



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
研究报告

2010 年 12 月 28 日

食品饮料

研究部

孙轶佳

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210060010

sunyj@cicc.com.cn

金志耀

联系人

jinzy@cicc.com.cn

马楠

联系人

manan@cicc.com.cn

推荐

山西汾酒(600809.CH)

高投入, 高成长

2010 年汾酒经销商大会调研反馈

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
主营业务收入	1,519	1,847	1,585	2,143	2,897	3,952	5,168
(+/-%)	41.7	21.6	-14.2	35.3	35.1	36.4	30.8
主营业务利润	838	1,137	967	1,236	1,782	2,558	3,459
(+/-%)	53.8	35.7	-15.0	27.9	44.1	43.5	35.2
净利润	265	360	245	355	542	797	1,310
(+/-%)	100.4	35.6	-31.8	44.8	52.6	47.2	64.3
每股收益 (元)	0.61	0.83	0.57	0.82	1.25	1.84	3.03
(+/-%)	100.4	35.6	-31.8	44.8	52.6	47.2	64.3
每股经营现金流 (元)	0.90	0.17	1.36	1.04	1.29	1.74	2.72
市盈率 (倍)	108.0	79.6	116.8	80.6	52.9	35.9	21.9
市净率 (倍)	23.7	20.4	18.0	16.0	12.9	10.5	8.2
股价/经营现金	73.3	379.2	48.5	63.9	51.2	38.0	24.3
EV/EBITDA (倍)	53.0	39.7	52.1	39.8	29.2	20.8	14.4
净资产收益率 (%)	23.7	27.9	16.7	21.5	27.4	33.3	41.7
投入资本回报率 (%)	23.5	27.6	16.7	21.4	27.4	33.3	41.7
股息收益率 (%)	0.7	0.2	0.6	0.8	1.3	1.9	3.2

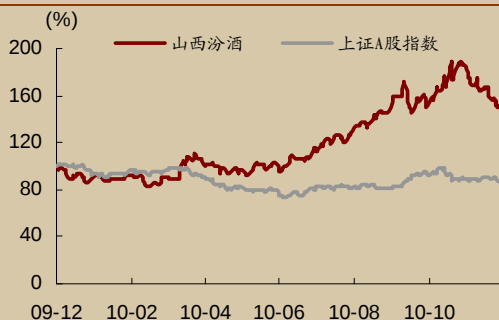
股票信息

	A股
股票代码	600809CH
当前股价	人民币 66.13
日成交量 (百万股)	2.83
52周最高价/最低价	人民币 82.78/35.5
总市值 (百万元)	28,629
发行股数 (百万股)	433
其中: 流通股 (百万股)	433
主要股东 (持股比例)	山西杏花村汾酒集团 (69.97%)

最近股价走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
山西汾酒	-2.5%	-18.2%	4.0%	55.3%
上证A股指数	-2.5%	-3.2%	5.8%	-15.3%
中金食品饮料指数	-2.1%	-3.7%	9.2%	20.1%

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

2010 年 12 月 26 日, 我们参加汾酒在海口举行的 2010 年全国经销商大会, 对未来的发展情况进行相关调研。

评论:

销售快速增长态势不改。我们预期 2010 年省内和省外销售占比将相当, 按照这一假设测算, 省外市场 2010 年增速翻倍。

产品结构提升, 保健酒成为又一战略性产品。2011 年公司将坚持次高端战略, 青花汾酒将持续放量。同时, 公司已提高部分产品的终端指导价, 未来出厂价仍有上调可能。未来竹叶青公司将推出“国酿、精酿、特酿”系列产品, 打造“竹叶青”的高端保健酒形象。目前, 我国保健酒的市场规模在 60 亿元, 按照国际市场保健酒占酒类销售额 12% 的比例进行推算, 未来我国保健酒的规模将达到 500 亿元, 市场空间巨大。

核心渠道终端巩固, 预期费用率维持较高水平。在省内, 公司将采用买店等方式巩固酒店等核心终端, 屏蔽省外品牌。在省外, 公司将启动“团购、名烟名酒店、卖场、专卖店”等核心终端的公关和销售, 并给予经销商较高的利润空间。我们预计在 2013 年前, 公司将处于市场投入期, 预期短期费用率仍将维持较高水平。

战略和管理风险担忧并不存在。目前, 公司坚持以“青花汾酒”为主的次高端战略, 在核心市场上将进一步加大投入, 公司管理层做大做强汾酒的决心和行动未有动摇。同时, 公司已对生产和销售资源进行流程再造, 管理机制的变革将有进一步的举动。

盈利预测调整:

下调公司 2010 年和 2011 年盈利预测 14.8% 和 24.2% 至每股收益 1.25 元和 1.84 元, 盈利预测调整主要是考虑销售公司股权注入的不确定性。

估值与建议:

汾酒的全国复兴之路仍在稳步进行, 基本面持续向好。短期费用率虽高, 但收入增长态势不变, 我们仍维持长期“推荐”的投资评级。

图表 1：历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E
损益表								
主营业务收入	1,072	1,519	1,847	1,585	2,143	2,897	3,952	5,168
主营业务利润	545	838	1,137	967	1,236	1,782	2,558	3,459
营业费用	-159	-213	-363	-310	-364	-614	-952	-1,227
管理费用	-108	-126	-92	-149	-202	-242	-291	-320
营业利润	279	502	682	507	671	926	1,315	1,914
财务费用	1	2	4	1	2	-	-	-
税前利润	274	501	668	444	662	917	1,273	1,872
净利润	132	265	360	245	355	542	797	1,310
每股盈利 (元)	0.31	0.61	0.83	0.57	0.82	1.25	1.84	3.03
每股股利 (元)	0.20	0.45	0.16	0.40	0.50	0.88	1.29	2.12
现金流量表								
经营活动现金流净额	154	391	76	590	448	560	754	1,176
投资活动现金流净额	-53	-39	-61	-92	-37	-100	-100	-100
融资活动现金流净额	-73	-106	-228	-128	-246	-216	-379	-558
货币资金增加额	27	245	-213	370	165	243	274	518
货币资金期初余额	113	140	385	172	542	708	951	1,225
货币资金期末余额	140	385	172	542	708	951	1,225	1,743
资产负债表								
货币资金	140	385	172	542	708	951	1,225	1,743
应收帐款	93	77	164	39	45	61	83	108
存货	368	410	497	692	808	939	1,090	1,253
长期投资合计	4	6	5	5	5	5	5	5
固定资产合计	392	398	429	474	473	532	588	640
无形资产及其他资产	14	13	13	31	31	29	28	27
其他	324	367	608	332	440	578	769	990
资产合计	1,335	1,657	1,886	2,115	2,509	3,094	3,789	4,767
短期借款	1	-	-	-	-	-	-	-
应付帐款	27	37	62	44	64	75	87	99
应付股利	3	6	5	5	5	5	5	5
应交税金	108	190	336	244	192	223	258	297
长期借款	-	-	-	-	-	-	-	-
预收账款	35	36	5	97	236	318	434	568
股本	433	433	433	433	433	433	433	433
储备和未分配利润	514	686	858	1,034	1,216	1,541	1,959	2,711
其他	213	270	187	260	364	501	613	654
负债和所有者权益合计	1,335	1,657	1,886	2,115	2,509	3,094	3,789	4,767

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：盈利预测调整

(人民币：百万元)	2010E			2011E			2012E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	3063	2897	-5.4%	3871	3952	2.1%	5100	5168	1.3%
毛利率	62.8%	61.5%	-1.3%	64.8%	64.7%	-0.1%	66.8%	66.9%	0.1%
主营业务税金	518	488	-5.7%	656	667	1.7%	865	874	1.0%
营销费用	631	614	-2.8%	696	952	36.9%	786	1227	56.2%
营销费用/销售收入	20.6%	21.2%	0.6%	18.0%	24.1%	6.1%	15.4%	23.7%	8.3%
管理费用	222	242	9.1%	244	291	19.0%	269	320	19.0%
管理费用/销售收入	7.3%	8.4%	1.1%	6.3%	7.4%	1.0%	5.3%	6.2%	0.9%
息税前利润	1069	926	-13.4%	1569	1315	-16.2%	2356	1914	-18.8%
息税前利润率	34.9%	32.0%	-2.9%	40.5%	33.3%	-7.3%	46.2%	37.0%	-9.2%
所得税率	30.0%	30.0%	0.0%	30.0%	30.0%	0.0%	30.0%	30.0%	0.0%
净利润	636	542	-14.8%	1052	797	-24.2%	1620	1310	-19.1%
净利润率	20.8%	18.7%	-2.1%	27.2%	20.2%	-7.0%	31.8%	25.3%	-6.4%
每股收益 (人民币元)	1.469	1.251	-14.8%	2.430	1.842	-24.2%	3.741	3.026	-19.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 盈利预测及其主要假设

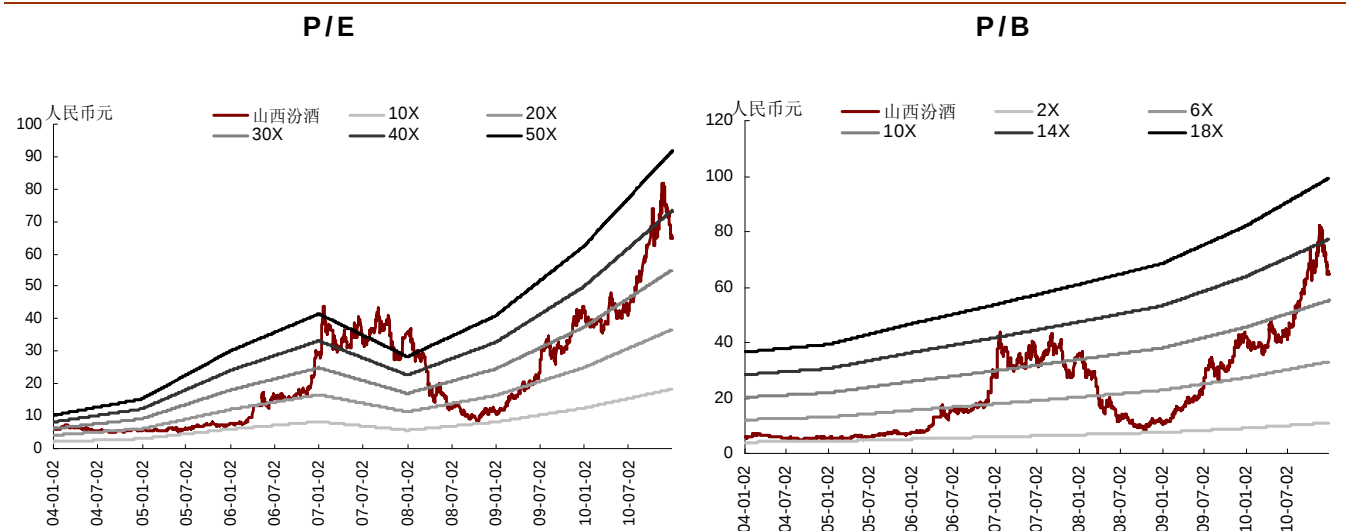
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)									毛利 (百万元)								
销售收入 (百万元)									酒类毛利								
白酒	1,022	1,430	1,714	1,458	2,014	2,710	3,630	4,612	白酒	743	1,058	1,342	1,136	1,534	2,158	3,015	3,944
(+/-%)		40.0%	19.9%	-14.9%	38.1%	34.6%	33.9%	27.1%	(+/-%)		42.4%	26.8%	-15.4%	35.1%	40.7%	39.7%	30.8%
配制酒	50	89	121	106	130	187	322	555	配制酒	30	61	78	64	70	112	210	388
(+/-%)		77.1%	36.9%	-13.1%	23.0%	43.8%	72.5%	72.5%	(+/-%)		105.8%	27.6%	-16.8%	8.9%	59.7%	87.5%	84.5%
总计	1,072	1,519	1,714	1,585	2,143	2,897	3,952	5,168	总计	773	1,119	1,298	1,221	1,605	2,271	3,225	4,332
(+/-%)		41.7%	12.9%	-7.5%	35.3%	35.1%	36.4%	30.8%	(+/-%)		44.8%	16.0%	-6.0%	31.5%	41.5%	42.0%	34.4%
销量 (吨)									毛利率								
白酒	16,625	19,040	17,650	12,530	14,390	15,698	17,501	19,009	酒类毛利率	72.1%	73.7%	75.7%	77.0%	74.9%	78.4%	81.6%	83.8%
(+/-%)		14.5%	-7.3%	-29.0%	14.8%	9.1%	11.5%	8.6%	白酒	72.7%	74.0%	78.3%	77.9%	76.2%	79.7%	83.1%	85.5%
配制酒	1,300	1,700	2,600	3,470	4,511	5,639	8,458	12,687	配制酒	58.9%	68.5%	63.8%	61.1%	54.1%	60.1%	65.3%	69.8%
(+/-%)		30.8%	52.9%	33.5%	30.0%	25.0%	50.0%	50.0%	主营业务税金及附加								
总计	17,925	20,740	20,250	16,000	18,901	21,337	25,959	31,696	消费税	200.3	244.3	247.2	211.3	319.6	419.7	569.4	742.5
(+/-%)		15.7%	-2.4%	-21.0%	18.1%	12.9%	21.7%	22.1%	其他	27.6	36.5	40.3	33.6	48.6	68.8	97.7	131.2
单价 (万元/吨)									总计	228.0	280.9	287.6	244.9	368.2	488.4	667.1	873.7
白酒	6.1	7.5	9.7	11.6	14.0	17.3	20.7	24.3	销售费用及管理费用								
(+/-%)		22.2%	29.3%	19.9%	20.2%	23.4%	20.1%	17.0%	销售费用	159.2	212.9	362.9	310.0	363.9	613.5	952.4	1227.0
配制酒	3.9	5.2	4.7	3.0	2.9	3.3	3.8	4.4	销售费用率	14.9%	14.0%	21.2%	19.6%	17.0%	21.2%	24.1%	23.7%
(+/-%)		35.5%	-10.5%	-34.9%	-5.4%	15.0%	15.0%	15.0%	管理费用	107.7	125.7	92.1	149.5	201.9	242.3	290.8	319.9
总计	6.0	7.3	8.5	9.9	11.3	13.6	15.2	16.3	管理费用率	10.1%	8.3%	5.4%	9.4%	9.4%	8.4%	7.4%	6.2%
(+/-%)		22.5%	15.6%	17.0%	14.5%	19.7%	12.1%	7.1%									
营业成本 (百万元)																	
总成本 (百万元)																	
白酒	278	372	372	323	479	551	615	668									
(+/-%)		33.6%	0.0%	-13.2%	48.4%	15.1%	11.5%	8.6%									
配制酒	21	28	44	41	60	75	112	168									
(+/-%)		36.0%	57.2%	-6.5%	45.1%	25.0%	50.0%	50.0%									
总计	299	400	416	364	539	626	727	835									
(+/-%)		33.8%	4.0%	-12.5%	48.0%	16.2%	16.1%	15.0%									
单位成本 (万元/吨)																	
白酒	1.7	2.0	2.1	2.6	3.3	3.5	3.5	3.5									
(+/-%)		16.6%	7.9%	22.3%	29.2%	5.5%	0.0%	0.0%									
配制酒	1.6	1.6	1.7	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3									
(+/-%)		4.0%	2.8%	-30.0%	11.7%	0.0%	0.0%	0.0%									
总计	1.7	1.9	2.1	2.3	2.9	2.9	2.8	2.6									
(+/-%)		15.6%	6.5%	10.8%	25.3%	2.9%	-4.6%	-5.8%									

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

公司	代码	投资评级	市盈率				市净率				净资产收益率(%)				股息收益率(%)				EV/EBITDA			
(2010-12-27)			2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
A股																						
可选消费类																						
贵州茅台	600519.SH	推荐	40.0	32.4	23.4	18.8	11.8	9.0	6.8	5.2	29.8	28.6	29.9	28.7	0.6	0.6	0.8	1.1	26.4	21.5	15.7	12.7
五粮液	000858.SZ	推荐	38.9	27.5	20.4	16.1	8.7	6.6	5.0	3.8	22.7	24.4	24.9	24.1	0.0	0.1	0.1	0.1	17.4	13.5	10.2	8.3
泸州老窖	000568.SZ	推荐	31.6	25.5	20.3	15.1	12.4	10.8	9.3	7.9	39.4	42.6	46.1	52.2	3.2	4.4	5.5	7.4	27.5	23.1	16.4	12.1
水井坊	600779.SH	审慎推荐	32.8	23.9	17.0	8.6	7.0	6.4	5.8	10.9	21.5	27.1	34.2	129.0	2.5	2.9	4.1	19.9	20.1	15.5	11.2	5.9
山西汾酒	600809.SH	推荐	80.6	52.9	35.9	21.9	16.0	12.9	10.5	8.2	21.5	27.4	33.3	41.7	0.8	1.3	1.9	3.2	39.8	29.2	20.8	14.4
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	60.9	27.5	10.7	8.4	4.1	2.2	1.8	1.5	6.7	7.9	17.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.0	37.0	14.8	12.8	9.1
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	43.8	34.0	26.7	20.9	16.2	12.8	10.1	7.9	37.1	37.6	37.8	38.0	1.3	1.6	2.1	2.7	32.1	24.3	19.1	14.9
金枫酒业	600616.SH	审慎推荐	31.9	31.7	23.7	20.4	4.8	5.3	4.6	4.0	15.0	16.6	19.4	19.6	0.0	1.9	1.9	1.9	23.8	19.7	14.9	12.7
古越龙山	600059.SH	中性	108.4	68.9	67.5	65.4	6.1	5.8	5.6	5.3	5.7	8.6	8.4	8.3	0.4	0.7	0.7	0.8	58.5	36.2	35.0	33.2
金种子酒	600199.SH	审慎推荐	70.3	70.0	33.8	24.1	7.7	12.6	9.4	7.1	10.9	18.0	27.9	29.3	0.0	0.6	1.2	1.7	43.7	23.1	11.2	7.6
洋河股份	002304.SZ	审慎推荐	76.3	49.2	33.2	26.8	18.9	13.6	10.1	7.6	24.7	27.7	30.3	28.6	0.0	0.4	0.6	0.7	54.3	33.9	22.2	17.3
ST皇台	000995.SZ	无评级	317.5	492.9	104.7	46.1	9.7	11.5	10.4	7.2	3.0	2.3	9.9	15.7	0.0	0.0	0.2	2.6	n.m.	88.1	50.0	27.0
可选消费类平均			77.8	78.0	34.8	24.4	10.3	9.1	7.4	6.4	19.8	22.4	26.6	36.1	0.7	1.2	1.6	3.5	34.6	28.6	20.0	14.6
可选消费类平均(剔除古越龙山和ST皇台)			50.7	37.5	24.5	18.1	10.7	9.2	7.3	6.4	22.9	25.8	30.1	40.9	0.8	1.4	1.8	3.9	32.2	21.9	15.5	11.5
低价快消类																						
三全食品	002216.SZ	推荐	50.1	33.3	33.3	27.8	7.3	6.6	5.5	4.6	9.5	13.2	16.6	16.5	1.5	0.0	0.0	0.0	61.9	36.4	25.5	18.6
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	34.4	25.9	25.9	17.7	7.4	10.3	8.9	7.3	21.5	31.0	35.4	42.9	1.6	2.8	3.7	5.4	20.0	13.6	10.6	7.5
青岛啤酒	600600.SH	审慎推荐	29.9	25.2	25.2	21.2	5.6	4.8	4.4	3.9	15.2	16.2	17.3	18.4	0.5	1.7	2.0	2.4	18.9	12.1	10.4	8.8
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	26.8	22.4	22.4	16.0	3.1	3.0	2.7	2.5	8.5	10.2	11.2	13.9	0.9	1.2	1.4	1.9	15.2	12.0	10.3	7.7
伊利股份	600887.SH	推荐	39.4	30.6	30.6	25.4	8.5	7.2	6.1	5.1	18.8	18.3	19.9	20.1	0.0	0.5	0.7	0.8	21.5	19.0	15.0	11.7
光明乳业	600597.SH	回避	72.5	64.7	64.7	59.8	5.1	4.7	4.5	4.3	5.8	6.5	7.0	7.3	0.0	0.5	0.8	10.5	25.3	18.0	16.5	14.6
ST南方	000716.SZ	无评级	n.m.	13.6	45.5	24.7	17.4	7.6	7.2	5.7	-4.5	56.1	15.9	23.3	0.0	1.5	0.4	0.8	56.9	36.9	24.3	19.8
低价快消类平均			42.2	30.8	35.4	27.5	7.8	6.3	5.6	4.8	10.7	21.7	17.6	20.3	0.6	1.2	1.3	3.1	31.4	21.1	16.1	12.7
低价快消类平均(剔除光明乳业)			36.1	25.2	30.5	22.1	8.2	6.6	5.8	4.9	11.5	24.2	19.4	22.5	0.7	1.3	1.4	1.9	32.4	21.7	16.0	12.4
A股酒类总体平均			65.9	60.6	35.0	25.5	9.3	8.1	6.8	5.8	16.5	22.1	23.3	30.3	0.7	1.2	1.5	3.4	33.4	25.8	18.5	13.9
A股酒类总体平均(剔除古越龙山、ST皇台和光明乳业)			45.9	32.8	26.7	19.6	9.8	8.2	6.8	5.8	18.7	25.2	26.1	34.0	0.8	1.3	1.7	3.1	32.3	21.8	15.7	11.8

图表 5：历史 P/E 和 P/B



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED