

# 磨砺十数载，而今从头跃

## 投资要点：

- 山西汾酒是清香型白酒代表，行业的龙头公司，但“朔州假酒案”的发生使公司产品销售逐步走向区域化。主要产品是汾酒系列酒和竹叶青配制酒。公司已经认识到“品牌的全国化”和“销售的区域性”极为不相称，通过产品销售体制改革以及汾酒文化内涵的推广，以山西市场为基地，先辐射周边的河南、陕西等省份，逐渐回归全国。
- 汾酒投入产出高。清香型酒酿造特点是投入成本低、出酒高、扩产快，扩产不依赖窖池、窖泥的老化和独特的地理环境。生产的原酒经过不同贮存期后可以成为不同档次的产品。汾酒的生产优势，加之千年汾酒文化底蕴，为公司快速发展奠定基础。
- 宏伟规划，想象空间巨大。09 年末，新一届管理层上台后，提出 2015 年汾酒集团收入达到 100 亿元，使公司跻身行业前三的位置，到 2020 年达到 200 亿元的发展目标。在这过程中，作为集团 70% 收入来源的上市公司必将扮演至关重要的角色，上市公司是集团收入增量的主要贡献者。要实现收入目标，集团未来 6 年收入复合增速应达 23%，而上市公司未来收入 6 年复合增速应达 28%，集团期望上市公司青花瓷每年增量 800-1000 吨、特汾每年增量 3000 吨，以目前青花瓷 1000 吨、老白汾 9000 吨的销量基础，期望不可说不大。
- 公司发展以老白汾为基础，发力青花瓷。公司的汾酒系列酒收入占到公司总收入的 92% 左右，其中老白汾和青花瓷汾是汾酒的中流砥柱。今年，公司在央视投 2 亿多元的广告主要用于推广青花瓷。我们认为，公司产品性价比很高，青花瓷在高端酒中的性价比尤为突出，其贮存年限一般在 30 年左右，而定价远低于茅台、国窖 1573 等市场主流高端酒产品。随着茅台等产品的不断提价，预留出的价格空档为青花瓷发力提供了有利条件。当下，青花瓷 70% 的市场销量来自于省内，随着宣传费用的不断投入，产品销售乐观，该产品未来几年年均至少有 500 吨以上的增量。
- 销售体制改革完成，理顺厂商关系，为公司快速发展做好铺垫。销售体制改革两大方面：一是大幅减少经销商开发品牌，以定制酒的形式销售给经销商。使经销商开发品牌的销量占比降至 30%；二是改革省外市场的经销模式，改变原先省级代理的粗放形式，使公司的销售渠道更为扁平化。
- 首次给予公司“买入”评级。我们预计 2010 年公司收入至少达 28 亿元，未来三年收入复合增长率达到 34%，预计 09-11 年 EPS 分别为 0.91 元、1.46 元和 2.00 元，三年净利润复合增长率达 52%，如果考虑销售公司 40% 股权的回收，将会增厚 EPS 0.23 元以上，估值更具优势。考察 DCF 和 DDM 绝对估值，得出公司合理股价区间为 36.18-48.50 元，从 PE 估值法考量，给予公司 2010 年 35 倍估值，公司股价应该在 51 元左右。我们认为公司目前的市值无法匹配公司的市场地位和反映未来的发展空间，首次给予公司“买入”投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

8621-63325888 × 6075

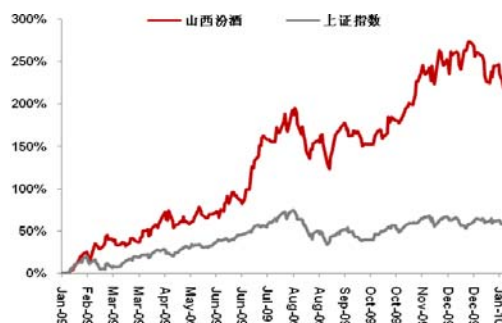
shijiangang@orientsec.com.cn

何浪

研究主管

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| 投资评级                  | 买入 增持 中性 减持 (首次) |
| 股价 (2010 年 01 月 27 日) | 38.57            |
| 目标价格 (6 个月)           | 51               |
| 总股本/A 股 (亿股)          | 4.33/4.33        |
| 国家/地区                 | 中国               |
| 行业                    | 白酒               |
| 报告日期                  | 2010 年 01 月 28 日 |

## 股价表现



| 评价周期  | 1 个月   | 3 个月  | 12 个月  |
|-------|--------|-------|--------|
| 绝对表现% | -13.19 | 15.86 | 220.62 |
| 相对表现% | -8.26  | 17.01 | 172.16 |

## 财务预测 (百万)

|          | 2008A  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 1585   | 2058  | 2877  | 3827  |
| 同比%      | -14.2% | 29.9% | 39.8% | 33.0% |
| 归属母公司净利润 | 245    | 393   | 632   | 865   |
| 同比%      | -31.8% | 60.4% | 60.9% | 36.8% |
| 毛利率%     | 76.5%  | 75.8% | 77.9% | 78.8% |
| ROE%     | 16.7%  | 23.2% | 31.0% | 35.4% |
| EPS      | 0.57   | 0.91  | 1.46  | 2.00  |
| PE       | 68     | 42    | 26    | 19    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 相关研究报告

## 目 录

|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| <b>一、国家名酒，历经坎坷 .....</b> | <b>4</b>  |
| 1、历经坎坷 .....             | 4         |
| 2、汾酒主体，青花瓷发力 .....       | 5         |
| 3、汾酒低投入高产出 .....         | 8         |
| <b>二、完成改革，东山再起 .....</b> | <b>9</b>  |
| 1、改革后的销售体制趋于扁平化 .....    | 9         |
| 2、整体上市预期猜想 .....         | 10        |
| <b>三、盈利预测和投资建议 .....</b> | <b>11</b> |
| <b>四、风险提示 .....</b>      | <b>13</b> |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：公司历年收入和净利润（亿元） .....           | 4  |
| 图 2：公司产品线 .....                    | 5  |
| 图 3：汾酒系列酒收入和毛利的产品构成 .....          | 6  |
| 图 4：公司产品填补了市场主流高端酒的竞争空白（元/瓶） ..... | 7  |
| 图 5：汾酒和老窖、水井坊的销售费用率比较 .....        | 7  |
| 图 6：汾酒和老窖、水井坊的净利润率比较 .....         | 8  |
| 图 7：公司的销售渠道逐步扁平化 .....             | 9  |
| 图 8：公司股权结构 .....                   | 10 |
| 图 9：公司分红率较高 .....                  | 13 |
| 表 1：汾酒集团未来发展规划 .....               | 6  |
| 表 2：白酒三种主流香型的工艺比较 .....            | 8  |
| 表 3：公司产品销量预测 .....                 | 11 |
| 表 4：公司产品单价预测 .....                 | 11 |
| 表 5：公司市值偏低，估值便宜 .....              | 12 |
| 表 6：DCF 估值敏感性分析 .....              | 12 |
| 表 7：DDM 估值敏感性分析 .....              | 13 |
| 附表：财务报表预测与比率分析 .....               | 14 |

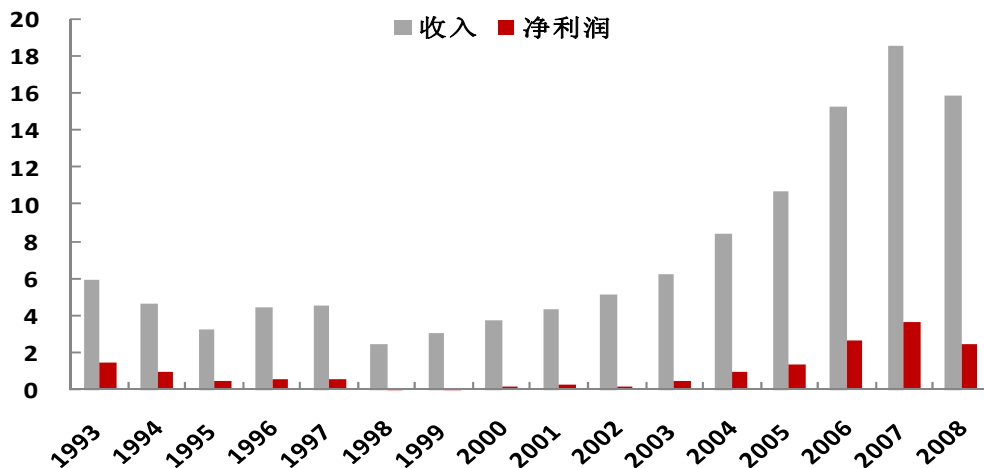
## 一、国家名酒，历经坎坷

### 1、历经坎坷

山西汾酒是白酒行业的龙头公司，清香型白酒代表。主要产品是汾酒系列酒和以竹叶青（另外还有玫瑰和白玉等少量产品）为主的配制酒。

汾酒作为一个全国性品牌毋庸置疑，在 1988~1993 年的连续 6 年时间里，其经济效益均位居全行业之首，是知名的全国品牌。1998 年山西“假酒案”的发生，使其受到无故牵连，产品在外省市受到急剧压缩排斥，沦为区域性销售的产品。但是近几年，公司已经认识到“品牌的全国化”和“销售的区域性”极为不相称，公司通过产品销售体制改革以及汾酒文化内涵的推广，以山西市场为基地，先辐射周边的河南、陕西等省份，元气逐年恢复。

图 1：公司历年收入和净利润（亿元）



资料来源：东方证券研究所

公司的发展历史可以分为四个阶段。

第一阶段（1994 年之前）：据考证，杏花村的酿酒历史有 1500 年，1915 年汾酒在巴拿马国际博览会上获得了一等优胜金质奖章。解放之后，汾酒在第一、二、三、四届全国评酒会上均被评为国家名酒。1994 年公司成为我国白酒行业第一家上市公司；

第二阶段（1994 年-2002 年）：1998 年之前，公司和很多名酒一样，采取了现今看来是错误的决策：名酒变民酒，出发点是好的，但不合时宜，也没有看到当时市场发生的变化，没能赶上消费升级的第一波市场利好，“汾老大”地位一去十几年。特别是 1998 年“朔州假酒案”，全国震惊之余，群起反晋酒，将公司打入低谷，当年公司收入和净利润分别下降 45% 和 92%。而后耕耘山西本地市场，进入漫长的恢复期，2002 年收入规模恢复至 97 年水平，但净利润不足当年的 1/3。

第三阶段（2002-2007 年）：新领导层上任，加强市场开发、宣扬汾酒文化内涵，适时推出高端产品，进行产品细化，公司业绩进入黄金 5 年，在此阶段收入和净利润复合增长率分别达到 30% 和 87%。

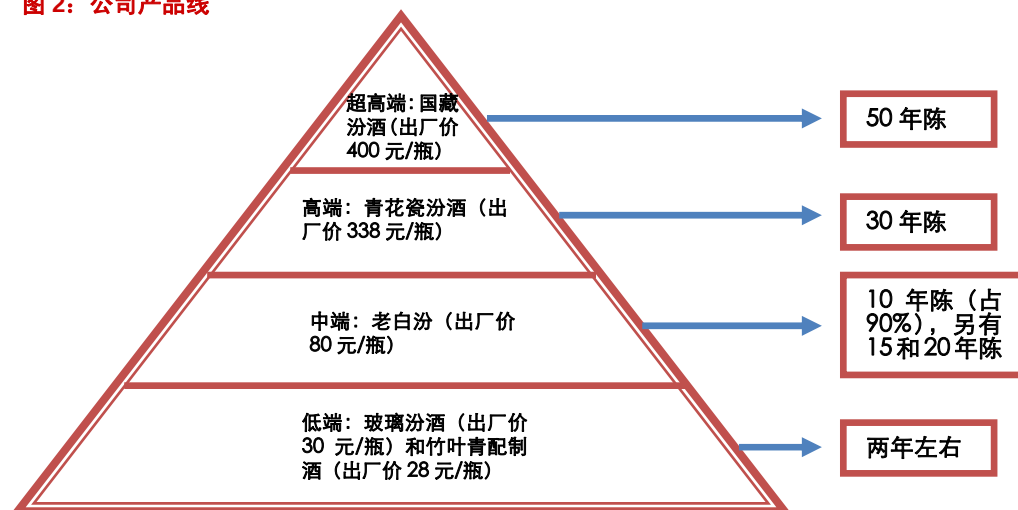
第四阶段（2008 年-未来）：2008 年，公司收入和净利润出现 14% 和 32% 的下滑，但对此我们乐观其成。原因是该业绩调整是内部改革因素导致的，而非外在市场的萎缩，一般认为改良比革命来

得困难，而深度改良的效果也是可观的。公司通过销售体制和渠道的改革，理顺了产品体系，也整合了市场，我们认为这是公司未来腾飞的基础，夯实基础可以飞得更稳。这种效果会初步体现在2009年的业绩上，我们也乐观看待2010-2011年的业绩表现。

## 2、汾酒主体，青花瓷发力

公司65°汾酒原酒产能为1.5万吨，库存量在3万吨左右。汾酒的产品档次按年份划分。产品线逐步齐全。从产品系列可分为汾酒和配制酒两大类，其中汾酒中的老白汾是公司的业绩基础，未来的发力空间来自于青花瓷高端白酒以及老白汾销量的稳步提升。我们预计2009年公司国藏汾酒销量在45吨左右（增速持平）；青花瓷销量为950吨（增速接近翻倍）；老白汾为9000吨（增长13%）；普通玻璃汾酒为6000吨（持平）；配制酒竹叶青销量为2800吨（增长7%），总销量为1.88万吨左右。

图2：公司产品线



资料来源：东方证券研究所

公司汾酒60%销量来自于山西省内市场，周边陕西、河南、河北和北京对产品认可度较高，南方市场有待开拓。公司配制酒竹叶青除省内市场外，省外市场主要集中在浙江和广州。

在09年12月新领导李秋全董事长上台后，对汾酒集团未来发展提出了激动人心的规划。由于上市公司是集团收入的主要来源，占比在7成左右，按照集团收入的规划，到2015年为止集团未来几年收入复合增速将达23%，而增量部分主要靠上市公司资源来实现，有此测算，上市公司未来收入6年复合增速将达28%，由此，我们认为要实现目标，对青花瓷和老白汾的销量扩大举措的实施是至关重要的。

**表 1：汾酒集团未来发展规划**

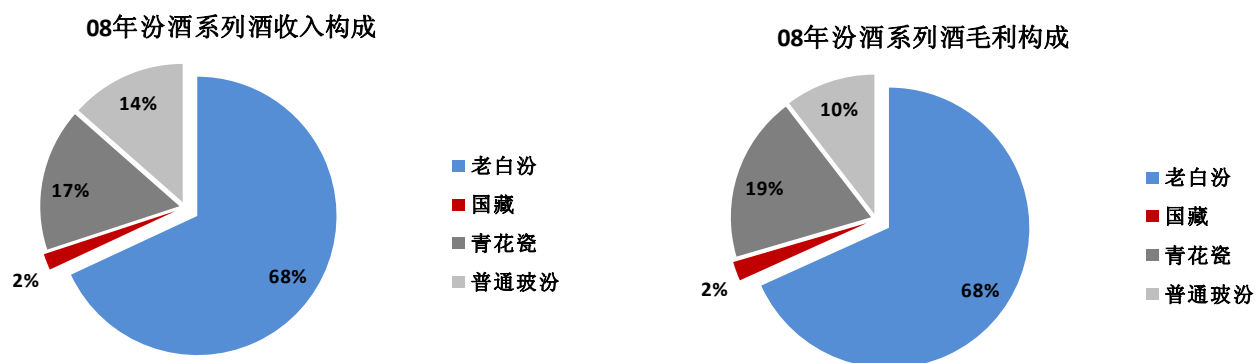
| 规划目标                                                  | 规划举措                                                                  |
|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|
| 1、用五年左右时间跻身行业第三                                       | 1、提出“追赶、超越、领先”的发展口号                                                   |
| 2、到2015年，汾酒荣获巴拿马万国博览会金奖100周年之际，实现百年金奖、百亿汾酒集团的“双百”发展目标 | 2、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。 |
| 3、五年内名白酒基地65度原酒达到3~5万吨生产规模，保健酒基地竹叶青酒达到3万吨成品酒规模        | 3、扩大原酒产能                                                              |
| 4、原酒贮存能力 5 年内达到 6~8 万吨                                | 4、扩大原酒贮能                                                              |

资料来源：东方证券研究所

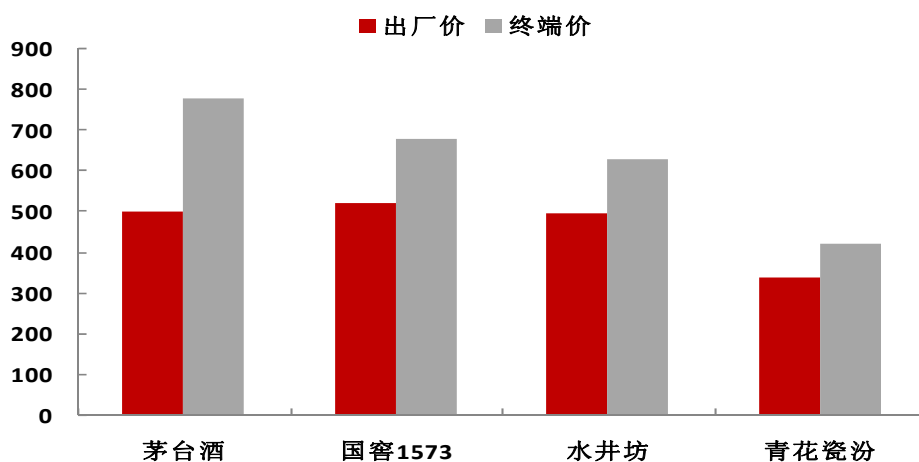
公司的汾酒系列酒收入占到公司总收入的 92%左右，其中老白汾和青花瓷汾是汾酒的中流砥柱，从完成规划目标的角度看，青花瓷将会扮演更为重要的角色。目前，公司在央视投入 2 亿多元的广告主要用于推广青花瓷。我们认为，公司产品的性价比很高，其中青花瓷在高端酒中的性价比尤为突出，产品贮存年限一般在 30 年左右，而价格定位远低于茅台、国窖 1573 等市场主流高端酒产品。

随着茅台等产品近几年的不断提价，这类产品的出厂价基本已在每瓶 500 元左右，市场终端价已经超过了每瓶 600 元，而相比之下青花瓷汾出厂价和市场价要低得多，可以弥补茅台等产品快速提价预留出的白酒 400 元价格档空白。

当下，青花瓷 70%的市场销量来自于省内，随着宣传费用的不断投入，我们对该产品的发展表示乐观，如果能按集团预计的每年 800-1000 吨增长是最好的，但我们认为该产品在未来几年每年至少有 500 吨以上的增量。

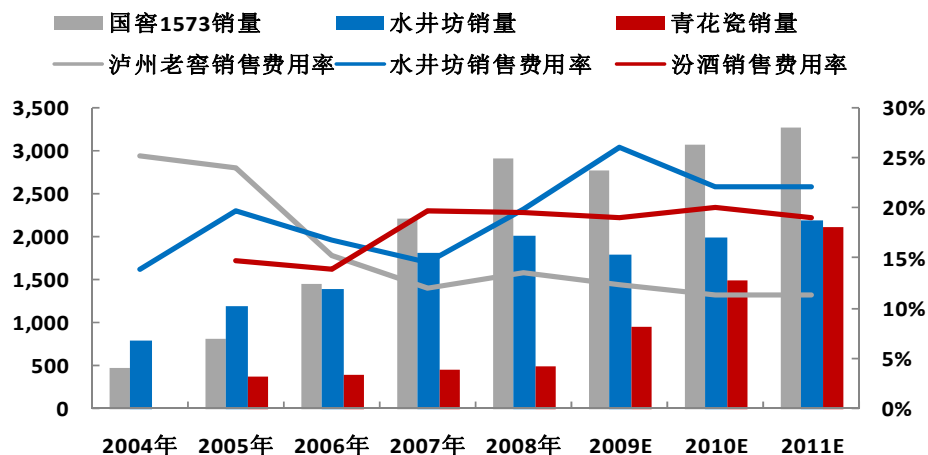
**图 3：汾酒系列酒收入和毛利的产品构成**


资料来源：东方证券研究所

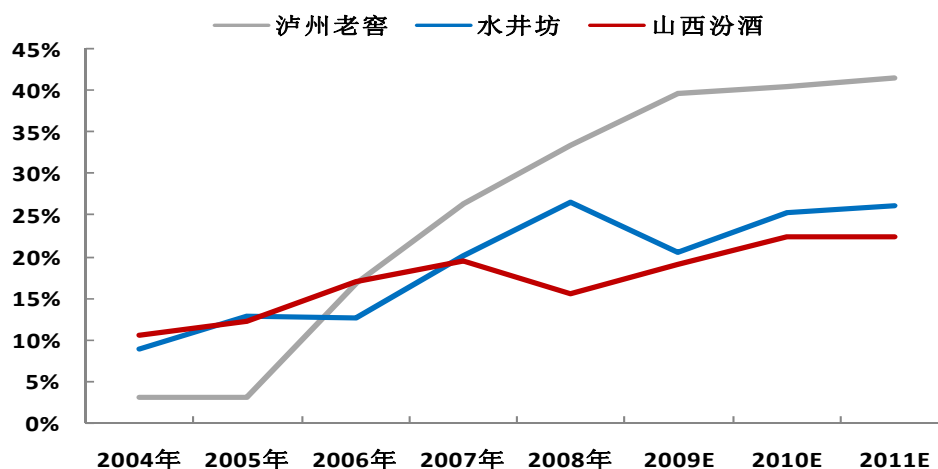
**图 4：公司产品填补了市场主流高端酒的竞争空白（元/瓶）**


资料来源：东方证券研究所

向省外市场的产品推广，特别是对高端酒青花瓷的投入，势必带来销售费用的上升，我们预计未来几年公司销售费用率将保持在 19% 左右，从青花瓷销量情况看，相当于国窖 1573 和水井坊 2005 年的水平，当时两家公司的销售费用率也非常高，但随着产品的快速放量，费用率下降，销售利润率明显大幅上升，其中，我们认为从公司整体的产品体系看，泸州老窖对山西汾酒更具有参考价值。

**图 5：汾酒和老窖、水井坊的销售费用率比较**


资料来源：东方证券研究所

**图 6：汾酒和老窖、水井坊的净利润率比较**


资料来源：东方证券研究所

### 3、汾酒低投入高产

清香型酒酿造特点是投入成本低、出酒高、扩产快，扩产不依赖窖池、窖泥的老化和独特的地理环境。生产的原酒经过不同贮存期后可以成为不同档次的产品。在产品生产的该优势特点下，有汾酒文化和品牌优势的山西汾酒可获得更高的盈利能力和发展速度。

**表 2：白酒三种主流香型的工艺比较**

| 白酒香型      | 清香型                                                                                                                          | 浓香型                                             | 酱香型              |
|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|------------------|
| 香型制定方     | 山西汾酒                                                                                                                         | 泸州老窖、五粮液                                        | 贵州茅台             |
| 香型特点      | 无色、清亮透明，清香纯正，具无色(或微黄)透明，窖香浓无色(或微黄)透明，酱香有以乙酸乙酯为主体的清雅、协调，具有以己酸乙酯为主体、突出、幽雅细腻，空杯调的香气，入口绵甜，香味协调，纯正协调的酯类香气，入口绵留香幽雅持久，入口柔醇厚爽冽，尾净香长。 | 甜爽净，香味协调，余味悠长。绵醇厚，回味悠长。                         |                  |
| 发酵方式      | 地缸发酵                                                                                                                         | 窖底石料                                            | 窖底黄泥             |
| 决定酒质条件    | 贮存年份、水质、工艺                                                                                                                   | 独特地理环境、水质、工艺                                    | 窖池年份、酿酒师、地理环境、水质 |
| 发酵次数      | 2 次                                                                                                                          | 1 次                                             | 7 次              |
| 发酵时间      | 56 天                                                                                                                         | 45-60 天                                         | 10 个月            |
| 低端酒贮存最低年限 | 1.5-2 年                                                                                                                      | 1 年内                                            | -                |
| 高端酒贮存年限   | 10 年                                                                                                                         | 2 年                                             | 3 年              |
| 出酒率       | 45%                                                                                                                          | 43%，高端酒出酒率更低，窖25%，品质好的原酒在龄 5 年内高端酒出酒率 1%左10%以内右 |                  |

|              |          |        |                     |
|--------------|----------|--------|---------------------|
| 千吨产能投<br>资金额 | 3000 万以内 | 2 亿元以内 | 2.84 亿元左右（茅台公<br>告） |
|--------------|----------|--------|---------------------|

资料来源：东方证券研究所

## 二、完成改革，东山再起

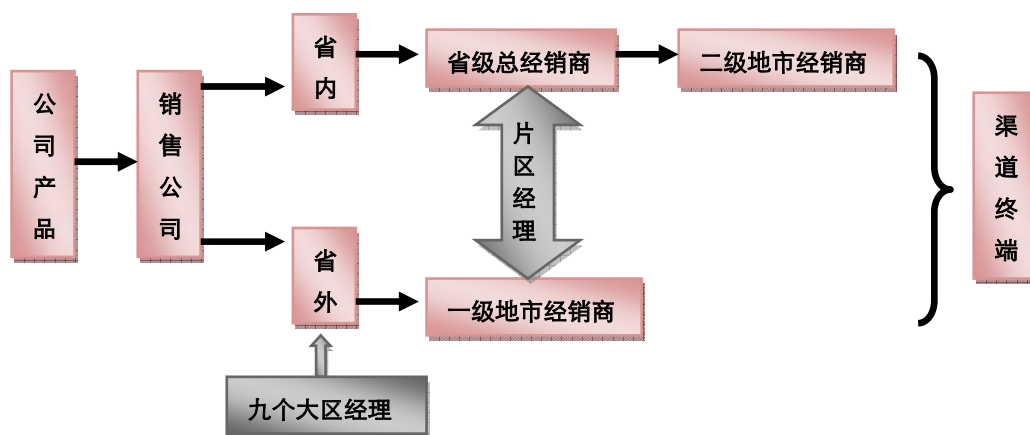
### 1、改革后的销售体制趋于扁平化

2008 年启动的公司销售体制改革着力两方面：

一是大幅减少经销商开发品牌，收回经销商品牌的产品包转权，改变以前只提供基酒的方式（经销商可以提出包转的样式和产品的规格，公司负责基酒供应和产品包装），以定制酒的形式销售给经销商。原先经销商开发品牌的销量占到老白汾销量的 50%，目前已降至 30%（通过提高产品销售规模，砍减经销商开发品牌），最后会控制在 10 种以内。这项改革带来的好处：一是大幅减少汾酒产品品牌的混乱局面；二是可以提高对这部分基酒的盈利能力，使这部分产品出厂价提高 20% 以上。

二是改革省外市场的经销模式，改变原先省级代理的粗放形式，全国新设九大销售区（华北、华东、华南、华中、西北、西南、东北、东南和竹叶青），设大区经理，对地级市经销商进行直接管理，省内市场暂时保留总经销，未来也将走省外市场的营销模式，使公司的销售渠道更为扁平化。改革带来的好处：一是增加公司对经销商的话语权；二是减少地方的串货现象。

图 7：公司的销售渠道逐步扁平化



资料来源：东方证券研究所

## 2、整体上市预期猜想

汾酒集团是国有独资公司，以生产经营中国名酒汾酒、竹叶青酒为主营业务，年产名优白酒 5 万吨。公司拥有“杏花村”、“竹叶青”两个中国驰名商标。公司主导产品有汾酒、竹叶青酒、玫瑰汾酒、白玉汾酒、以及葡萄酒、啤酒等六大系列。

从集团酒类资产整体上市的角度看，对上市公司业绩增厚主要来自于两个方面：一是“杏花村”酒类资产，目前杏花村产销量在 2 万吨左右，产品定位低端，我们认为该部分资产产生的净利润应在 1 亿元之内；二是集团持有的销售公司 40% 股权解决，这部分产生的净利润应在 1 亿元之上，这是较大的看点。

40% 股权的解决目前尚无时间表，随着其他公司相类似问题的解决，以及此类问题的日益突出，我们觉得公司解决该部分股权是迟早的事情，解决的方式很多，我们猜想有三种：

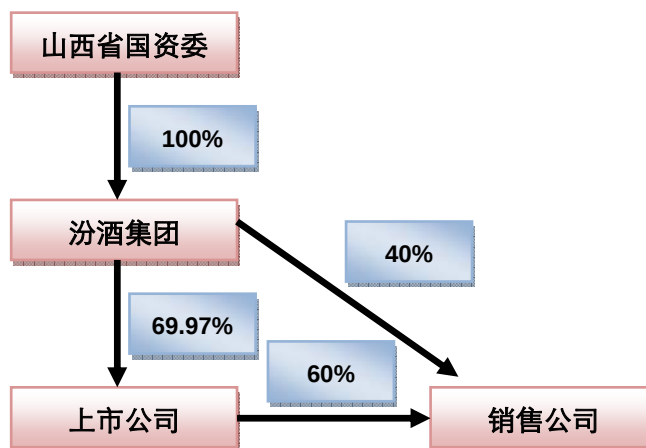
一是在集团酒类资产没有整体上市的情况下，公司通过增资销售公司，提高对销售公司的持股比例；

二是公司通过现金向集团收购该部分销售公司股权；

三是集团酒类资产的整体上市。

我们认为，前两种方式操作较为简单，主要看国资委的态度和集团管理层看待问题的角度。我们知道集团放弃该部分股权，势必会对集团的利润产生一定的影响，但可以提高市场对公司的认可度，进而给予更高的估值，集团持有上施公司的市值也将随之上升，有失有得，得的不一定比失去的少。

图 8：公司股权结构



资料来源：东方证券研究所

### 三、盈利预测和投资建议

我们预计青花瓷未来几年的增量在 500-600 吨左右，老白汾增量在 2000 吨左右，国藏汾酒保持稳定，另外配制酒竹叶青销量增速在 30%以上。

公司产品定价仍过低，汾酒有每年提价的基础，预计提价幅度 5-10%。

费用方面，由于对外省市营销规模的扩大，费用率将会维持在较高水平。

**表 3：公司产品销量预测**

| 产量（吨）       | 2008 年 | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 老白汾         | 8,000  | 9,000  | 10,800 | 13,000 |
| 国藏          | 45     | 45     | 50     | 55     |
| 青花瓷         | 500    | 950    | 1,600  | 2,200  |
| 竹叶青         | 2,600  | 2,800  | 3,864  | 5,023  |
| 普通玻汾        | 4,000  | 6,000  | 6,000  | 6,000  |
| 酒如泉（玻汾替代产品） | 1,000  | 0      | 0      | 0      |
| 合计          | 16,145 | 18,795 | 22,314 | 26,278 |

资料来源：东方证券研究所

**表 4：公司产品单价预测**

| 吨价（万元/吨）    | 2008 年 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 老白汾         | 12.60  | 13.23 | 14.42 | 15.57 |
| 国藏          | 62.20  | 64.07 | 64.07 | 64.07 |
| 青花瓷         | 49.00  | 50.47 | 55.01 | 59.41 |
| 竹叶青         | 4.00   | 4.08  | 4.20  | 4.29  |
| 普通玻汾        | 4.00   | 4.08  | 4.08  | 4.08  |
| 酒如泉（玻汾替代产品） | 4.00   | 4.00  | 4.00  | 4.00  |

资料来源：东方证券研究所

我们认为，山西汾酒作为全国性的品牌，目前正处于向全国市场的回归阶段，产品口味易被接受，性价比较高，未来发展空间非常大，而，公司目前的市值远远无法匹配公司的市场地位和反映未来的发展空间。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.91 元、1.46 元和 2.00 元，对应估值分别为 42X、26X 和 19X，如果考虑销售公司 40%股权的回收，将会增厚 EPS 0.23 元以上，估值更具优势，首次给予公司“买入”投资评级。

**表 5：公司市值偏低，估值便宜**

| 公司          | 09PE      | 10PE      | 2009 年       |             |           | 公司市值(亿元)   |
|-------------|-----------|-----------|--------------|-------------|-----------|------------|
|             |           |           | 总销量(吨)       | 高端酒销量(吨)    | 收入(亿元)    |            |
| 贵州茅台        | 32        | 26        | 15000        | 10200       | 99        | 1548       |
| 泸州老窖        | 33        | 26        | 55400        | 2750        | 40        | 425        |
| 水井坊         | 42        | 28        | 3780         | 1780        | 11        | 93         |
| 洋河股份        | 41        | 29        | 85900        |             | 36        | 482        |
| <b>山西汾酒</b> | <b>42</b> | <b>26</b> | <b>18800</b> | <b>1000</b> | <b>21</b> | <b>167</b> |

资料来源：东方证券研究所

考察 DCF 和 DDM 绝对估值，给定基本的模型假设条件为：贝塔值 ( $\beta$ ) 为 0.93；无风险利率为 3.65%；股权资本成本为 10.30%；债务成本为 3.98%；永续增长率选定为 2%；法定所得税率为 25%；DDM 估值中的分红率为 70%（观察历史数据，公司为高分红率企业，平均分红率在 70% 左右）。

结合两种估值方法，我们认为公司的合理股价区间为 36.18-48.50 元，从 PE 估值法考量，给予公司 2010 年 35 倍估值，公司股价应该在 51 元左右。

**表 6：DCF 估值敏感性分析**

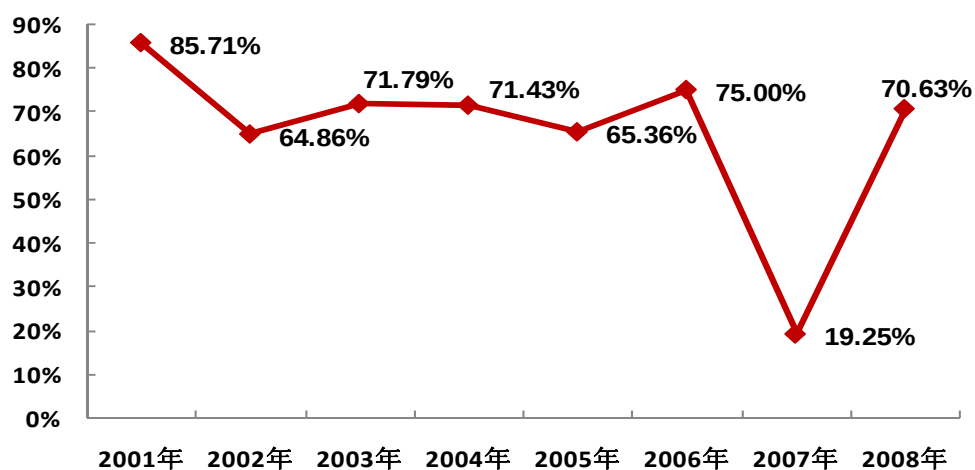
| WACC(%)       | 永续增长率 $G_n(\%)$ |              |              |              |              |              |
|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|               | 0.00%           | 1.00%        | 2.00%        | 3.00%        | 4.00%        | 5.00%        |
| 6.30%         | 79.51           | 90.89        | 107.58       | 134.39       | 184.50       | 311.75       |
| 7.30%         | 66.05           | 73.65        | 84.12        | 99.46        | 124.10       | 170.16       |
| 8.30%         | 56.01           | 61.31        | 68.31        | 77.94        | 92.05        | 114.71       |
| 9.30%         | 48.26           | 52.09        | 56.98        | 63.41        | 72.28        | 85.27        |
| <b>10.30%</b> | <b>42.12</b>    | <b>44.97</b> | <b>48.50</b> | <b>53.00</b> | <b>58.93</b> | <b>67.10</b> |
| 11.30%        | 37.17           | 39.33        | 41.95        | 45.21        | 49.36        | 54.83        |
| 12.30%        | 33.10           | 34.76        | 36.76        | 39.18        | 42.19        | 46.01        |
| 13.30%        | 29.70           | 31.01        | 32.55        | 34.40        | 36.63        | 39.41        |
| 14.30%        | 26.85           | 27.89        | 29.10        | 30.52        | 32.22        | 34.29        |

资料来源：东方证券研究所

**表 7：DDM 估值敏感性分析**

| 股权资本成本 Ke(%) | 永续增长率 Gn(%) |       |       |        |        |        |
|--------------|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
|              | 0.00%       | 1.00% | 2.00% | 3.00%  | 4.00%  | 5.00%  |
| 6.30%        | 59.77       | 68.43 | 81.12 | 101.49 | 139.59 | 236.32 |
| 7.30%        | 49.54       | 55.32 | 63.28 | 74.94  | 93.67  | 128.69 |
| 8.30%        | 41.90       | 45.93 | 51.25 | 58.57  | 69.30  | 86.53  |
| 9.30%        | 36.00       | 38.92 | 42.63 | 47.53  | 54.27  | 64.14  |
| 10.30%       | 31.33       | 33.50 | 36.18 | 39.61  | 44.11  | 50.32  |
| 11.30%       | 27.56       | 29.21 | 31.20 | 33.68  | 36.83  | 40.99  |
| 12.30%       | 24.46       | 25.73 | 27.25 | 29.09  | 31.37  | 34.29  |
| 13.30%       | 21.88       | 22.88 | 24.05 | 25.45  | 27.15  | 29.26  |
| 14.30%       | 19.70       | 20.50 | 21.42 | 22.50  | 23.79  | 25.36  |

资料来源：东方证券研究所

**图 9：公司分红率较高**


资料来源：东方证券研究所

## 四、风险揭示

- 1、宏观经济恢复受挫，将会影响居民支出，对公司白酒销售产生负面影响；
- 2、销售费用的短期大幅支出，将影响公司业绩；
- 3、食品安全问题的发生，板块内公司均会受牵连。

### 附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表     |      |       |       |       | 利润表           |        |       |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|---------------|--------|-------|-------|-------|
|           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |               | 2008   | 2009E | 2010E | 2011E |
| 流动资产      | 1580 | 1874  | 2474  | 3379  | 营业收入          | 1585   | 2058  | 2877  | 3827  |
| 现金        | 542  | 769   | 1003  | 1470  | 营业成本          | 373    | 497   | 637   | 810   |
| 应收账款      | 39   | 62    | 86    | 115   | 营业税金及附加       | 245    | 319   | 440   | 586   |
| 其他应收款     | 8    | 10    | 14    | 19    | 营业费用          | 310    | 412   | 547   | 727   |
| 预付账款      | 15   | 20    | 25    | 32    | 管理费用          | 149    | 130   | 181   | 241   |
| 存货        | 692  | 597   | 764   | 972   | 财务费用          | -1     | -2    | -3    | -3    |
| 其他流动资产    | 284  | 417   | 580   | 771   | 资产减值损失        | 22     | 3     | 3     | 3     |
| 非流动资产     | 536  | 506   | 479   | 451   | 公允价值变动收益      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资      | 5    | 5     | 5     | 5     | 投资净收益         | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产      | 421  | 422   | 408   | 387   | 营业利润          | 486    | 700   | 1072  | 1463  |
| 无形资产      | 30   | 29    | 29    | 28    | 营业外收入         | 3      | 2     | 3     | 3     |
| 其他非流动资产   | 80   | 49    | 37    | 31    | 营业外支出         | 45     | 12    | 12    | 12    |
| 资产总计      | 2115 | 2380  | 2953  | 3830  | 利润总额          | 444    | 690   | 1063  | 1454  |
| 流动负债      | 528  | 558   | 621   | 696   | 所得税           | 129    | 179   | 271   | 371   |
| 短期借款      | 0    | 0     | 0     | 0     | 净利润           | 315    | 510   | 792   | 1083  |
| 应付账款      | 44   | 50    | 64    | 81    | 少数股东损益        | 69     | 117   | 159   | 218   |
| 其他流动负债    | 484  | 508   | 558   | 615   | 归属母公司净利润      | 245    | 393   | 632   | 865   |
| 非流动负债     | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA        | 520    | 736   | 1110  | 1503  |
| 长期借款      | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)       | 0.57   | 0.91  | 1.46  | 2.00  |
| 其他非流动负债   | 0    | 0     | 0     | 0     |               |        |       |       |       |
| 负债合计      | 528  | 558   | 621   | 696   | 主要财务比率        |        |       |       |       |
| 少数股东权益    | 121  | 238   | 397   | 615   |               | 2008   | 2009E | 2010E | 2011E |
| 股本        | 433  | 433   | 433   | 433   | 成长能力          |        |       |       |       |
| 资本公积      | 298  | 298   | 298   | 298   | 营业收入          | -14.2% | 29.9% | 39.8% | 33.0% |
| 留存收益      | 736  | 848   | 1199  | 1783  | 营业利润          | -29.1% | 44.0% | 53.2% | 36.5% |
| 归属母公司股东权益 | 1467 | 1584  | 1935  | 2518  | 归属于母公司净利润     | -31.8% | 60.4% | 60.9% | 36.8% |
| 负债和股东权益   | 2115 | 2380  | 2953  | 3830  | 获利能力          |        |       |       |       |
|           |      |       |       |       | 毛利率(%)        | 76.5%  | 75.8% | 77.9% | 78.8% |
| 现金流量表     |      |       |       |       | 净利率(%)        | 15.5%  | 19.1% | 22.0% | 22.6% |
|           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | ROE(%)        | 16.7%  | 24.8% | 32.7% | 34.4% |
| 经营活动现金流   | 590  | 520   | 527   | 759   | ROIC(%)       | 33.8%  | 50.2% | 61.1% | 66.4% |
| 净利润       | 315  | 510   | 792   | 1083  | 偿债能力          |        |       |       |       |
| 折旧摊销      | 35   | 38    | 41    | 43    | 资产负债率(%)      | 25.0%  | 23.5% | 21.0% | 18.2% |
| 财务费用      | -1   | -2    | -3    | -3    | 净负债比率(%)      | 0.00%  | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 投资损失      | -0   | -0    | -0    | -0    | 流动比率          | 2.99   | 3.36  | 3.98  | 4.86  |
| 营运资金变动    | 231  | -33   | -303  | -364  | 速动比率          | 1.68   | 2.29  | 2.75  | 3.46  |
| 其他经营现金流   | 10   | 7     | 0     | 0     | 营运能力          |        |       |       |       |
| 投资活动现金流   | -92  | -15   | -14   | -14   | 总资产周转率        | 0.79   | 0.92  | 1.08  | 1.13  |
| 资本支出      | 92   | 15    | 15    | 15    | 应收账款周转率       | 16     | 41    | 39    | 38    |
| 长期投资      | 0    | 0     | 0     | 0     | 应付账款周转率       | 7.04   | 10.65 | 11.23 | 11.20 |
| 其他投资现金流   | 0    | 1     | 1     | 1     | 每股指标(元)       |        |       |       |       |
| 筹资活动现金流   | -128 | -279  | -278  | -278  | 每股收益(最新摊薄)    | 0.57   | 0.91  | 1.46  | 2.00  |
| 短期借款      | 0    | 0     | 0     | 0     | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.36   | 1.20  | 1.22  | 1.75  |
| 长期借款      | 0    | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)   | 3.39   | 3.66  | 4.47  | 5.82  |
| 普通股增加     | 0    | 0     | 0     | 0     | 估值比率          |        |       |       |       |
| 资本公积增加    | 0    | 0     | 0     | 0     | P/E           | 68.11  | 42.47 | 26.40 | 19.30 |
| 其他筹资现金流   | -128 | -279  | -278  | -278  | P/B           | 11.38  | 10.54 | 8.63  | 6.63  |
| 现金净增加额    | 370  | 227   | 234   | 467   | EV/EBITDA     | 31     | 22    | 15    | 11    |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师承诺

**施剑刚：食品饮料、农业高级分析师**

**何浪：研究主管**

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**王骏飞

**电话：**021-63325888\*1131

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)