

山西汾酒（600809）

2013 年 08 月 20 日

投资评级：买入（维持）
目标价格（未来一年）：35.00 元
市场数据：2013 年 08 月 19 日

收盘价（元）	23.49
一年内最高/最低（元）	45.82/21.54
上证/深证	2085.60/8285.72
市盈率	12.82
市净率	5.63
总股本/流通 A 股（亿股）	8.66/8.66
A 股市值（亿元）	203.39

一年内股价与大盘对比走势

分析师：田渭东
证书编号：S0790512030001
联系人：马小龙
邮箱：maxiaolong@kysec.cn
**地址：西安市高新区锦业路 1 号
都市之门 B 座 5 层**
电话：(029) 88447618
开源证券有限责任公司
<http://www.kysec.cn>

销售承压，二季度收入下滑

- 山西汾酒发布 2013 年半年报，上半年实现营业收入 40.65 亿元，同比增长 6.52%，实现归属于上市公司股东的净利润 9.86 亿元，同比增长 7.34%，每股收益 1.14 元。业绩符合预期
- **销售承压，二季度收入下滑：**分季度看，二季度收入下滑反应出产品销售情况不好，二季度实现营业收入 12.69 亿元，比上年同期下降 20.74%，实现归母净利润 2.34 亿元，同比下降 20.52%。
- **现金流状况不好：**上半年经营活动现金流入 33 亿元，远低于销售收入的 41 亿元。一方面预收账款由年初的 12 亿元减少到 2.8 亿元，应收票据由年初的 9 亿元上升至 12 亿元。现金流的恶化反应出经销商打款意愿不高，同时公司为经销商提供流动性支持。
- **低端产品占比可能有所上升：**上半年毛利率总体 76.23%，基本与上年同期持平，考虑去年十月有过提价过程，我们认为公司产品销售结构可能往低端移动。分产品看，我们认为青花瓷可能量价都有下降，竹叶青价格略有下降而销量基本持平，而老白汾销量仍有小幅约 10% 上升，考虑上年的提价因素，老白汾收入增长约有 30%。
- **省外增长快于省内：**上半年省外市场继续扩张，省外收入增长 10.32%，超过省内 3.5% 的收入增速，省外收入占比 42.67%。
- **销售费用率可能会上升：**我们认为，2013 年白酒行业增速放缓，竞争也将更激烈，公司将会继续加大费用的投入获取收入的增长，销售费用有望保持现在水平，而收入的下降将造成费用率的上升。
- **盈利预测：**我们看好公司产品结构和营销的改革，预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.95、2.17 和 2.54 元，对于目前股价 PE 分别为 12.03 倍、10.83 倍和 9.26 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**行业景气继续下滑

主要财务指标：

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	4488.15	6478.76	7154.67	7907.24	8931.59
<i>growth</i>	48.78%	44.35%	10.43%	10.52%	12.95%
归母净利	780.55	1327.30	1690.84	1877.52	2196.35
<i>growth</i>	57.85%	70.05%	27.39%	11.04%	16.98%
净利润率	20.60%	21.41%	24.26%	24.38%	25.21%
每股收益	0.90	1.53	1.95	2.17	2.54
净资产收益率	33.64%	42.78%	40.78%	34.91%	31.68%

表 1 公司盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	3016.63	4488.15	6478.76	7154.67	7907.24	8931.59
营业收入	3016.63	4488.15	6478.76	7154.67	7907.24	8931.59
二、营业总成本	2127.46	3123.06	4463.63	4659.90	5153.64	5715.38
其中：营业成本	706.15	1077.19	1634.44	1816.51	2029.06	2300.62
营业税金及附加	512.66	811.49	1082.69	1073.20	1186.09	1339.74
销售费用	581.48	921.37	1378.31	1430.93	1581.45	1697.00
管理费用	304.32	320.33	429.47	397.33	438.75	495.12
财务费用	-4.44	-11.65	-43.41	-58.07	-81.71	-117.10
资产减值损失	27.28	4.33	-17.87	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.16	0.61	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	889.33	1365.70	2015.13	2494.77	2753.60	3216.21
营业外净收益	-22.56	-28.21	-49.38	-15.00	0.00	0.00
四、利润总额	866.77	1337.50	1965.75	2479.77	2753.60	3216.21
减：所得税费用	264.84	412.94	578.65	743.93	826.08	964.86
净利润	601.92	924.56	1387.10	1735.84	1927.52	2251.35
少数股东损益	107.43	144.01	59.80	45.00	50.00	55.00
归属于上市公司股东净利润	494.49	780.55	1327.30	1690.84	1877.52	2196.35
每股收益	0.57	0.90	1.53	1.95	2.17	2.54

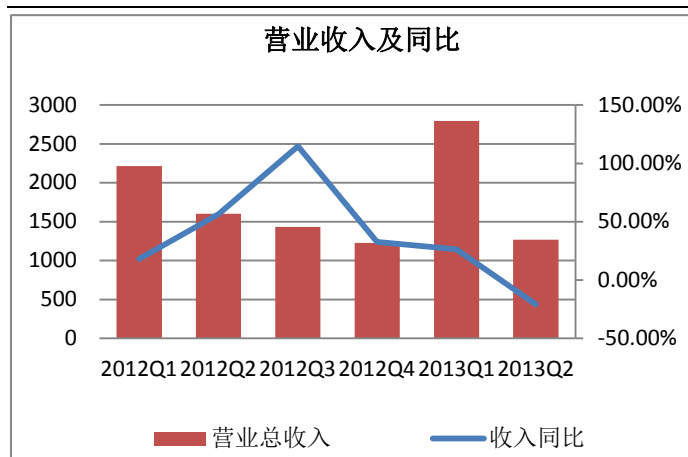
数据来源：公司年报，开源证券研究所

表 2 财务指标

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
增长率						
收入	40.74%	48.78%	44.35%	10.43%	10.52%	12.95%
营业利润	32.57%	53.57%	47.55%	23.80%	10.38%	16.80%
归母净利	39.30%	57.85%	70.05%	27.39%	11.04%	16.98%
费用率						
三项费用率	22.00%	27.41%	27.62%	24.54%	22.42%	22.42%
销售费用率	12.06%	20.53%	20.00%	17.00%	15.00%	15.00%
管理费用率	10.09%	7.14%	8.02%	8.02%	8.01%	8.01%
财务费用率	-0.15%	-0.26%	-0.40%	-0.47%	-0.60%	-0.60%
利润率						
毛利率	76.59%	76.00%	75.80%	76.65%	77.18%	77.18%
营业利润率	36.69%	30.43%	30.17%	34.11%	36.77%	36.77%
净资产收益率	39.79%	35.82%	34.44%	35.15%	33.85%	33.85%

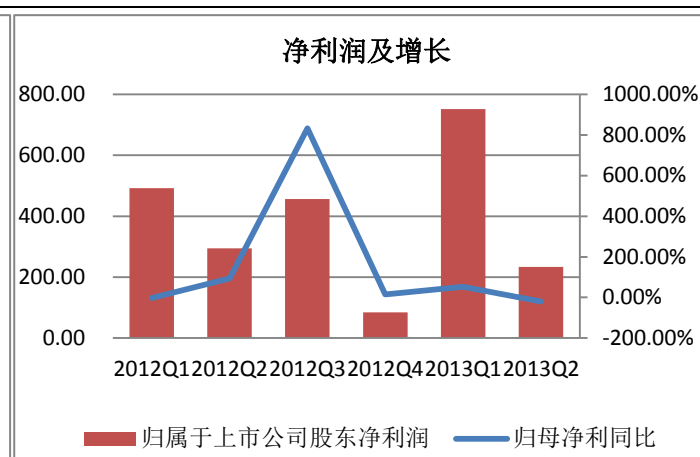
数据来源：公司年报，开源证券研究所

图1 营业收入及同比增长



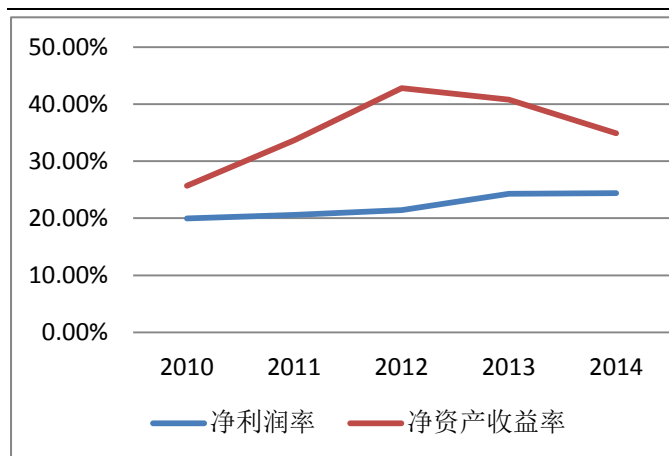
数据来源：公司年报，开源证券研究所

图2 归属于上市公司股东净利润及同比增长



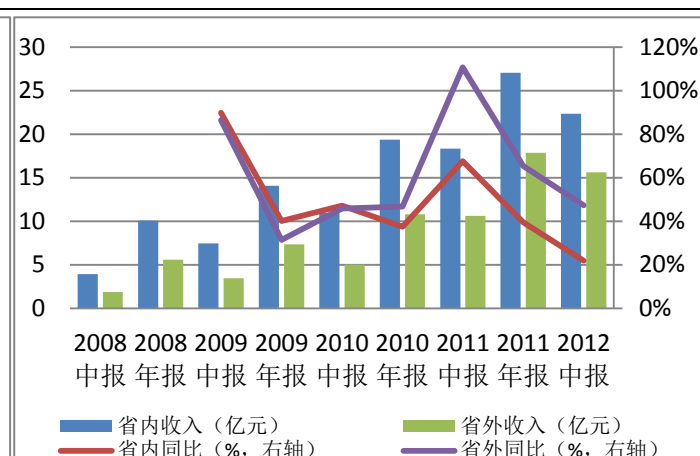
数据来源：公司年报，开源证券研究所

图3 净利润率和平均净资产收益率



数据来源：公司年报，开源证券研究所

图4 公司省内省外收入及增长



数据来源：公司年报，开源证券研究所

开源证券研究所投资评级

股票投资评级

买 入（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

增 持（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 5%至 20%之间）

持 有（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在-10%至 5%之间）

卖 出（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

看 好（预计 6 个月内，行业指数表现超越市场整体表现）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现与整体市场表现基本持平）

看 淡（预计 6 个月内，行业指数表现弱于整体市场表现）

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责条款

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，开源证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

开源证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

开源证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给开源证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为开源证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为开源证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

开源证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

公司简介

开源证券有限责任公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 13 亿元，公司经营范围为：证券经纪、证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理；基金代销；融资融券。

业务简介：

- **代理买卖证券业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。
- **证券投资咨询业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；
- **与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：**我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。
- **证券自营业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。
- **资产管理业务：**我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。
- **融资融券业务：**融资融券交易和约定购回式证券交易业务运作，为客户提供信用融资服务

公司下设十六家营业部：

西大街营业部：西安市西大街 495 号（西门里 200 米路北）	电话：029-87617788
长安路营业部：西安市长安南路 447 号（政法学院正对面）	电话：029-85389098
纺织城营业部：西安市纺织城三厂什字西南角（纺正街 426 号）	电话：029-83542958
榆林航宇路营业部：榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话：0912-3258261
榆林神木营业部：榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话：0912-8018710
商洛名人街营业部：商洛市名人街旅游局大楼一层	电话：0914-2981717
安康石泉营业部：安康石泉县向阳路中段	电话：0915-8228999
铜川正阳路营业部：铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话：0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部：渭南市朝阳大街中段	电话：0913-8189866
咸阳兴平证券营业部：兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话：029-38615030
咸阳世纪大道证券营业部：咸阳市秦都区世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号	电话：029-33660530
西安锦业三路证券营业部：西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2	电话：029-81881435
佛山顺德新宁路证券营业部：广东省佛山市顺德区大良新宁路 1 号信业大厦 8 楼	电话：0757-22363300
北京开阳路证券营业部：北京市开阳路 1 号瀚海花园大厦 2 层 202	电话：010-83570606
汉中南郑证券营业部：汉中市南郑县大河坎镇江南西路君临汉江二期	电话：0916-8623535
韩城盘河路证券营业部：韩城市新城区盘河路南段京都国际北楼 4 层 B 户	电话：0913-2252666