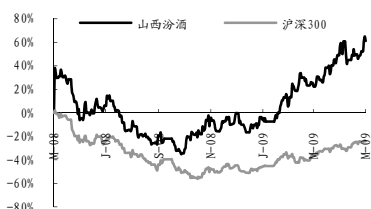


相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
山西汾酒(%)	8.1	50.7	18.7
沪深 300 (%)	6.1	22.4	-24.2

市场数据 2009.05.25

当前价格 (元)	19.88
52 周价格区间 (元)	8.43—21.45
总市值 (百万)	9070
流通市值 (百万)	9070
总股本 (万股)	43292
流通股 (万股)	43292
日均成交额 (百万)	8247
近一月换手 (%)	55.5

分析师

刘金沪

电话: 0755-83704943

邮件: liujh01@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 清香型白酒具有先天的成本和卫生优势,口味国际化,具有较好的发展前途。公司是我国清香型白酒的杰出代表,历史底蕴深厚,文化内涵丰富,具有持续发展成为业内龙头之一的潜力。
- 公司产品线齐全,以中端为主的产品结构合理,相对容易在经济调整周期中获得稳定增长。产能强大,品质上乘,近年来顺应白酒高端化的发展潮流,积极调整思路,对产品体系和销售系统进行了大刀阔斧的改造,正在为未来的二次辉煌奠定基础。
- 公司产品在山西本地市场占据统治地位,市场份额稳固,利润情况良好;去年以来省外市场的开拓正不断取得进展。
- 在认识到前期的战略失误之后,公司正在对市场体系进行改革,品牌打造和销售体系运作思路逐渐成型。将重点突出“汾酒”、“杏花村”和“竹叶青”三大品牌,在销售模式上变代理商制为经销商制,引导经销商从品牌代理向渠道代理的转变,限制经销商开发品牌并大力缩减销量较少无规模效益的非主流品牌。同时统一价格体系,取消以前容易造成串货的差别性返点政策。稳定市场秩序,预计今年下半年这些措施都会渐渐收到效果。
- 公司将高举清香大旗,坚持“文化汾酒、清香汾酒、历史汾酒、安全汾酒”的思路,正在从适应消费者到引导消费者转变。
- 2009 年的动态市盈率为 26 倍左右,未来 2 年的净利润复合增长率为 26.2%,根据可比食品饮料龙头公司估值情况来看该水平合理。考虑到清香型白酒的成长空间、公司所具有的历史文化底蕴以及正处在销售体系改善的上升途中,业绩向好的趋势明显,首次给予“增持”评级。

预测指标	2007	2008	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	1,847	1,585	1,952	2,243
营业利润 (百万元)	685	486	603	693
净利润 (百万元)	360	245	336	391
摊薄每股收益 (元)	0.83	0.57	0.78	0.90
摊薄每股净资产 (元)	2.98	3.39	3.93	4.57
加权平均ROE (%)	29.8	17.8	21.2	21.2

我国清香型白酒的杰出代表

公司位于中国名酒之都山西杏花村，主导产品汾酒是我国传统的历史名酒之一，屡获殊荣。汾酒也是我国清香型白酒的典型代表，工艺精湛，源远流长，素以入口绵、落口甜、饮后余香、回味悠长特色而著称，在国内外消费者中享有较高的知名度、美誉度和忠诚度。公司目前产品以白酒和配制酒为主，年产能约 5 万吨。

公司白酒业务具有持续发展成为业内龙头之一的潜力

作为清香型白酒的代表具有较为广阔的发展空间

目前白酒是我国主流的酒精类饮料，在高端商务政务场合更是如此。而白酒中约 70% 是以五粮液、泸州老窖等为代表的浓香型；酱香型口味较为独特，竞争格局也相对稳定，国酒茅台和郎酒是代表，五粮液今年也强势推出了酱酒，意图争夺这一以政务、军队消费为主的市场；而主产于中国北方的清香型白酒具有清香、醇甜、柔和等典型特征，气味芬芳，醇绵柔和，落口回甘，口味相对国际化，易于被年轻人接受。目前白酒口味有向低度化清爽化发展的趋势。清香型白酒厂家多集中在北方，还有二锅头、老白干等，但公司产品形象整体最为高端，作为我国清香型白酒的典范是老牌“八大名酒”之一，公司也是国家清香型白酒标准的制定者。

历史底蕴深厚，符合现代白酒消费文化的趋势

随着“少喝酒，喝好酒”的观念日益深入人心，白酒提高档次并带给消费者精神上的满足感已经成为行业发展当仁不让的潮流，而作为我国传统文化的有形载体之一，白酒上被赋予的历史文化意义以及给消费者带来的尊贵感受成为除了酒质之外重要的消费标的组成部分。著名白酒品牌背后都有深厚的非物质文化作为积淀，唐代著名诗人杜牧的“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”是对汾酒千年底蕴最佳最形象的精练，也是作为高端商务政务人士在消费时所最看重的。

清香型白酒具有先天的成本和卫生优势

由于工艺等先天条件的不同，清香型白酒采取地缸发酵方式，出酒

率普遍较高，约在 45% 左右，千吨产能资本性支出约在 2000 - 3000 万元之间，而酱香型和浓香型因分别采用石窖和泥窖千吨产能投资需要 2 - 4 亿元，远高于清香型白酒。而且普通酱香型白酒出酒率只有 27%，特别优质的只有 6 - 7%；浓香型出酒率和清香型不相上下，但优质品率较低，产品结构大多呈现金字塔形，盈利主要来自于顶端的高端品牌，低端品牌主要是分摊固定费用和提高市场占有率。因此，综合产能投资和出酒率来看，清香型白酒的先天成本优势明显。

由于生产工艺等因素，清香型白酒的卫生指标在主要酒种中最好，例如铅含量仅为国家标准的约 1/100，甲醛等指标也明显领先。在食品安全日益受到重视的今天，这无疑是清香型白酒的一个优势。

公司产品结构合理，销售体系改造的成果正在显现

产品结构以中端为主，符合当前中端酒成为主要增长点的趋势

在经过了当初“名酒变民酒”的战略错误之后，公司已经认识到白酒以后将向精品和奢侈品的方向发展，开始打造日趋中高端的产品体系。具体分工上，集团则和股份公司分别开发不同的细分市场，主要精力放在 10 元左右的杏花村系列酒，在山西省本地低端酒市场上占据统治地位。股份公司则大力调整产品结构，将重点放在中高档酒上面，尤其是突出打造青花瓷等高档产品的竞争力。

目前产品体系主要包括超高端的国藏汾酒（出厂价 400 元，终端价格在 500 - 1000 元）、高端的青花瓷汾酒（出厂价 270 元，终端价格 400 元左右）、中端的老白汾（出厂价 60 多元，终端价格 100 多元）和低端的玻汾（出厂价 10 - 20 元，终端价格 20 - 30 元）和保健酒定位的竹叶青酒。为了提高产品档次和品牌影响力，公司于年初对部分产品两次提价，45° 十年陈酿出厂价从 68 元/瓶涨至 71 元/瓶，48° 青花瓷从 336 元/瓶升至 388 元/瓶，竹叶青价格也上调 10%，这都将有利于提高整体毛利率水平。

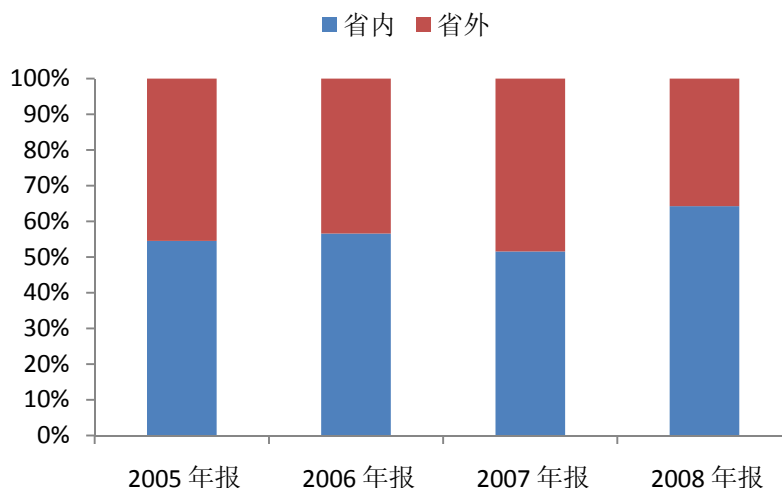
从产品结构上来看，价位适中的中端酒老白汾占销量的 60% 左右，符合去年底以来因经济减速高端酒需求下滑而转向中端酒的趋势，有望在经济调整周期内获得较为平稳的增长。

在山西本地市场占据统治地位，省外市场拓展是二次腾飞关键

汾酒在山西本地市场具有深厚的群众基础，优势地位难以撼动，在当地公务、商务以及广大城乡居民的婚丧嫁娶、送礼等都扮演着不可或缺的角色。公司对山西省内市场也过于依赖，常年占据 50% 以上的收入贡献，2008 年在营销政策调整时，省外销售一度下降 70%。全年仅贡献约 35% 的销售收入，这对于其他主要白酒厂商来说无疑是市场开拓不足的，这也制约着公司从地方列强向全国龙头的转变。因此，如何打造强大有序的销售体系并实现在山西省外持续放量，是公司实现二次腾飞的关键。

公司近年来不断加大省外市场拓展力度，除了继续对河南市场加大资源投放以外，还重点开拓附近的陕西市场。今年一季度陕西销售超过 1 亿，势头喜人。

图 1 公司对省内市场的依赖度常年在 50% 以上



资料来源：Wind、国海证券研究所

品牌清理和销售体系的改革正在产生效果

公司业务以前落后于其他一线白酒龙头除了战略思想上的失误之外，在具体的销售政策、市场体系建设和产品价格等战术方面也有明显的不足。品牌和价格体系混乱，经销商开发品牌多而杂，主品牌和衍生品牌差异化不明显，给消费者的分辨带来较大难度，也给了假冒产品可乘之机，同时串货情况也层出不穷。这些无疑损害了汾酒作为清香型代表公司的形象，降低了其市场地位。

公司领导层 08 年以来决心花大力气对产品体系和销售模式进行改造，对单个年销售额低于 500 万元的品种一刀切，大力缩减经销商开发品牌，收回经销商自行开发品牌的权利，突出汾酒、杏花村和竹叶青三大主品牌的地位。目前总共超过 1000 个的品种已经只剩下 400 个，130 多个系列只剩下 36 个，品牌多而乱的局面得到了明显控制。

销售公司的股权 60% 归股份公司，剩余的 40% 归属集团，但集团以前对销售公司拥有较大的话语权，最近集团为了让股份公司更好的实施销售政策的改革，将销售的管理权更多的下放到股份公司。同时公司也在各种细节上为销售创造有利条件，比如加大包装质量提升力度，以前经常出现的运输过程中碎漏的情况逐渐减少。

高举清香大旗，品牌打造和销售体系运作思路逐渐成型

作为清香型的代表，公司不会受近年来浓香、酱香发展迅速的影响，而将继续高举清香型白酒代表的大旗，坚持“文化汾酒、清香汾酒、历史汾酒、安全汾酒”的思路，在产品卖点上逐步沿着卖产品 - 卖商品 - 卖品牌 - 卖服务 - 卖安全的主线次第推进，从适应消费者到引导消费者。宣传上采取中央、区域和地方媒体平台相结合，投放平台多元化，在某些重点的地级市市场做一些户外、车身广告，为当地经销商提供实质性支持，

销售模式方面，公司收回了代理权，变代理商制为经销商制，引导经销商从品牌代理向渠道代理的转变，在限制经销商开发品牌的同时支持其在渠道建设上下功夫，鼓励其主推三大主品牌并把相当利润让给区域运作商。同时统一价格体系，取消以前容易造成串货的差别性返点政策。等这些经销商以前的自主开发品牌存货消化完毕之后，市场将得到有效净化，厂商利益趋同，有序的市场将会给各方参与者带来稳定持久的利润。预计今年下半年这些措施都会渐渐收到效果。

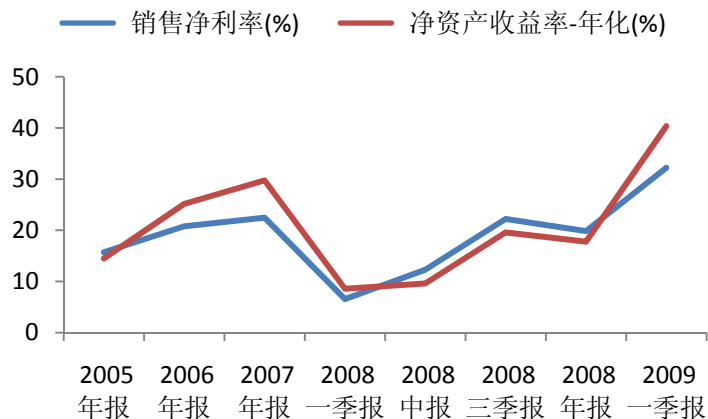
公司财务分析

毛利率较为稳定，08 年调整销售体系时盈利能力探底

一直以来公司的主营业务收入 9 成以上来自于白酒业务，配制酒业务的利润贡献尚小。由于白酒产品结构以中端为主，煤炭行业的高景气

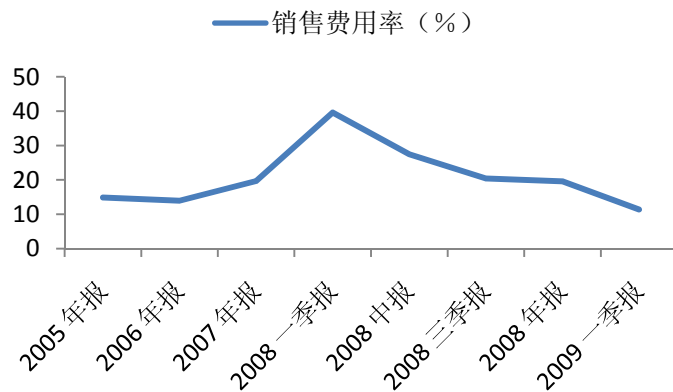
度导致的强大地本地消费能力以及稳固的省内市场份额保障了公司的毛利率常年保持在 75% 左右，但净利润率有所波动，特别是 08 年调整销售政策造成的销售费用上升和市场销量的下滑，盈利能力在 08 年一季度探底，而后随着销售政策的有效实施开始强劲反弹，目前已经恢复到正常水平，ROE 等核心盈利能力指标也保持优异，正常情况下会保持在 20% 以上的高水准。

图 2 公司的盈利能力在渡过销售政策调整期后强劲反弹



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3 08 年营销体系调整时销售费用率达到了峰值

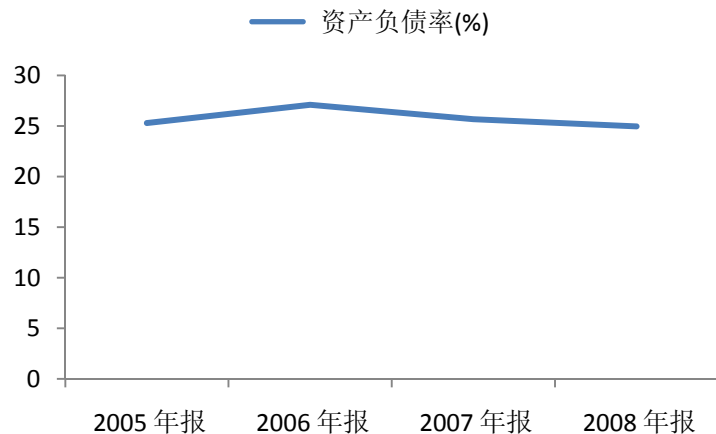


资料来源：Wind、国海证券研究所

资产结构稳健，现金流充沛

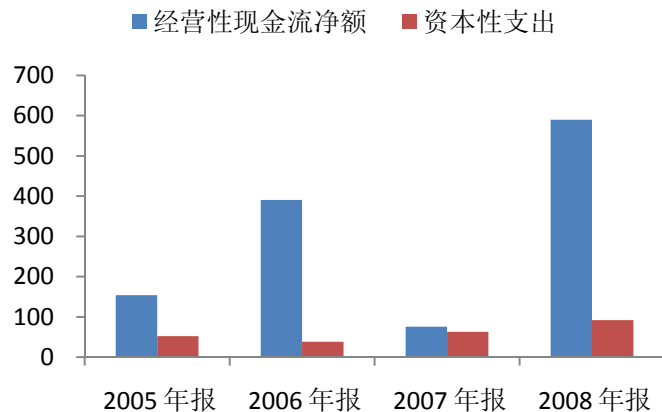
公司资产结构合理稳健，负债率一直稳定在 25% 左右，基本没有带息债务。经营性现金流充沛，常年大大高于资本性支出，固定资产所占总资产比例较小，轻资产运营特征明显。

图 4 公司的资产结构常年保持稳健



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5 公司的经营性现金流充分满足了资本性支出的需要



资料来源：Wind、国海证券研究所

消费税严格征收对公司短期业绩影响不大

5 月 8 日国家税务总局发布关于加强税种征管促进堵漏增收的若干意见, 其中在消费税部分提及: 在消费税管理方面, 要加强白酒消费税税基管理, 核定大酒厂白酒消费税最低计税价格, 保全税基, 堵漏增收。近日也有传闻称国家税务总局已经制定了《白酒消费税计税价格核定管理办法》, 将增收消费税。

目前白酒行业实行 20% 的从价税率和 0.5 元/斤的从量税, 政策初衷是扶优劣汰减少粮耗, 并通过扶持优势企业达到集中度和提高产业升级。从量税对以高端产品为主的龙头公司影响不大, 相对来说对粗放型小酒厂负面影响较大。而上市公司多以中高端产品为主, 单位价值较高, 从价税对其业绩影响很大, 作为应对, 白酒企业一般通过设立销售公司, 将销售价格分为生产公司出厂价和销售公司出厂价两种方式规避消费税。而生产公司出厂价远远低于正常的出厂价, 从价税税基因而大大缩小, 故目前实际的消费税率远低于 20%。截至目前该文件并未涉及具体细则, 综合各方面信息来看, 市场预期可能会要求今后白酒企业给销售公司的售价不得低于出厂价的一半, 即实际从价消费税按照 10% 征收。

白酒消费税提高会对白酒上市公司的业绩产生实质性负面影响, 特别是目前避税程度较高的公司。如下表所示, 以 2008 年数据为例, 下降大多在 7% - 20% 之间, 其中五粮液和泸州老窖影响相对较大, 而山西汾酒由于避税程度较小而基本无影响。

表 1 消费税从严征收对主要白酒上市公司的影响

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	水井坊
主营业务收入	8,242	7,816	3,690	1,564	1,139
主营业务税金及附加	682	566	263	245	106
主营业务税金率 (%)	8.3%	7.2%	7.1%	15.7%	9.3%
消费税	488	423	194	211	78
实际消费税率 (%)	5.9%	5.4%	5.3%	13.5%	6.8%
销量 (吨)	13,000	76,000	70,000	16,000	4,500
从量税	13	76	70	16	5
利润总额	5,385	2,399	1,654	444	488
净利润	3,800	1,830	1,267	315	317
假定销售公司结算价格为出厂价 50% 的从价消费税	824.2	781.6	368.97	156.4	113.85
新增消费税	349	435	245	0	40
对利润总额影响程度	-6.5%	-18.1%	-14.8%	0.0%	-8.3%

资料来源: 公司公告、国海证券研究所 单位: 人民币百万元

风险因素分析

高端酒需求下降和中端酒竞争压力超过预期

去年四季度以来高端白酒的需求下滑态势明显，几大高端品牌均面临着较为严峻的局面，控量保价将成为未来一两年内主流高端白酒厂商的一致策略。而根据市场反馈情况来看，公司的青花瓷以上产品的价格坚挺程度弱于茅台、五粮液等传统老龙头，这和奢侈品背后的历史积淀决定了其价格的认识基本一致，公司的高端形象刚刚塑造起来，其对消费者的持久影响力尚不可和茅台之类相提并论。

公司目前的产品结构以中端为主，本来这是非常有利于渡过经济调整周期的，但是进军中端已经成为 09 年以来主要白酒厂商的共识，几大品牌都布下重兵意图在中端酒领域实现突破。公司的老白汾等中端产品线除了面对清香型和其他香型的竞争之外，还要做好迎接剑南春、泸州老窖特曲、六和液、茅台系列酒等类似档次产品的激烈竞争。

销售和产品体系调整效果的不确定性风险

尽管公司 08 年以来在销售方面的战略转变思路是正确的，但毕竟对原有的体系有较大幅度的冲击，很多代理商的利益或许无法通过其他方式弥补而转做其他品牌，这带来一定的渠道风险。此外，新的产品名称、价格体系还是有些混乱和庞杂，主品牌不够简明突出，在今年糖酒会展厅上依旧让人觉得眼花缭乱，其各品种产品品质和价格之间的合理关系判断较难。

此外，公司国有色彩浓厚，体制相对不够灵活，股权激励计划尚未启动，基础管理方面也存在一些不足，这些都制约着公司短期内难以跻身白酒业第一阵营。

盈利预测

盈利预测主要假设：

1、2009 年老白汾销售 12000 吨，玻汾和竹叶青分别销售 4200 吨和 2500 吨，青花瓷以上高端酒销售 600 吨；价格整体保持 7% 的年增幅。

- 2、2009 年及以后白酒综合毛利率 79%，配制酒 63%。
- 3、经营费用率从 2009 年保持在 21.0%；管理费用率 9%；
- 4、所得税率 25%，主营业务税金率参照最新水平。

表 2 公司 2006 - 2011 年实际盈利及预测表： 单位：人民币百万元

	实际			预测		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
销售收入	1,527	1,847	1,585	1,952	2,243	2,577
销售成本	406	422	373	433	496	570
毛利	1,121	1,425	1,212	1,520	1,746	2,007
毛利率	73.4%	77.1%	76.5%	77.8%	77.9%	77.9%
期间费用	341	451	459	585	672	773
期间费用率	22.3%	24.4%	29.0%	30.0%	30.0%	30.0%
营业利润	504	685	486	603	693	797
营业利润率	33.0%	37.1%	30.7%	30.9%	30.9%	30.9%
税前利润	497	668	444	561	651	755
所得税	180	252	129	140	163	189
归属母公司的净利润	261	360	245	336	391	453
净利润率	17.1%	19.5%	15.5%	17.2%	17.4%	17.6%
EPS	0.60	0.83	0.57	0.78	0.90	1.05
P/E		23.94	35.11	25.59	22.04	19.01

资料来源：国海证券研究所

估值及投资评级

作为我国清香型白酒的代表公司，公司产品线齐全，以中端为主的产品结构合理，产能强大，品质上乘，财务稳健，具有跻身我国一线白酒公司的潜力。公司近年来顺应白酒高端化的发展潮流，积极调整思路，对产品体系和销售系统进行了大刀阔斧的改造，正在为未来的二次辉煌奠定基础。

根据上述业绩假设，按照目前 20 元左右的价格和 4.33 亿的总股本，2009 年的动态市盈率为 26 倍左右，未来 2 年的净利润复合增长率为 26.2%，PEG 为 1.36。其他食品饮料行业龙头公司 2009 年动态市盈率大多在 25 - 30 倍之间，该估值合理。考虑到清香型白酒的成长空间、公司所具有的历史文化底蕴以及正处在销售体系改善的上升途中，业绩向好的趋势明显，首次给予“增持”评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。