
行业优化市盈率(倍)	66.79	76.43	88.48	88.48	88.48
净利润增长率(%)	44.79%	39.30%	71.30%	48.45%	43.01%
净资产收益率(%)	21.53%	25.67%	33.69%	36.35%	36.82%
总股本(百万股)	432.92	432.92	432.92	432.92	432.92

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评:

- 山西汾酒公布 11 年 3 季度报: 营业收入同比增长 48.94%, 为 35.63 亿; 净利润同比实现 31.98%, 为 8.55 亿, 对应 EPS 为 1.63 元。三季度低于市场预期。
- 三季度单季度收入下降 14.62%, 为 6.69 亿; 净利润下降 67.28%, 为 0.84 亿元。三季度预收账款为 6.05 亿, 同比下降 24.65%。

经营分析:

- **销售调整利于长期健康发展:**
 - 不经历风雨, 无以见彩虹。我们认为, 前期提价控货不到位导致的三季度销售调整与资本市场对股价的过激反应, 都将加速公司管理改革的进程。这对于公司走向全面复兴其实利大于弊。部分区域的窜货问题和价格管控问题都伤及不了汾酒的品牌根基。
 - 汾酒内生性改善的空间还很大, 市场控制、风险抵御、内部管控等内功都将是汾酒扎实走向全面复兴的根基。一步一个脚印坚持复兴之路, 如此汾酒全面回归将只是时间问题。
 - 足够的稳定性才有持续的爆发力, 11-12 年依然是汾酒重要的蓄势阶段。从管理改善带来的业绩反弹切换至持续的高增长, 市场对公司发展一直预期很高, 但预期公司的改革时间却很短。我们认为, “更好更快的发展”体现的只是投资人的一种美好预期, 蓄势阶段“似慢实快”其实更符合事物发展的规律。

维持盈利预测:

- 11-13 年白酒销售收入将分别实现 46.12 亿、66.62、91.15 亿元, 同比增长 52.9%、44.5%和 36.8%。11-13 年的 EPS 将分别达到 1.957、2.905 和 4.154 元, 同比增长 71.30%、48.45%和 43.01%。
- **投资建议: 把握预期差的投资机会:**
 - 我们依然维持 11 年每股 1.957 元的盈利预测。
 - 在一二线酒中, 汾酒预期相对不稳定, 过山车式的预期变化让每年汾酒的走势都跌宕起伏。从年初耀眼的开门红再到三季度的低预期, 在混乱的市场预期下, 我们更认为汾酒此次预期差带来的投资机会值得把握。如果市场继续恐惧, 不妨选择贪婪。

图表1：单季度关键指标对比

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
利润表（百万元）											
营业收入	613.11	481.88	612.38	436.08	1032.53	576.68	783.40	624.02	1872.40	1022.42	668.84
营业成本	145.20	145.18	155.77	92.61	264.85	124.93	170.35	146.02	454.38	249.50	146.91
毛利	467.92	336.70	456.61	343.47	767.67	451.75	613.05	478.00	1418.02	772.92	521.93
营业税金及附加	99.59	84.57	89.97	94.07	150.16	107.89	103.72	150.90	251.04	224.21	167.39
销售费用	69.60	79.21	82.91	132.16	173.02	140.11	86.52	181.83	367.36	157.66	125.29
管理费用	34.78	34.04	47.36	85.76	48.24	61.23	79.05	115.80	69.90	69.27	84.25
财务费用	(0.47)	(0.43)	(0.79)	(0.32)	(1.32)	(0.40)	(1.31)	(1.41)	(2.08)	(1.14)	(0.76)
营业利润	264.28	137.55	236.98	32.04	397.01	143.27	333.37	15.67	727.81	310.04	142.22
利润总额	262.29	135.92	234.22	29.57	388.20	138.43	329.47	10.67	719.18	301.87	140.62
净利润	197.67	94.77	176.04	(10.57)	303.84	87.50	256.58	(45.99)	578.87	192.32	83.94
归属母公司股东的净利润	155.84	74.63	136.23	(11.71)	260.43	73.55	203.00	(42.48)	506.08	152.54	48.91
基本每股收益(元)	0.36	0.17	0.31	(0.03)	0.60	0.17	0.47	(0.10)	1.17	0.35	0.11
主要财务指标（%）											
毛利率	76.32%	69.87%	74.56%	78.76%	74.35%	78.34%	78.25%	76.60%	75.73%	75.60%	78.04%
营业税金率	16.24%	17.55%	14.69%	21.57%	14.54%	18.71%	13.24%	24.18%	13.41%	21.93%	25.03%
销售费用率	11.35%	16.44%	13.54%	30.31%	16.76%	24.30%	11.04%	29.14%	19.62%	15.42%	18.73%
管理费用率	5.67%	7.06%	7.73%	19.67%	4.67%	10.62%	10.09%	18.56%	3.73%	6.77%	12.60%
财务费用率	-0.08%	-0.09%	-0.13%	-0.07%	-0.13%	-0.07%	-0.17%	-0.23%	-0.11%	-0.11%	-0.11%
三项费用率	16.95%	23.41%	21.14%	49.90%	21.30%	34.84%	20.97%	47.47%	23.24%	22.08%	31.22%
营业利润率	43.10%	28.55%	38.70%	7.35%	38.45%	24.84%	42.55%	2.51%	38.87%	30.32%	21.26%
税前利润率	42.78%	28.21%	38.25%	6.78%	37.60%	24.00%	42.06%	1.71%	38.41%	29.52%	21.03%
所得税率	24.64%	30.27%	24.84%	135.75%	21.73%	36.79%	22.12%	531.17%	19.51%	36.29%	40.31%
销售净利率	25.42%	15.49%	22.25%	-2.69%	25.22%	12.75%	25.91%	-6.81%	27.03%	14.92%	7.31%

来源：国金证券研究所

图表2：三季度关键指标对比

单位：百万元	10Q3	11Q3	同比变化	10累计	11累计	同比变化
资产负债表关键指标						
货币	796.92	1,069.98	34.26%	796.92	1,069.98	34.26%
预收账款	240.39	605.09	151.71%	240.39	605.09	151.71%
利润表关键指标						
营业收入	783.40	668.84	-14.62%	2,392.61	3,563.66	48.94%
营业成本	170.35	146.91	-13.76%	560.13	850.79	51.89%
毛利	613.05	521.93	-14.86%	1,832.47	2,712.87	48.04%
营业税金及附加	103.72	167.39	61.39%	361.76	642.65	77.64%
销售费用	86.52	125.29	44.81%	399.65	650.32	62.72%
管理费用	79.05	84.25	6.59%	188.52	223.42	18.52%
财务费用	-1.31	-0.76	42.19%	-3.03	-3.97	-31.14%
营业利润	333.37	142.22	-57.34%	873.65	1,180.08	35.07%
利润总额	329.47	140.62	-57.32%	856.10	1,161.67	35.69%
净利润	256.58	83.94	-67.28%	647.92	855.13	31.98%
归属母公司股东的净利润	203.00	48.91	-75.91%	536.97	707.54	31.76%
基本每股收益(元)	0.47	0.11	-76.80%	1.24	1.63	31.45%
现金流量表关键指标						
经营活动现金流量净额	627.60	992.94	58.21%	627.60	992.94	58.21%
主要财务指标（%）						
毛利率	78.25%	78.04%	-0.22%	76.59%	76.13%	-0.46%
营业税金率	13.24%	25.03%	11.79%	15.12%	18.03%	2.91%
销售费用率	11.04%	18.73%	7.69%	16.70%	18.25%	1.55%
管理费用率	10.09%	12.60%	2.51%	7.88%	6.27%	-1.61%
财务费用率	-0.17%	-0.11%	0.05%	-0.13%	-0.11%	0.02%
三项费用率	20.97%	31.22%	10.25%	24.46%	24.41%	-0.05%
营业利润率	42.55%	21.26%	-21.29%	36.51%	33.11%	-3.40%
税前利润率	42.06%	21.03%	-21.03%	35.78%	32.60%	-3.18%
所得税率	22.12%	40.31%	18.18%	24.32%	26.39%	2.07%
销售净利率	25.91%	7.31%	-18.60%	22.44%	24.00%	1.55%

来源：国金证券研究所

图表3：三张表数据

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,585	2,143	3,017	4,612	6,662	9,115
增长率		35.3%	40.7%	52.9%	44.5%	36.8%
主营业务成本	-373	-539	-706	-915	-1,293	-1,736
% 销售收入	23.5%	25.1%	23.4%	19.8%	19.4%	19.0%
毛利	1,212	1,605	2,310	3,697	5,368	7,379
% 销售收入	76.5%	74.9%	76.6%	80.2%	80.6%	81.0%
营业税金及附加	-245	-368	-513	-761	-1,099	-1,504
% 销售收入	15.5%	17.2%	17.0%	16.5%	16.5%	16.5%
营业费用	-310	-364	-581	-1,015	-1,399	-1,823
% 销售收入	19.6%	17.0%	19.3%	22.0%	21.0%	20.0%
管理费用	-149	-202	-304	-415	-600	-820
% 销售收入	9.4%	9.4%	10.1%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	507	671	912	1,506	2,271	3,232
% 销售收入	32.0%	31.3%	30.2%	32.7%	34.1%	35.5%
财务费用	1	2	4	11	17	25
% 销售收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-22	-2	-27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	486	671	889	1,517	2,288	3,257
营业利润率	30.7%	31.3%	29.5%	32.9%	34.3%	35.7%
营业外收支	-42	-9	-23	0	0	0
税前利润	444	662	867	1,517	2,288	3,257
利润率	28.0%	30.9%	28.7%	32.9%	34.3%	35.7%
所得税	-129	-204	-265	-455	-686	-977
所得税率	29.1%	30.8%	30.6%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	315	458	602	1,062	1,601	2,280
少数股东损益	69	103	107	215	344	481
归属于母公司的净	245	355	494	847	1,257	1,798
净利率	15.5%	16.6%	16.4%	18.4%	18.9%	19.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	315	458	602	1,062	1,601	2,280
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	57	40	68	25	25	25
非经营收益	-12	2	-6	32	0	0
营运资金变动	231	-52	151	-508	-540	-748
经营活动现金净流	590	448	815	610	1,086	1,556
资本开支	-92	-37	-185	-28	-27	-30
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-92	-37	-185	-29	-26	-30
股权募资	0	0	2	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-128	-246	-258	-7	-260	-312
筹资活动现金净流	-128	-246	-256	-7	-260	-311
现金净流量	370	165	374	575	800	1,215

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	542	708	1,081	1,656	2,456	3,671
应收账款	331	418	515	948	1,370	1,874
存货	692	808	1,016	1,253	1,948	2,877
其他流动资产	15	42	223	75	105	141
流动资产	1,580	1,976	2,835	3,933	5,880	8,563
% 总资产	74.7%	78.8%	82.0%	86.9%	90.8%	93.5%
长期投资	5	5	5	6	5	5
固定资产	474	473	554	551	549	550
% 总资产	22.4%	18.9%	16.0%	12.2%	8.5%	6.0%
无形资产	30	30	28	33	38	43
非流动资产	535	531	620	592	594	599
% 总资产	25.3%	21.2%	18.0%	13.1%	9.2%	6.5%
资产总计	2,115	2,508	3,455	4,525	6,473	9,162
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	216	455	1,075	741	1,057	1,429
其他流动负债	312	261	321	923	1,266	1,676
流动负债	528	716	1,396	1,664	2,323	3,105
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	528	716	1,396	1,664	2,323	3,106
普通股股东权益	1,467	1,649	1,927	2,514	3,460	4,884
少数股东权益	121	144	133	348	692	1,173
负债股东权益合计	2,115	2,509	3,456	4,525	6,474	9,163

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.566	0.820	1.142	1.957	2.905	4.154
每股净资产	3.388	3.808	4.450	5.807	7.991	11.281
每股经营现金净流	1.362	1.036	1.882	1.410	2.509	3.594
每股股利	0.400	0.500	0.500	0.600	0.720	0.864
回报率						
净资产收益率	16.72%	21.53%	25.67%	33.69%	36.35%	36.82%
总资产收益率	11.59%	14.15%	14.31%	18.72%	19.42%	19.63%
投入资本收益率	22.65%	25.89%	30.75%	36.84%	38.29%	37.35%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.20%	35.27%	40.74%	52.87%	44.46%	36.83%
EBIT增长率	-25.62%	32.20%	35.98%	65.14%	50.78%	42.33%
净利润增长率	-31.81%	44.79%	39.30%	71.30%	48.45%	43.01%
总资产增长率	12.13%	18.59%	37.76%	30.96%	43.07%	41.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.4	7.2	4.3	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	581.6	508.1	471.4	500.0	550.0	605.0
应付账款周转天数	51.9	36.5	41.0	37.0	37.0	37.0
固定资产周转天数	97.0	79.1	52.8	32.6	21.3	14.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.15%	-39.48%	-52.49%	-57.86%	-59.16%	-60.60%
EBIT利息保障倍数	-783.1	-334.7	-205.5	-139.3	-137.1	-131.8
资产负债率	24.96%	28.56%	40.40%	36.76%	35.88%	33.90%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	2	4	21	61
买入	0	1	3	10	17
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.40	1.34	1.26

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-09	买入	42.10	N/A
2 2010-04-21	买入	48.15	60.23 ~ 66.66
3 2010-08-18	买入	53.47	60.23 ~ 66.66
4 2011-04-12	买入	62.83	75.87 ~ 75.87
5 2011-04-22	买入	66.63	N/A
6 2011-08-16	买入	85.93	87.14 ~ 101.66

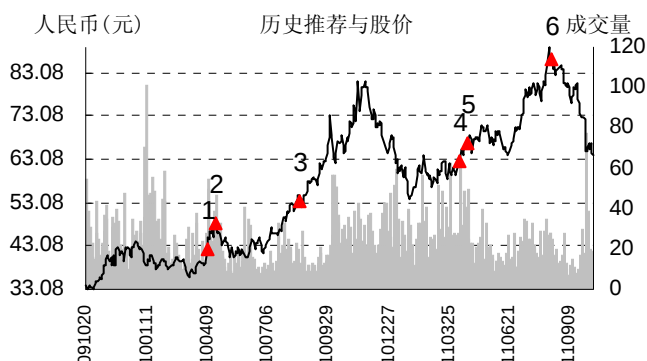
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路
1006 号诺德金融中心 34B