

2010年7月2日

食品饮料行业

山西汾酒 (600809)

评级: 增持

消费品小组: 李伟志 王永锋

联系人: 禹洋

联系方式: 010-88086830-719

邮箱: yuyang@rxzq.com.cn

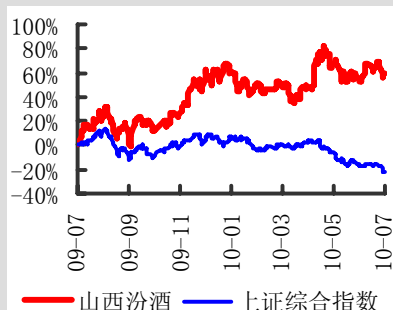
6-12个月目标价: 49.00

最新股价: 41.89

基本资料

总股本 (百万)	433
流通股 A 股 (百万)	433
流通 A 股市值 (百万)	18135
每股净资产 (元)	4.41
资产负债率%	24.28
流通 B 股/H 股 (百万)	-

山西汾酒股价与上证综指对比:



得文化者得天下——汾酒文化，清香天下

投资要点

- **白酒行业景气度持续较高。**2006年以来我国白酒产量增速一直维持在20%左右，2009年我国白酒产量达706.93万千升，同比增长23.82%，2010年1-5月产量增速达30.60%，白酒行业景气度持续较高。
- **国藏汾酒、青花瓷、竹叶青2010年销量有望同比增长20%、50%、30%。**2010年1-4月，国藏汾酒、青花瓷、老白汾、玻汾、竹叶青销量分别为10-20吨、540吨、3600吨、2500吨、1200-1300吨，预计上述产品销量2010年将分别同比增长20%、50%、17%、8%、30%，销量大幅提升。
- **汾酒特有的清香文化是公司的核心竞争力。**杏花村的酿酒和饮酒史源于4000多年前的龙山文化，与黄河文化一脉相承。1915年汾酒在巴拿马万国博览会上荣获甲等金质大奖章。解放后汾酒五次获得国家名酒称号，竹叶青酒三次荣获国家名酒。汾酒文化、清香天下，汾酒特有的历史文化，以及“杏花村”、“竹叶青”品牌是公司的核心竞争力。
- **管理和销售体制改革推动未来5年年均收入增长10亿。**2009年10月汾酒集团完成管理层换届以来，公司改革主要包括：管理机构和干部队伍调整、经销商制度改革、大幅增加销售人员、聘请盛初咨询等。体制改革将保障公司五年发展规划的实施：汾酒集团力争2015年实现100亿元销售收入，未来5年上市公司的年均收入增长达到10亿元。
- **产品价格提升预期和酒类资产整体上市预期。**公司同档次的产品价格低于茅台、五粮液、泸州老窖等知名白酒，具备一定的提价空间。2009年汾酒集团杏花村酒的总销量为1.2-1.3万吨，收入为2-3亿元。汾酒集团持有销售公司40%股权，2009年公司少数股东权益达1.03亿元。目前汾酒集团正在考虑将杏花村酒和销售公司股权整合进股份公司。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2010~2012年公司分别实现每股收益1.24元、1.63元、2.06元。考虑到行业景气度较高、汾酒特有的清香文化、公司管理和销售体制改善、产品具有提价预期，我们给予公司2011年30倍市盈率，对应股价为49元，维持公司“增持”投资评级。
- **风险因素。**省外市场扩张受阻；营销政策执行偏弱；严格征收消费税。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	2143	2949	3797	4712
同比 (%)	35.21%	37.63%	28.73%	24.10%
归属母公司净利润 (百万元)	355	536	706	890
同比 (%)	44.90%	50.94%	31.76%	26.05%
毛利率 (%)	75.73%	76.80%	77.50%	78.00%
每股收益 (元)	0.82	1.24	1.63	2.06
P/E	51.09	33.85	25.69	20.38

正文目录

1、公司概况	4
1.1. 历史沿革和主营业务	4
1.2. 股权结构	5
2、公司经营分析	5
2.1. 国藏汾酒、青花瓷、竹叶青 2010 年销量有望同比增长 20%、50%、30%	5
2.2. 行业景气度持续较高，为公司带来良好发展机遇	6
2.3. 汾酒特有的清香文化是公司的核心竞争力	7
2.4. 管理体制和销售体制改善推动公司未来 5 年年均收入增长达 10 亿	8
2.5. 公司产品仍具有价格提升预期	9
2.6. 整体上市预期	10
3、盈利预测及估值	10
3.1. 盈利预测前提和假设	10
3.2. 营业收入预测	11
3.3. 利润表预测	12
3.4. 估值及投资建议	12
4、风险提示	13

图表目录

图表 1 山西汾酒主要产品	4
图表 2 山西汾酒股权结构	5
图表 3 山西汾酒营业收入增长情况	5
图表 4 山西汾酒净利润增长情况	5
图表 5 山西汾酒 2009 年销量构成	6
图表 6 山西汾酒 2009 年收入构成	6
图表 7 全国白酒产量增长情况	7
图表 8 山西白酒产量增长情况	7
图表 9 白酒行业营业收入增长情况	7
图表 10 白酒行业利润总额增长情况	7
图表 11 山西汾酒省内、省外销售占比情况	9
图表 12 山西汾酒省内、省外销售增速情况	9
图表 13 山西汾酒历史 PE	13
图表 14 山西汾酒历史 PB	13

表格目录

表格 1 山西汾酒分产品销量预测（吨）	6
表格 2 我国历届名酒评比	8
表格 3 近年来山西汾酒提价情况	9
表格 4 山西汾酒和其他知名白酒企业价格对比	10
表格 5 盈利预测假设表	11
表格 6 利润预测表（百万元）	12
表格 7 重点食品饮料公司盈利预测和估值表	12

1、公司概况

1.1. 历史沿革和主营业务

山西汾酒的历史最早可以追溯到1500年前的南北朝时期，汾酒当时作为宫廷御酒受到北齐武成帝的推崇，并被载入廿四史；晚唐诗人杜牧的诗句“借问酒家何处有？牧童遥指杏花村”使汾酒名气大增，从汾酒的发展历史来看：

公元561—564年 北齐武成帝隆重推荐汾州美酒“汾青”，此事被载入二十四史之一的《北齐书》十一卷，是迄今发现的关于杏花村美酒的早期最重要的文字记载。

公元830年左右 唐代诗人杜牧路过汾州杏花村，写下了著名的《清明》诗。

1875年 近代汾酒生产的典型代表，宝泉益酿酒作坊成立。

1915年 宝泉益所产汾酒荣获巴拿马万国博览会甲等金质大奖章；同年，宝泉益易名为义泉泳。

1952年 汾酒在全国第一届评酒会上被评为国家名酒，从而成为四大名白酒之一。

1963年 汾酒、竹叶青酒在全国第二届评酒会上荣获国家名酒称号。

1979年 汾酒、竹叶青酒在全国第三届评酒会上被评为国家名酒。

1984年 汾酒、竹叶青酒在全国第四届评酒会上被评为国家名酒。

1985年 汾酒厂成为全国最大名白酒生产基地，全年汾酒产量突破8000吨，占当时全国13种名白酒产量的一半。

1988年 首次被评为“全国500佳最佳经济效益企业和全国食品和饮料行业经济效益第一名”。

1989年 汾酒在第五届全国名酒品评会上被评为国家名酒。

1993年12月 山西杏花村汾酒厂股份有限公司公开上市发行，这是全国第一家白酒上市企业。

1998年2月 山西文水县胡兰镇王青山等以甲醇充当酒精，杏花村镇中杏酒厂购回此“毒液”，勾兑到酒中销售，造成数十人死亡。此事对杏花村汾酒（集团）公司，造成了严重负面影响。

1998年 竹叶青酒被国家卫生部认证为保健酒。

图表 1 山西汾酒主要产品



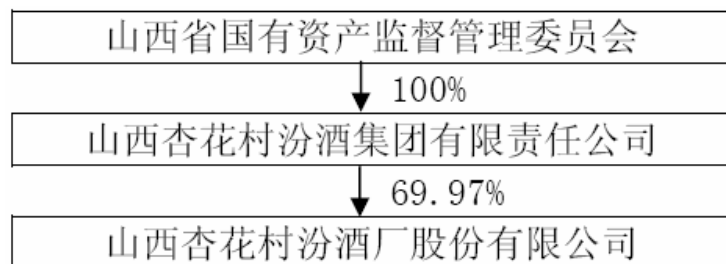
资料来源：公司网站，日信研究

山西汾酒主导产品有汾酒、竹叶青酒等系列，同时拥有“杏花村”、“竹叶青”两个中国驰名商标。汾酒是我国清香型白酒的典型代表，素以入口绵、落口甜、饮后余香、回味悠长而著称，在国内外享有较高的知名度、美誉度和忠诚度，主要品种有国藏汾酒、青花瓷汾酒、老白汾酒、玻璃汾酒等。竹叶青酒是国家卫生部认定的唯一中国保健名酒。

1.2. 股权结构

目前公司股改限售股份实现全流通，公司总股本4.33亿股，其控股股东为山西杏花村汾酒集团有限责任公司。控股股东持股比例69.97%，计3.03亿股，主要经营业务包括生产销售汾酒、竹叶青酒、白玉酒、玫瑰酒及其他酒、饮料，兼营生产销售酿酒设备、包装配套产品。公司实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会。

图表 2 山西汾酒股权结构



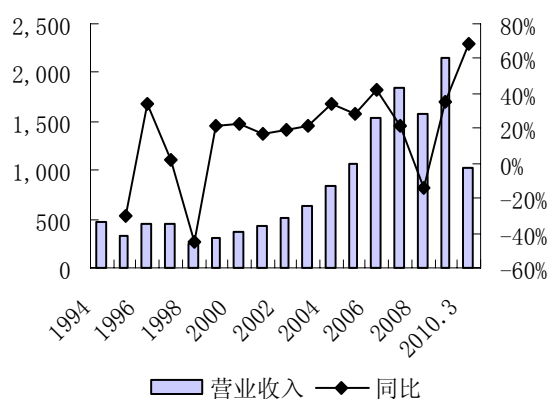
数据来源：公司年报，日信研究

2、公司经营分析

2.1. 国藏汾酒、青花瓷、竹叶青2010年销量有望同比增长20%、50%、30%

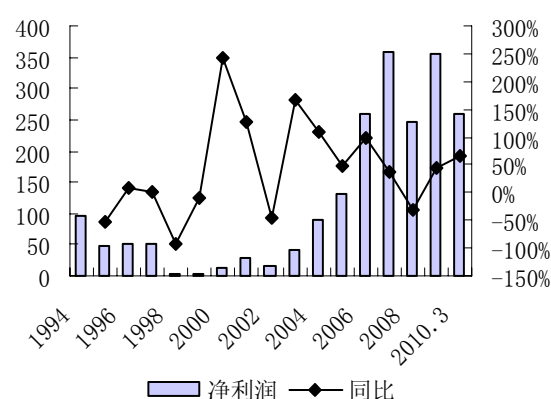
1994年以前，山西汾酒销售收入一直稳居白酒行业前3名，但随着体制问题和自身决策失误等原因，公司自1994年之后失去了行业领头羊的位置。从总体上看，1994年以来山西汾酒仍保持着快速发展势头。1994-2009年，公司营业收入CAGR达10.71%，净利润CAGR达9.08%。

图表 3 山西汾酒营业收入增长情况（百万元）



数据来源：公司年报，日信研究

图表 4 山西汾酒净利润增长情况（百万元）



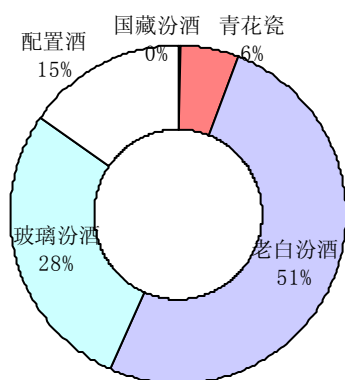
数据来源：公司年报，日信研究

1995年、1998年、2008年山西汾酒经历过3次销售收入大幅下滑。其中，1995年主要是公司对提价时机判断错误，产品提价导致销量大幅下滑，同时公司未坚持高价策略，随后又降低了产品价格，错失了良好的发展机遇。1998年主要是公司在先前的提价策略未取到良好效果，又受到山西假酒案的

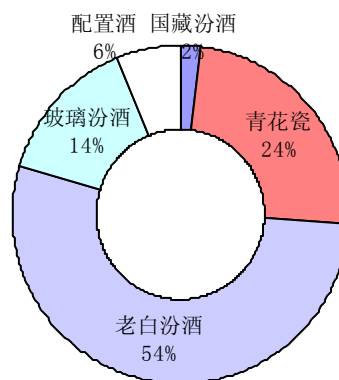
牵连，对公司省外扩张产生了较大影响。2008年主要是在假酒案之后，公司通过与经销商联合开发品牌的方式经营，但到2006年之后，上述方式的弊端开始显现，尤其是在河南市场上，由于联合开发品牌的大量进入，导致产品价格倒挂和串货现象十分严重，使得经销商利益受损严重，2007年四季度公司大规模降价促销，使得经销商产品滞销，2008年一季度公司营业收入大幅下滑。

2008年3月以来，新上任的销售公司总经理郑开源对公司的销售体制进行了改革，削减了原有开发商品牌，同时对公司品牌管理统一执行，对核心产品价格提升，公司目前已经由2008年的销售低谷中逐步恢复。2009年公司高档酒和超高档酒（国藏汾酒和青花瓷）的销量达到1050吨，较2008年大幅增长90.91%；老白汾销量和2008年持平，玻汾、竹叶青较2008年分别增长20%、23%以上。

图表 5 山西汾酒2009年销量构成



图表 6 山西汾酒2009年收入构成



数据来源：公司年报，日信研究

数据来源：公司年报，日信研究

公司未来将重点发展国藏汾酒、青花瓷和竹叶青3种产品。2010年1-4月，公司各类产品销量继续保持增长，其中国藏汾酒、青花瓷、老白汾、玻汾、竹叶青的销量分别为10-20吨、540吨、3600吨、2500吨、1200-1300吨，我们预计上述产品销量2010年将分别同比增长20%、50%、17%、8%、30%，公司总体销量将大幅超越去年水平。

表格 1 山西汾酒分产品销量预测（吨）

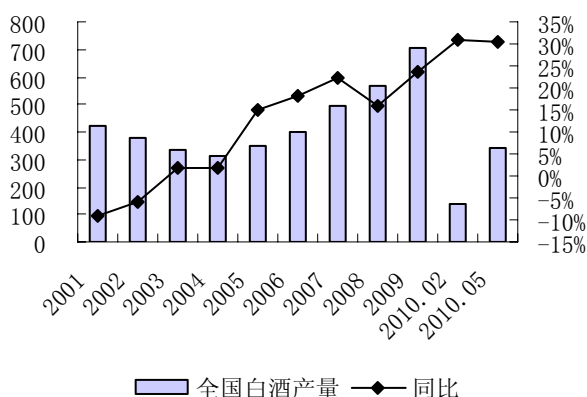
	品种	未来发展	出厂价(元)	2008	2009	2010.4	2010E
超高档	国藏汾酒	重点	600-700	40-50	50	10-20	60
高档	青花瓷	重点	338	500	1000	540	1500
中档	老白汾	一般	88	9000	9000	3600	10500
低档	玻汾	减少	30-50	5000	6000	2500	6500
配置酒	竹叶青	重点	30-50	2100-2200	2700	1200-1300	3500

数据来源：公司年报，日信研究

2.2. 行业景气度持续较高，为公司带来良好发展机遇

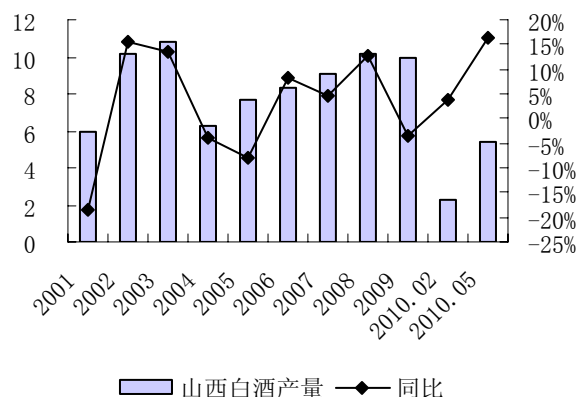
我国白酒行业近年来快速发展，2006年以来产量增速一直维持在20%左右。2009年我国白酒产量达706.93万千升，同比增长23.82%，2010年1-5月产量增速达30.60%，白酒行业景气度持续较高。

图表7 全国白酒产量增长情况（万千升）



数据来源：国家统计局，日信研究

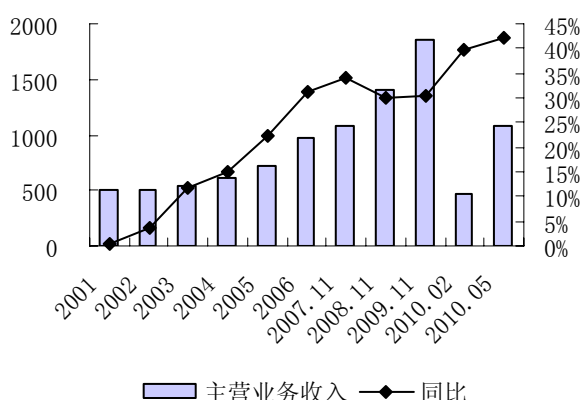
图表8 山西白酒产量增长情况（万千升）



数据来源：国家统计局，日信研究

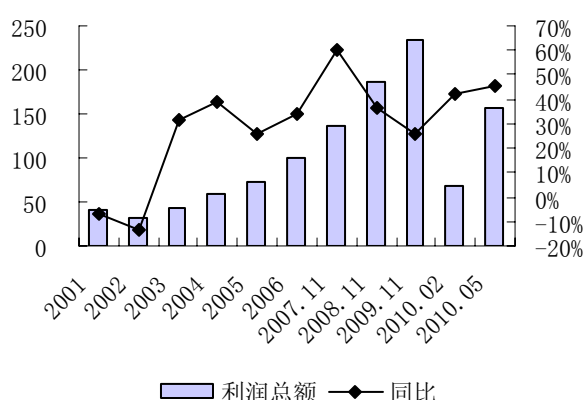
从行业盈利能力来看，我国白酒行业营业收入2006年以来保持30%以上的增速，其中2009年1-11月增速达30.46%，2010年1-5月增速达41.96%。利润总额增速持续较高，2009年1-11月增速达25.73%，2010年1-5月增速达45.18%，盈利能力增速处于历史高位。

图表9 白酒行业营业收入增长情况（亿元）



数据来源：国家统计局，日信研究

图表10 白酒行业利润总额增长情况（亿元）



数据来源：国家统计局，日信研究

2.3. 汾酒特有的清香文化是公司的核心竞争力

白酒行业的本质是企业历史，是品牌割据，白酒是精神产品，“得酒文化者得天下”是对白酒行业的最恰当描述。1982年3月，由国家文物局、山西省考古研究所和吉林大学考古专业组成的“晋中考古队”，对汾阳杏花村遗址进行了野外调查和试掘，出土的壶、尊、杯等陶器表明：杏花村的酿酒和饮酒史源于4000多年前的龙山文化。汾酒文化源远流长，是晋商文化的重要一支，与黄河文化一脉相承。

汾酒历史上曾经享有过四次辉煌。1、在1500年前的南北朝时期，汾酒作为宫廷御酒受到北齐武成帝的推崇，并被载入廿四史。2、晚唐诗人杜牧诗句“借问酒家何处有？牧童遥指杏花村”使汾酒

名气倍增。3、1915年，汾酒在巴拿马万国博览会上荣获甲等金质大奖章。4、解放后汾酒五次获得国家名酒称号，竹叶青酒三次荣获国家名酒。

表格 2 我国历届名酒评比

	年份	地点	获奖名酒
第一届	1952年	北京	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
第二届	1963年	北京	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979年	大连	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1984年	太原	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
第五届	1989年	合肥	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

数据来源：中国酿酒工业协会，日信研究

在当今世界企业间的竞争要素中，商标和品牌比以往更重要。据2006年《中国500最具价值品牌排行榜》公布，“杏花村”品牌价值已达47.76亿元。“得文化、得天下”，“汾酒文化、清香天下”，我们看好目前汾酒对历史的挖掘，对文化的打造，同时也看好“杏花村”、“竹叶青”等品牌价值的提升。

2.4. 管理体制和销售体制改善推动公司未来5年年均收入增长达10亿

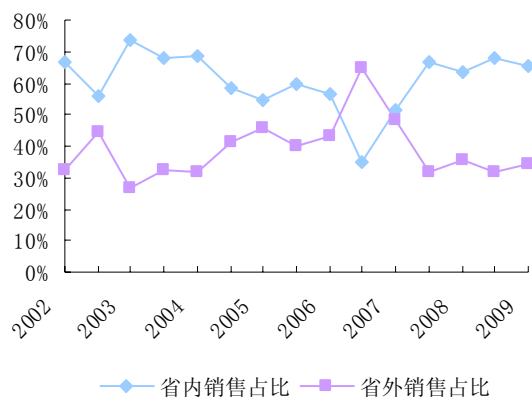
近年来公司的管理体制一直阻碍着公司快速发展，2009年10月份汾酒集团完成管理层换届，2010年以来，股份公司对管理机构进行了调整，强化了生产、经营、科研、人力资源等部门。同时，集团公司对于干部队伍也进行了适当调整，绝大多数部门（除证券、法律、财务）干部岗位进行了竞聘上岗。其中，25个处级管理岗位进行了公开竞聘，公司请来外部专家，并以外部专家意见为主，让更多的优秀年轻干部走上领导岗位。

2008年以前，公司的销售体制存在着不少问题。在省内市场，公司采用大经销商方式，但由于串货情况存在，二批价格倒挂情况时有发生，造成二批商不能稳定盈利，最终导致二批商为追求返点而降价促销，进而引起公司价格体系混乱。在省外市场，公司采用省级总代理制，但由于缺乏对二批商和终端的管理，最终导致省外市场产品大量流入省内市场，扰乱省内价格体系。

目前公司正在进行的销售体制改革包含三个方面的内容：1、总经销商制改变为区域经销商制。在以前的销售体制下，公司的营销人员停留在省区这一层级。2009年以来，公司开始采用区域经销商制，即在同一区域只设一个经销商，这样将有利于公司的营销人员直接掌控地市级市场，甚至县一级的市场终端。2、大幅增加销售人员。公司目前仅拥有300多人的销售队伍，公司计划先扩大到500人，人员先在省内学习，3-5个月后派到省外市场。公司的长远规划是拥有销售队伍达1000-2000人的规模，以便把渠道铺到县级以上市场。3、与北京盛初咨询合作，进行营销改革。北京盛初咨询曾经和洋河、郎酒有过很好的合作，对上述公司的营销改革起了重要作用。目前北京盛初咨询正在山西进行前期市

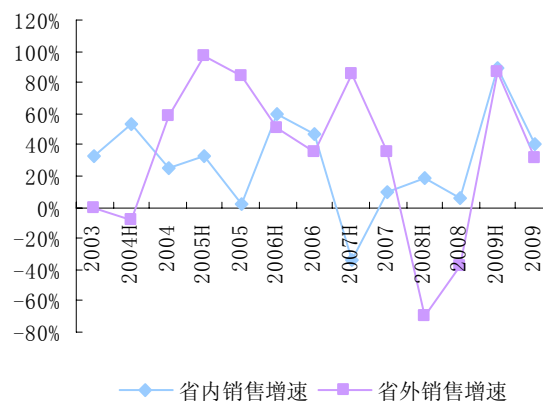
场调研，关于汾酒品牌、价格、市场的总体营销策划方案估计1年后才能给出。

图表 11 山西汾酒省内、省外销售占比情况



数据来源：公司年报，日信研究

图表12 山西汾酒省内、省外销售增速情况



数据来源：公司年报，日信研究

集团新任董事长李秋喜提出新的五年发展计划：汾酒集团力争2015年实现100亿元销售收入，未来5年上市公司的年均收入增长达到10亿元。我们认为汾酒不仅具有根据地市场优势（公司在山西省内没有竞争对手），同时汾酒是清香酒。2009年汾酒集团销售收入约为37亿元，如果汾酒集团能够做好省内市场，其销售收入至少可以翻番。汾酒目前最大的瓶颈在于其管理水平的提升，同其他知名白酒企业相比，汾酒的管理水平还有较大的提升空间。

2.5. 公司产品仍具有价格提升预期

2009年公司曾先后2次提高产品价格，其中2009年6月26日公告对十年陈酿老白汾酒系列产品的售价上调10%左右，2009年12月10日公告对老白汾酒系列、竹叶青酒系列售价上调10%左右，15年以上汾酒系列上调15%左右。

表格 3 近年来山西汾酒提价情况

公告日	提价产品	提价内容
2009-12-10	老白汾酒系列、竹叶青酒系列	老白汾酒系列、竹叶青酒系列对外售价上调10%左右，15年以上汾酒系列上调15%左右
2009-6-26	老白汾酒系列	对十年陈酿老白汾酒系列产品的对外售价上调10%左右
2008-4-28	部分汾酒系列	部分高端陈酿汾酒价格上调30%，部分中、低端汾酒价格上调10%
2008-3-11	部分汾酒系列	对部分汾酒系列产品的销售及代理价格平均上调幅度约8%
2006-7-27	部分汾酒系列	对部分汾酒系列产品的对外售价平均上调约15%

数据来源：公司公告，日信研究

我们认为公司未来仍有提价的可能：1、公司同档次的产品价格低于茅台、五粮液、泸州老窖等知名白酒，具备一定的提价空间。2、公司在山西省的市场地位突出，同时又是清香龙头，掌握着一定的定价权。

表格 4 山西汾酒和其他知名白酒企业价格对比

	山西汾酒	贵州茅台	五粮液	泸州老窖
超高档	国藏汾酒 600-700元	茅台年份酒 2599元以上	五粮液年份酒 1000元以上	定制酒 -
高档	青花瓷 338元	53° 飞天茅台 499元	52° 五粮液 509元	52° 国窖1573 519元
中档	老白汾 88元	茅台王子酒 100元	五粮春、金六福 100元	老窖特曲 135元
低档	玻汾、竹叶青 30-50元	茅台迎宾酒 40元	五粮醇 40元	头曲、二曲等 30元

数据来源：公司公告，日信研究

2.6. 整体上市预期

●杏花村资产注入

目前汾酒集团正在考虑将杏花村酒整合进股份公司。杏花村酒以前每年可以卖1-2万吨，但十多年来汾酒集团没有把杏花村品牌做好，产品整体定位相对低端，2009年仅销售3000多吨，加上集团其他的子公司杏花村酒的总销量在1.2-1.3万吨，收入在2-3亿左右。汾酒集团将杏花村酒资产整合进上市公司，主要是想彻底清理汾酒集团与其他企业合作开发的杏花村系列，重新打造杏花村品牌。

杏花村品牌目前在市场上的形象不好，公司计划等到旧包材消耗完之后再推出新产品，在市场上推出重新定位的“杏花村”品牌，但我们预计公司近期推出新产品的难度较大。随着杏花村品牌的整合，未来公司将形成汾酒、杏花村和竹叶青三大品牌系列。

●销售公司股权回收

汾酒集团目前持有销售公司40%股权，这是上市公司合并报表中少数股东权益主要来源，随着公司产品提价，销售公司利润逐年提高，2009年公司少数股东权益达1.03亿元，占到净利润的22.49%。公司管理层已经开始考虑将这部分股权收归上市公司，但在什么时间以什么方式解决目前尚无定论，董事长李秋喜也未对此明确表态。

3、盈利预测及估值

3.1. 盈利预测前提和假设

- 1、公司2010年~2012年青花瓷汾酒销量分别同比增长50.00%、46.67%、27.27%;
- 2、公司2010年~2012年老白汾酒销量分别同比增长16.67%、12.38%、10.17%;
- 3、公司2010年~2012年配置酒销量分别同比增长29.63%、20.00%、19.05%;
- 4、公司2010年~2012年青花瓷汾酒单价分别同比增长3.92%、3.77%、3.64%;
- 5、公司2010年~2012年老白汾酒单价分别同比增长12.50%、10.34%、12.50%;
- 6、公司2010年~2012年配置酒单价分别同比增长5.92%、5.88%、5.56%;
- 7、公司2010年~2012年公司白酒毛利率分别为76.80%、77.50%和78.00%;
- 8、公司销售费用率小幅上升（受省外扩张影响），其他费用率保持稳定，消费税率和所得税率

保持稳定。

3.2. 营业收入预测

表格 5 盈利预测假设表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量 (吨)	21120	16150	17750	22060	24765	27370
国藏汾酒	60	50	50	60	65	70
同比 (%)	20.00%	-16.67%	0.00%	20.00%	8.33%	7.69%
青花瓷汾酒	610	500	1000	1500	2200	2800
同比 (%)	22.00%	-18.03%	100.00%	50.00%	46.67%	27.27%
老白汾酒	11000	8000	9000	10500	11800	13000
同比 (%)	5.10%	-27.27%	12.50%	16.67%	12.38%	10.17%
玻璃汾酒	7000	5500	5000	6500	6500	6500
同比 (%)	-22.20%	-21.43%	-9.09%	30.00%	0.00%	0.00%
配置酒 (竹叶青)	2450	2100	2700	3500	4200	5000
同比 (%)	38.40%	-14.29%	28.57%	29.63%	20.00%	19.05%
单价 (万元/吨)	8.57	9.54	12.07	13.37	15.33	17.21
国藏汾酒	70.00	80.00	82.00	84.00	86.00	88.00
同比 (%)	10.26%	14.29%	2.50%	2.44%	2.38%	2.33%
青花瓷汾酒	45.08	49.60	51.00	53.00	55.00	57.00
同比 (%)	11.24%	10.02%	2.82%	3.92%	3.77%	3.64%
老白汾酒	10.32	10.36	12.89	14.50	16.00	18.00
同比 (%)	14.26%	0.43%	24.38%	12.50%	10.34%	12.50%
玻璃汾酒	3.40	5.78	6.04	6.20	6.40	6.60
同比 (%)	30.82%	70.05%	4.47%	2.65%	3.23%	3.12%
配置酒 (竹叶青)	4.94	5.05	4.81	5.10	5.40	5.70
同比 (%)	0.59%	2.20%	-4.61%	5.92%	5.88%	5.56%
收入 (百万元)	1811	1541	2143	2949	3797	4712
国藏汾酒	42	40	41	50	56	62
青花瓷	275	248	510	795	1210	1596
老白汾酒	1135	829	1160	1523	1888	2340
玻璃汾酒	238	318	302	403	416	429
配置酒	121	106	130	179	227	285

数据来源：公司年报，日信研究

3.3. 利润表预测

表格 6 利润预测表 (百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	1585	2143	2949	3797	4712
减：营业成本	373	539	684	854	1037
营业税金及附加	245	368	501	645	801
营业费用	310	364	516	664	825
管理费用	149	202	277	357	443
财务费用	0	-2	-10	-13	-15
资产减值损失	22	2	10	10	10
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	486	671	970	1279	1612
加：营业外收入	3	1	0	0	0
减：营业外支出	45	10	0	0	0
三、利润总额	444	662	970	1279	1612
减：所得税费用	129	204	281	371	467
四、净利润	315	458	689	908	1144
归属母公司净利润	245	355	536	706	890
少数股东损益	69	103	153	202	254
五、每股收益 (元)	0.57	0.82	1.24	1.63	2.06
股本 (百万股)	433	433	433	433	433

数据来源：公司年报，日信研究

3.4. 估值及投资建议

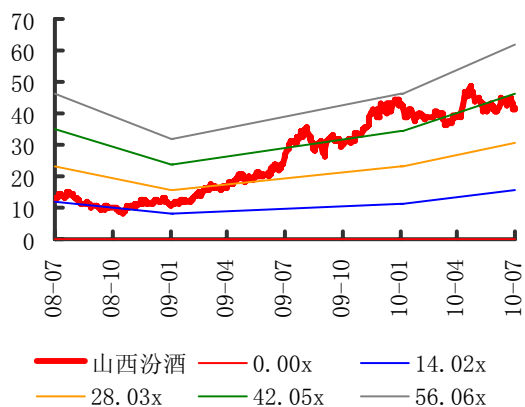
根据2010年7月1日收盘价计算，公司2010~2012年动态PE分别为33.9倍、25.7倍、20.4倍，对重点白酒公司与山西汾酒市盈率进行比较，发现山西汾酒的市盈率在同类上市公司中处于较高水平。但考虑到中高端白酒的高成长性、汾酒特有的清香文化、管理体制和销售体制持续改善、产品具有提价预期，我们认为给予公司2011年30倍市盈率比较合理，在未考虑整体上市的情况下，合理价位为49元，维持“增持”投资评级。

表格 7 重点食品饮料公司盈利预测和估值表

公司简称	EPS (元)			PE (倍)		
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
贵州茅台	4.57	5.59	6.76	27.79	22.72	18.79
五粮液	0.85	1.25	1.56	28.26	19.22	15.40
泸州老窖	1.20	1.45	1.74	23.58	19.52	16.26
洋河股份	2.79	4.30	5.86	53.84	34.93	25.63
古井贡酒	0.60	1.10	1.64	68.20	37.20	24.95
金种子酒	0.14	0.27	0.41	90.81	45.41	29.90

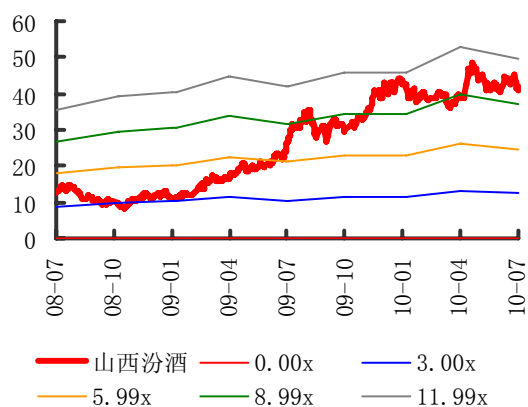
数据来源：公司公告，日信研究

图表 13 山西汾酒历史PE



数据来源: wind, 日信研究

图表 14 山西汾酒历史PB



数据来源: wind, 日信研究

4、风险提示

- 1、白酒行业竞争加剧，公司在省外市场扩张受阻；
- 2、公司新营销政策的执行力度偏弱；
- 3、国家针对白酒行业严格征收消费税所带来的冲击。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。