

食品饮料行业

报告原因: 公司调研

2009年11月25日

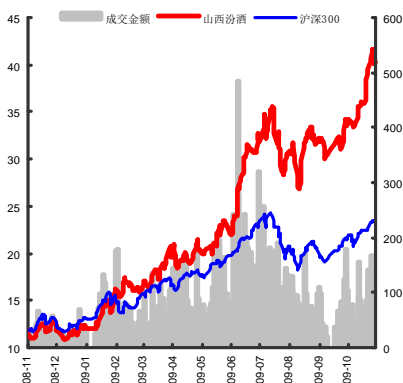
市场数据: 2009年11月24日

收盘价(元)	38.91
一年内最高/最低(元)	42.00/10.51
市净率	10.13
市盈率(2009E)	37.9
流通A股市值(百万元)	16,845

基础数据: 2009年9月30日

每股收益(元)	0.85
营业收入(百万元)	1,707.38
净利润(百万元)	366.70
总股本/流通A股(百万)	432/432

公司近期市场表现(最近一年):



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

山西汾酒 (600809)

买入

否极泰来, 问鼎中原

维持评级

公司研究/深度报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	1,585	-14.2	245	-31.8	0.57	19.9	19.8	68.7
2009E	2,204	39.1	455	85.7	1.05	26.5	26.9	37.3
2010E	3,104	40.8	661	45.1	1.53	27.3	28.1	25.5
2011E	4,243	36.7	930	40.8	2.15	28.1	28.3	18.1

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **清香白酒龙头, 市场前景广阔。** 公司是我国清香型白酒龙头, 国内唯一一家同时拥有两个国家名酒和世界名酒品牌的白酒企业, 产品定位中端, 具有悠久的历史 and 深厚的底蕴, 倡导绿色健康的白酒概念, 符合当前白酒行业发展与白酒消费趋势, 具有得天独厚的发展条件, 前景广阔。

● **改革成效逐步显现, 省外增长潜力巨大。** 销售体系改革成为了公司体制变革的突破口, 也为其打开了高速增长的空间。未来省外市场的再次开拓将是公司业绩提升的关键。总体来讲, 公司的省外增长潜力巨大。一方面, 七比三的省内外销售比仍有提升空间; 另一方面, 汾酒作为全国性的白酒品牌, 较好的消费基础也将助力省外市场拓展。

● **新人事带来新风貌, 新设想描绘高速增长蓝图。** 公司整体换届工作年底前有望完成, 新一届管理层将为公司注入新的活力。根据李秋喜董事长在此前郑州秋季糖酒会的“汾酒发展论坛”上提出的汾酒发展的个人设想, 公司旗下青花瓷与老白汾系列每年将分别以 800-1000 吨和 3000 吨的速度增长, 竹叶青系列亦将以每年 2 亿元的幅度增长。粗略测算, 在不考虑提价因素的情况下, 公司 2010 和 2011 年的业绩增长分别可达 46.65% 和 33.09%, 持续高速增长有望实现。

● **投资建议:** 公司作为清香型白酒的龙头, 产品消费前景广阔, 新一届管理层的上任或将进一步为其打开成长空间, 我们看好公司的持续增长潜力, 预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 1.05、1.53、2.15 元, 对应的动态市盈率分别为 37.3、25.5 和 18.1 倍, 短期不具估值优势, 但以 2010 年高端白酒企业 30-35 倍 PE 来看, 仍具较大提升空间, 维持“买入”评级, 目标价 50.4 元。

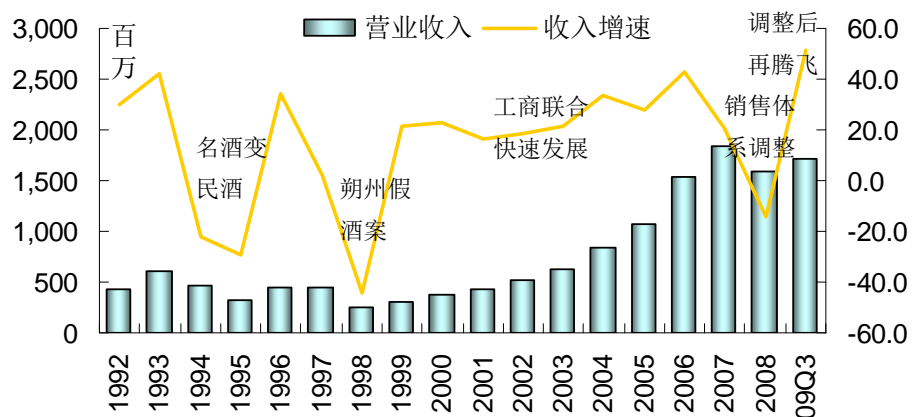
● **风险提示:** 省外市场的开拓具有不确定性; A 股市场波动。

1. 公司简介

山西杏花村汾酒厂股份有限公司坐落于中国的名酒之都——山西杏花村，主要从事汾酒、竹叶青酒、玫瑰汾酒、白玉汾酒等系列白酒的生产和销售，是我国唯一一家同时拥有两个名酒品牌的白酒生产企业。1993年12月，公司经批准改制为股份有限公司，1994年1月在上海证券交易所上市，是我国白酒行业第一股。

1.1 波折的发展史

图1：汾酒历年营业收入及其增速



资料来源：公司公告 山西证券研究所

纵观公司的发展历史，可谓波折重重，公司历经几起几落：

- 1949-1994年：公司率先实现利税破亿元目标，是我国白酒行业的领头羊，更被评为“全国500佳最佳经济效益企业和全国食品和饮料行业经济效益第一名”；
- 1994-1998年：由于“名酒变民酒”的战略失误公司痛失进军高档酒市场的先机，1994年被五粮液一举超过，失去领先地位，企业进入缓慢发展期；
- 1998-2002年：经营雪上加霜，受“朔州假酒案”无辜牵连，收入萎缩近半，省外份额丧失了近七成，直到2002年公司收入才得以完全恢复，成为导致汾酒偏于一隅的重要转折点；
- 2002-2007年：公司在加强品牌宣传推广以及工商联合销售模式的促进下，重新步入了快速成长期，2002至2007年的6年间，公司营业收入的复合增长率高达23.7%，省外市场也得到了较好的恢复；
- 2008年：工商联合模式的重重隐患日益凸显，迫使公司大力推进销售体系改革，受此影响，当年公司营业收入出现自1998年假酒案以来的首度负增长，净利润大幅回落，省外市场销售削减近四成。

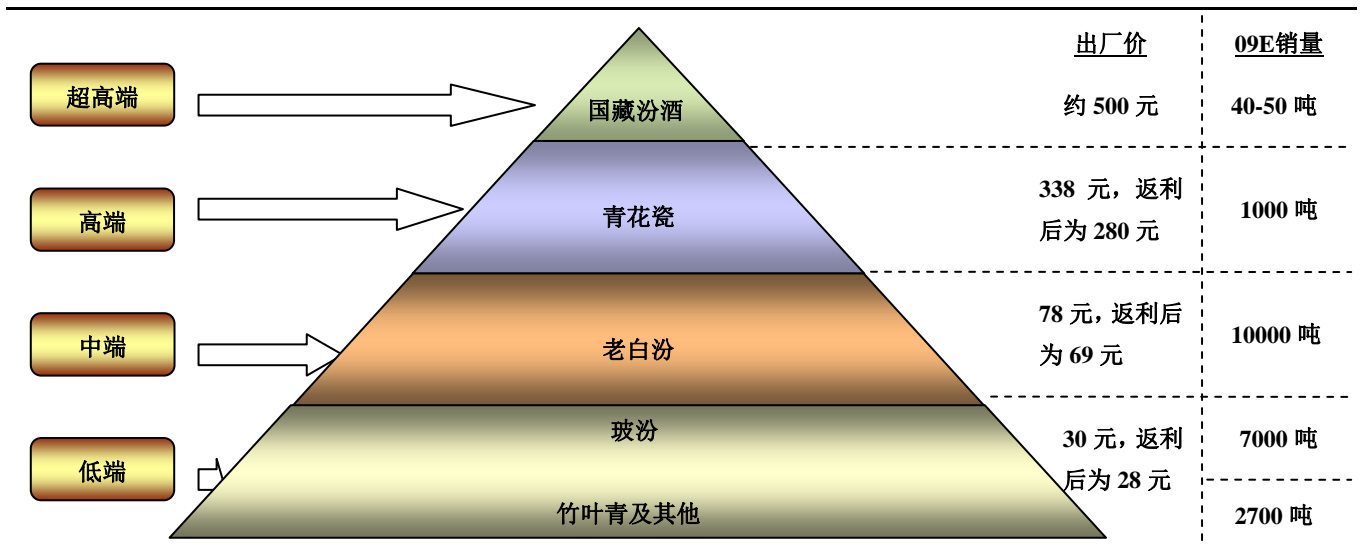
➤ 2009 年以后，销售体系改革完成，成效初步显现，销售实现恢复性增长，至 09 年三季度，收入及净利润分别比上年同期增长 51.63%和 83.94%。

总体来讲，公司基础雄厚、根基扎实，波折的经历主要是受制于战略与体制因素，当前公司正积极着力改进，并已初见成效，未来公司将在当前恢复性增长的基础上，以较高的速度持续迈进。

1.2 汾酒、竹叶青两大产品系列

公司旗下共拥有汾酒、竹叶青酒、玫瑰汾酒、白玉汾酒四大产品系列。根据产品在特性、历史以及品牌力等方面的差异，公司推行了先树汾酒，后推竹叶青，再拓玫瑰、白玉的发展方略。主导产品汾酒是中国传统的历史名酒，其酒体晶莹饱满、清香纯正，素以入口绵、落口甜、饮后余香、风味独特而著称于世，不仅可以饮用，还可以烹调、入药；竹叶青酒亦为我国配制酒之精品，其以汾酒为基酒加配十余种名贵药材精心调制而成，酒质金黄透亮，幽雅芳香，色香味俱佳，普称“三绝”，有疏气、活血、润肝、健脾之裨益，历来为世人所称道。目前，汾酒与竹叶青作为公司最主要的收入来源，分别可占到总收入的 92.95%和 6.52%。根据从高到低的定位不同，汾酒系列还可进一步细分为国藏汾酒、青花瓷、老白汾、玻汾。

图 2：山西汾酒产品系列

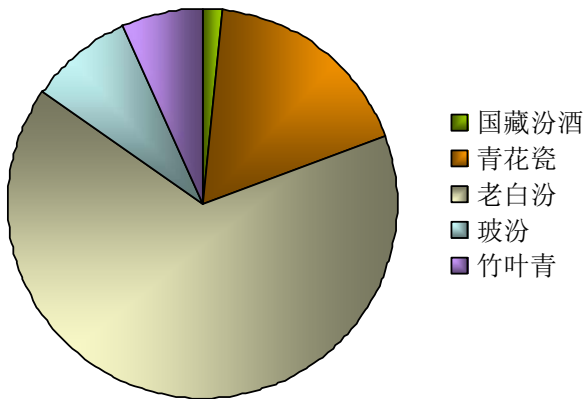


资料来源：山西证券研究所

统观整个产品体系，呈上小下大的金字塔型结构，中低端品种占比较大。不过，从近期情况来看，公司高端产品青花瓷系列销售增长较快，未来随着产品结构提升，三角形结构有望向纺锤型转变。此外，公司青花瓷、老白汾酒分别为 30 年与 10 年陈酿，性价比较高，与市场上的同类名酒相比，仍有较大的价格提升空间。从销售区域上看，山西省内市场仍是公司的主战场，占总销售

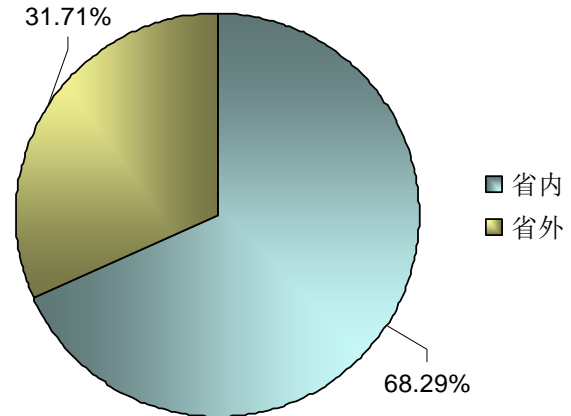
额的近七成，自然增长下的结构升级将成为未来省内发展的主基调；省外市场受销售体系调整影响有所缩减，但已实现快速恢复，亮点省份陕西省 09 年有望实现 1 亿元的销售收入，根据公司“立足山西，覆盖华北，辐射全国”的推广策略，省外市场的不断拓展将是公司未来增长的重头戏。

图 3：山西汾酒各产品系列销售收入比重



资料来源：山西证券研究所

图 4：山西汾酒省内外销售分布



资料来源：公司公告 山西证券研究所

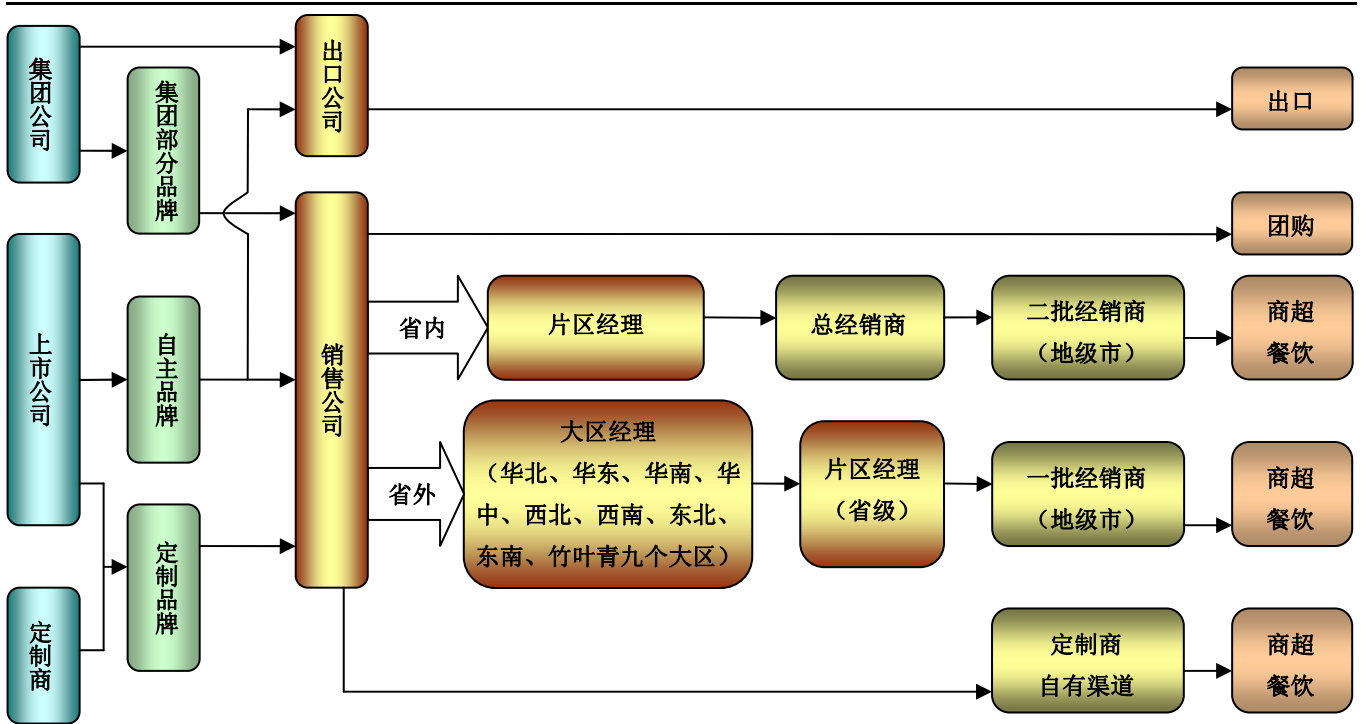
1.3 趋向扁平化的销售体系

2008 年是公司的“改革年”，公司对工商联合开发模式下的销售体系进行了大幅度调整：

- 精简联合开发品牌。以 500 万元、1000 万元的销售金额为标准精简联合开发品牌、划定销售区域、划分开发商资格，防止窜货。
- 收回品牌管理权，统一包装。由公司统一负责定制品牌包装，部分程度上将原有联合开发商转变为一般经销商，防止假酒产生。
- 统一出厂价格，实行价格监管。提高开发品牌的供货价格，使其与自主品牌出厂价格保持一致，并对二批及终端价格进行宏观指导，防止价格倒挂。

目前来看，公司改革成效显著，开发品种已缩减至 20 多种，原有制度下造成的窜货严重、价格倒挂等问题得到了有效解决，公司销售体系趋于合理，价格基本理顺。而且，经过此轮调整，省外一级经销商被降低到地市级水平，省内地区虽仍保留了总经销商，但销售合同采用了公司、总经销、二批经销商三方共同签订方式，使得整个销售体系趋向扁平化，增强了公司对市场及终端销售的反应度与控制力，为省内市场的精耕细作，省外市场的逐步拓展奠定了坚实基础。

图 5：山西汾酒销售体系



资料来源：山西证券研究所

1.4 行业地位

公司是我国清香型白酒的典型代表企业，一度被称为“汾老大”，不过，伴随着公司的波折发展，公司的行业地位也几经变换，在几番波折过后，目前，从白酒制造行业整体来讲，公司已屈居于行业第二阵营，与位列第一集团的贵州茅台、五粮液相比存在一定差距。不过作为我国传统的四大名酒，汾酒仍具有较强的冲击第一梯队的实力，尤其是 98 年假酒案冲击后，公司迅速恢复，稳居行业第五把交椅。在经历 08 年调整的阵痛后，09 年公司销售状况实现迅速恢复，东山再起指日可待。

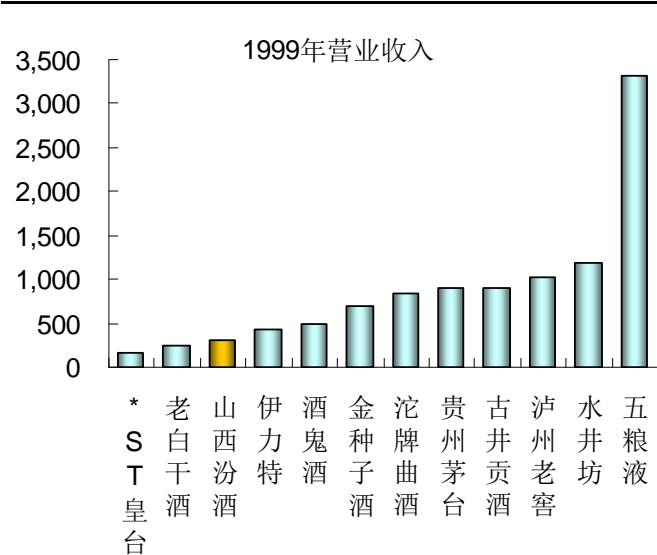
表 1：白酒制造行业公司比较

证券简称	每股收益	每股净资产	销售毛利率	销售净利率	净资产收益率	营业收入增速	净利润增速
贵州茅台	4.01	14.77	90.48	50.98	30.07	20.36	20.42
洋河股份	2.23	5.25	54.32	31.25	51.54	41.20	59.53
泸州老窖	0.90	2.74	65.59	39.37	34.38	4.35	15.72
山西汾酒	0.85	3.84	73.87	27.44	23.45	51.63	83.94
五粮液	0.61	3.55	62.25	29.67	18.49	22.06	44.67
水井坊	0.31	2.71	74.19	18.01	11.02	-3.48	-34.56
伊力特	0.22	2.20	46.59	13.81	10.30	17.41	-2.25
古井贡酒	0.20	2.98	53.57	4.72	5.80	-2.70	96.36
金种子酒	0.17	2.39	35.94	6.10	7.56	64.79	138.76

沱牌曲酒	0.13	5.31	48.30	8.28	2.55	-16.63	10.59
酒鬼酒	0.12	2.16	78.69	14.02	5.83	39.88	371.92
老白干酒	0.12	2.73	42.12	2.74	4.64	26.99	-38.85

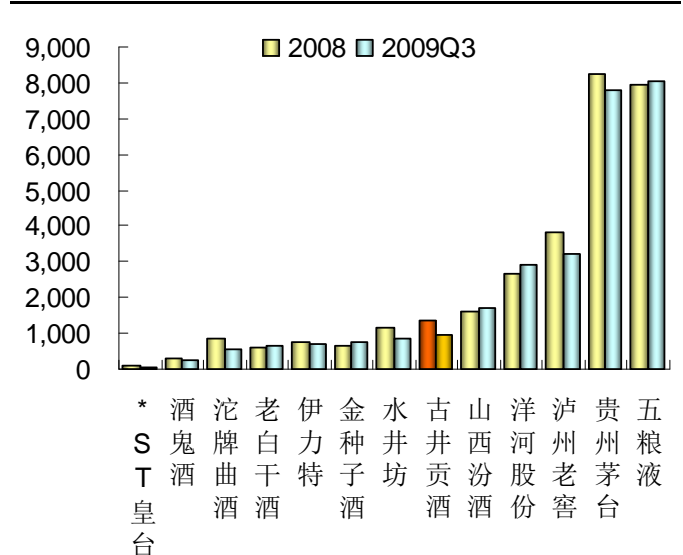
资料来源：公司公告 山西证券研究所

图 6：1999 年白酒制造企业销售情况



资料来源：公司公告 山西证券研究所

图 7：2008、2009 年三季度白酒制造企业销售情况



资料来源：公司公告 山西证券研究所

2. 公司竞争力分析

随着国民经济的快速发展，人们生活质量不断提高，白酒作为与社会生活密切相关的消费需求，在商务、宴请等日常社交活动中发挥的作用日益重要，行业整体也在良好的背景下取得了较快的增长，即便金融危机的影响也未能阻碍其前进的脚步。当前，行业发展及白酒消费表现出以下几方面趋势：

- 品牌制胜，文化先行。近些年，白酒行业依靠品牌制胜的进程正逐渐加快，国家名酒的竞争优势日益凸现。要成就白酒的品牌力，文化内涵是其不可或缺的重要基础，白酒消费更多地是在消费文化，深厚悠久的历史文化基础是白酒企业增强核心品牌竞争力的重要因素。
- 需求多样化，产品差异化。人们对白酒的消费需求日益多样化，从最初的酱香型一枝独秀，到后来的浓香型一统天下，近些年已进入“百花齐放，百家争鸣”的阶段，清香型等品种正逐渐崛起。白酒企业的产品系列也在不断丰富，个性化产品竞相出现，中端消费市场逐步拓展。
- 理性饮酒，健康饮酒。白酒消费趋于理性，一方面，对品牌、口味等方面的要求更为严格和细化，另一方面，则更注重健康饮酒、饮健康酒，口味也逐渐转向清淡、素雅，从香气较浓转向爽净。受此影响，品牌知名度高、

质量可靠、信誉优良的白酒产品得到消费者认可，白酒龙头的名优产品受到市场青睐。同时，符合人们口味变化趋势的清香型白酒以及倡导健康概念的保健酒得到迅速发展。

面对当前的白酒行业发展与白酒消费趋势，公司作为清香型白酒的龙头企业具有着得天独厚的发展条件，前景广阔。

2.1 历史悠久，底蕴深厚

公司主导产品汾酒是中国传统的历史名酒，早在 1500 年前的南北朝时期，即作为宫廷御酒受到北齐武成帝的推崇而一举成名，并被载入廿四史，是我国清香型白酒的典型代表。而后，晚唐大诗人杜牧的千古绝唱：“借问酒家何处有？牧童遥指杏花村”更使汾酒声名大噪。1915 年，在巴拿马万国博览会上汾酒以惟一独立品牌（高粱汾酒）一举荣获甲等金质大奖章，享誉海外。1949 年共和国成立，杏花村汾酒被摆到开国大典前的全国第一届政治协商会议的宴席上，从而成为新中国第一种国宴用酒。在建国后的五次权威评酒会，汾酒更是全部蝉联了国家名酒称号，在国内外消费者中享有较高的知名度、美誉度和忠诚度。

公司另一主要产品竹叶青酒也同样历史悠久，其历史亦可追溯到南北朝时期。它以优质汾酒为基酒，配以栀子、砂仁、公丁香、竹叶、白菊花、广木香等十余种名贵药材采用独特生产工艺加工而成，其清醇甜美的口感和显著的养生保健功效从唐、宋时期就被人们所肯定，是我国古老的传统保健名酒。与汾酒一样，竹叶青酒同样具有较高的美誉度，多次荣获评酒会的“国家名酒”称号，并在 1997 年荣获法国巴黎国际酒类展评会金奖第一名。

一个企业能同时拥有两个国家名酒和世界名牌，这在全国白酒行业中只有山西汾酒一家。汾酒与竹叶青酒深厚的文化底蕴和优良品质，为公司的长期发展奠定了坚实基础。

2.2 清香型白酒，工艺独特

如果把中国的白酒比做少女，那么，浓香型白酒浓妆艳丽，引人注目；酱香型白酒略施粉黛，楚楚动人；清香型白酒则纯清秀丽，秀外慧中。在众多清香型白酒中，汾酒以其酒液清澈透明，香味清香雅郁，入口醇厚绵柔而甘冽，余味清爽，回味悠长而闻名，成为我国的清香型白酒的典型代表，使得清香型白酒亦称为“汾香型”。

那是什么造就了汾酒的独特呢？表面上看，白酒香型的形成与其化学组分密切相关，而事实上，酿造工艺才是决定成败的关键。汾酒独特的口感与品质正得源于其独特的酿造工艺。山西汾酒以晋中平原所产的“一把抓”高粱为原料，用大麦、豌豆制成的“青茬曲”为糖化发酵剂，取古井和深井的优质水为

酿造用水酿造而成。工艺上采用了“清蒸二次清”的独特方法，操作上则采用了二次发酵法，以地缸作为发酵容器，即先将蒸透的原料加曲埋入土中的缸内发酵，然后取出蒸馏，蒸馏后的酒醅再加曲发酵，将两次蒸馏的酒配合后方为成品。经过这一番清蒸清烧、地缸发酵过程，形成了汾酒的主要成香体乙酸乙酯和乳酸乙酯，进而成就了纯净清香的山西汾酒。

在当前百花齐放，百家争鸣的白酒消费背景下，宛如小家碧玉一般的清香型白酒必然得到迅速发展。近年来，清香企业已初现复苏迹象，截至 2008 年清香型白酒占有所有白酒产量的比例已上升至 21%。山西汾酒作为清香龙头必将有所获益。

表 2：各香型白酒酿造工艺及成分比较

	清香型	浓香型	酱香型
原料	高粱，制曲用大麦、豌豆	高粱、小麦	高粱（酿酒）、小麦（制大曲）
制曲工艺	低温（不得超过 50℃），两次清蒸	中温（55~60℃），原料混蒸混烧	高温曲（60℃以上），原料清蒸
发酵工艺	地缸二渣发酵，用曲量为 10%左右	周而复始的万年糟发酵工艺，用曲量为 20%左右	采用八次发酵八次蒸酒，用曲量大，粮曲比为 1:1
发酵周期	每次 21-28 天，两次	30-90 天	每次 30-33 天，一年一个周期
窖池结构	地缸	肥泥窖，强调百年老窖	入窖前采用堆集工艺，窖池是石壁泥底
贮存期	1 年	1 年	3 年以上
特点	清香醇正，诸味协调，醇甜柔和，余味爽净，甘润爽口	窖香浓郁，绵甜甘冽，香味协调，尾净余长	酱香突出，幽雅细腻，酒体丰富醇厚，回味悠长，香而不艳，低而不淡
代表品牌	山西汾酒	五粮液，泸州老窖	贵州茅台，郎酒
主体香源	主要是乙酸乙酯和乳酸乙酯，从含酯量看，比浓香型、酱香型都要低，而且突出了乙酸乙酯	主要是己酸乙酯和丁酸乙酯，另外还含丙三醇，使酒绵甜甘冽，有机酸以乙酸为主，其次是乳酸和己酸，起协调口味的作用	所谓前香，主要是由低沸点的醇、酯、醛类组成，起呈香作用，所谓后香，是由高沸点的酸性物质组成，对呈味起主要作用

资料来源：山西证券研究所

2.3 绿色健康的白酒概念，前景广阔

绿色健康是新时代推崇养身滋补、无毒害保健功效的全新健康概念，相关的绿色健康产业严格符合现代人类对生命质量的追求，具有光明的发展前景。作为山西汾酒独特酿造工艺和生产流程的一项重要拓展，汾酒尤其是竹叶青酒在绿色健康概念上具有较好的基础。

- 汾酒中杂醇油含量低，甲醇低，乙醛、糠醛等醛类含量也较低，从含酯量看，也比浓香型、酱香型都要低。因而相对来说，汾酒中对人体有害物质较少。

- 以高粱、麸皮、大麦、豌豆等为主要原料；辅料选用谷糠和稻壳，沿用独创的传统工艺，不用酒精勾兑，更绝不含任何添加剂和化学香料，属于真真正正的“天然绿色食品”。
- 原料清蒸，发酵容器不与泥土接触，并经数次清洗去杂，蒸馏出的新酒采用陶瓷缸和不锈钢罐贮存老熟，勾兑调配讲究酒体协调，香味自然平衡，决定了酒体的自然纯净和卫生。

在人们逐渐注重健康生活的背景下，汾酒推崇的绿色健康的白酒概念将具有广阔的市场空间。

2.4 竹叶青将成新亮点

根据中国酿酒工业协会数据，2001年中国保健酒行业规模仅为8个亿，但至2008年时已一举突破了100亿元大关，七年间保健酒行业取得高速的发展，年复合增长率高达43.45%。与国际市场相比，我国的保健酒市场仍具有较大差距。目前，国际市场上保健酒、养生酒、营养酒消费量占酒类总消费量的12%，而国内这一比例仍不足1%，排名第一的劲酒08年销售额也不过20亿元左右。因此，我国保健酒市场具有巨大的发展空间。

2008年，公司竹叶青保健酒实现销售收入1亿元，市场占有率不足1%。当前公司已将竹叶青酒设定为继汾酒之后的又一主力发展品种，并为其设立了专门的销售公司，对其进行单独运作，全面提升其产品销售。在福建、广东等地竹叶青酒的发展势头迅猛，预计09年竹叶青销售收入将达1.5亿元。未来，随着我国保健酒市场的不断发展壮大，具有悠久历史和杰出品质的竹叶青酒发展潜力巨大，将有望成为公司增长的新亮点。

2.5 定位中端，市场空间广阔

公司产品策略定位中端，主打的老白汾系列销量可占产品总销量的一半以上，销售收入更达总收入的三分之二，定位中端的产品策略是公司09年实现快速增长的重要原因之一。中国酿酒工业协会发布的白酒消费趋势调查显示：在国内白酒消费中，选择高端白酒的消费者占18.8%，选择中端白酒的消费者占48.7%，选择低端白酒消费者占32.5%。对于普通消费者即餐饮、酒店和商超渠道的消费者来说，中端白酒的选择比例最高。另从销售额上看，08年白酒行业规模以上企业共实现销售收入1412亿元，按选择意愿测算，其中中端白酒的市场规模可达700亿元，市场需求空间巨大。未来，公司仍将把中端产品作为发展的重点，以汾酒的品牌优势、品质优势扩大中端产品市场，扎实产品基础。同时，随着居民消费结构升级，扎实的中端市场基础也将对公司高端市场的发展起到促进作用。

2.6 改革成效逐步显现，省外增长潜力巨大

08年公司进行的销售体系改革成为了公司体制变革的突破口，也为其打开了高速增长的空间。截至09年三季度，公司共实现销售收入17.07亿元，与08年同期相比增长51.6%，相比07年三季度也实现了30%以上的快速增长。改革成效显著，公司的销售体系已得到初步理顺，未来随着新一届领导班子换届完成，原本制约公司发展的一些体制因素有望打破，公司的改革成果将得到进一步体现。

从销售结构上看，公司的快速增长主要源于山西省内地区，09年上半年公司省内市场实现销售收入7.43亿元，比改革前的2007年增长了124.7%，而销售体系改革的重点以及在改革中受到影响较大的省外市场仅实现了初步恢复，共实现销售收入3.5亿元，比上年同期增长了86.9%，但与改革前的2007年相比仍缩减了43.7%。目前，公司的省内市场占有率已高达80%，未来省内市场的增长将主要来源于结构升级与产品提价带来的内生自然增长，省外市场的再次开拓将是公司业绩提升的关键。总体来讲，公司的省外增长空间巨大。一方面，公司当前仅实现了调整后的初始恢复，公司的省内外销售比重约为七比三，与改革前五比五的省内外销售比例相比仍有提升空间；另一方面，汾酒作为全国性的白酒品牌，曾经的“汾老大”，销售网络曾广布全国，在全国各地尤其是北方地区具有较好的消费基础，随着公司不断加大省外推广力度，开发新进经销商，深入拓展市场，省外的原有消费群体将被再次调动，并带动起新生市场出现，省外销售的迅速增长亦将实现。

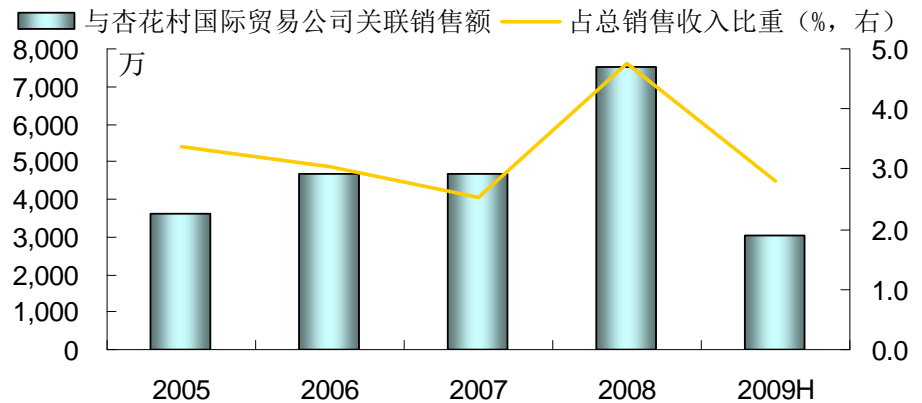
2.7 接近国际口味，拥有国际市场

山西汾酒接近国际口味，适于勾调调配，具有较好的国际化基础。纵观国际上流行的白兰地、威士忌、伏特加等烈性酒，他们除香气的典型外，特别注重醇的主体，以酒质醇和、协调、细腻、丰满、回味好来衡量质量的优劣，并不过分追求香气的浓度和持久。以香气清雅风格著称的清香型白酒，在接近伏特加酒口味方面可以说比其它香型白酒更具有优势。以汾酒作为基酒调制鸡尾酒，风味独特，加冰、加矿泉水饮用，风味特征更接近伏特加酒。随着对外贸易的不断拓展，汾酒走向国际市场的潜力巨大。

目前，山西汾酒的出口量一直名列白酒行业前茅，但出口额占总销售收入的比重仍然较低，且公司产品出口主要通过集团全资控股的国际贸易公司完成。未来，随着国际市场的进一步拓展以及集团整体上市实现，出口的贡献将获得明显提升，同时，随着国际交往增多，国际化口味带来的内销增长也不容忽视。另外，今年初，山西省出入境检验检疫局已签发了第一份中国-新加坡

自由贸易区优惠性原产地证书：由山西省生产的汾酒，出口新加坡将享受到零关税待遇，税率优惠也将对汾酒的国际拓展有所助益。

图 8：近五年出口销售额及占比

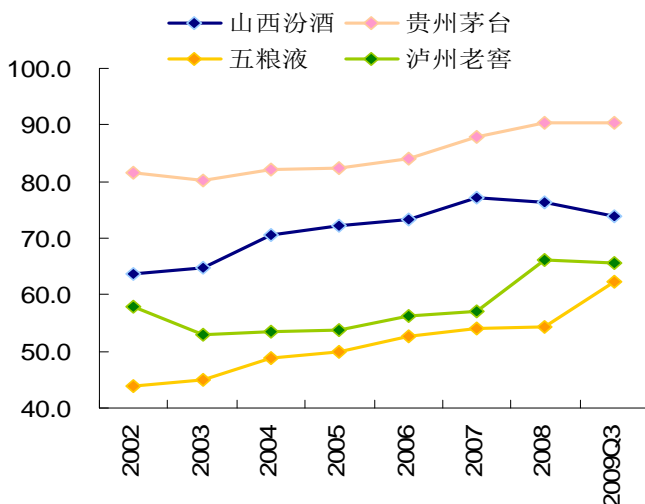


资料来源：公司公告 山西证券研究所

3. 财务分析

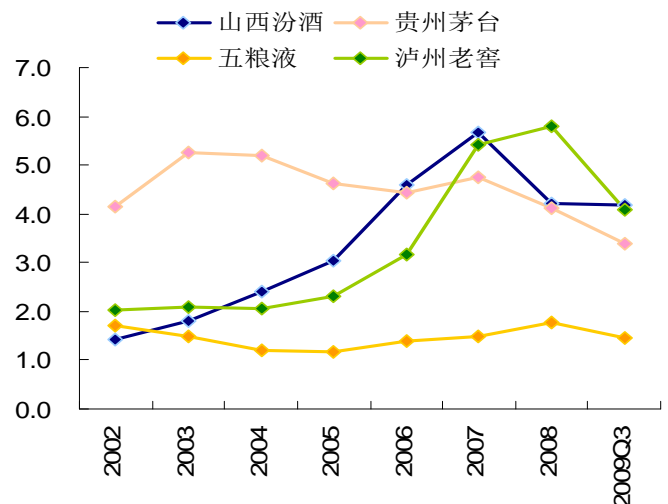
公司的毛利率一直处于白酒行业的领先水平，仅次于贵州茅台，但远高于其他企业，且自 2002 年以来呈逐渐上升趋势，虽然最近两年由于公司收回开发产品包装权，使得成本投入增多，毛利率略有下降，但仍保持了 70% 以上水平。汾酒生产工艺决定的出酒率高、正品率高、名酒率高的优点是公司产品毛利率水平较高的主要原因。同样由于酿造工艺决定，公司采取轻资产运营模式，固定资产周转率也较为迅速。

图 9：白酒企业毛利率比较



资料来源：公司公告 山西证券研究所

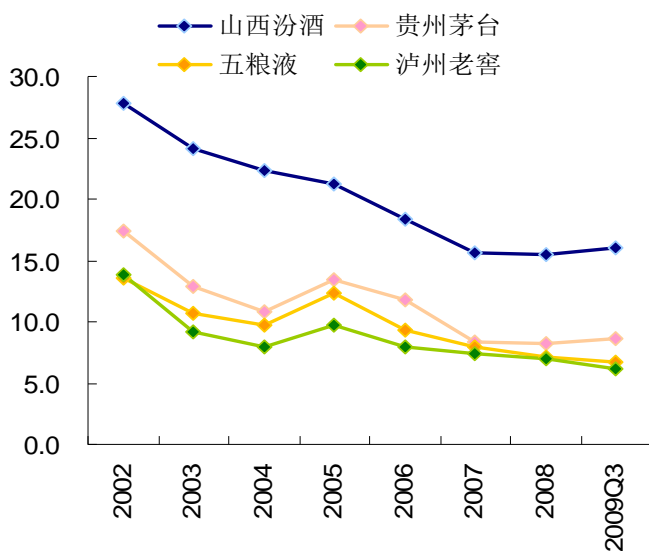
图 10：固定资产周转率



资料来源：公司公告 山西证券研究所

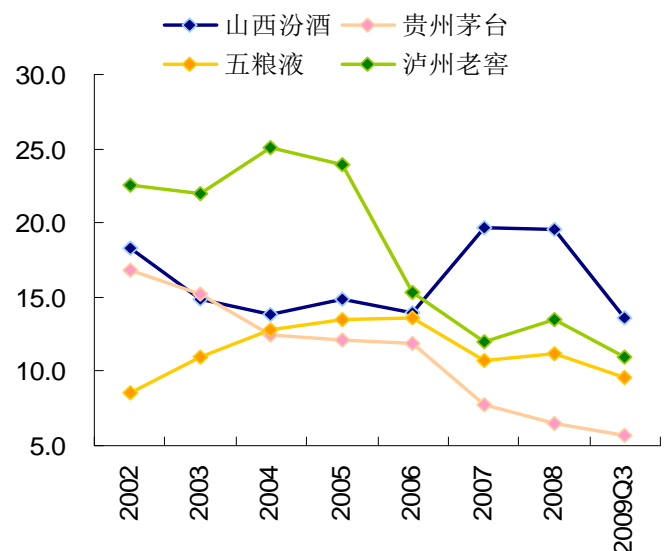
从销售税费方面来看，公司的营业税金及附加占营业收入总额的比重高达18%左右，约是其他企业的二倍。一方面，高企的税金削弱了公司当前的盈利能力，使得公司在毛利率领先的情况下，仅录得25%左右的销售净利率，处于行业较低水平；另一方面，这也使得在今年实行的消费税调整中，公司成为了行业中受到冲击最小的企业之一。作为国家限制发展类行业，白酒行业的税金征收将日益严格，对此公司将表现出较好的抗风险能力。另外，近几年，由于公司着手进行销售体系改革并加大了广告等销售推广力度，公司的销售费用率有所上升。预计未来随着改革成果与推广成效的逐步显现，相应费用率将会有所下降。

图 11: 白酒企业营业税金及附加/营业收入比较



资料来源：公司公告 山西证券研究所

图 12: 白酒企业销售费用比较



资料来源：公司公告 山西证券研究所

4. 公司发展方略

4.1 5 年发展目标

日前，汾酒集团已正式宣布，由原集团总经理李秋喜接任新一届董事长职务，完成了汾酒集团及股份公司管理层换届的第一步。预计年底前公司的整体换届工作有望全部完成，从而为公司进一步的发展奠定良好基础。新官上任三把火，新一届管理层的上任也将为公司注入新的活力。早在此前郑州秋季糖酒会的“汾酒发展论坛”上，李秋喜董事长就已提出了汾酒集团未来发展的个人设想，作为山西汾酒新一届的掌舵人，其在此时点提出的设想极有可能成为公司未来发展的战略依据。

设想的核心内容:

发展目标:

- 到 2015 年实现百年金奖，百亿汾酒的“双百”发展目标。
- 5 年内名白酒基地 65 度原酒达到 3-5 万吨的生产规模，保健酒竹叶青酒达到 3 万吨的成品酒规模。
- 原酒储存能力 5 年内达到 6-8 万吨的贮酒规模。

发展举措:

- 确立普汾、特汾、杏花村、青花瓷、国藏产品塔型结构。青花瓷以上汾酒每年以 800-1000 吨的速度递增，特汾每年以 3000 吨速度递增，确保每年销售收入以超过 10 个亿的速度递增。
- 确保竹叶青酒销售收入以每年 2 个亿的速度递增，5 年内做到 10 个亿。

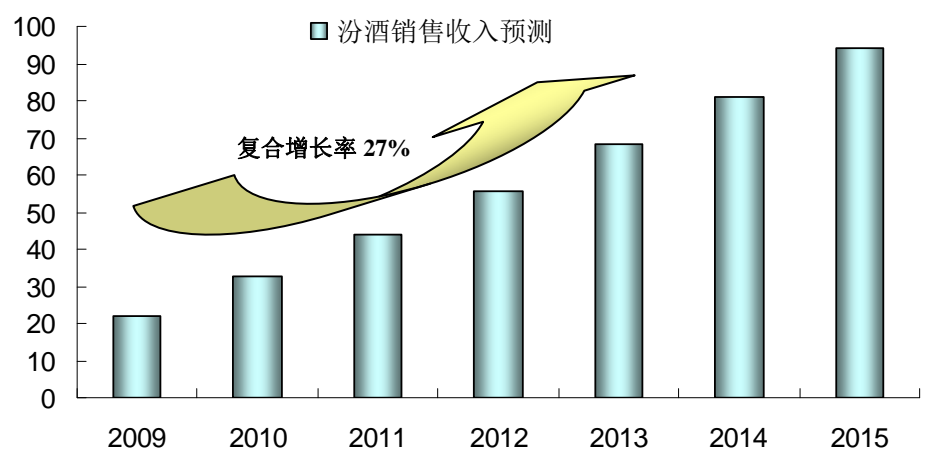
配套举措:

- 筹划集团整体上市，有效解决集团内部同业竞争问题，实行股权激励；
- 股权多元化，引进战略投资者；

4.2 发展目标的敏感性分析

李秋喜董事长提出的公司发展目标为我们描画出了公司未来高速增长的未来蓝图。对比公司当前的销售情况，可以说该 5 年规划对公司管理层以及公司发展提出不小的挑战，不过上市公司对于相关目标的实现仍然持谨慎乐观态度，公司前期的市场投入以及销售体系改革的进一步深化将有助于推动规划目标的实现。根据发展目标测算，在不考虑提价因素的情况下，如青花瓷、老白汾及竹叶青系列销售均可达到目标要求，2010 与 2011 年公司可分别实现 46.65% 和 33.09% 的业绩增长。

图 13: 汾酒销售收入预测



资料来源: 山西证券研究所

表 3：青花瓷销售增长及价格变动对销售收入影响的敏感性分析（2010 年），单位：万元

提价幅度 (%)	0%	3%	5%	8%	10%	
销售增长 (吨)						
600	32076.00	33038.28	33679.80	34642.08	35283.60	
700	37422.00	38544.66	39293.10	40415.76	41164.20	
800	42768.00	44051.04	44906.40	46189.44	47044.80	
900	48114.00	49557.42	50519.70	51963.12	52925.40	
1000	53460.00	55063.80	56133.00	57736.80	58806.00	
1100	58806.00	60570.18	61746.30	63510.48	64686.60	
价格以 5% 的幅度增长时，2010-2014 年各年的收入增长						
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入增长	44906.40	47151.72	49509.31	51984.77	54584.01	57313.21

资料来源：山西证券研究所

表 4：老白汾销售增长及价格变动对销售收入影响的敏感性分析（2010 年），单位：万元

提价幅度 (%)	0%	3%	5%	8%	10%	
销售增长 (吨)						
2500	33000.00	33990.00	34650.00	35640.00	36300.00	
2800	36960.00	38068.80	38808.00	39916.80	40656.00	
3000	39600.00	40788.00	41580.00	42768.00	43560.00	
3200	42240.00	43507.20	44352.00	45619.20	46464.00	
3500	46200.00	47586.00	48510.00	49896.00	50820.00	
价格以 5% 的幅度增长时，2010-2014 年各年的收入增长						
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入增长	43560.00	45738.00	48024.90	50426.15	52947.45	55594.82

资料来源：山西证券研究所

表 5：青花瓷、老白汾、竹叶青销售增长及价格变动对销售收入的总影响，单位：万元

不考虑提价因素						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
总销售收入	321816.00	428302.40	539113.12	654464.38	774583.19	899707.95
可增加收入	102368.00	106486.40	110810.72	115351.26	120118.82	125124.76
增长率	46.65	33.09	25.87	21.40	18.35	16.15
销售净利率	22%	22%	22%	22%	22%	22%
净利润	70799.52	94226.53	118604.89	143982.16	170408.30	197935.75
EPS	1.64	2.18	2.74	3.33	3.94	4.57
2010 年青花瓷与老白汾分别提价 5% 和 10%，且其后各年分别以每年 5% 的增长率提价						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
总销售收入	327914.40	440804.12	558338.33	680749.24	808280.70	941188.74
可增加收入	108466.40	112889.72	117534.21	122410.92	127531.46	132908.04

增长率	49.43	34.43	26.66	21.92	18.73	16.44
销售净利率	22%	22%	22%	22%	22%	22%
净利润	72141.17	96976.91	122834.43	149764.83	177821.75	207061.52
EPS	1.67	2.24	2.84	3.46	4.11	4.78

资料来源：山西证券研究所

4.3 产能无瓶颈，高速发展后备无忧

高速的销量增长需要完善的产能后备支持。目前公司现有原酒库存 2.5-3 万吨，65 吨原酒产能 1.5 万吨，成品酒产能 3 万吨，以 09 年预计销量 1.9-2 万吨计算，产能利用率仅为 60-70%。同时，作为汾酒生产工艺的另一项衍生优势，公司产能的扩张不存瓶颈：

- 清香型白酒酿造工艺决定，汾酒生产具有出酒率高、正品率高、名酒率高的优点，且新增产能当年即可流酒，1 年半后即可用于制造成品酒，产能转化速度快、效率高；
- 公司轻资产运营，每新增 1000 吨产能约需资金投入 1000 万元，根据规划目标，至 2015 年约需新增产能 1.5-3.5 万吨，所需资金 1.5-3.5 亿元，仅占公司当前货币资金总额的 20-46%。

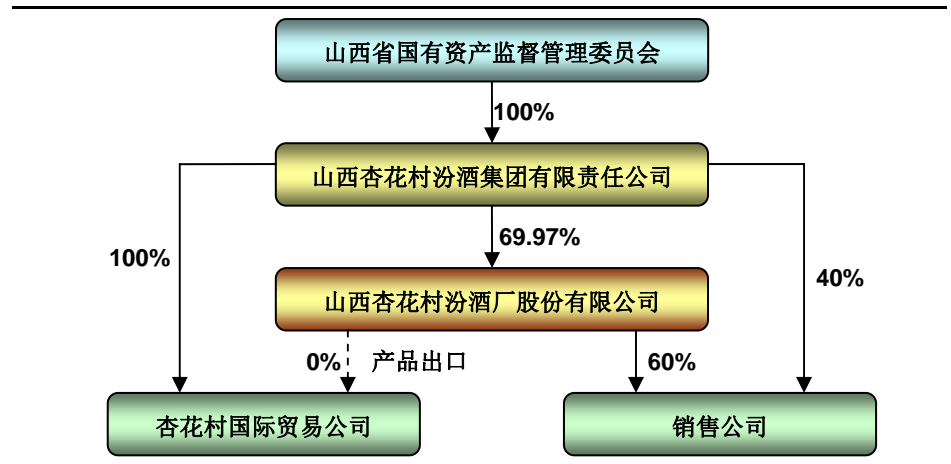
充足的资金供给以及快速的产能转化将对公司高速增长的后备补给做出充分保障，产能问题将不会成为阻碍公司快速发展的制约因素。

4.4 集团整体上市或将再次启动

作为发展规划的配套措施，公司提出了集团整体上市、引进战略投资者等发展举措。事实上，这已不是公司第一次提出整体上市的想法了，早在 2006 年公司就已提出过相应的整合方向，不过后来因种种原因被搁置下来。随着公司新一届领导班子换届完成，相应的集团整体上市事宜有望再次启动，推进速度也将有所加快。

目前，集团旗下主要负责杏花村系列酒的生产与销售，占据了山西省内部分中低端市场份额，出于消除同业竞争的考虑，将该部分整合进上市公司将是一个必然的选择。虽然与汾酒相比，杏花村在盈利能力上存在一定差距，不过作为曾与汾酒比肩的产品系列，杏花村亦具有较好的文化内涵与消费基础，如可依赖上市公司资源实现省外突破，其增长潜力也不容小觑。除杏花村酒的生产销售外，当前与上市公司密切相关的主要有两部分：出口上市公司产品的杏花村国际贸易公司，上市公司下属销售公司的 40% 股权。这两家公司实现的收入可占上市公司总收入的 99% 以上，如可实现整合将使公司业绩增厚约四成。

图 14: 公司股权关系图



资料来源：公司公告 山西证券研究所

表 6: 集团与上市公司各年收入情况, 单位: 亿元

	2004	2005	2006	2007	2008	2009Q3
集团收入	15.33	19.08	24.00	29.00	33.00	29.77
上市公司收入	8.37	10.72	15.27	18.47	15.85	17.07
上市公司收入占集团收入比重 (%)	54.62	56.16	63.64	63.68	48.02	57.34
集团收入增长率 (%)	-13.78	24.46	25.79	20.83	13.79	19.80
上市公司收入增长率 (%)	33.79	27.99	42.54	20.91	-14.20	51.63

资料来源：山西证券研究所

5. 盈利预测

表 7：盈利预测表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1,584.52	2,204.26	3,103.63	4,243.50
营业收入	1,584.52	2,204.26	3,103.63	4,243.50
二、营业总成本	1,098.60	1,409.73	1,953.06	2,626.05
营业成本	372.88	569.03	769.33	1,007.58
营业税金及附加	244.89	335.05	471.75	645.01
销售费用	309.97	301.98	425.20	581.36
管理费用	149.45	205.00	288.64	394.65
财务费用	-0.65	-1.32	-1.86	-2.55
资产减值损失	22.06	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.10	0.10	0.10	0.10
投资净收益	0.10	0.10	0.10	0.10
四、营业利润	486.02	794.63	1,150.67	1,617.55
加：营业外收入	2.58	1.00	1.00	1.00
减：营业外支出	44.72	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	443.88	789.63	1,145.67	1,612.55
减：所得税	129.27	205.30	297.87	419.26
六、净利润	314.61	584.32	847.80	1,193.29
减：少数股东损益	69.44	128.96	187.11	263.36
归属于母公司所有者的净利润	245.17	455.36	660.69	929.93
七、每股收益：	0.57	1.05	1.53	2.15
净利润增长率(%)	-31.81	85.73	45.09	40.75

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。