

白酒

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

jiangxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 80.00 元

当前股价: 60.26 元

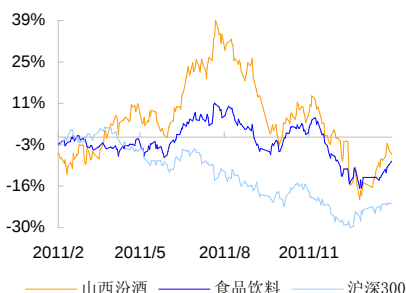
评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2363.60
总股本(百万)	432
流通股本(百万)	432
流通市值(亿)	260
EPS	1.14
每股净资产(元)	4.45
资产负债率	40.40%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
山西汾酒	16.76	1.11	-19.21
食品饮料	10.72	-9.96	-16.61
沪深 300 指数	8.16	-4.98	-12.44



相关报告

山西汾酒-短期业绩波动不改长期品牌复兴趋势——2011 年三季报点评 2011-10-20

山西汾酒
600809
强烈推荐

营收规划稳健符合预期, 近期热销有望为超预期做铺垫

2012 年 2 月 19 日, 公司召开了董事会会议审议通过如下决议: 1、批准公司 2012 年度生产经营计划。2、批准公司 2012 年度投资项目计划。3、通过公司内部控制规范实施工作方案。4、通过《关于与其他合作方共同出资设立山西杏花村汾酒原粮基地管理有限责任公司的议案》。我们的点评如下。

投资要点:

- **2012 年营收规划稳健, 基本符合预期。**对公司 2012 年的规划, 我们估计为实现营收 60 亿元 (+33%), 按照 19.5% 的净利率假设 (11 年净利率我们估算为 17.5%, 净利率提升源自规模提升后营业费用率略减), 则今年 EPS 约达 2.74 元 (+51%)。
- **近期销售持续向好, 省外经销商库存偏低成为常态, 我们对 2012 年公司超预期仍持信心。**近期我们对华南、华北各地大经销商进行了密集的调研, 发现次高档酒 (终端价 200~800 元) 销量仍维持高速增长, 汾酒经销商普遍反映库存低于安全库存, 尤其是青花汾酒系列, 缺货成为常态。我们判断 1 月份汾酒营收有望超过 12 亿元 (11 年 1 季度营收为 18.7 亿元), 一季度实际的营收增速或能达 20%。对次高档酒的热销, 我们认为有两方面原因: 1、次高档酒更滞后经济周期; 2、消费升级仍在持续, 行业集中度在加速提高。这两方面原因将有望助推公司全年业绩高速增长。
- **成立原粮基地管理公司及投资项目计划有助于公司持续稳定发展。**公司出资 255 万元与七家合作方共同出资设立山西杏花村汾酒原粮基地管理有限责任公司, 占注册资本的 51%, 对外投资目的是使公司原料质量、价格、数量稳定。投资项目计划对固定资产进行更新维护, 金额不大, 但都是对公司持续稳定发展不可或缺的措施。
- **投资建议: 品牌复兴引领长期发展, 渠道力在逐步加强, 市值空间可参照泸州老窖, 强烈推荐。**公司是清香鼻祖, 最佳可比对象是浓香鼻祖老窖。强力的管理团队 09 年上任后, 由品牌复兴引领增长, 当前渠道力也在逐步加强。按当前清香型市场 (华北) 500 亿的市场容量估算, 假设未来 3 年实现 20% 的占有率 (100 亿营收), 且规模上升后当前近 20% 的净利率提高到 30%+ (老窖 50 亿营收规模时净利率达 41%), 按 30 亿净利润及 20 倍 PE 估算, 则公司市值有望翻番。预测 11/12/13 年 EPS1.81/2.74/3.72 元, PE 为 33/22/16, 维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示: 经济下行**

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3017	4464	6090	7176
收入同比(%)	41%	48%	36%	18%
归属母公司净利润	494	782	1186	1609
净利润同比(%)	39%	58%	52%	36%
毛利率(%)	76.6%	80.6%	82.7%	83.5%
ROE(%)	25.7%	31.4%	36.0%	37.1%
每股收益(元)	1.14	1.81	2.74	3.72
P/E	52.76	33.35	21.99	16.21
P/B	13.54	10.47	7.93	6.02
EV/EBITDA	27	18	12	9

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2835	3421	4825	6371
现金	1081	1067	1863	2965
应收账款	26	112	146	170
其他应收款	10	18	24	28
预付账款	223	165	224	264
存货	1016	1320	1570	1770
其他流动资产	479	739	998	1174
非流动资产	621	1037	1175	1266
长期投资	5	5	5	5
固定资产	436	839	947	1079
无形资产	28	27	26	25
其他非流动资产	152	165	197	157
资产总计	3456	4457	6000	7637
流动负债	1396	1660	2148	2406
短期借款	0	0	0	0
应付账款	94	190	218	245
其他流动负债	1302	1470	1930	2161
非流动负债	0	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	2	2	2
负债合计	1396	1662	2150	2408
少数股东权益	133	303	558	893
股本	433	433	433	433
资本公积	298	298	298	298
留存收益	1196	1762	2561	3605
归属母公司股东权益	1927	2492	3291	4336
负债和股东权益	3456	4457	6000	7637

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	815	671	1418	1859
净利润	602	952	1441	1944
折旧摊销	40	59	87	106
财务费用	-4	-3	-4	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	151	-307	-127	-190
其他经营现金流	26	-30	21	7
投资活动现金流	-185	-470	-240	-200
资本支出	185	470	240	200
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	-256	-215	-382	-556
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-256	-215	-382	-556
现金净增加额	374	-14	796	1103

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3017	4464	6090	7176
营业成本	706	864	1051	1183
营业税金及附加	513	759	1035	1220
营业费用	581	1027	1340	1363
管理费用	304	446	609	718
财务费用	-4	-3	-4	-7
资产减值损失	27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	889	1371	2059	2699
营业外收入	3	10	10	10
营业外支出	25	10	10	10
利润总额	867	1371	2059	2699
所得税	265	419	618	756
净利润	602	952	1441	1944
少数股东损益	107	170	255	335
归属母公司净利润	494	782	1186	1609
EBITDA	925	1427	2142	2798
EPS（元）	1.14	1.81	2.74	3.72

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	40.7%	48.0%	36.4%	17.8%
营业利润	32.6%	54.2%	50.2%	31.1%
归属于母公司净利润	39.3%	58.2%	51.6%	35.6%
获利能力				
毛利率	76.6%	80.6%	82.7%	83.5%
净利率	16.4%	17.5%	19.5%	22.4%
ROE	25.7%	31.4%	36.0%	37.1%
ROIC	64.9%	56.5%	73.9%	87.5%
偿债能力				
资产负债率	40.4%	37.3%	35.8%	31.5%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.03	2.06	2.25	2.65
速动比率	1.30	1.26	1.51	1.91
营运能力				
总资产周转率	1.01	1.13	1.16	1.05
应收账款周转率	40	41	38	36
应付账款周转率	8.91	6.07	5.15	5.11
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.81	2.74	3.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.88	1.55	3.28	4.29
每股净资产(最新摊薄)	4.45	5.76	7.60	10.01
估值比率				
P/E	52.76	33.35	21.99	16.21
P/B	13.54	10.47	7.93	6.02
EV/EBITDA	27	18	12	9

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

2011-10-20	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
------------	------------------------------------

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 $\pm 10\%$ 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, 清华大学经济管理学院 MBA。

柯海东, 中投证券研究所食品饮料行业分析师(酒类), 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。

蒋鑫, 中投证券研究所食品饮料行业分析师(非酒类), 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434