



上市公司动态研究报告

饮料制造业

高成长低估值，进入最佳发展期

自从茅台和五粮液进入超高端市场后，腾出 2 万吨左右的高端市场给其他企业，白酒高端化向二线企业迅速转移。

我们认为在新一轮高端市场争夺战中，只有那些白酒文化底蕴深厚，品牌影响力强，关键是基数很低的公司才能获得快速增长，并达到预期增长目标。这也我们看好汾酒的理论基础。

天时地利人和---汾酒进入最佳发展时期

- 1、清香型白酒消费强劲恢复
- 2、新一届董事会强烈事业心与公司内部体制的理顺
- 3、聘请盛初公司为营销顾问公司，产品线梳理与营销模式创新为汾酒带来新的活力。

未来汾酒规模收入和利润增长空间极大

1、主流产品价格低，老白汾系列产品出厂价较低。2009 年 12 月，老白汾系列产品涨价，但销售量继续增长。

2、高端产品数量少，青花瓷汾酒 2009 年销售量仅为 1000 吨，至少有两倍的增长空间，在现有基础上，公司毛利率水平仍将提高。

汾酒一流白酒文化底蕴与一线品牌，但却是三线行业排名的局面将得到彻底改变。

盈利预测与估值

汾酒已经基本完成了产品档次的调整，我们看好公司的品牌价值，并认为只要公司能够坚持目前的营销策略，就能在选定的重点市场有较大作为。我们预计 2009 年全年实现销售收入 21 亿元，每股收益 0.91 元。2010 年--2011 年复合增长 30%，2010-2012 年的 EPS 分别为：1.52 元，2.01 元，2.58 元。2010 年的动态估值为 26 倍。给与买入，目标价 45 元。另外，存在着集团酒类资产装入上市公司的可能，必然会给公司带来一定的溢价。

预测和比率

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	1584.52	2100.00	3045.00	4168.75	5220.00
主营收入增长率	-14.20%	32.53%	45.00%	36.90%	25.22%
净利润（百万元）	314.61	502.74	840.88	1116.18	1432.37
净利润增长率	-24.23%	59.80%	67.26%	32.74%	28.33%
EPS（元）	0.57	0.91	1.52	2.01	2.58
P/E	69	43	26	20	15

注：以 3 月 26 日收盘价 39.3 为主

山西汾酒（600809）

调升

买入

郑绮

zhengqi@csc.com.cn
010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn
010-85130307

执业证书编号：S1440209090411
发布日期：2010 年 03 月 29 日

当前股价：39.30 元

目标价格 6 个月：45.00 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
	-2.8/-3.1	-11.3/-8.7	128.3/99.4
12 月最高/最低价（元）			45.68/0
总股本（万股）			43,292
流通 A 股（万股）			43,292
总市值（亿元）			170
流通市值（亿元）			170
近 3 月日均成交量（万）			266

主要股东

山西杏花村汾酒集团有限责任公司	69.97%
-----------------	--------

股价表现





目 录

一、茅台和五粮液进入超高端市场，白酒高端化向二线企业迅速转移.....	2
二、600—500 元区间高端白酒空间广阔	2
三、天时地利人和---汾酒进入最佳发展时期	3
1、清香型白酒消费强劲恢复	3
2、新一届董事会与公司内部体制的理顺.....	4
3、聘请盛初公司为营销顾问公司，产品线梳理与营销模式更为明确.....	4
四、汾酒未来增长空间的亮点	4
一、销量增长有一定空间	4
二、涨价和费用对业绩影响大	5
五、盈利预测与估值	6
六、风险分析	6
附:.....	7

图 表

图 1：山西汾酒的净利润率有较大的提升空间.....	3
图 2：汾酒重新发力山西市场	4
图 3：汾酒的期间费用率较高	5
表 1：主要白酒企业的归属母公司利润与净利润占比情况.....	5
表 2：汾酒利润表预测(百万元).....	6



一、茅台和五粮液进入超高端市场，白酒高端化向二线企业迅速转移

从产品角度看，茅台五粮液进入 650 元/瓶以上超高端领域后，留下 600-400 元/瓶产品 2 万吨的市场空间需要填补，这就给其他白酒公司带来极大商机。这些公司既包括剑南春、泸州老窖、水井坊以及朗酒等在高端市场有较高份额企业，也包括汾酒、洋河、古井贡甚至金种子等地域性白酒企业。白酒高端化开始向二线公司转移。

二线企业显然意识到这个商机，纷纷制订了庞大发展规划，以 2012 年或者 2015 年为中期百亿收入目标比比皆是。白酒行业内也有人预期 2015 年白酒行业总产值将由目前的 1800 亿元上升到 3800 亿元。这相当于 2009 年包括啤酒和葡萄酒等所有酒种在内的饮料酒的全部产值，我们认为白酒可能达不到这样的增长速度。

我们认为在新一轮高端争夺战中，只有那些白酒文化底蕴深厚，品牌影响力强，关键是基数很低的公司才能获得快速增长，达到预期目标。这也我们看好汾酒的理论基础。

作为清香型白酒无可争议的代表企业，汾酒拥有不低于老窖和洋河的一流品牌，深厚的文化底蕴更是市场公认。但只有三线企业的规模和收入。2009 年汾酒预期收入 21 亿元。

以 2009 年为基数，如果我们给老窖、洋河、水井坊以及古井贡酒按照年复合增长率 30% 的同等发展速度计算，到 2012 年，老窖将实现收入为 108 亿元、洋河股份为 87.88 亿元，水井坊为 21.97 亿元、古井贡为 28.56 亿元。汾酒将达到 46 亿元。

未上市的郎酒 09 年实现收入 35 亿元，计划到 2012 年达到 100 亿元。剑南春 09 年为 28 亿元，计划到 2012 年达到

从产品增量角度分析，老窖高端酒国窖 1573 销售量已经接近 3000 吨，而青花瓷汾酒销售量不足 1000 吨。

从产品价格上看，泸州老窖另一大品牌老窖特曲出厂吨酒价为 25.6 万元，销售量 4500 吨左右，而汾酒主流产品老白汾吨酒价只有 13.6 万元，目前销售量接近万吨。老白酒的性价比得到市场的充分认可，提价后销售量持续上升。

水井坊销售量也已经超过 2000 吨，高端产品未来增速将放缓。由于剥离了全兴资产，未来水井坊将依靠单一高端产品实现增长，我们认为增长幅度不会太大。

二、600—500 元区间高端白酒空间广阔

目前在 600—500 元市场价格的白酒：红花郎、梦之蓝、国窖 1573、水井坊。此外还有青花瓷、舍得等以及一些地域性白酒的高端品牌，总体上销售量 8000 吨左右。这个高端领域还有一倍的增长空间。

52 度国窖 1573 市场价 658 元/瓶，总销售量约 3000 吨

52 度水井坊市场价 580 元/瓶，总销售量 2000 多吨

53 度飞天茅台 860 元/瓶，总销售量约 11000 吨



52 度五粮液 685 元/瓶，总销售量约 10000 吨

53 度 30 年青花瓷 880 元/瓶，20 年青花瓷 438 元/瓶

52 度梦之蓝 600--700 元/瓶，

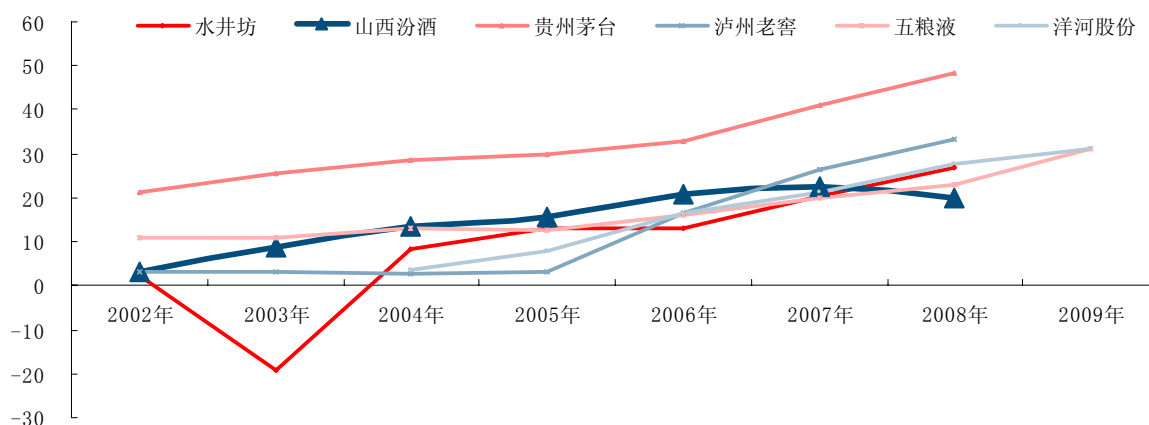
15 年红花郎 628 元/瓶，

52 度舍得 480 元/瓶

注：以上白酒价格为约数，相同产品各地市场价格存在一定差异

总体上看，茅台五粮液的超高端地位已经确定，而国窖 1573、水井坊、青花瓷、梦之蓝、红花郎与舍得归列为高端。从产能看，国窖 1573 继续提升销售量空间不大，定位在奢侈品上的 1573 将在产品结构调整上做功课。而梦之蓝尚没有形成广泛的市场影响力，依然处于品牌培育阶段，未来销售量有较大提升空间。青花瓷汾酒已经初步确立其品牌形象，已经处在快速增长的通道上。其主流产品 20 年青花瓷价格非常具有竞争力。未来两年将呈现快速增长。销售量由目前 1000 吨增加到 2300 吨。

图 1：山西汾酒的净利润率有较大的提升空间



数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

汾酒公司正将产品定位从次高端引向超高端。以每瓶 1000 元以上的“国藏汾酒”作为超高端品牌，直接对准目前年份酒的竞争，实现汾酒价值的完全回归。

三、天时地利人和——汾酒进入最佳发展时期

1、清香型白酒消费强劲恢复

中国白酒历来被公认地分为酱香、浓香、清香以及兼香四大香型。代表企业分别为茅台、泸州老窖、汾酒与西凤。不同香型酒都在历史发展不同时期占领导地位。在过往的十年间，是浓香型白酒的鼎盛时期。消费量占全部白酒的 75% 以上。以五粮液和泸州老窖为代表的浓香型企业获得高速发展。但从目前情况看，清香型白酒消费在逐步恢复，特别是在长江以北清香型白酒传统消费地区数量增长很迅速。以汾酒、二锅头以及老白



干和宋河都获得较大发展。

我们认为消费升级的特征之一就是消费的多样化，白酒消费更是如此。各香型白酒都会有属于自己的空间。而在清香领域汾酒具有决定领袖地位。

2、新一届董事会与公司内部体制的理顺

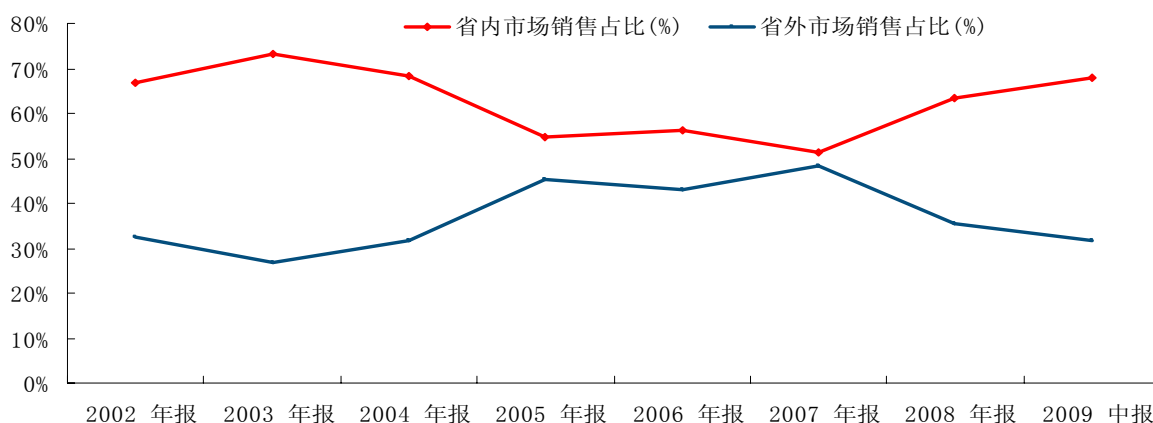
以李秋喜为董事长的新一届董事会班子已经建立起来。目前公司正在进行内部部门职能、人员配备的整顿工作。同时梳理集团营销策划与营销公司的职能分工。为公司实现发展目标做体制上的准备。

3、聘请盛初公司为营销顾问公司，产品线梳理与营销模式更为明确

汾酒聘请了专业做白酒营销策划的知名企业盛初公司为公司营销顾问。该公司成功策划过洋河蓝色经典，淡雅五粮醇以及口子窖，都获得巨大成功。目前盛初公司已经为汾酒量身定做了产品发展战略和市场营销战略。公司将着力打造青花瓷汾酒。我们注意老窖和洋河的成功都在于在传统老窖特曲和洋河大曲品牌之上，有打造1573品牌和蓝色经典品牌。因此盛初公司为汾酒公司产品定位将更加突出青花瓷单独的品牌地位，给市场传递青花瓷与老白汾酒的双品牌意识。此外汾酒营销模式已经发生重大变化，由原来粗放式的大经销商制转变为精耕细作式营销方式，汾酒公司营销团队将更加紧贴终端市场，提高公司对终端掌控能力。从而促进销售增长。这也是白酒成功的必由之路。

2009年汾酒省内市场再次发力，销售占比继续提高。主要青花瓷销售情况良好。汾酒将适当调整青花瓷省外单品单价位模式，实现省内对上对下延伸，省外高端双价位组合新模式，从而实现细分市场错位竞争。实现产品细分，市场细分等同于拆分股份，吸收更多消费人群，达到扩大交易的目的。

图2：汾酒重新发力山西市场



数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

四、汾酒未来增长空间的亮点

一、销量增长有一定空间

公司目前销售量最大主流产品老白汾酒性价比高，存在量增价涨的空间；未来老白汾价格上升到80元/瓶，销售量达到15000吨，则增加收入10亿元，



公司未来着力打造的青花瓷汾酒，市场容量大，公司目前销售量基数低，价格不高，具有较强竞争力。未来销售量增长有两倍增长空间。我们对汾酒 2010 年销售量假设：青花瓷汾酒销售量 1600 吨；老白汾系列 11000 吨；竹叶青等配制酒系列 3300 吨。如果维持目前价格，实现 3000 吨销量，则增加收入 10 亿元左右。加上提价因素，则增加收入 15 亿元。

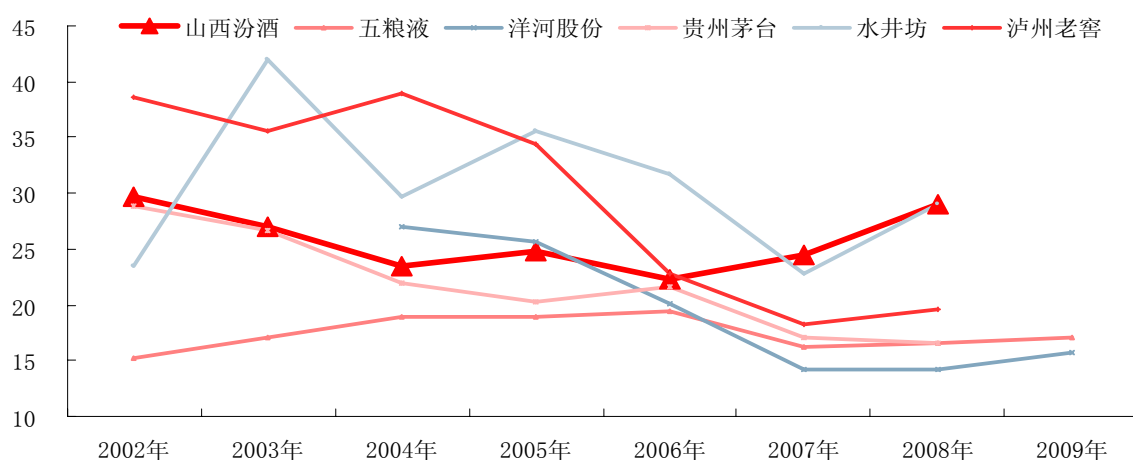
二、涨价和费用对业绩影响大

老白汾系列和竹叶青系列对外销售价格上调 10%，15 年以上汾酒上调 15%。全部为公司主流产品，涨价效应将在 2010 年全年体现，对业绩产生较大增厚作用。

此外汾酒自 2007 年以来，营销费用率比 2005 年前后提高 5%，达到 19.6% 的较高水平，而老窖在 2004-2005 年营销费用率达到最高点，随着高端白酒销售量不断增加，市场日益成熟，营销费用率呈明显下降。洋河股份也有同样的情况，这两年汾酒加强广告宣传力度，投入大幅度增加。我们认为随着高端产品市场的扩大，汾酒的营销费用率将呈现下降态势。

而汾酒的管理费用率也较老窖和洋河高出 4 个百分点。说明汾酒管理粗放，与集团一起办公，也有分割不清的嫌疑。未来管理费用率也有下降空间。

图 3：汾酒的期间费用率较高



数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

与其它两家相比，汾酒的毛利率最高，而净利润率最低。此外汾酒股份公司占营销公司股权仅 60%，集团占 40%，这使归属母公司所有者净利润率也在白酒公司中最低的。随着集团酒类资产整合进入股份，营销公司股权结构也有望得到有利于股份公司的调整。

表 1：主要白酒企业的归属母公司利润与净利润占比情况

No.	股票代码	股票名称	净利润(万元)	归属于母公司所有者的净利润(万元)	占比
1	600519	贵州茅台	400075.9343	379948.0559	94.97%
2	858	五粮液	182969.9893	181068.755	98.96%
3	568	泸州老窖	126703.8155	126598.7888	99.92%
4	2304	洋河股份	74305.7508	74305.7508	100.00%



5	600779	水井坊	31645.8241	31367.7051	99.12%
6	600809	山西汾酒	31460.7488	24517.1674	77.93%
7	600197	伊力特	12344.1044	12265.1751	99.36%
8	600702	沱牌曲酒	4148.4558	4148.4558	100.00%
9	799	酒鬼酒	4113.8502	4116.5051	100.06%
10	596	古井贡酒	3447.4408	3457.6867	100.30%
11	600559	老白干酒	3114.7617	3114.7617	100.00%
12	600199	金种子酒	2428.504	2426.0393	99.90%
13	995	*ST 皇台	-5915.6187	-5880.7078	99.41%

数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

五、盈利预测与估值

汾酒已经基本完成了产品档次的调整,中档酒老白汾系列已经成为主流产品和拳头产品。我们看好公司的品牌价值,并认为只要公司能够坚持目前的营销策略,就能在选定的重点市场有较大作为。

根据前三季度经营情况,我们预计 2009 年全年实现销售收入 21 亿元,净利润约 5 亿元,增长约 60%,实现每股收益 0.91 元。2010 年--2011 年复合增长 30%,2010-2012 年的 EPS 分别为:1.52 元,2.01 元,2.58 元。2010 年的动态估值为 26 倍。给与买入,目标价 45 元。另外,存在着集团酒类资产装入上市公司的可能,必然会给公司带来一定的溢价。

表 2: 汾酒利润表预测(百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	1584.52	2100.00	3045.00	4168.75	5220.00
营业成本	1098.60	1375.50	1836.14	2561.70	3158.10
销售费用	309.97	315.00	426.30	575.29	678.60
管理费用	149.45	147.00	191.84	270.97	339.30
财务费用	-0.65	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	486.02	724.50	1208.87	1607.05	2061.90
利润总额	443.88	718.20	1201.25	1594.55	2046.24
净利润	314.61	502.74	840.88	1116.18	1432.37
基本每股收益(元)	0.57	0.91	1.52	2.01	2.58

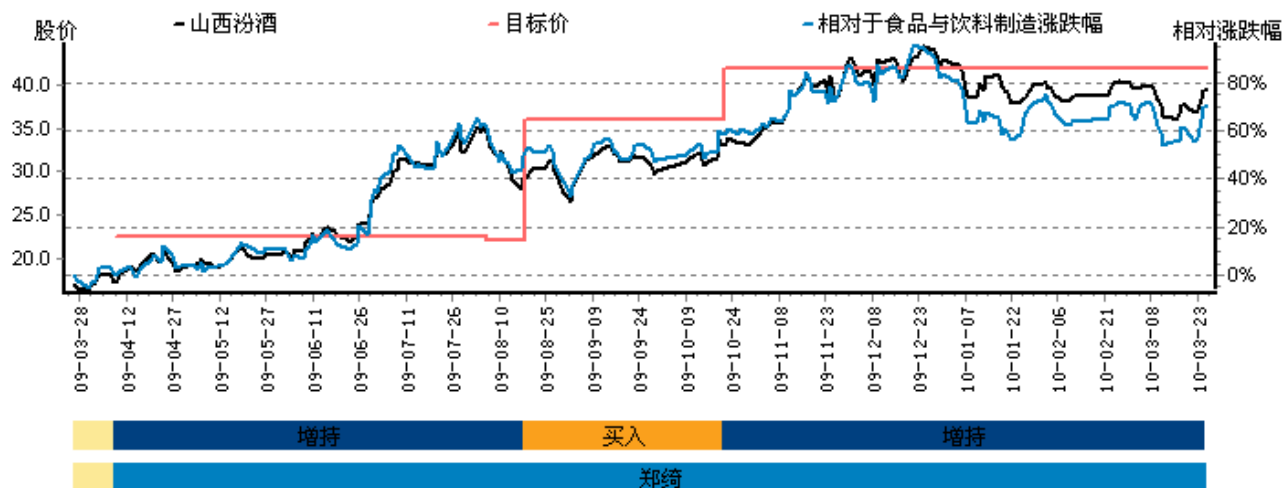
数据来源: 中信建投证券研究发展部

六、风险分析

公司治理结构问题不可能短期内得到解决。目前汾酒集团与股份公司之间在营销管辖上弊端依然存在,营销队伍的整体素质和执行力有待检验,这些都可能会影响到营销策略的一贯性和延续性。一旦营销方面有反复必然会影响我们对公司业绩增长的判断。



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。



分析师介绍

郑绮：北京大学法学院法学学士、硕士，食品饮料行业首席分析师。从事行业研究 10 年，对食品饮料行业发展历程和上市公司历史较为熟悉。曾获得新财富最佳分析师评选入围，还获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生：中央财经大学经济学博士，哥伦比亚大学商学院访问学者，农业、食品饮料行业分析师，2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。从宏观视角进行行业分析，从行业周期进行公司研究。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

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

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

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。