

食品饮料行业

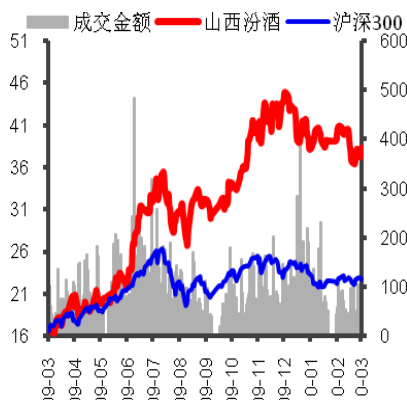
报告原因：糖酒会调研

2010年3月24日

市场数据：2010年3月23日

收盘价（元）	37.01
一年内最高/最低（元）	45.68/15.85
市净率	9.6
市盈率（2009E）	35.4
流通A股市值（百万元）	16,022

公司近期市场表现（最近一年）：



执笔人：罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

研究员：张旭

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

山西汾酒 (600809)

营销咨询引入或为公司发展带来新契机

买入

维持评级

公司研究/调研简报

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	65.4
2009E	2,210	39.4	453	84.6	1.05	26.3	26.8	35.4
2010E	3,157	42.9	672	48.5	1.55	27.3	28.5	23.8
2011E	4,325	37.0	948	41.0	2.19	28.1	28.6	16.9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

主要事件：

成都春季糖酒会期间我们参加了汾酒集团举办的汾酒新商业模式培训会，听取了公司高管及盛初咨询对汾酒经营情况、发展战略方面的论述。

投资要点：

● **高增长苗头已现，坚定2015年百亿目标。**汾酒集团2009年共实现销售收入37.8亿，同比增长15%，10年1-2月销售收入13亿，比上年同期翻了一番。按历史数据推算，上市公司销售收入约占集团总收入的60%左右，预计上市公司今年前两月收入可达近8亿元，新一轮高速增长苗头已现。集团公司董事长李秋喜在会上再次强调了到2015年汾酒荣获巴拿马金奖一百周年时，实现百亿汾酒中期目标，到2020年实现二百亿长期目标的发展战略，并指出未来3-5年汾酒将继续保持高速增长态势，汾酒品牌市场火热的夏天即将到来。

● **发展战略逐步明晰，体制改革持续推进。**换届完成后集团新一届领导班子对汾酒发展的优势与不足重新做出了细致分析，并在此基础上明确提出了追赶、超越、领先三步走的赶超战略；提出了国酒之源、清香之尊、文化之根的战略定位；提出了清香汾酒、文化汾酒、历史汾酒的经营理念。目前公司已着手在创新管理、深度营销方面做出努力，劳动、人事、分配三项制度改革正在进行，机构整合、流程再造已经开始，体制改革的持续推进将有效推动汾酒的前进步伐，为公司发展目标的实现奠定坚实基础。

● **引入盛初咨询，营销或迎新契机。**近期公司已与盛初营销咨询公司签订战略合作协议，约定自2010年至2013年由盛初咨询作为营销顾问为汾酒产品的营销、销售战略提供咨询。据了解盛初咨询是国内一家专业化的酒业咨询公司，曾服务于口子窖、洋河、郎酒、衡水老白干等近二十家酒类知名企业，在酒类咨询行业中具有广泛的客户群体，且成果卓

越，其成功运作了洋河蓝色经典、郎酒红花郎等产品，自 09 年开始与五粮液合作，运作五粮醇“淡雅”系列，当年实现销售额 5.8 亿，增速高达 30%以上。在 2007 年首届中国酒业金爵奖的评选活动中，盛初咨询荣获“中国酒业营销金爵奖——最佳营销机构奖”。此次，盛初咨询为汾酒量身打造了一系列新形式的营销、销售战略：（1）定位新模式：从次高端到超高端的超越；（2）产品线新模式：清晰识别和价位组合；（3）区域布局新模式：省内渠道掌控，省外区域聚焦；（4）品牌新模式：聚焦、聚焦、再聚焦；以及集公关、团购、盘中盘为一体的销售模式革新。盛初咨询的引入将有助于公司克服原有的营销网络落后、营销渠道单一的弊病，为公司的进一步发展带来新契机。

●**投资建议：**汾酒作为传统四大名酒，具有悠久的历史与杰出的品质，营销、销售体系的不断改善将有助于打破原有发展瓶颈，推动公司高速发展。我们预计公司 2010 年的 EPS 分别为 1.55 元，对应的动态市盈率分别为 23.8 倍，维持“买入”评级。

●**风险提示：**省外市场的开拓具有不确定性；A 股市场波动。

表 1：山西汾酒集团与上市公司近年销售情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
集团收入（亿元）	15.33	19.08	24.00	29.00	33.00	37.80
集团收入增速（%）	-13.78	24.46	25.79	20.83	13.79	14.55
上市公司收入（亿元）	8.37	10.72	15.27	18.47	15.85	22.10
上市公司收入增速（%）	33.79	27.99	42.54	20.91	-14.20	39.47
上市公司收入占集团总收入比重（%）	54.62	56.16	63.64	63.68	48.02	58.47

资料来源：山西证券研究所（上市公司 2009 年销售收入为预测值）

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。