



厚积薄发，迈上复兴之路

2010 年净利润增长 39%

2010 年实现营业收入 30.16 亿元，同比增长 40.74%；利润总额 8.67 亿元，同比增长 30.93%；归属于上市公司股东的净利润 4.94 亿元，同比增长 39.3%；基本每股收益 1.142 元，利润分配：每 10 股派现金 5 元（含税）。

2011 年业绩增长 50%以上可期

1、各项改革继续细化，销量、收入、利润强劲增长

2010 年新一届董事会上任后开始进行对公司治理结构进行大刀阔斧的改革，内部三大体制（组织架构、薪酬与财务）实施全面调整，汾酒再次走上复兴之路，销售收入和利润都实现 30-40% 的高增长。2011 年公司将在改革的大框架下继续完善和细化，销量、收入、利润都将强劲增长。

2、营销体系不断优化，市场营销力度继续加大

2010 年公司继续优化营销体系，在产品结构、市场、价格领域都做出了相应调整，有力推动了销售的迅速恢复以及公司品牌价值的提升，全年营销费用同比增长 59.8%。2011 年汾酒将进一步加大价格管控为重点，防止经销商窜货，加强对终端的掌控力。我们判断 2011 年营销费用仍处于一个上升通道。

3、薪酬体制向营销倾斜

在薪酬体制改革上，公司大力向营销人员倾斜，极大地触发了营销人员的工作积极性，员工的精神面貌发生了巨大改变。这对汾酒销售收入的提升奠定了坚实的基础。

4、一季度业绩强劲增长，我们预计 EPS 将达 1.15 元左右

一季度公司保持快速增长势头，很多销售区域完成了全年计划 60-70% 的任务，利润实现全年的 4 成，我们判断一季度公司 EPS 为 1.15 上下。公司会调整全年收入和利润指标，全年高增长可期。

5、2011 年公司继续主推中高端

从 2010 年产品的销售结构看，以青花瓷为代表的中高端增长超 20%，中端酒超 15%，而玻璃瓶低端酒增速下滑。毛利率水平继续提升，达到 76.56%。今年公司产品结构调整力度加大，继

山西汾酒 (600809)

维持

买入

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440209090411

联系人：张萍

zhangpingbj@csc.com.cn

85156382

发布日期：2011 年 4 月 12 日

当前股价：62.82 元

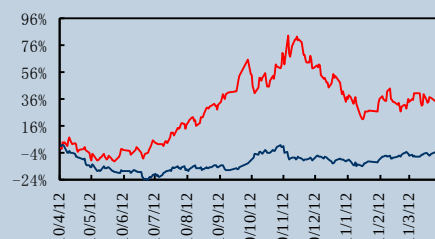
目标价格 6 个月：75 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.10/2.88	3.32/-4.95	39.86/43.75
12 月最高/最低价 (元)		82.78/38.9
总股本 (万股)		43292.41
流通 A 股 (万股)		43292.41
总市值 (亿元)		271.96
流通市值 (亿元)		271.96
近 3 月日均成交量 (万)		262.29
主要股东		
山西杏花村汾酒集团有限责任公司		69.97%

股价表现





续主推中高端，借此摆脱汾酒低端形象。2011 年汾酒会保持青花瓷在省外市场的快速推广，20 年汾酒推出时间较晚，在今年将会保持快速的增长。为了适应高端消费群体，国藏汾酒也会作为 2011 年比较大的重点品牌推广。

5、竹叶青将成新的增长点

2010 年，竹叶青销售 3300 吨，出厂价最低 50 元/瓶，销售收入 2 个亿。今年公司重点发展竹叶青，计划实现销售 3 个亿，并打造保健酒园区，突破产能瓶颈。公司分别成立了三个事业部，即高档竹叶青、玫瑰汾和白玉汾、普通竹叶青三个事业部，在央视广告的投入上也向竹叶青倾斜，约有 1/3 的广告投入宣传竹叶青，大力提高市场知名度。

我们看好汾酒的理由：

1、汾酒在品牌上属于全国一流品牌，其影响力不容忽视，这是二线品牌所无法比拟的。资本市场在品牌排序上，将汾酒列在茅台和五粮液之后位于第三名。汾酒的“清香型”白酒已深入人心，清香鼻祖地位不可撼动。

2、在营销上，汾酒向二线品牌靠拢，比一线大品牌公司转变得更为彻底，其深度营销和对终端的掌控力度较一线白酒更有优势。

3、保健酒“竹叶青”并不是新产品，比新开发的保健酒更具文化底蕴，市场认可度高、支持力度大。其顺应市场潮流，主打植物养生概念，能够快速得到消费者的认同。2010 年销量达 3300 吨，未来或将成为公司新增长点，有望实现 15 亿收入。

4、产品定位清晰，提价空间大。2011 年公司继续调整产品结构，主推以“青花瓷”为代表的中高端，此外，单品汾酒价格持续上调，更于近期对整个系列产品进行了 10%以上的调整。

5、公司基数低，2010 年收入仅有 30 亿元，未来增长潜力巨大。汾酒发展的思路十分明确，2015 年实现汾酒的百亿销售，股份公司每年新增 10 个亿的销售规模，预计这一目标将可能提前实现。我们看好汾酒的持续改善和成长性，我们认为汾酒未来 3-5 年继续保持高增长较为确定。

盈利预测与估值

我们乐观估计 2011 年汾酒的销售收入有望增长 70%左右，但考虑到汾酒的国企背景，更愿意保持多年稳定增长，我们谨慎判断 2011 年净利润将实现 50%以上增长，预计 2011-2013 年的 EPS 分别为：1.86 元和 2.6 元、3.63 元。我们给予汾酒 11 年市盈率 40 倍，6 个月目标价 75 元，维持“买入”评级。

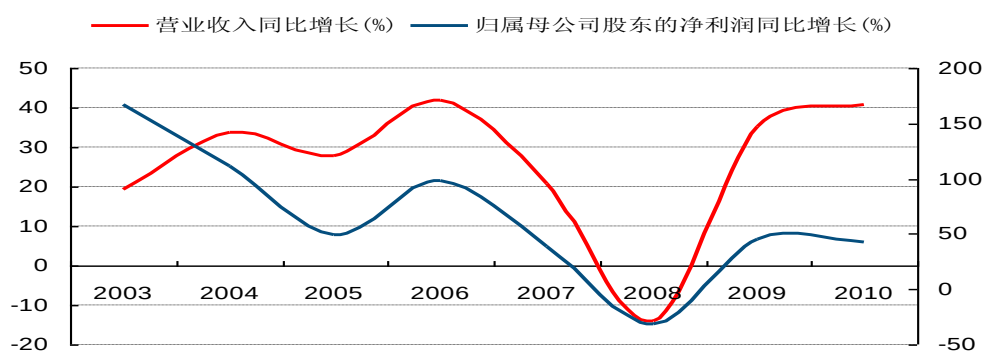
预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	3016.63	4700.00	6580.00	9212.00
营业收入增长率	40.74%	55.84%	40.00%	40%
EBITDA（百万）	907.12	1236.9	1680.5	2184.7
EBITDA 增长率	29.54%	60.49	35.86%	30.00%
净利润（百万）	494.49	805.40	1126.61	1520.92
净利润增长率	39.30%	63.59%	39.88%	35%
ROE	27.92%	32.26%	31.30%	32.26%
EPS（元）	1.14	1.86	2.60	3.63
P/E	55.11	33.77	24.18	17.32
P/B	14.05	10.03	7.15	4.35
EV/EBITDA	41.20	28.02	20.71	17.35

表 1：山西汾酒产品系列的历年的提价情况

	2011-3-29	2009-12-10	2009-6-26	2008-4-28	2008-3-11	2006-7-27
30 年青花	20%					
40 年青花	10%					
20 年青花	10%					
20 年老白汾	10%					
老白汾系列		10%				
竹叶青酒系列		10%				
15 年以上汾酒系列		15%				
十年陈酿老白汾酒系列			10%			
部分高端陈酿汾酒				30%		
部分中低端汾酒				10%		
部分汾酒系列					8%	15%

资料来源：公开资料整理、中信建投研发部

图 1：汾酒 2002 年收入及利润增速情况


资料来源：WIND, 中信建投研发部

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

郑绮：食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5 年投资银行工作经验, 11 年证券研究经验, 曾在 2006 年、2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围, 获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生：经济学博士, 曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。农业、食品饮料行业分析师, 2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。2010 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

基金研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用, 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料, 但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更, 且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测, 可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保, 投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下, 本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告, 须同时注明出处为中信建投证券研究发展部, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格, 且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险, 入市需谨慎。