

山西汾酒(600809)

品牌价值回归是实质，管理改善是契机

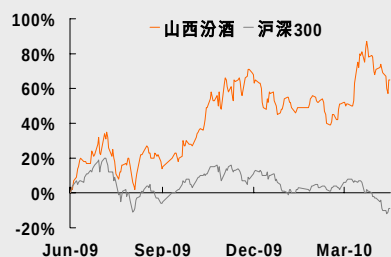
强烈推荐（首次）

现价：41.03 元

主要数据

行业	食品、饮料
公司网址	www.fenjiu.com.cn
大股东/持股	山西杏花村汾酒集团有限责任公司/ 0
实际控制人/持股	山西省国有资产监督管理委员会/69.97%
总股本(百万股)	432.9
流通 A 股(百万股)	173.3
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值 (亿元)	177.6
流通 A 股市值(亿元)	71.1
每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	24.28

行情走势图



相关研究报告

《山西汾酒（600809）投资者交流会纪要》

研究员

文 献 CFA 食品饮料高级研究
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁 联络人
0755-22625697
DINGYUNJIE640@pingan.com

投资要点

■ 业务和市值表现远落后于品牌地位，有价值回归需求：

山西汾酒是清香型白酒的绝对龙头，与茅台在酱香、五粮液在浓香市场上的地位相仿，但当前营收和市值远远落后于茅台、五粮液，甚至远低于泸州老窖和洋河股份，从而存在品牌价值回归的需求。

■ 管理改善是品牌价值回归契机：

2009年11月开始，山西汾酒集团和股份公司高层大换血，新管理层正积极调整企业战略、营销模式，有望推动品牌价值回归。

■ 产品升级是业务发展主线：

包括：一是提高中高端产品均价，以与其品牌地位相符，所以公司09年3次提高了老白汾等产品的出厂价；二是提高高端产品占比，故山西汾酒首先会聚集资源在省内和省外重点市场发展青花瓷，然后再带动老白汾增长，低端的玻汾短期并非重点，竹叶青作为保健酒将独立出来单独发展。

■ 集团整体上市并非当务之急：

2009年上市公司少数股东权益约占税后净利的22.5%，主要来自集团持有销售公司40%的股权。但相比内部管理制度和营销模式改革，我们认为集团整体上市并非当务之急。

■ 首次给予“强烈推荐”评级，2010年底目标价54元：

山西汾酒品牌价值突出，管理改善有望推动其实现价值回归。随着产品均价和高端产品占比上升，我们预计未来3年山西汾酒净利可增长210%，2010-2012年EPS分别为1.19、1.80和2.51元。根据FCFF估值结果，我们给予山西汾酒2010年底目标价54元，动态PE分别为45、30和22倍。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	1,585	2,144	2,806	3,614	4,608
YoY(%)	-14.2%	35.3%	30.9%	28.8%	27.5%
净利润（百万元）	245	355	514	781	1086
YoY(%)	-31.8%	44.8%	44.7%	52.0%	39.1%
毛利率(%)	76.5%	74.9%	77.8%	80.0%	81.7%
净利率(%)	19.9%	21.4%	23.6%	27.9%	30.4%
ROE(%)	17.8%	22.8%	31.3%	44.6%	55.0%
EPS(摊薄/元)	0.57	0.82	1.19	1.80	2.51
P/E(倍)	30.7	50.0	33.9	22.3	16.0
P/B(倍)	5.1	10.8	10.7	9.3	8.4

正文目录

正文目录	2
一、 业务和市值表现远落后于品牌地位	3
二、 管理改善是品牌价值回归契机	4
2.1 高层成功大换血，尽管改革暂难言彻底	4
2.2 集团高目标驱动上市公司发展，新品牌战略应易获消费者认同.....	4
2.3 营销模式改革持续深化，效果应会随时间逐渐体现	4
三、 产品升级是业务发展主线.....	5
3.1 产品升级是业务发展主线	5
3.2 高端：量价均有上升空间	6
3.3 中端：老白汾省内看涨价，省外期待量价齐升	6
3.4 玻汾：留住客户与渠道的基础产品	7
3.5 竹叶青：五年冲十亿有难度，但增长只是时间和速度问题	8
3.6 杏花村：品牌价值有待挖掘	8
3.7 产能短期应非瓶颈，再投资回报率高	8
四、 整体上市主要看销售公司 40%股权	9
五、 业绩预测 & 估值.....	9
5.1 产品升级有望推动净利 3 年增长 2 倍	9
5.2 估值：长期看绝对，短期跟 PE.....	11
5.3 首次给予“强烈推荐”评级，10 年底目标价 54 元	14

一、业务和市值表现远落后于品牌地位

汾酒品牌地位与茅台、五粮液相仿。中国政府组织过五次评酒会，汾酒在 1952 年第一次评酒会上就与茅台、泸州老窖和西凤酒同时当选四大名酒，此后四次也均获选名酒。五粮液和洋河大曲分别在第二届和第三届评酒会上首次获选名酒称号。不仅如此，中国白酒主要香型有三个，酱香、浓香和清香，各自形成子市场，其中汾酒是清香型白酒的龙头，与茅台在酱香、五粮液在浓香市场上的地位相仿。从这个角度来看，汾酒品牌地位与茅台、五粮液是相当的，均是一个主要白酒香型市场的龙头企业。

业务表现和市值落后于品牌地位。汾酒 09 年营收仅为泸州老窖的 49%，市值为其 45%，比茅台、五粮液则相差更远，远远落后于其品牌地位。

图表 1 中国五次评酒会获奖名单

评酒会 时间	金奖名单
1952	贵州茅台酒、山西汾酒、陕西西凤酒、四川泸州老窖特曲
1963	贵州茅台酒、四川五粮液、安徽古井贡酒、四川泸州老窖特曲、四川全兴大曲、，陕西西凤酒、山西汾酒、贵州董酒
1979	贵州茅台酒，山西汾酒，四川五粮液，剑南春，安徽古井贡酒，江苏洋河大曲，贵州董酒，四川泸州老窖特曲
1984	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：平安证券研究所

图表 2 主要白酒企业业务和估值对比

公司名称	市值（亿元）	营业收入（亿元）	市销率（倍）	销售净利率（%）
贵州茅台	1208	97	12	47
五粮液	961	111	9	31
洋河股份	667	40	17	31
泸州老窖	410	44	9	39
山西汾酒	186	21	9	21
古井贡酒	101	13	8	10
水井坊	95	17	6	19
伊力特	68	9	8	12
金种子酒	61	10	6	7
酒鬼酒	39	4	11	16
沱牌曲酒	39	7	5	7
老白干酒	35	9	4	4

备注：股价取2010年6月28日收盘价，营业收入和销售净利率取2009年数据。

资料来源：平安证券研究所

管理改善有望推动山西汾酒实现品牌价值回归。名酒评选是中国白酒行业自然竞争的结果，获选企业在品牌、优质老酒资源、工艺、产能等方面形成了突出的综合竞争实力。由于汾酒此前在企业战略、产品结构调整等方面落后于行业，导致了营收和盈利能力与其品牌地位相差甚远。2009 年 11 月，李秋喜当选集团和股份公司董事长，集团和股份公司高层也进行了大换血，新管理层正积极调整企业战略、营销模式，有望推动品牌价值回归。

二、管理改善是品牌价值回归契机

2.1 高层成功大换血，尽管改革暂难言彻底

高层大换血带来企业新生预期。2009 年 11 月，此前担任汾酒集团总经理的李秋喜接任集团董事长，12 月份，其获选股份公司董事长，正式掌管汾酒集团。随后，汾酒集团对 25 个处级干部岗位进行了竞聘，这已涵盖集团职能部门一把手和下属分子公司一把手。另外，根据上市公司 09 年报信息，股份公司原来 10 位董事（含 3 位独立董事）中有 8 位离任，原 7 位副总经理中有 4 位离任，高层换血力度不小。李秋喜此前曾成功将濒临倒闭的山西晋牌水泥集团带出困境，市场对其掌权后激发汾酒集团活力充满期待。

中高层干部公开竞聘初告成效，但改革难言彻底。根据媒体信息，李秋喜此前对晋牌水泥的改革进展顺利，改革前后，23 个处室精简至了六部二室，人员由 231 人减至了 137 人。对比之下，我们调研中得知，汾酒集团本轮组织架构和人员调整并未能减少机构和人员，竞聘也仅限于 25 个处级岗位，之前计划的干部岗位全员竞聘上岗未能真正推行，本次改革力度不足以完全激发汾酒集团的活力。

2.2 集团高目标驱动上市公司发展，新品牌战略应易获消费者认同

集团高发展目标驱动上市公司发展。汾酒集团 2009 年营收 37.5 亿，新管理层提出到 2015 年要达到 100 亿，到 2020 年要再翻一番到 200 亿。由于集团定位于控股公司，上市公司则是集团主要资产酒业的整合平台，故集团实现收入目标将主要依靠上市公司，集团高增长目标将驱动上市公司的发展。

品牌新战略定位容易获得消费者共鸣。“牧童遥指杏花村”赋予了汾酒深厚的历史、文化底蕴，汾酒品牌底蕴在中国白酒行业可谓首屈一指，但此前品牌定位并不清晰，产品价格也明显偏低。新管理层上台后，明确提出了“国酒之源，清香之祖，文化之根”的品牌新战略定位。我们认为，此定位突出了汾酒的历史、文化底蕴优势，容易唤醒消费者对汾酒在中国白酒行业中地位的认知，并引起共鸣。

2.3 营销模式改革持续深化，效果应会随时间逐渐体现

营销模式改革持续深化。2008—2010 年，汾酒一直在改革营销模式，作用体现在了 3 方面：一是通过压缩工商联合开发品牌等动作，实现从产品经营向品牌经营转变，清理了市场环境，提升了企业品牌价值；二是产品销售从品牌代理制转向了区域代理制，避免了经销商占有品牌而仅集中开发少数区域的现象，实际上提高了品牌利用效率；三是从调整产品结构转向优化产品结构，即进一步提

升高档产品青花瓷的营收贡献，这有利于发挥汾酒品牌价值。此外，汾酒聘请了盛初营销在 2010—2013 年提供营销战略咨询服务，并正积极筹备在山西和全国市场实行深度分销模式。

营销模式改革效果将随时间逐步体现，大小需看执行力。我们认为，对当前行业背景下白酒企业来说，汾酒上述改革都可以说是在做正确的事，也可预期其效果将随时间逐步体现，尤其是汾酒品牌加上深度分销的效果令人期待。

三、产品升级是业务发展主线

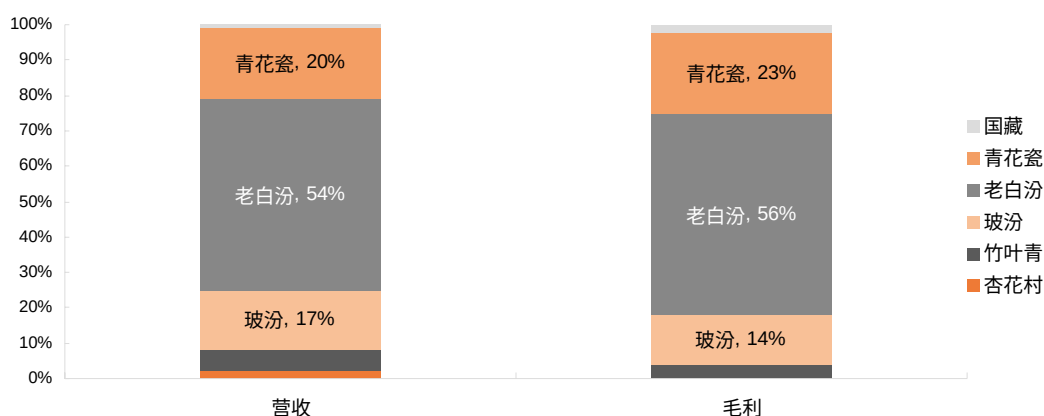
3.1 产品升级是业务发展主线

山西汾酒 09 年共实现营收 21.4 亿，其中山西省内 14.1 亿元，省外 7.3 亿元，省外主要市场包括北京、陕西、河北等。

山西汾酒产品系列包括杏花村汾酒(以下简称汾酒，又含国藏、青花瓷、老白汾、玻汾)、竹叶青酒和杏花村酒。其中高端青花瓷和中端老白汾营收和利润贡献最大。2009 年，青花瓷营收和毛利占比约为 20%和 23%，老白汾营收和毛利占比约为 54%和 56%。此外低端产品玻汾营收和毛利占比约为 17%和 14%，保健酒竹叶青两项指标约为 6%和 4%。

产品升级是业务发展主线。当前山西汾酒业务发展战略主要是推动产品升级，又包括两方面：一是提高中高端产品均价，以符合其品牌地位，所以 09 年 3 次提高了老白汾等产品的出厂价；二是希望进一步提高高端产品占比，故公司首先会聚集资源在省内和省外重点市场发展青花瓷，再带动老白汾增长，低端的玻汾短期并非重点，竹叶青作为保健酒则将独立出来单独发展。

图表 3 青花瓷和老白汾是主要营收和利润来源



资料来源：平安证券研究所，公司公告

3.2 高端：量价均有上升空间

山西汾酒高端产品主要有两个，一是 30 年青花瓷汾酒，出厂价 338，零售价约 540 元，当前是公司高端主打产品。2009 年，估计省外市场销售约占二分之一强，省内约占二分之一弱；另一个是 50 年国藏汾酒，普通装出厂价 500-600，零售价接近 1000 元，当前属形象产品，营收贡献较小。

青花瓷销量赶上 1573 可期待，增长空间至少超 200%，价格上升也有空间。清香是中国白酒三大香型之一，作为“清香之祖”，汾酒在清香市场上的地位与茅台在酱香市场和五粮液在浓香市场相仿。但 2009 年青花瓷销量仅 1000 吨，远低于茅台和五粮液主品牌万吨的销量，也远低于 1573 和水井坊。我们认为，凭借汾酒强大的品牌底蕴和清香型市场的王者地位，青花瓷年销量赶上 1573 达到 3000 吨是可以期待的，这意味着即使静态来看，增长空间也超过 200%。此外，1573 当前出厂价 519 元，而 30 年青花瓷出厂价仅为 338 元，价格相差 180 元，未来提价空间仍存。

图表 4 主要高端白酒产品价格对比

	茅台	五粮液	1573	水井坊	青花瓷
规格	53 度普通飞天 500ml	52 度水晶瓶 500ml	52 度普通 500ml	52 度井台 500ml	53 度 500ml
出厂价(元/瓶)	500	509	519	445	338
零售价(元/瓶)	936	698	589	598	538.00
销量(09 年主品牌合计, 吨)	10000	10000	3000	2000	1000

资料来源：平安证券研究所

国藏汾酒当前属树形象的产品，后市价量均有上升潜力。国藏汾酒自 2004 年上市，2009 年销售约 40 吨，营收约 3000 万，主要集中在省内和北京。国藏汾酒普通装 55 度当前出厂价在 500-600 之间，零售价接近 1000 元；玛瑙瓶装 55 度出厂价在 1200-1300 之间，零售价超过 2000 元。当前，这个价位的国藏汾酒主要是树形象，但未来若青花瓷销量上来了，也可支撑国藏汾酒销量上升。对比茅台、五粮液的年份酒，国藏汾酒未来价量均有较大上升潜力。

3.3 中端：老白汾省内看涨价，省外期待量价齐升

汾酒中端产品主要是老白汾，又分十年、十五年 and 二十年，零售价分别约为 120、200 和 280 元。2009 年，我们估计老白汾省内销售占二分之一强，省外占二分之一弱。

老白汾省内市占率高企，销量上升空间较小。我们估计，2009 年老白汾在山西省内销量接近 5000 吨，据公司估计，老白汾主打的中高端产品在省内占有率已超过 70%，销量进一步上升空间已较小。

老白汾省内涨价潜力大于销量。以 45 度 475 毫升十年老白汾为例，市场零售价约 120 元，与其他企业类似地位产品相比，明显偏低，如 52 度 500 毫升泸州老窖特曲零售价已接近 180 元，46 度 480

毫升洋河海之蓝零售价为 178 元。凭借在山西强大的品牌号召力，老白汾省内涨价潜力明显。当然，考虑 08 年 3 月到 09 年 12 月已连续四次提价，市场消化需要一定时间，今后一段时间内涨价速度应不会太快。

图表 5 主要中端白酒产品价格对比

	洋河海之蓝	泸州老窖特曲	老白汾十年	五粮醇
规格	46 度 480ml	52 度 500ml	45 度 475ml	50 度蓝淡雅 500ml
出厂价	110	128	87	-
零售价	178	178	130	168
销量(09 年各种规格合计, 吨)	12000	6000	9000	-

资料来源：平安证券研究所

老白汾省外销量增长空间较大，取决于营销能力。我们估计，2009 年老白汾省外销量约 4000 吨。作为清香型白酒中档产品代表，老白汾在全国销量增长空间显而易见。当然，与任何中档白酒一样，省外市场能做多大都取决于营销能力。在高管重组和与盛初咨询合作背景下，我们对汾酒营销能力提升预期较高，但短期内，汾酒在省外市场上会聚焦资源于青花瓷，老白汾发力应仍是较后面的事情。如果青花瓷能够在全国站稳脚，则未来老白汾有大幅上量空间。

老白汾省外市场均价上升空间大于省内，更可能靠产品结构优化。省外市场上，五粮醇、洋河海之蓝、泸州老窖特曲等已树立了价格标杆，汾酒的老白汾定价至少应向这些产品看齐。当前十年老白汾定价明显低于这些标杆产品，因此未来要么在省外市场提高十年老白汾的价格，要么直接推价格更高的十五年二十年。考虑十年老白汾省内销量大，价格调整影响也大，我们认为通过推价格更高的十五年二十年老白汾来优化产品结构可能更合适。

3.4 玻汾：留住客户与渠道的基础产品

汾酒产品系列的低端主要是玻汾，主打产品乳白玻汾出厂价在 30-40 元/瓶，市场零售价 50-60 元/瓶。2009 年，玻汾销量约 6000 吨，创造营收 3.6 亿元，销售基本上不出山西省。

留住客户与渠道的基础产品，短期并非重点。汾酒正在逐步提高中高档次产品占比，低端的玻汾在这过程中难免被忽视，公司甚至一度有意压缩玻汾以为老白汾留出空间。但我们认为，玻汾在渠道维护、客户基础上的作用仍较明显，且 30-40 元的出厂价应仍有相当盈利空间。即使短期内汾酒无暇顾及这个价位的市场，也可保持其自然销售，让消费者随着收入上升而选择自然消费升级。

3.5 竹叶青：五年冲十亿有难度，但增长只是时间和速度问题

山西汾酒的保健酒系列包括竹叶青、玫瑰汾酒和白玉汾酒，但主要是竹叶青，后两者销量很少。竹叶青 2009 年销量约 2800 吨，营业收入约 1.3 亿元，山西省内销售约占 60%，省外如广东、浙江、福建等约占 40%。

营收表现远远落后于品牌地位。竹叶青是以汾酒为基酒加入十余种名贵中药酿制而成，具有润肠通便，增强人体免疫力等保健功能，是中国保健酒中唯一的国家名酒。2009 年，竹叶青营收 1.3 亿元，远低于保健酒同行“劲酒”的 25 亿和“椰岛鹿龟酒”的 5.4 亿元，竹叶青营收表现落后于品牌地位远矣。

五年冲十亿有难度。公司规划竹叶青酒 5 年内营收要达到 10 个亿，并正在重新定位产品，做品牌、营销规划等，还准备成立独立公司来运作。当前竹叶青出厂均价已高于保健酒排名前两位的劲酒和椰岛鹿龟酒，未来 5 年内提价空间应有限，故营收增长主要靠销量增长。在均价年均增长 5%假设下，营收 5 年后要达到 10 亿元也意味着销量要在现有基础上增长近 300%，年均增幅约 31%，难度不小。

增长只是时间和速度问题。凭借品牌优势，我们认为消费升级必将推动竹叶青均价和销量上升，营收破 10 亿应只是时间问题，增长速度则取决于产品运作和营销模式改革情况。

3.6 杏花村：品牌价值有待挖掘

当前“杏花村”品牌主要是集团在经营，09 年营收规模约 2 个亿，销量约 12000 吨，其中约 3000 吨是集团本部经营，通过股份公司销售并体现在上市公司报表中，09 年营收约 0.48 亿，另外约 9000 吨是集团与其他企业合作开发，未体现在上市公司报表中。

“杏花村”品牌价值有待挖掘。“牧童遥指杏花村”和中国驰名商标赋予“杏花村”极高的知名度，但由于产品定位、经营模式失误，品牌价值未得到体现。山西汾酒已认识到这一问题，并想重新打造杏花村品牌。为此，未来将彻底清理集团与其他企业合作开发的杏花村系列酒，且等市面上老杏花村系列酒逐渐退市后，再会向市场重点推产品、价格都重新调整后的“杏花村”品牌。未来会在品牌上形成汾酒、杏花村和竹叶青三大系列，但这仍然需要一定时间。

3.7 产能短期应非瓶颈，再投资回报率高

工艺和老酒资源决定产能短期应非瓶颈。白酒产能可分两块，一是主体基酒；二是勾兑调味用老酒。汾酒清香工艺决定，其发酵时既不像五粮液一样需要老熟的陈年窖泥支持，也不像茅台一样过于依赖环境中的微生物，故产能扩张基本不受时间因素限制，一年就可达产，且产酒均为优质酒，存放一年后即可作为主体基酒用于勾兑。2009 年，汾酒新增了产能 3000 吨/年，2010 年将继续建设 3800 吨/年的新增产能，估计 2011 年可投产，未来几年主体基酒产能有保障。

老酒资源方面，汾酒是中国扩产最早的白酒企业，解放初期产量就达到 800 吨，1993 年上市时白酒产能已达到 25000 吨，几十年下来积累了大量老酒资源。尽管暂缺少老酒库存具体数据，但我们认为公司对青花瓷、老白汾上量暂不会受限于老酒资源的判断可信。

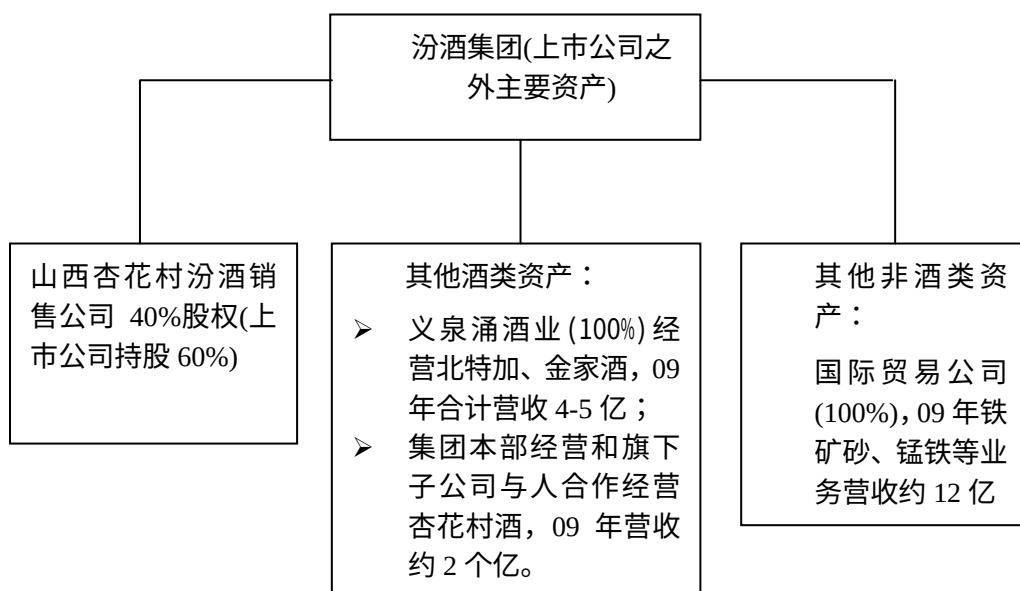
再投资成本低，回报率高。根据公司公告，汾酒每千吨原酒投资规模约为 0.37 亿元，投资回收期为 4.3 年，投资年回报率约 22%。实际上，对于能创造并维护品牌的白酒企业来说，再投资成本低和回报率高也是它们的共同特征。

四、整体上市主要看销售公司 40%的股权

新任董事长李秋喜上台后提出要筹划集团整体上市，上市公司股权之外，集团持有主要资产可分三块：一是集团持有股份公司子公司销售公司 40%的股权，这部分资产是最优质的，其形成的少数股东权益 09 年约占上市公司税后净利的 22.5%；二是集团拥有的其他酒类资产，即子公司义泉涌经营的北特加、金家酒，集团本部自身经营和子公司与人合作开发经营的杏花村系列酒等，这些酒都是低档产品，盈利能力一般；三是其他非酒类资产，主要是国际贸易公司经营的金属进出口业务，这部分资产盈利能力也很一般。

集团整体上市时间仍未有定论，但似乎并非当务之急。我们分析，2010 年山西汾酒两项工作有最高优先级：一是借高管换届之机推动企业内部机制调整；二是借与盛初营销合作之机推动产品线和营销模式的变革。相比之下，集团整体上市的安排可往后推。

图表 6 集团主要资产情况



资料来源：平安证券研究所，公开信息

五、业绩预测 & 估值

5.1 产品升级有望推动净利 3 年增长 2 倍

山西汾酒产品升级值得期待。作为清香市场龙头，在管理改善推动下，我们对山西汾酒未来产品升级持乐观态度，包括两方面：一是中高端产品均价提升，以与其品牌价值相符；二是聚集资源推动高端产品青花瓷销量更快增长，2012 年销量约 2700 吨，略低于 2009 年国窖 1573 的 3000 吨销量。

净利有望 3 年增长 2 倍。我们测算，未来 3 年，汾酒营收有望分别增长 31%、29%和 27%，净利润有望分别增长 45%、52%和 39%，2012 年将比 2009 年增长 210%。

图表 7 预测简表及关键假设

单位：元/股，百万元，吨，元/500M

		2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	归属母公司股东	0.82	1.19	1.80	2.51
	不扣少数股东权益	1.06	1.53	2.33	3.24
净利润	归属母公司股东	355	514	781	1,086
	增长	45%	45%	52%	39%
营业收入	营收合计	2,143	2,806	3,614	4,608
	增长	35%	31%	29%	27%
销售毛利率		75%	78%	80%	82%
销售净利率		21%	24%	28%	30%
主要产品关键假设					
国藏汾酒	销量	40	44	53	63
	增长	-20%	10%	20%	20%
	价格	70	77	85	93
	增长	0%	10%	10%	10%
青花瓷汾酒	销量	1,000	1,500	2,100	2,730
	增长	79%	50%	40%	30%
	价格	42	50	55	60
	增长	10%	18%	10%	10%
老白汾	销量	9,000	9,999	10,999	12,099
	增长	5%	11%	10%	10%
	价格	13	14	16	17
	增长	13%	10%	10%	10%
玻汾	销量	6,000	6,000	6,000	6,000
	增长	33%	0%	0%	0%
	价格	6	6	6.3	6.6
	增长	4%	0%	5%	5%
竹叶青	销量	2,800	3,640	4,732	6,152
	增长	24%	30%	30%	30%
	价格	4.6	5.1	5.4	5.7
	增长	0%	10%	6%	6%

资料来源：平安证券研究所

图表 8 2010年EPS对青花瓷和老白汾销量增幅的敏感性测算

老白汾 销量增幅	青花瓷销 量增幅	30%	40%	50%	60%	70%
1%		0.93	0.99	1.05	1.11	1.17
6%		1.00	1.06	1.12	1.18	1.24
11%		1.07	1.13	1.19	1.25	1.31
16%		1.13	1.19	1.25	1.31	1.37
21%		1.2	1.26	1.32	1.38	1.44

资料来源：平安证券研究所

5.2 估值：长期看绝对，短期跟 PE

■ 绝对估值对长期有指导意义，短期波动可跟 PE

白酒价格持续上涨和消费品胜者为王特点决定，成功白酒企业给投资者带来的长期回报相当可观。在价格和销量增速假设合理前提下，我们认为，绝对估值结果对长期投资者有一定指导意义。由于短期业绩和市场的波动性，我们认为 PE 是较合适的短期估值指标。

■ 理解价值重要来源：产品价格持续上涨和品牌价值增长

品牌价值持续增长。品牌是白酒公司核心资产，可理解为公司历史投入形成的载体。通过嵌入消费者的生活与意识，品牌很容易粘住老客户，并通过口口传播带来新客户，从而降低公司推广成本。不仅如此，在技术更新缓慢的行业，历史品牌对后进入者往往意味着极高成本壁垒，而通胀等因素则会进一步抬高壁垒，已创立品牌的价值也就相当于在自然增长。

图表 9 茅台、五粮液和白酒全行业价格涨幅远超CPI

	城镇人均可支配 收入	CPI	茅台 53 度	五粮液 52 度	白酒全行 业
1992-2001	6.7%	7.0%	0.9%	8.2%	
2001-2009	10.1%	2.1%	15.9%	9.4%	10.8%
1992-2009	8.2%	4.7%	7.7%	8.8%	

备注：白酒全行业是03-09年均增速

资料来源：平安证券研究所

■ 绝对估值：2010 年底每股合理估值 54 元

2010 年底每股合理估值 54 元。WACC 取 10%，2020 年退出倍数取 15 倍，FCFF 模型测算，山西汾酒 2010 年底合理估值为 54 元/股。

图表 10 主要产品价格和销量增速假设					单位：元/瓶，吨
		2013-2015E	2016-2020E	2020 年出厂均价或 销量	折合零售价 (出厂均价为 60%)
国藏汾酒	销量	15.0%	10.0%	155	
	价格	8.0%	5.0%	868	1,446
青花瓷汾酒	销量	10.0%	5.0%	4,638	
	价格	8.0%	5.0%	658	1,096
老白汾	销量	8.0%	5.0%	19,452	
	价格	6.0%	4.0%	153	254
玻汾	销量	5.0%	3.0%	8,052	
	价格	3.0%	1.0%	44	74
竹叶青	销量	15.0%	10.0%	15,068	
	价格	6.0%	4.0%	48	80

资料来源：平安证券研究所

图表 11 2010年底合理估值54元/股 单位: (百万, 元/股)

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,806.3	3,614.1	4,607.5	5,351.3	6,221.1	7,239.0	7,947.0	8,727.9	9,589.5	10,540.4	11,590.3
增长率	30.9%	28.8%	27.5%	16.1%	16.3%	16.4%	9.8%	9.8%	9.9%	9.9%	10.0%
EBIT	888.3	1,348.3	1,874.7	2,177.3	2,531.4	2,945.9	3,165.2	3,395.4	3,635.8	3,885.3	4,142.4
其他收入	-7.3	-9.7	-12.9	-15.4	-18.3	-21.5	-23.8	-26.2	-28.8	-31.6	-34.8
现金税	222.1	337.1	468.7	544.3	632.8	736.5	791.3	848.9	909	971.3	1,035.60
非支现费用	38.2	39.2	39.6	40.3	40.7	41.2	41.6	41.9	42.2	42.5	42.8
运营资金变化	235.4	102.8	216.7	167.5	224	245.1	158.6	166.8	182.9	196.1	212.2
资本支出	51.5	45.2	47.6	45.9	46.7	47.3	45.2	45.7	46	46.4	46.7
自由现金流	410.1	892.7	1,168.4	1,444.3	1,650.2	1,936.8	2,188.0	2,349.8	2,511.4	2,682.4	2,855.9
增长率	6.3%	117.7%	30.9%	23.6%	14.3%	17.4%	13.0%	7.4%	6.9%	6.8%	6.5%
FCFF 转换率	61.9%	88.6%	83.4%	88.7%	87.2%	87.9%	92.4%	92.5%	92.3%	92.2%	92.1%
现值	410.1	811.6	965.6	1,085.1	1,127.1	1,202.6		1,205.8	1,171.6	1,137.6	1,101.1
核心企业价值	27,969.2	Y10—20 占比		40.9%	永续占比	59.1%					
非经营性资产	462.9										
债务	0							关键假设			
少数股东权益	5,049.4							WACC:10.0%			
股权价值	23,382.6							退出倍数 15			
每股价值	54.01										
DCF 敏感性分析		WACC	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%		11.00%			
	Exit Mltiple										
	13		53.46	51.14	48.92	46.81		44.79			
	14		56.25	53.8	51.47	49.24		47.11			
	15		59.03	56.46	54.01	51.67		49.43			
	16		61.82	59.12	56.55	54.1		51.76			
	17		64.6	61.79	59.1	56.53		54.08			

资料来源：平安证券研究所

■ 相对估值：2010 年 35 倍 PE 低于行业均值

中端白酒 2010 年 PE 均值为 41 倍，山西汾酒为 35 倍，低于行业均值。另外，山西汾酒未来 3 年净利年均增速计算的 PEG 仅为 1.1，在纯白酒公司中处于最低端。

图表 12 白酒上市公司估值对比

A 股简称	投资评级	股价（元）	市值	每股收益			市盈率			净利 增速	PEG
		6 月 29 日	¥mn	2009	10E	11E	2009	10E	11E	10E-12E	09 PE
贵州茅台	强烈推荐	126.27	119,174	4.57	5.68	6.86	27.6	22.2	18.4	21%	1.3
五粮液	中性	24.3	92,242	0.85	1.27	1.49	28.4	19.1	16.3	25%	1.2
泸州老窖	推荐	28.2	39,318	1.2	1.46	1.74	23.5	19.3	16.2	21%	1.1
水井坊	-	18.32	8,950	0.66	0.68	0.79	27.9	26.8	23.2	26%	1.1
高端白酒均值							26.9	21.8	18.5	23%	1.2
山西汾酒	强烈推荐	41.49	17,962	0.82	1.19	1.8	50.6	35	23	45%	1.1
洋河股份	-	143	64,350	2.79	4.32	5.73	51.3	33.1	24.9	35%	1.5
沱牌曲酒	-	11.44	3,859	0.16	0.21	0.32	71.7	55.1	36.1	26%	2.8
伊力特	-	14.18	6,253	0.25	0.37	0.56	57.2	37.9	25.2	38%	1.5
古井贡酒	-	40.5	9,518	0.6	1.11	1.6	67.9	36.6	25.3	58%	1.2
古井贡 B	-	21.24	4,951	0.6	1.11	1.6	35.6	19.2	13.2	58%	0.6
酒鬼酒	-	12	3,637	0.19	0.28	0.53	62.2	43.5	22.6	45%	1.4
金种子酒	-	11.38	5,934	0.04	0	0	287.6	-	-	26%	3.2
中端白酒均值							99.7	41.3	26.8	38%	1.9

备注：中端均值不含山西汾酒本身数据

资料来源：平安证券研究所，WIND

5.3 首次给予“强烈推荐”评级，10 年底目标价 54 元

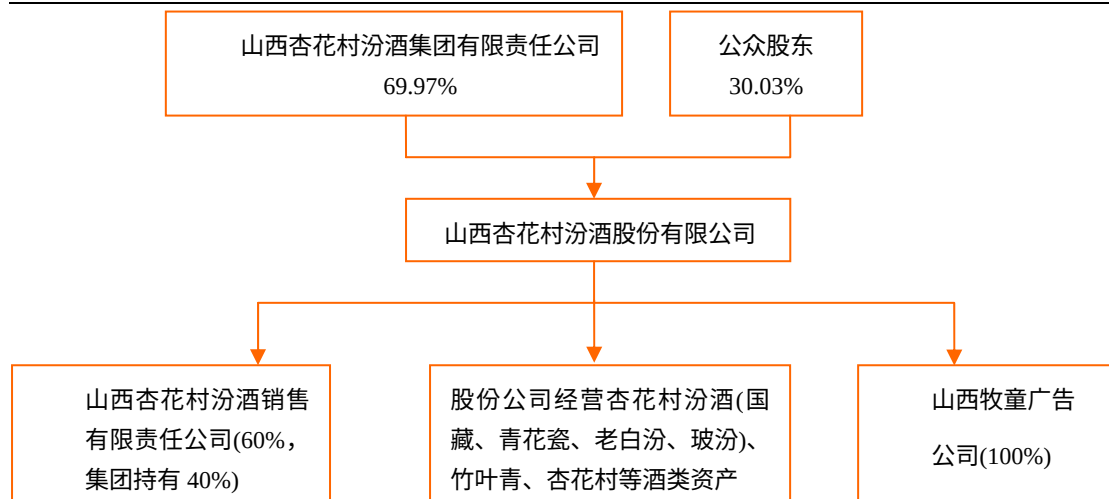
首次给予“强烈推荐”评级。汾酒品牌价值突出，是清香型白酒细分市场龙头，管理改善有望带动汾酒实现王者归来，随着产品均价和高端产品占比上升，预计未来 3 年净利增长 210%，2010-2012 年 EPS 分别为 1.19、1.80 和 2.51 元。根据 FCFF 估值结果，我们给予山西汾酒 2010 年目标价 54 元，动态 PE 分别为 45、30 和 22 倍。

关注深度营销改革和销售公司股权处理。盛初营销正为山西汾酒量身设计深度营销改革方案，其效果将决定公司业务持续增长潜力。另一方面，销售公司仍有 40%股权在集团手中，若能通过集团整体上市收回上市公司，将直接增厚 EPS，增加上市公司股东价值。

附1：山西汾酒基本情况

山西杏花村汾酒厂股份有限公司系原山西杏花村汾酒厂改组设立，于 1994 年初上市，当前股权结构如下：

图表 13 山西汾酒股权结构简图



备注：山西省人民政府国有资产监督管理委员会是山西杏花村汾酒集团有限责任公司实际控制人。

资料来源：平安证券、公司年报

原山西杏花村汾酒厂成立于1949年6月，是在私人小手工作坊基础上改建过来的，上市之前已是生产国家名酒汾酒、竹叶青酒等产品为主的国营大型一档企业，是国内最大名白酒生产基地。公司主导产品汾酒具有1500年历史，是我国清香型白酒的典型代表，早在1915年就在巴拿马万国博览会上获得甲等金质大奖章，在解放后会五次蝉联国家名酒称号和国家名酒金奖，汾酒共获得过各种奖36种，两次获国际金奖。以汾酒为基酒，精心配制而成的竹叶青酒两次荣获国际金奖，多次评为国家名酒，并荣获国家优质产品称号。

附2：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,143	2,806	3,614	4,608	净利润	458	663	1,007	1,401
YoY	35.3%	30.9%	28.8%	27.5%	折旧摊销	38	38	39	40
营业成本	539	624	723	841	营运资金投资	-71	-235	-103	-217
毛利率	74.9%	77.8%	80.0%	81.7%	经营活动现金净流量	448	495	980	1,267
营业税金及附加	368	431	506	592	资本开支	-36	-52	-45	-48
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-37	-52	-45	-48
销售费用	364	600	723	922	债务融资	0	0	0	0
管理费用	202	263	315	378	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-2	-3	-4	-6	支付红利	-173	-216	-313	-547
投资净收益	0	0	0	0	融资活动现金净流量	-128	-246	-214	-309
营业利润	671	891	1,353	1,881	当年现金净流量	165	230	626	679
加：营业外收入	1	1	1	1					
减：营业外支出	10	8	11	14	资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
利润总额	662	884	1,343	1,868	货币资金	708	937	1,563	2,243
减：所得税	204	221	336	467	应收款项	407	552	699	898
净利润	458	663	1,007	1,401	预付款项	42	37	50	54
减：少数股东损益	103	149	226	315	存货	808	1,047	1,148	1,374
归属母公司所有者净利	355	514	781	1,086	其他流动资产	11	14	19	24
YoY	44.8%	44.7%	52.0%	39.1%	流动资产合计	1,976	2,588	3,479	4,593
净利润率	16.6%	18.3%	21.6%	23.6%	长期股权投资	5	5	5	5
EPS（当年股本）	0.82	1.19	1.80	2.51	固定资产	473	486	492	499
EPS（最新股本摊薄）	0.82	1.19	1.80	2.51	无形资产	30	30	30	31
					其他非流动资产	25	26	25	25
重要指标速览	2009	2010E	2011E	2012E	非流动资产合计	532	547	552	560
估值					资产总计	2,509	3,134	4,031	5,153
PE	49.1	33.9	22.3	16.0	短期借款	0	0	0	0
PEG	1.1	1.0	1.0	1.0	应付款项	129	111	151	163
PB	10.6	10.7	9.3	8.4	预收款项	236	240	353	422
P/S	8.1	6.2	4.8	3.8	应付股利	0	313	547	869
EV/EBITDA	24.2	18.6	12.6	9.3	其他流动负债	352	545	595	782
股息收益率	1.2%	1.8%	3.1%	5.0%	流动负债合计	716	1,209	1,645	2,235
经营回报率					长期借款	0	0	0	0
ROE	22.8%	31.3%	44.6%	55.0%	应付债券	0	0	0	0
ROA	20.0%	23.6%	28.2%	30.6%	其他非流动负债	0	0	0	0
资本结构及偿债能力					非流动负债合计	0	0	0	0
资产负债率	28.6%	38.6%	40.8%	43.4%	负债合计	716	1,209	1,645	2,235
速动比率	1.6	1.3	1.4	1.4	归属母公司所有者权益	1,649	1,633	1,867	2,084
运营效率					其中：实收资本	433	433	433	433
存货周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	少数股东权益	144	293	519	834
流动资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.1	股东权益合计	1,792	1,925	2,386	2,918
固定资产周转率	4.5	5.9	7.4	9.3	负债及股东权益总计	2,509	3,134	4,031	5,153

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257