

上市公司简评报告

饮料制造业

未来蕴含较大增长空间

中期业绩大涨

主要业绩指标

上半年汾酒实现营业收入 10.89 亿元，归属母公司净利润 2.30 亿元，同比增长分别为 86.26% 和 304%。每股收益 0.53 元。但产品毛利率却下降 2.54%。我们判断主要是工商联开发品牌的取消后，公司包装成本上升导致。而汾酒自有品牌销售量上升，汾酒集团关联企业销售量也在上升，这使省内销售收入小幅上升，占比至 69%。

强化营销管理带来业绩大增

汾酒营销管理出现较大改观，直接促成汾酒业绩的恢复性增长

汾酒营销管理方面一直较为粗放，特别是众多工商联合开发品牌自由度过大，不仅冲击汾酒自有品牌，也在开发商品牌之间形成不良竞争。08 年下半年开始营销管理出现重大转机。一是以定制酒代替工商联合开发品牌，并且严格限制定制酒经销商资格，定制酒年销售收入达不到 1000 万元将被取消。目前定制酒经销商数量控制在 40 家左右。汾酒将定制酒的外观设计权收回汾酒公司，有效解决产品雷同问题，对所有产品的合理定位起到引导作用。二是营销下沉，扁平化管理，着力培育有渠道优势的二批商群体，这使汾酒渠道费用效率有较大提高，自己的销售人员最大限度接近终端，对终端掌控能力显著加强。营销管理工作的强化，直接带来汾酒业绩的大幅度增长。

汾酒业绩持续增长将取决于营销管理办法的稳定和不断改善

作为老国营企业，汾酒自身存在很多体制上弊端，已经严重影响到公司发展，而体制上的变革需要时间，不会一蹴而就。汾酒未来的发展有着良好的外部环境，即白酒消费市场对于汾酒优良品质的认同度不断上升，需求旺盛；但也面临着竞争不断激烈的现实。老窖、老白干以及即将上市的洋河酒厂都凭借改制、管理层激励计划等激发经营者积极性，发展迅猛。我们认为汾酒只要坚持目前的营销管理政策不变，凭借其深厚的白酒文化底蕴和突出的优良品质，就能保持未来两年的持续快速增长。

汾酒的发展空间

山西汾酒（600809）

维持

买入

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85,130,985

分析日期：2009 年 08 月 18 日

当前股价：28.00 元

目标价格 6 个月：36.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.6/1.4	39.9/31.7	142.4/118.7

12 月最高/最低价 (元) 36.15/0

总股本 (万股) 43,292

流通 A 股 (万股) 43,292

总市值 (亿元) 121

流通市值 (亿元) 121

近 3 月日均成交量 (万) 518

主要股东

山西杏花村汾酒集团有限责任公司	10.00%
-----------------	--------

股价表现



相关研究报告

汾酒未来增长空间在于：一是产品价格上升空间，在 336 元/瓶青花瓷汾酒和 100 元/瓶 20 年老白汾之间存在着 200 多元/瓶价格的产品空白带；销售量最大的 10 年老白汾出厂价也仅有 78 元。而老窖特曲已经达到 128 元/瓶。汾酒未来会适当丰富产品线，提价空间较大。二是毛利率提升空间，目前汾酒产品结构为橄榄型。即中端产品比重最大。在白酒公司同类产品中毛利率最高。随着产品提价和完善产品线，汾酒的利润率还有继续提升的空间。三是产量增长空间，目前汾酒销售量不超过 2 万吨，销售收入也下降到行业第 7 位。一线品牌与三线收入这种状况将得到完善。四是体制改革的空间，省政府对汾酒集团进行考核，股份公司与集团公司关联交易明显，集团侵蚀股份公司利益现象也比较严重。目前体制弊端已经到了必须改变的时候。如果体制改革有进展，汾酒的发展会更快一些。2009 汾酒收入预计达到 21 亿元，未来两年假设能够保持 35% 的收入增长幅度，2011 年将超过目前洋河和泸州老窖目前的收入水平，有望跻身到行业前六名。

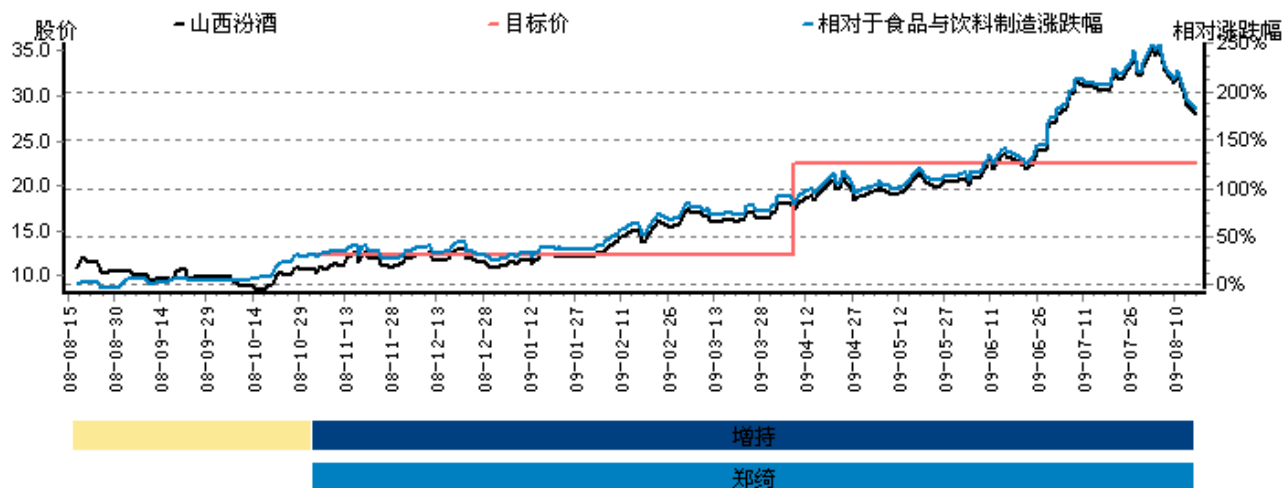
业绩预测与投资评级

2009 年全年业绩高增长已经很明确。全年销售收入将稳超过 20 亿元，归属母公司净利润将达到 4.4 亿元，每股收益 1.00—1.10 元之间。而以目前形势看，公司坚持现有营销管理方式不变，在北京市场、河北市场以及山东和河南市场的销售都将显著增加，我们乐观看好汾酒 2010 年增长幅度，预计收入增长 30% 以上。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	1,585	2100	2835	3828
主营收入增长率	-14.20%	86%	35%	35%
净利润（百万）	245	4.4	5.38	7.27
净利润增长率	-31.81%	274%	23%	36%
ROE	16.72%	24%	22%	27%
EPS（元）	0.57	1.02	1.25	1.68
P/E	49.44	25.23	22.40	16.67
P/B	8.26	5.86	4.41	3.49

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，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，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

郑绮，两届消费品最佳分析师，及入围《新财富》食品饮料行业

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010