

评级：强烈推荐（维持）

食品饮料

公司点评报告

## 证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001

电话：0755-82481099

邮件：lijingchi@fcsc.cn

## 山西汾酒(600809): 4 季度业绩低于预期, 预计 2013 年收入增长 30%

### 事件:

1 月 17 日, 山西汾酒公告 2012 年公司实现收入 64.8 亿, 增长 44.4%, 实现归属于母公司净利润 13.2 亿, 同比增长 69%, 每股收益 1.52 元。

### 点评:

- **4 季度实现净利润 0.8 亿, 低于预期。**4 季度实现净利润 0.8 亿, 同比增长 9.5%, 是全年业绩单季度的低点。一方面是公司往年 4 季度分摊的费用比例相对要高, 这是公司的财务管理上的惯性, 12 年 4 季度收入 12.3 亿, 净利率 6.5%, 仍然是全年盈利能力的低点, 最近 2 年公司在财务预算管理上做了很多改进, 取得了明显的成绩, 前 3 季度的分摊相对均衡, 未来还有改善的空间。另一方面, 2012 年公司提前关账。
- **13 年受益于主流产品提价, 渠道的深化、下沉, 收入增长 30%。**12 年 10 月老白汾系列提价 20%, 业绩贡献体现在 13 年; 13 年要新设百家专卖店, 新招商覆盖新的区域市场, 重点建设 30 个重点地级城市, 30 个重点县级城市, 并与 30 家大型企业开展战略合作; 13 年山西以外实现亿元以上的市场数量从 9 个增加到 14 个。省外市场有望保持 50% 左右的增速, 省内实现 15-20% 的增速, 预计 13 年收入增速为 30%。
- **渠道动销良性, 12 年提前 1 个多月完成目标, 增强 2013 年的业绩保障能力。**12 年在高端酒市场动销减慢的情况下, 公司的渠道相对良性, 省内保持自然动销, 省外动销也相对较好, 保持顺价销售。12 年 11 月 6 日提前完成了 12 年全年目标, 13 年费用预算的增长会低于收入的增长。这些增强了 2013 年的业绩保障能力。
- **综合能力持续提升, 维持“强烈推荐”。**公司的改革在过去 3 年取得了显著、长足的进步, 公司愿景远大, 执行力强, 改革将继续深化。信仰营销、文化营销的深入, 汾酒品牌价值提升; 渠道的管控力增强, 扩展新渠道、新区域; 完善后台服务管理, 提升现代化管理水平。略下调盈利预测, 预计 13、14 年每股盈利分别为 2.22、3.00 元, 增长分别为 46.2%、34.8%, 对应 PE 为 18.6、13.8 倍, 维持“强烈推荐”评级。

预测价格区间(元) 42 ~ 46

### 交易数据

上一日交易日股价(元) 40.4

总市值(百万元) 34,980

流通股本(百万股) 866

流通股比率(%) 100.00

### 资产负债表摘要(09/12)

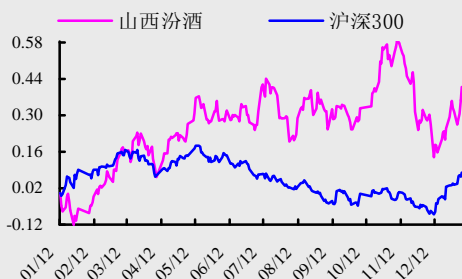
股东权益(百万元) 3,466

每股净资产(元) 4.00

市净率(倍) 10.09

资产负债率(%) 37.00

### 公司与沪深 300 指数比较



### 相关报告



**风险提示：**1、持续正利率，消费需求和库存需求双双下降。经济下滑，出现通缩是白酒行业最大的宏观风险，实际利率为正，投资低迷，白酒行业的提价预期消失，而渠道的融资成本升高，消费需求和库存需求均将遭受严重打击；

2、“三公消费”限制继续从严，反腐力度加大，加强制度化建设。

表 1 山西汾酒盈利预测表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万）	3016.63	4488.15	6482.05	8425.95	10541.99
同比(+/-%)	40.7%	48.8%	44.4%	29.2%	25.1%
销售毛利率(%)	76.6%	76.0%	76.4%	77.7%	78.0%
营业税金率(%)	17.0%	18.1%	17.2%	17.0%	17.0%
营业费用率(%)	19.3%	20.5%	22.5%	20.5%	18.8%
管理费用率(%)	10.1%	7.1%	6.8%	6.3%	5.8%
财务费用率(%)	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
三项费用合计	881.36	1230.04	1883.76	2221.14	2537.99
三项费用率(%)	29.2%	27.4%	28.9%	26.4%	24.1%
利润总额	866.77	1337.50	1974.09	2886.31	3891.10
所得税	264.84	412.94	592.23	865.89	1167.33
净利润	601.92	924.56	1381.86	2020.42	2723.77
同比(+/-%)	31.4%	53.6%	49.5%	46.2%	34.8%
少数股东损益	107.43	144.01	65.14	95.25	128.41
归属母公司净利润	494.49	780.55	1316.72	1925.17	2595.36
同比(+/-%)	39.3%	57.8%	68.7%	46.2%	34.8%
每股收益（元）	0.57	0.90	1.52	2.22	3.00

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



### 资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	4014	5666	7556	10149
现金	2020	2254	3440	5073
应收账款	23	129	159	202
其他应收款	11	26	33	42
预付账款	133	289	313	401
存货	1250	2020	2416	2948
其他流动资产	576	948	1195	1484
<b>非流动资产</b>	898	1065	1187	1292
长期投资	4	0	0	0
固定资产	610	845	1005	1126
无形资产	27	26	25	23
其他非流动资产	258	194	157	143
<b>资产总计</b>	4912	6731	8743	11441
<b>流动负债</b>	2330	2984	3557	4220
短期借款	0	0	0	0
应付账款	130	193	233	288
其他流动负债	2200	2792	3324	3932
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	2330	2984	3557	4220
少数股东权益	91	156	251	379
股本	433	866	866	866
资本公积	298	298	298	298
留存收益	1760	2427	3771	5678
归属母公司股东权益	2491	3591	4935	6842
<b>负债和股东权益</b>	4912	6731	8743	11441

### 现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	1597	656	1931	2465
净利润	925	1382	2020	2724
折旧摊销	39	58	78	95
财务费用	-12	-28	-37	-55
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	648	-698	-131	-298
其他经营现金流	-3	-58	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-256	-226	-200	-200
资本支出	257	230	200	200
长期投资	0	-4	0	0
其他投资现金流	2	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-402	-196	-544	-633
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	433	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-402	-629	-544	-633
<b>现金净增加额</b>	939	234	1186	1632

### 利润表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	4488	6478	8426	10542
营业成本	1077	1540	1882	2316
营业税金及附加	811	1122	1432	1792
营业费用	921	1468	1727	1982
管理费用	320	444	531	611
财务费用	-12	-28	-37	-55
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1366	1974	2886	3891
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	32	0	0	0
<b>利润总额</b>	1337	1974	2886	3891
所得税	413	592	866	1167
<b>净利润</b>	925	1382	2020	2724
少数股东损益	144	65	95	128
<b>归属母公司净利润</b>	781	1317	1925	2595
EBITDA	1393	2005	2927	3931
EPS (元)	1.80	1.52	2.22	3.00

### 主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	48.8%	45.4%	29.2%	25.1%
营业利润	53.6%	44.5%	46.2%	34.8%
归属于母公司净利润	57.8%	68.7%	46.2%	34.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	76.0%	76.4%	77.7%	78.0%
净利率(%)	17.4%	20.2%	22.8%	24.6%
ROE(%)	31.3%	36.7%	39.0%	37.9%
ROIC(%)	183.1%	94.6%	117.8%	128.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	47.4%	44.3%	40.7%	36.9%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.72	1.90	2.12	2.40
速动比率	1.19	1.22	1.44	1.71
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.07	1.12	1.09	1.04
应收账款周转率	59	64	59	58
应付账款周转率	9.59	9.53	8.84	8.90
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.52	2.22	3.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	0.76	2.23	2.85
每股净资产(最新摊薄)	2.88	4.15	5.70	7.90
<b>估值比率</b>				
P/E	49.42	29.30	20.04	14.86
P/B	15.49	10.74	7.82	5.64
EV/EBITDA	26	18	13	9

数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所



## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135