

审慎推荐-B (维持)

山西汾酒 600809.SH

目标估值: NA
当前股价: 40.67 元
2010 年 5 月 20 日

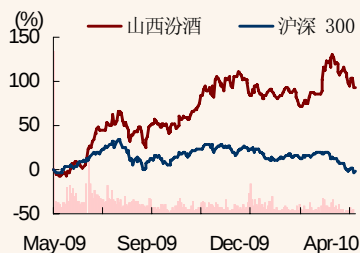
渠道下沉初试点，业绩释放有余力

基础数据

上证综指	2595
总股本(万股)	43292
已上市流通股(万股)	43292
总市值(亿元)	176
流通市值(亿元)	176
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	24.1
资产负债率	24.3%
主要股东	山西杏花村汾酒集团
主要股东持股比例	70.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	-1	107
相对表现	5	23	109



相关报告

- 1、《山西汾酒(600809)-改革崛起关键之年》2010/4/21
- 2、《糖酒会见闻录(2010 春季成都)之五-山西汾酒(600809)新模式培训提升经销商业务能力》2010/4/5

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

董广阳 (研究助理)

0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

黄珺 0755-82943241

huangj@cmschina.com.cn
S1090208040189

公司股东大会后与投资者做了交流，我们认为公司在努力改善经营管理，业绩释放有足够余力，然短期估值超过 30 倍 PE，定位有些偏高。我们认为可短时观望，视集团资产注入一事的进展再介入，维持“审慎推荐-B”投资评级。

- 公司股东大会后，总经理韩建书率副总杨建峰（主管生产加基建）、杜小威总工、马世彪总会回答投资者提问，因主管销售的副总郑开源不在，销售方面的细节问题未能得到解答。
- 公司发展目标每年增长 10 亿元收入，以前我们认为不易实现，目前看实现的基础得以夯实。公司作出了较多改革，包括股份公司职能机构和机制的调整市场化导向，公司的营销体系在 08 年改革基础上，引入业内知名的营销咨询公司盛初协助策划，品牌、价格、市场等方面拿出总体方案等，再配以产能扩张计划，公司正在为实现复兴积极夯实各项基础条件。
- 人事、销售人员方面的调整是今年一项重要改革。公司在内部实现竞聘上岗，在一线销售充实优秀人员，并将销售人员下沉渠道，今年在省内开始试点，省内培养好人才再派到省外拓展市场。长远目标是销售队伍到 1、2 千人，最终把渠道铺到县级以上市场。
- 集团资产注入没有时间表，但值得期待。一是集团杏花村酒资产注入，公司坦承杏花村品牌在集团做的不好，未来不仅要注入股份公司，更需要重新规划生产、销售和品牌体系；二是集团拥有的销售公司 40% 股权，未来也考虑适当调整股权比例。
- 维持“审慎推荐-B”投资评级：公司 09 年报表业绩与年初规划非常符合，实际上说明公司 10 年业绩释放有余力，当然今后也可能比较稳健地按照规划来报业绩。我们维持 10-11 年 EPS1.20 元，1.53 元的盈利预测，目前股价估值较高，我们建议短期观望，视集团资产注入一事的进展再介入，长期发展值得关注。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1585	2143	2800	3507	4280
同比增长	-14%	35%	31%	25%	22%
营业利润(百万元)	486	671	962	1229	1536
同比增长	-29%	38%	43%	28%	25%
净利润(百万元)	245	355	517	662	829
同比增长	-32%	45%	46%	28%	25%
每股收益(元)	0.57	0.82	1.20	1.53	1.91
PE	71.8	49.6	34.0	26.6	21.2
PB	12.0	10.7	8.8	7.1	5.8

资料来源：招商证券

韩总做总体介绍：去年 12 月份董事会换届，新董事会工作已经半年时间，从五个方面介绍工作情况：

1、新一届班子，非常冷静的分析白酒市场发展及汾酒的定位，准确的看到汾酒在发展过程中具备的优势，以及生产经营过程的一些问题，对中长期提出发展规划战略，一系列战略定位、目标与指导思想。大的方向，在去年糖酒会提出 2015 年 100 亿元收入目标，股份公司要求 2010 年每年增加 10 亿元的增量。定位、目标也好，面临的困难与问题也好，100 亿元目标是符合目前白酒行业发展格局。

集团与股份如何定位：5 月 12 日聘请了山西的一个咨询机构做了讨论，把集团公司逐步改变为投资型主体，把经营资源向上市公司集聚，把上市公司做大，建立现代企业的流程与规范。

2、机制体制方面做了一些调整与变革

已告一段落，股份公司的一些职能机构做了调整，强化生产、经营、科研、人力资源，都在股份公司层面，后勤部门放在集团。干部也进行了一些调整，25 个岗位做了公开竞聘，请了外部专家来评议，以专家意见为主，更多的年轻干部走上领导岗位。

3、营销方面，聘请北京盛初咨询做，签了两年协议。

现在正在合作过程中，营销从品牌、价格、市场，总体方案还没有拿出来。分产品，怎么让消费者认可你的产品。营销机构同时做了调整，从内部招了素质比较高的员工充实了营销队伍；市场也找了几个试点做尝试，用新的营销模式；品牌的结构、价格开了几次会在酝酿；

补充：公司现在销售人员才 300 多人，先一步要扩大到 500 人，从公司内部竞聘招 100 人，再从大专以上院校招 100 人，人员先放在省内学习，三五个月后派到省外市场去。长远目标是销售队伍到 1、2 千人，最终把渠道铺到县级以上市场。**我们认为这是公司今年非常重要的一项经营改革。**

4、产能方面，大家关注的 09 年 3000 吨产能上马，我们还有个 4000 吨的产能项目 4 月 29 日剪彩动工，董事会要求年底要投产，明年显效。品牌整合做了前期的工作。

5、中长期发展规划，厂区北面高速口以南，保健酒的园区，以竹叶青、白玉汾、玫瑰汾为主，拆迁做完了，环评基本要下来了。杏花村区域内杏花村集中发展区，7000 多亩，三五年的规划，与吕梁市政府签订了框架性协议，依托汾酒与杏花村品牌对当地酒业做些整合工作。

补充：允许小酒厂进入园区，我们要来整顿，比如我们来收购兼并，购买原酒等，统一规划，堵不如疏。

韩总说董事会、经营层工作很辛苦，我们也看到与茅台、五粮液、泸州老窖、洋河的差距，政府领导到茅台、泸州老窖考察，感触很大。

以下问答环节次序做了调整，并根据其它交流机会的资料做了一些补充：

Q：现在员工精神面貌比较好，汾酒没有理由做不好，想问汾酒品牌做好是个什么概念，各品牌的产业格局会怎样？

A：汾酒与其它酒类品牌相比是有差距的，90 年代曾连续 6 年各项指标都是全国排头兵，为什么现在成这个样子，原因：一是产品价格、价值定位没做好，80 年代价格放开后，我们调价到 26 元，三个月销售非常惨淡，产品滞销，当时的每个副总带队到各区拓展

市场，如何动销起来，我们只能把价格调回去了到 14 元，茅台、五粮液把价格关挺过去了，没有降价，汾酒把自己定位成价位低的品牌了，没有体现价值，落伍了。名酒紧缺时，省政府要求每家每户都能喝到汾酒，我们的价位也保持很低。五粮液低成本、多品牌的扩张，汾酒的市场占有率也被挤压，98 年的山西假酒案，对汾酒又是很大的打击。现在的领导也很着急，差距这么大，也不能一夜之间扭转过来，只能制定符合市场的发展战略，逐步追赶。

Q：公司今年的经营目标？

A：每年收入“平均”增长 10 个亿。

评论：这个问题的言外之意是看公司能做多少业绩，但公司守口如瓶。公司在 2009 年度财务决算报告中指出，营业收入 2009 年计划 20 亿元，实际完成 21.43 亿元，完成计划的 107.17%；费用 2009 年计划 53240 万元，实际支出 56380 万元，完成计划的 105.90%；利润总额：2009 年计划 56707 万元，实际完成 66200.28 万元，完成计划的 116.74%，归属母公司股东的净利润：2009 年计划 35148 万元，实际完成 35498.58 万元，完成计划的 100.10%，比上年增加 44.79%。**净利润的计划完成情况太准确了！**

Q：10 亿元增长，分品类如何？

A：2010 年完成 29 亿元目标，有明细在执行。到 4 月份完成情况比较理想。5 月 12 日发展会议谈到产品结构、产品价格等问题，但还没有最后定下来，要根据市场发展情况做些调整。以青花瓷为形象品牌，10 年老白汾要上量，4 月份情况就是如此。今年低档产品量很少。盛初对青花瓷、老白汾产品的下一步与延伸有想法，增加不同年份、规格的产品以更好适应市场，最终方案还没有确定。还有竹叶青也为主，而玻汾要逐步退出市场。

补充数据：老白汾：去年 1 万吨，今年 1-4 月份 3500 吨（可能不准）；

青花瓷去年 1000 吨（含 50 吨国藏），今年 1-4 月份 540 吨。

竹叶青：前年 2100 吨，去年全年 2700 吨，今年 1-4 月份 1300 吨；

公司今年销售增长快的一个主要方面是团购定制酒的增长，公司给一些企业集团打上专供的字样，没有产品编码，不得在市场上销售。

Q：省外有过亿市场吗？山西省内市场占有率？

A：去年陕西上亿，北京上亿，河南、河北、山东，8000、9000 万元，2010 年省内外增长幅度都还差不多，有些产品以前说是在省外了，但窜货回省内，现在窜货打击好了，7.4 亿元销售是较真实的，未来省外增长超过省内。

补充更进一步的说法：陕西、北京的销售如果不算定制酒的话都大约 4000 万元；此外，因为今年对省内渠道深化做的工作多，可能省内的增长还是要超过省外。

省内中高端酒市场占有率 70%，低档酒则不到 50%。中高档酒方面，山西的消费者浓香酱香的口感接受程度不高；低档酒占比不高，主要是山西小酒厂很多，每个县都有。

Q：价格上升后，1 季度毛利率反而下降怎么回事？

A：开发产品、定制产品，包装材料价位比较低，现在包装材料自己采购，成本上升了，毛利率会下来，原粮、原酒成本也在提升。原来开发酒，比如 10 元，我们 2 元买进，也折价卖出，这样可以避一些税，现在为了防止经销商造假，我们自己采购包装，10 元买进。

补充说法：全年毛利率不会有大的变化。

Q：2010 年销售费用增长目标多少？管理费？

A：销售费用占收入 20%，广告费 2 亿多，其它为市场投入，省外市场是重点，多投入一些。管理费基本稳定。

Q：对盛初的合作有无要求？达到什么业绩？销售体系的考核如何？不能达到任务的大区经理有无惩罚，大区经理有流动，做的好的换地方，是否在平滑？

韩总之前说盛初的理念不错，我们在省内也没有做得很深入，盛初要求我们了解终端的实际销售情况以及竞品的销售情况。

A：与盛初合作的责权利非常明确，具体规定不大清楚。大区经理的流动，也是接受盛初的建议，我们划分新的区域，合理流动，为了百亿目标；具体考核通过秘书处与郑总联系。

补充：盛初的思路我们在过往两期糖酒会见闻录中都有分析。

Q：公司对竹叶青这个酒怎么看的？保健酒有 100 亿的市场蛋糕。

杜总 A：竹叶青是第一保健名酒，2 亿收入，从市场看，发展潜力与空间是很大的，产品如何定位，我们请策划公司策划，通过方案的贯彻，提升品牌；公司也转变下一步成立保健酒公司来独立运作。我是搞技术的，做了很多实验，有很显著的效果。我们需要多宣传；工艺方面，做了一些优化，把现代中药提取技术用在保健酒生产中。保健酒园区的扩建。

韩总 A：与杜总一起去了中国中医药研究所，专家的理念让大家感受非常深，竹叶青不能用单调的方式来运作了，需要用现代时尚的消费理念来运作。

Q：对杏花村酒的发展如何？

A：杏花村品牌是股份公司的品牌，为了保证集团公司正常费用开支才借给它用。但十多年来，集团把杏花村品牌做的很乱，不同香型、不同度数、不同规格包装的产品，产品整体定位也比较低档。去年开始准备收回股份公司来运作，但产品还没有上市，杏花村在市场上的形象不好，要改变也很难，旧的包装一直也使用不完，旧的包材要消耗完，新品才能推出，耽误时间要长些。我们过去在内蒙古、黑龙江、四川等地有四个协作厂生产杏花村，我们今年要求他们停止生产杏花村，尽管合同到期了，但地方保护主义，他们有的厂还是没有停。

补充：杏花村酒：集团本部去年有 3000、4000 吨的量，如果包括子公司生产的系列酒，可能有 1.2、1.3 万吨酒的量，其中汾青酒厂最大，销售总监郑开源原先就是该厂厂长，其它还有诸如北特加、金家酒、一坛香等，只有集团本部的酒由股份公司旗下销售公司销售，其它子公司有自己的销售体系。总体收入可能有 5 亿元左右，但利润不多。

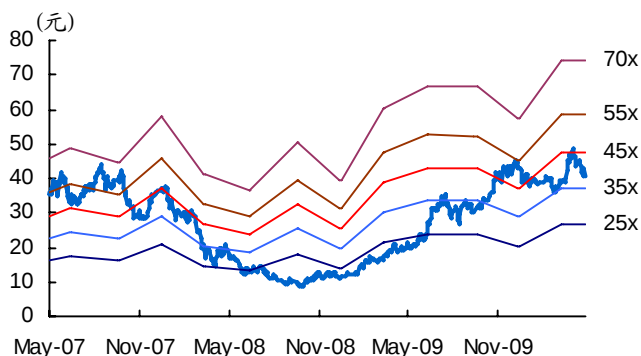
Q：关联交易，销售公司的 40%股权在集团那边，如何解决？新的地方成立销售公司，股权比例如何安排？

A：以前销售公司定价，加价部分是刚好覆盖销售费用。现在提价后，销售公司利润在逐年在提高，年初给董事长提了建议，把销售公司股权比例做些调整，董事长在考虑，有可能在适当时候做些调整。

Q：高管考核都是在集团拿工资，未来如何变化？管理层薪酬也不是很高，未来在股权激励方面有无打算与安排？

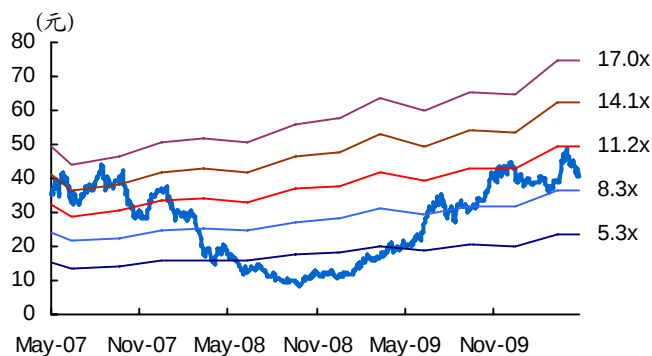
A: 这届换届后, 我们 5 个高管在股份公司, 不在集团公司领薪。股权激励, 目前没有听到公司在这方面的想法, 不管过去业绩做得怎么样, 品牌怎么样, 工作做的很辛苦, 我们希望能设置一套绩效管理、激励机制。公司未来是否加大这方面的力度, 不是公司说了算, 很复杂。

图 1: 山西汾酒历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 山西汾酒历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《山西汾酒（600809）-改革崛起关键之年》2010/4/21
- 2、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之五 - 山西汾酒（600809）新模式培训提升经销商业务能力》2010/4/5
- 3、《食品饮料业 2010 年二季度投资策略-阳型企业阴型战术 阴型企业阳型战略》2010/4/15
- 4、《食品饮料业 2010 年 2 月月报-布局一季报行情》2010/2/2
- 5、《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2010/1/7
- 6、《糖酒会见闻录（2009 年秋季郑州）之一 - 山西汾酒(600809) 整体上市、股权激励、引入战略投资者是长远规划》2009/10/18

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1580	1976	2554	3160	4087
现金	542	708	941	1154	1657
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	284	362	473	592	723
应收款项	39	45	46	58	71
其它应收款	8	11	15	19	23
存货	692	808	1025	1270	1532
其他	15	42	55	68	82
非流动资产	536	532	571	733	747
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	421	465	507	671	688
无形资产	30	30	27	24	22
其他	80	33	33	33	33
资产总计	2115	2509	3126	3894	4834
流动负债	528	716	821	933	1053
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	44	64	83	102	123
预收账款	97	236	303	376	453
其他	388	417	435	455	477
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	528	716	821	933	1053
股本	433	433	433	433	433
资本公积金	298	298	298	298	298
留存收益	736	918	1280	1744	2324
少数股东权益	121	144	294	486	726
母公司所有者权益	1467	1649	2011	2475	3055
负债及权益合计	2115	2509	3126	3894	4834

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	590	448	480	641	837
净利润			517	662	829
折旧摊销			63	75	86
财务费用			(8)	(10)	(14)
投资收益			(0)	(0)	(0)
营运资金变动			(244)	(288)	(311)
其它			152	202	248
投资活动现金流	(92)	(37)	(100)	(240)	(100)
资本支出			(100)	(240)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(128)	(246)	(147)	(188)	(234)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(155)	(199)	(249)
其他			8	11	14
现金净增加额	370	165	233	213	503

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1585	2143	2800	3507	4280
营业成本	373	539	694	859	1037
营业税金及附加	245	368	481	602	735
营业费用	310	364	461	571	684
管理费用	149	202	208	253	301
财务费用	(1)	(2)	(8)	(10)	(14)
资产减值损失	22	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	486	671	962	1229	1536
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	45	10	10	10	10
利润总额	444	662	954	1221	1527
所得税	129	204	286	366	458
净利润	315	458	668	854	1069
少数股东损益	69	103	150	192	240
母公司所有者净利润	245	355	517	662	829
EPS (元)	0.57	0.82	1.20	1.53	1.91

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-14%	35%	31%	25%	22%
营业利润	-29%	38%	43%	28%	25%
净利润	-32%	45%	46%	28%	25%
获利能力					
毛利率	76.5%	74.9%	75.2%	75.5%	75.8%
净利率	15.5%	16.6%	18.5%	18.9%	19.4%
ROE	16.7%	21.5%	25.7%	26.8%	27.1%
ROIC	21.7%	25.8%	29.0%	28.8%	28.2%
偿债能力					
资产负债率	25.0%	28.6%	26.3%	24.0%	21.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.0	2.8	3.1	3.4	3.9
速动比率	1.7	1.6	1.9	2.0	2.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
应收帐款周转率	15.6	51.0	61.3	67.2	66.4
应付帐款周转率	7.0	10.0	9.5	9.3	9.2
每股资料(元)					
每股收益	0.57	0.82	1.20	1.53	1.91
每股经营现金	1.36	1.04	1.11	1.48	1.93
每股净资产	3.39	3.81	4.64	5.72	7.06
每股股利	0.40	0.50	0.36	0.46	0.57
估值比率					
PE	71.8	49.6	34.0	26.6	21.2
PB	12.0	10.7	8.8	7.1	5.8
EV/EBITDA	28.1	20.7	14.4	11.3	9.1

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华，清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。