2010 年 04 月 13 日

山西汾酒（600809.SH）

——名酒崛起，舍汾酒其谁！

卖出 | 减持 | 持有 | **买入** | 强买

市场数据(人民币)

市价(元)	45.42
已上市流通A股(百万股)	432.92
总市值(百万元)	19,663.41
年内股价最高最低(元)	45.42/18.55
沪深 300 指数	3351.48
上证指数	3129.26
2008 年股息率	0.00%

相关报告

1 《费用率调节侵蚀公司年报利润》，2010.4.9

2 《销售体系调整带来业绩好转》，2009.8.24

公司基本情况(人民币)

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.831	0.566	0.820	1.587	2.222	2.945
净利润增长率	37.59%	-31.81%	44.79%	93.55%	40.03%	32.53%
先前预期每股收益(元)				1.367	1.608	1.803
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.427	1.899	N/A
市盈率(倍)	44.31	19.16	52.36	28.35	20.25	15.28
行业优化市盈率(倍)	103.64	33.64	65.85	65.85	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	1.18	N/A	1.17	0.30	0.51	0.47
已上市流通A股(百万股)	151.64	173.28	432.92	432.92	432.92	432.92
总股本(百万股)	432.92	432.92	432.92	432.92	432.92	432.92

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 近年来名酒崛起已是大势所趋，近看古井贡，远看洋河，皆是不错的例证。随着新任管理层的到位，新的管理、营销思路得到强化和落实，汾酒拥有的深厚品牌潜能将有望得到进一步挖掘和激发。
- 名酒崛起比的不仅是时点，更比的是持久性。汾酒崛起可持续强：汾酒有能力成为整个次高端价位的领跑者，分享次高端白酒市场的盛宴；新团队的稳定度高，已有产品结构的成型，清香白酒消费气氛的上升，三年持续接力“外脑”的举措等等都有助于确保汾酒的持续复兴。
- 我们认为 10 年将是汾酒的丰收年， 2010 年收入增速将达到 40.4%。增长主要来自省内市场老白汾的量价齐升及省外市场青花瓷的快速增长。我们认为青花瓷作为汾酒高端主打产品，凭借其现有定位，渠道和价格，将是次高端价位的有力争夺者。老白汾产品今年则有望再次提价，实现价值的回归。
- 基于以上判断， 我们预测 2010-2011 年公司主营业务收入分别为 30.1 亿和 38.4 亿，同比增长 40.4%和 27.5%。归属于母公司的净利润分别为 6.87 亿和 9.62 亿，同比增长 93.55%和 40.03%。10-12 年的 EPS 将分别达到 1.587、2.222、2.945 元，对应市盈率为 28.35、20.25、15.28 倍。
- 我们不考虑集团销售公司股权一事，我们用绝对估值确定公司目标下限为 60.23 元，如果考虑到年底市场对于成长性股票以 2011 年 30 倍估值的话，我们确定其上限为 66.66 元，我们最终确定公司未来半年至一年目标价为 60.23-66.66 元。
- 若集团将持有的 40%销售公司股权注入上市公司的话，将进一步提升上市公司 20%左右 EPS。

陈钢
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

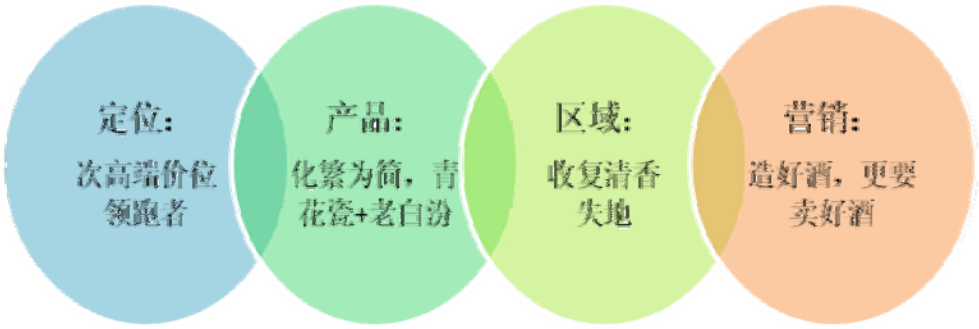
联系人：朱莉
(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层（200011）

此文档仅供海通证券股份有限公司使用

我们看好汾酒新的经营思路

- 理顺机制，汾酒的崛起乃水到渠成。能崛起的白酒大多相似，而平庸的白酒则各有各的缺陷。汾酒的崛起如同其他名酒的崛起一样，有着相同的共性：新团队的成立，旧有机制的理顺，当地政府的鼎力支持，自身品牌的良好积淀等等。
- 我们看好汾酒新的经营思路。汾酒未来将连续 3 年聘请营销公司为企业做咨询。本质上咨询只是给企业一根拐杖，或者说改革的支点，但请"外脑"的背后则表明汾酒经营思路的转变，即对次高端价位的认同，对产品链精简、聚焦产品、聚焦区域、聚焦渠道的思路的认同。
  - 汾酒完全有实力做次高端价位的领跑者。以 500 元上下的青花瓷汾酒作为次高端主打，向全国性品牌获得广泛成功，并且累计达 20 亿以上的销售总额，以此初步巩固次高端的领导定位。
  - 汾酒产品高中低档的结构（国藏-青花瓷-老白汾-玻汾）早在 05 年就成型，一如璞玉，只待雕琢。 未来公司在产品结构上将不再简单的像以前那样“ 做加法 ”，而会在已有产品上做演化，采取副品牌或分品牌模式推广。
  - 收复清香失地，汾酒志在必得。实际上现在北方，特别是河北、河南、北京等地，清香白酒的消费氛围已经起来。汾酒作为“ 清香之祖 ”，最有实力分得清香白酒市场的蛋糕。与此同时，汾酒肩负着整个清香型白酒消费格局的拉升，与其他清香型企业一同做大清香型白酒的局面。
  - 向苏酒和徽酒学营销，省内市场不留白。由于市场的相对封闭以及省内竞争相对不激烈，汾酒在深度营销上与苏酒和徽酒相比是有差距的。但差距的存在，恰恰也是机会。省内市场深度掌控，渠道下沉和扁平化等等都能极大的提升省内销售，填补市场空白。这里面的空间其实是巨大的。

图表1：汾酒发展新模式



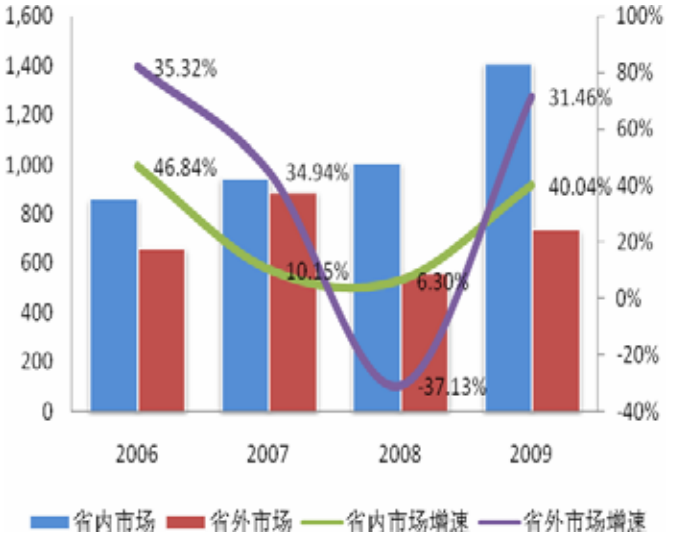
来源：国金证券研究所

收复省外清香“ 失地 ”，汾酒志在必得

- 实际上现在北方，特别是河北、河南、北京等地，清香白酒的消费氛围已经起来。汾酒作为“ 清香之祖 ”，最有实力分得清香白酒市场的蛋糕。
- 省外市场扩张以打造核心市场为主。通过近几年的努力，汾酒已经在省外培育了陕西、河南、河北、北京、天津、湖南、辽宁、四川等 10 个核心市场。

- 09 年陕西省表现较好，收入在 9000 万元左右。10 年将陕西省的经验推广至各大核心市场。今年公司将重点打造陕西、北京、河南成为过亿级市场，将内蒙、山东、河北和广东打造为 5000 万级市场。

图表2：省内外增长概况（单位：百万）



图表3：2010 年省外市场计划销售分布

来源：国金证券研究所

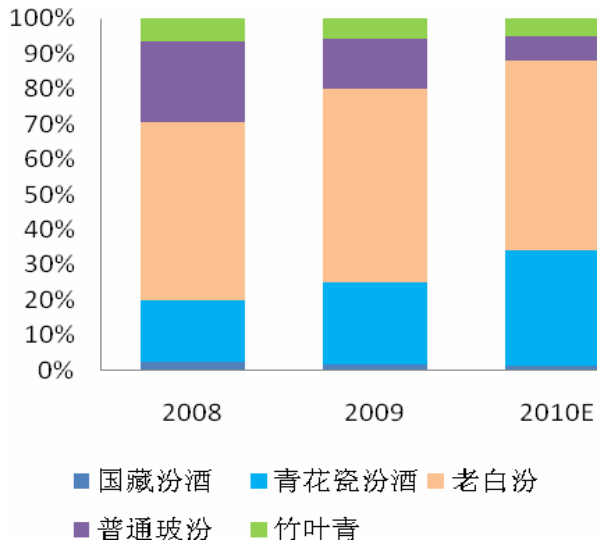
- 汾酒省外市场增长的分析
  - 吸取历史经验，不再重蹈昔日河南市场的覆辙。公司加强了省内省外产品的区隔，即省内主打 48 度青花瓷，省外则主打 53 度青花瓷并配以当地专供酒（如：陕西专供汾酒，北京专供汾酒）。产品的区隔，确保了省内外两套价格体系可以同时运行（省外 53 度青花瓷产品终端价格高于省内 48 度青花瓷 100 元左右，给予省外经销商足够的利润空间。）
  - 加大打击假货与窜货的力度。公司在全国重点销售区域设立多个物流仓库，聘请专门的物流公司做全国统一配送，并且针对每个产品设条形编码，有效防止跨区窜货。
  - 核心市场本身有很好的消费基础，拉动整个清香局面的上台。这几年无论是牛栏山，老白干都获得了不错的发展。实际上汾酒肩负的是整个清香型白酒消费格局的拉升，与其他清香型企业一同做大清香型白酒的局面。由于汾酒目前在省外主打青花瓷酒，基本与其他清香型企业形成错位竞争的格局。

明星产品引领汾酒崛起

- 汾酒产品高中低档的结构（国藏-青花瓷-老白汾-玻汾）早在 05 年就成型，一如璞玉，只待雕琢。

图表4：汾酒早已布局好高中低档产品

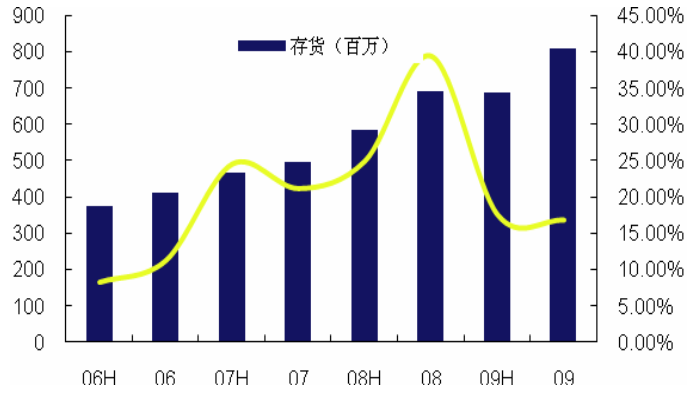
图表5：产品销售结构



来源：国金证券研究所

- 青花瓷——定位次高端价格带的领导者
  - 青花瓷系列产品是公司重点培养的中高档的主导产品，是公司领跑次高端价格带的标杆性产品。
  - 价格定位在 500 元上下，一举两得，颇有些“田忌赛马”的味道。首先，避免与超高端白酒直接竞争的同时，高价位能起到提振汾酒整体品牌的作用；其次，处于次高端价格带之上限，掐住此价格带的“咽喉”，直接压制地产酒的上升空间，却为汾酒自身产品体系留足市场空间。
  - 通过近 10 年的市场建设，青花瓷 09 年销量有明显的增长。08 年青花瓷销量为 500 吨，09 年为 1000 吨，作为省外主推产品，青花瓷 10 年销量有望继续快速上升，全年直逼 10 亿销售。
- 老白汾——量升价涨，实现产品升级
  - 老白汾系列定位于中档市场，主要产品包括 10 年老白汾、15 年老白汾和 20 年老白汾，其中 10 年老白汾是公司传统的主力产品，是公司收入的中流砥柱。
  - **老白汾的市场空间其实还很大**：其 10 年产品定位只是类似洋河的大曲系列，而目前定位较类似于海之蓝的 15 年和 20 年老白汾产品实际上还有很大成长潜力。
  - 尽管经过调价，目前老白汾产品的定价与汾酒深厚的品牌价值仍有距离，预计 10 年老白汾仍能继续提价，长期看出厂价格定位应该在 90-100 元/瓶。
- 公司有足够的资源满足中高端酒的放量增长
  - 公司目前原酒产能达到 1.8 万吨。未来公司将继续提高名白酒系列产量。同时受益于清香型白酒的生产工艺（生产周期短，优质酒率高等），公司在产能扩张上比其他名酒享有先天的优势。
  - 公司的存货主要为原酒，从 2004 年以来公司存货量逐年递增。同时公司加大原酒生产力度，库存可以满足近几年公司的销售增长的需要。

图表6：库存逐年增加



来源：国金证券研究所

图表7：不同工艺的对比

香型	清香型	浓香型	酱香型
发酵方式	地缸发酵	泥窖发酵	石窖发酵
发酵次数	2	1	7
发酵时间	60 天左右	60 天左右	300 天左右
贮藏周期	1-2 年	1 年	3-4 年
优质酒率	高	低	中

盈利预测

- 山西汾酒未来业绩增长主要来自公司明星产品青花瓷和老白汾系列的销量增长及提价。潜在亮点产品竹叶青的销售将构成超预期因素。未来可能额外给流通股东带来价值提升的有集团销售公司权益归还上市公司和杏花村酒放入上市公司。
- 我们预测 2010-2011 年公司主营业务收入分别为 30.1 亿和 38.4 亿，同比增长 40.4%和 27.5%。归属于母公司的净利润分别为 6.87 亿和 9.62 亿，同比增长 93.55%和 40.03%。10-12 年的 EPS 将分别达到 1.587、2.222、2.945 元，对应市盈率为 28.35、20.25、15.28 倍。
- 我们不考虑集团销售公司股权一事，我们用绝对估值确定公司目标下限为 60.23 元，如果考虑到年底市场对于成长性股票以 2011 年 30 倍估值的话，我们确定其上限为 66.66 元，我们最终确定公司未来半年至一年目标价为 60.23-66.66 元。
- 若集团将持有的 40%销售公司股权注入上市公司的话，将进一步提升上市公司 20%左右 EPS。

图表8：公司绝对估值

II、WACC

每股价值	**60.23**	TV增长率	4.0%
		WACC	10.17%
企业值	26,216.83	债务	0.00
		投资	4.77
股票价值	26,073.26	少数股东权益	143.57

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合 计
FCF	747.79	855.47	1,118.49	1,124.23	1,645.74	2,101.42	1,991.98	2,202.67	2,483.57	2,653.14	44,705.47	61,629.96
PV(FCF)	678.74	704.79	836.40	763.08	1,013.92	1,175.12	1,011.08	1,014.79	1,038.56	1,007.03	16,968.54	26,212.05

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	**1,847**	**1,585**	**2,143**	**3,010**	**3,837**	**4,759**
增长率		*-14.2%*	*35.3%*	*40.4%*	*27.5%*	*24.0%*
主营业务成本	-422	-373	-539	-625	-766	-932
% 销售收入	*22.9%*	*23.5%*	*25.1%*	*20.8%*	*20.0%*	*19.6%*
毛利	1,425	1,212	1,605	2,385	3,071	3,826
% 销售收入	*77.1%*	*76.5%*	*74.9%*	*79.2%*	*80.0%*	*80.4%*
营业税金及附加	-288	-245	-368	-517	-614	-761
% 销售收入	*15.6%*	*15.5%*	*17.2%*	*17.2%*	*16.0%*	*16.0%*
营业费用	-363	-310	-364	-482	-576	-666
% 销售收入	*19.7%*	*19.6%*	*17.0%*	*16.0%*	*15.0%*	*14.0%*
管理费用	-92	-149	-202	-286	-345	-390
% 销售收入	*5.0%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.5%*	*9.0%*	*8.2%*
息税前利润（EBIT）	682	507	671	1,101	1,536	2,009
% 销售收入	*36.9%*	*32.0%*	*31.3%*	*36.6%*	*40.0%*	*42.2%*
财务费用	4	1	2	15	30	42
% 销售收入	*-0.2%*	*0.0%*	*-0.1%*	*-0.5%*	*-0.8%*	*-0.9%*
资产减值损失	0	-22	-2	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	685	486	671	1,114	1,567	2,051
营业利润率	*37.1%*	*30.7%*	*31.3%*	*37.0%*	*40.8%*	*43.1%*
营业外收支	-17	-42	-9	3	3	3
税前利润	**668**	**444**	**662**	**1,117**	**1,570**	**2,054**
利润率	*36.2%*	*28.0%*	*30.9%*	*37.1%*	*40.9%*	*43.2%*
所得税	-252	-129	-204	-279	-392	-513
所得税率	*37.8%*	*29.1%*	*30.8%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	415	315	458	838	1,177	1,540
少数股东损益	56	69	103	151	215	265
归属于母公司的净利	**360**	**245**	**355**	**687**	**962**	**1,275**
净利率	*19.5%*	*15.5%*	*16.6%*	*22.8%*	*25.1%*	*26.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	415	315	458	838	1,177	1,540
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	31	57	40	28	31	34
非经营收益	-6	-12	2	20	-3	-3
营运资金变动	-365	231	-52	-55	-245	-332
经营活动现金净流	**76**	**590**	**448**	**831**	**960**	**1,239**
资本开支	-63	-92	-37	-74	-79	-87
投资	1	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-61**	**-92**	**-37**	**-75**	**-78**	**-87**
股权募资	0	0	0	0	-199	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-228	-128	-246	-5	-108	-130
筹资活动现金净流	**-228**	**-128**	**-246**	**-5**	**-308**	**-129**
现金净流量	**-213**	**370**	**165**	**752**	**574**	**1,023**

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	172	542	708	1,459	2,033	3,056
应收款项	744	331	418	618	788	977
存货	497	692	808	856	1,154	1,545
其他流动资产	14	15	42	52	63	77
流动资产	1,427	1,580	1,976	2,986	4,039	5,655
% 总资产	*75.6%*	*74.7%*	*78.8%*	*84.2%*	*86.9%*	*89.5%*
长期投资	5	5	5	6	5	5
固定资产	429	474	473	517	564	615
% 总资产	*22.7%*	*22.4%*	*18.9%*	*14.6%*	*12.1%*	*9.7%*
无形资产	13	30	30	34	39	44
非流动资产	460	536	532	559	610	666
% 总资产	*24.4%*	*25.3%*	*21.2%*	*15.8%*	*13.1%*	*10.5%*
资产总计	**1,886**	**2,115**	**2,509**	**3,545**	**4,648**	**6,322**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	98	216	455	478	596	728
其他流动负债	387	312	261	544	682	834
流动负债	484	528	716	1,023	1,278	1,562
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	**484**	**528**	**716**	**1,023**	**1,278**	**1,563**
普通股股东权益	1,291	1,467	1,649	2,227	2,860	3,984
少数股东权益	111	121	144	295	510	775
负债股东权益合计	**1,886**	**2,115**	**2,509**	**3,545**	**4,648**	**6,322**

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.831	0.566	0.820	1.587	2.222	2.945
每股净资产	2.982	3.388	3.808	5.145	6.607	9.203
每股经营现金净流	0.174	1.362	1.036	1.920	2.217	2.862
每股股利	0.200	0.450	0.160	0.250	0.300	0.350
回报率						
净资产收益率	27.85%	16.72%	21.53%	30.85%	33.64%	32.01%
总资产收益率	19.06%	11.59%	14.15%	19.38%	20.70%	20.17%
投入资本收益率	30.25%	22.65%	25.89%	32.73%	34.19%	31.65%
增长率						
主营业务收入增长率	21.61%	-14.20%	35.27%	40.44%	27.48%	24.01%
EBIT增长率	35.98%	-25.62%	32.20%	64.09%	39.61%	30.73%
净利润增长率	37.59%	-31.81%	44.79%	93.55%	40.03%	32.53%
总资产增长率	13.85%	12.13%	18.59%	41.30%	31.14%	35.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.8	23.4	7.2	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	391.8	581.6	508.1	500.0	550.0	605.0
应付账款周转天数	42.9	51.9	36.5	37.0	37.0	37.0
固定资产周转天数	65.3	97.0	79.1	59.1	48.8	41.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.27%	-34.15%	-39.48%	-57.87%	-60.33%	-64.21%
EBIT利息保障倍数	-193.6	-783.1	-334.7	-75.1	-50.9	-47.8
资产负债率	25.68%	24.96%	28.56%	28.85%	27.50%	24.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	6	9	9	11	25
买入	2	3	4	4	12
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	**1.25**	**1.25**	**1.27**	**1.27**	**1.31**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得 1 分，为“买入”得 2 分，为“持有”得 3 分，为“减持”得 4 分，为“卖出”得 5 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入 ； 2.01~3.0=持有

3.01~4.0=减持 ； 4.01~5.0=卖出

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-08-24	买入	30.53	31.10～32.71
2	2010-04-09	买入	42.32	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

强买：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 10%－20%；

持有：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -10%－10%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 10%－20%；

卖出：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。