

山西汾酒 (600809.SH)

再造品牌运营架构，加速高端化全国化

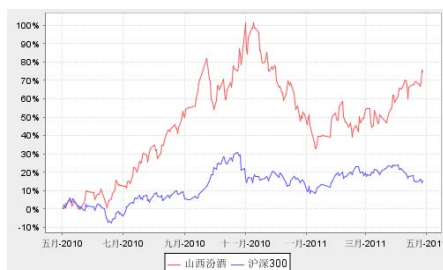
评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **91.5-98.9**
 联系人: 邢庭志
 食品饮料小组
 021-20315162
 xingtz@qlzq.com.cn
 2011年5月15日

分析师: 谢刚
 S0740210090003
 021-20315178
 xiegang@qlzq.com.cn
 2011年5月15日

基本状况

总股本(百万股)	432.92
流通股本(百万股)	432.92
市价(元)	70.99
市值(百万元)	30733.28
流通市值(百万元)	30733.28

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,143.4	3,016.6	4,803.4	7,320.3	10,886.
营业收入增速	35.27%	40.74%	59.23%	52.40%	48.72%
净利润增长率	44.79%	39.30%	86.97%	59.32%	48.59%
摊薄每股收益(元)	0.82	1.14	2.14	3.40	5.06
市盈率(倍)	52.36	60.00	33.24	20.86	14.04
PEG	1.17	1.53	0.38	0.35	0.29
每股净资产(元)	3.81	4.45	6.09	8.99	14.04
每股现金流量	1.04	1.88	1.55	3.22	4.96
净资产收益率	21.53%	25.67%	35.09%	37.85%	36.00%
市净率	11.27	15.40	11.66	7.90	5.05
总股本(百万股)	432.92	432.92	432.92	432.92	432.92

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

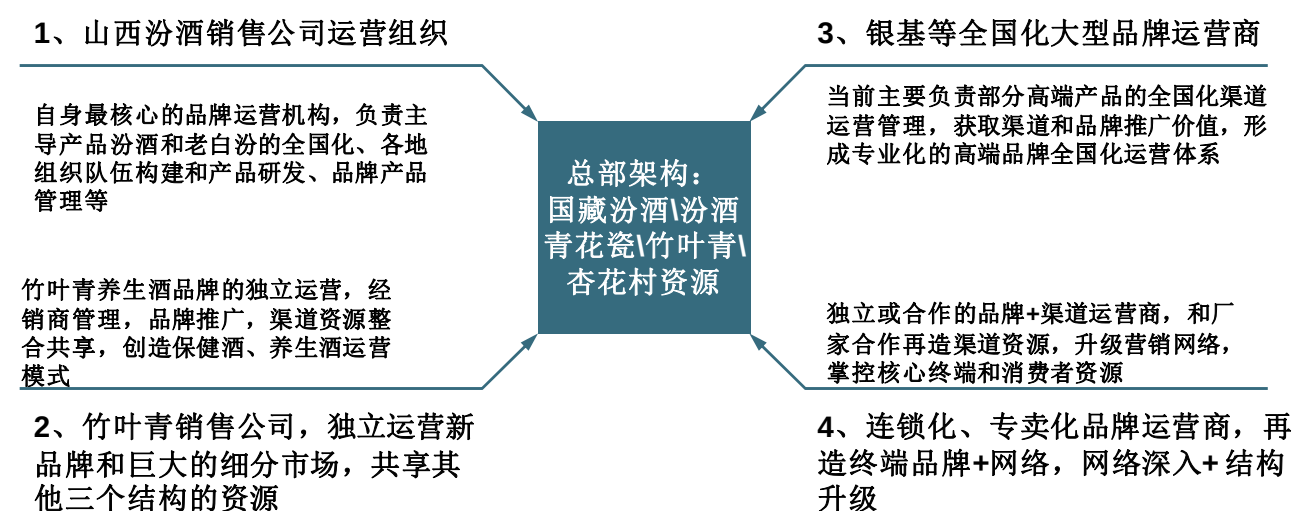
- 山西汾酒 2011 年 5 月 13 日发布了与深圳银基集团 (0886.HK) 合作运营产品的公告, 我们认为这一合作标志着山西汾酒基本面开始发生重大转变, 企业开始再造品牌运营架构, 高端化全国化提速, 重大利好山西汾酒的短期盈利能力和长期发展空间, 提升长期投资价值;
- 我们分析山西汾酒开始构造四大品牌运营体系, 突破酒业传统运营模式, 调整核心在于整合良好的社会品牌渠道运营资源, 推动自身高端品牌的全国化运营, 并为其他品牌和产品的全国化运营打开良好的模式接口;
- 银基集团为国内拥有 10 余年高端酒水运营经验的上市公司, 迫于酒业传统的经销商模式亟需转型, 银基集团正期待通过汾酒主导品牌实现向品牌运营商模式转变, 强化全国深度运营, 提升自身在产业链中的价值, 我们预计 2011 年其下游合作高端品牌经销商达 500 家, 组织队伍约 600 人, 双方合作作为优势资源互补, 大大提升山西汾酒的品牌渠道运营短板, 解决其高端品牌历史运营经验不足问题;
- 以银基集团运营永福酱酒作为参照系, 预计 2011-2013 年山西汾酒营收增厚达 2.65 亿、5.13 亿和 8.2 亿元, 综合分析合计值 48.03、73.20 和 108.86 亿元;
- 预计 2011-2013 年净利润达 11.40、17.84 和 26.69 亿元, EPS 达到 2.14、3.40 和 5.06 元, 增长 86.97%、59.32%和 48.59%。维持原有估值方法不变, 给与 2011 年目标价 91.5-98.9 元。
- 维持“买入”评级。

再造品牌运营架构，升级运营体系

突破行业传统模式，构造四大品牌运营体系，再造运营架构

- 山西汾酒目前的运营模式难以整合资源：品牌上依靠自身去打造和维护；渠道依赖地级以上经销商，难以适应其高端品牌全国化、专卖化运营，简单地向其他酒企学习运营模式不利于发挥自身的品牌、品类和产能三大优势；
- 汾酒的运营模式调整的核心在于资源整合，推动品牌价值升级。和银基集团的合作我们认为只是山西汾酒迈出的第一步，推测汾酒会进一步推动与其它类型品牌运营商合作，自身专注品牌推广、产品创新和基础产能建设等，同时其自身的品牌专卖店约 800 家左右，理论上需要更加专业化的组织运营体系推进全国化，提升优质渠道管理能力。

图表 1：山西汾酒高端品牌运营模式预测



来源：齐鲁证券研究所

国藏汾酒和山西汾酒 40 年高端品牌全国化落地生根，优化产品结构

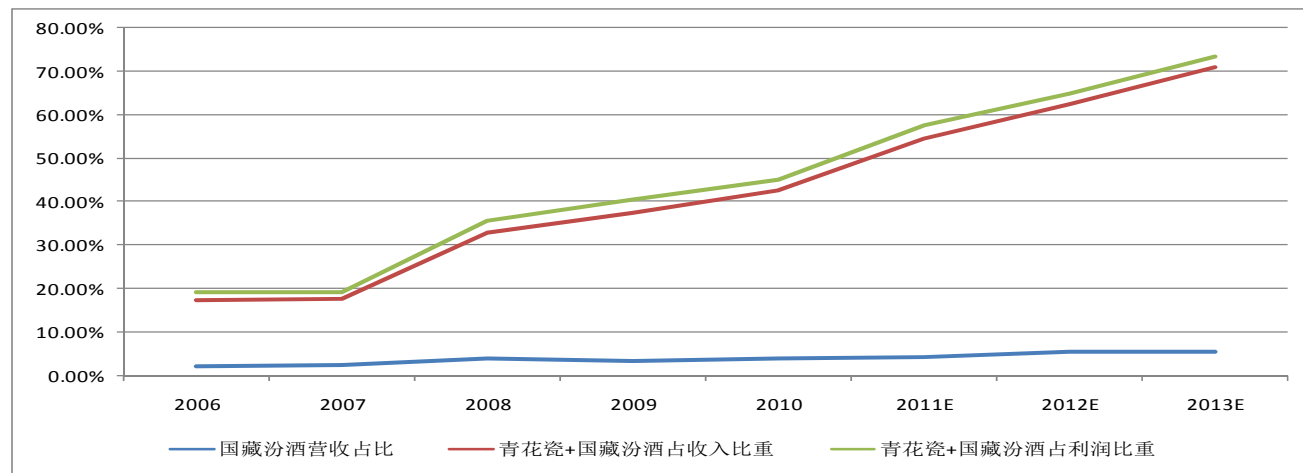
- 企业的高端品牌具备央视支持和相对独立的品牌形象、产品品质内涵，缺乏的是全国化的运营网络和专门的组织队伍，银基集团作为国内运营五粮液 45 度、五粮液 68 度、永福酱酒系列、43 度国窖 1573 等品牌的专业运营商，汾酒作为国内稀缺名酒品牌，两者会强强联手。

图表 2：山西汾酒与银基合作的产品价位测算表

山西汾酒-银基合作运营产品(元/瓶)	出厂价 E	银基批发价 E	终端零售价 E	定位人群	主要经销渠道
青花瓷 40 年(55 度)	600	900	1400	高端商务消费\礼品	团购经销商\商超专柜\烟酒店\出口
经典国藏汾酒 40 年(55 度)	4000	5500	8800	礼品\收藏\高端商务消费	团购经销商\商超专柜\出口

来源：齐鲁证券研究所

- 当前企业的产品营收构成主要为次高端汾酒品牌（含系列产品青花瓷）2011 年预计达到 54.53%，高端品牌国藏汾酒和青花瓷 40 年合作前占比预计 2011 年只有 4.35%，随着企业 300-800 元价位占比持续提升，高端品牌运营需要通过整合资源强化运营。

图表 3：山西汾酒高端产品结构测算表


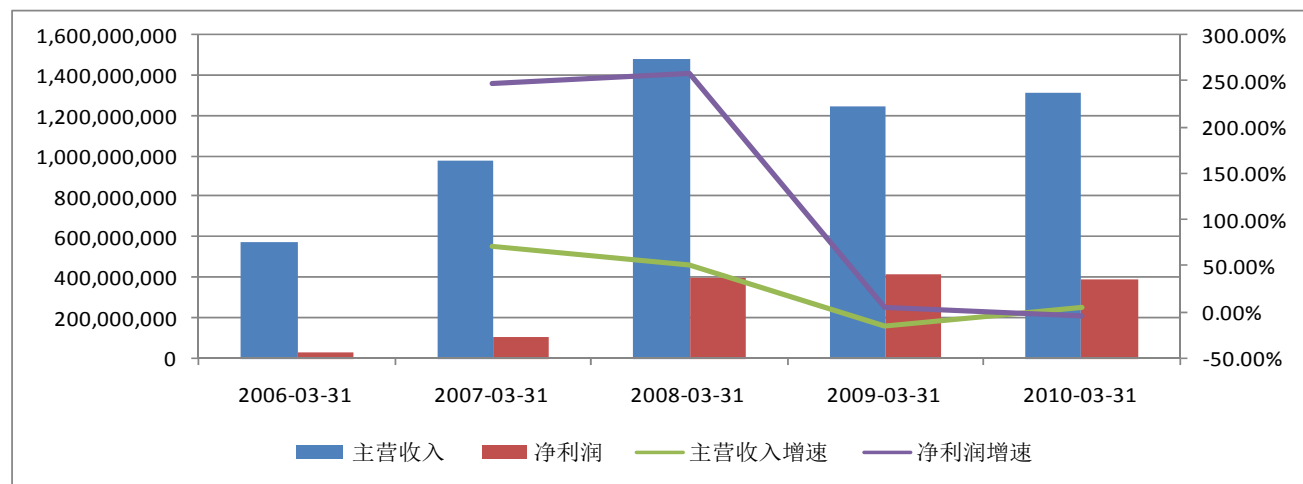
来源：齐鲁证券研究所

- 企业产品结构高端化由形式走向实质。汾酒是中国最高端的老名酒企业之一，借力多种渠道和运营实体提升品牌价值是突破自身组织瓶颈的重要途径和发展模式，山西汾酒掌控汾酒品牌和核心产品，无重大风险。

银基集团（0886.HK）携汾酒向品牌运营商迈进

大型经销商加速向运营运营商转型，银基正在全力提升品牌运营能力

- 随着中国名酒企业自建运营组织并下沉运营渠道，造成渠道资源竞争白热化，需要专业化组织降低成本，银基集团正在提升其在产业链中的上游地位；

图表 4：银基集团主营收入和净利润增速明显放缓


来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

- 大型经销商正在向全国化和区域化的品牌运营商转型，原有的大型经销商主要依赖贸易式批发代理模式，生存空间持续受到行业龙头企业挤压。银基截至二零零八年三月三十一日止三个财政年度各年及截至二零零八年九月三十日止六个月，五粮液酒系列分别占公司的收益的 79.0%、88.4%、93.1%及 95.0%，2010 年引入国窖 1573 的 45 度产品，但销量较小，趋势未变，企业迫切需要多元化产品降低运营风险，借力稳定主流的产品实现企业商业模式转型。

银基转型推动双方优势资源互补，汾酒为银基全国化深度化运营载体

- 银基是一个拥有十年高端酒水运营经验的企业，对于山西汾酒来说，银基的核心资源在于其全国化的专业渠道网络和营销组织，更为重要的是银基的转型会进一步推动其网络和组织的下沉，帮助细化汾酒高端网络。

图表 5：银基的核心价值资源

银基的资源项目	概要	对国藏汾酒和青花瓷 40 年的意义
经验和组织	超过 10 年高端酒水全球化运营经验 五粮液、国窖等五大品牌事业部 连锁品牌事业部 正在建设的电子商务网络平台	突破高端酒水运营经验壁垒； 组织架构推进汾酒品牌事业部建立； 汾酒合作产品直接为该事业部重心之一
营销网络	2011 年预计可以达到 500 家经销商 2011 年预计可以达到 600 人的组织队伍 覆盖全国约 25 个左右的区域运营组织 预计到 2011 年 9 月 30 日高端酒水连锁终端达到 70-80 家，并且进一步推进发展	利用经销商网络迅速全国化，发挥专业经销商力量； 银基营销组织利用汾酒强大的品牌力和产品力进行渠道进一步细化 汾酒产品利用该网络推进全国化建设
共享的渠道价值	公司为五粮液系列酒经销商；拥有 45 度及 68 度五粮液全球独家代理权； 拥有永福酱酒全球独家代理权至 2025 年 3 月；拥有国窖 1573 的 43 度产品中国独家经销权至 2020 年；	汾酒可以与这些名酒共同形成整合的渠道，降低渠道运营成本； 汾酒为企业的核心产品，既享受渠道共享价值又为企业的主力运营方向产品

来源：银基集团 2010 年年度报告 经销商调研 齐鲁证券研究所

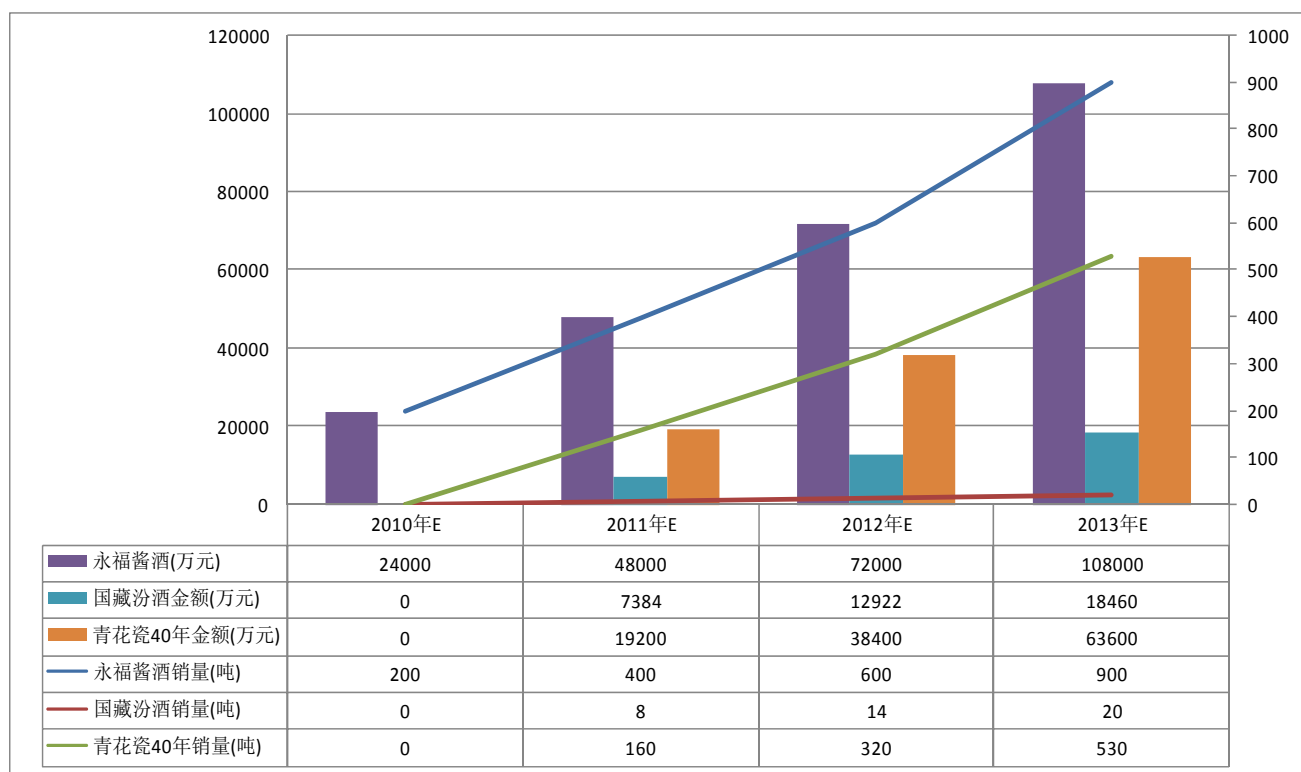
- 对比分析来看，汾酒高端产品为银基下一步运营重心，借力此品牌向品牌运营商转型。首先，通过经销商调研，汾酒的高度酒普遍销售较好，占总量的 70-80%左右，本次合作 55 度两款产品虽然为企业的高端两个子品牌的一个度数，但是也基本确定为核心产品，不同于五粮液和国窖独家代理权的非主流度数；其次，汾酒产品为清香型，产销供应不成问题，请参阅齐鲁证券《山西汾酒：后发竞争优势带动加速复兴》深度研究报告，使得银基全国化无产能供应后顾之忧；最后，汾酒的清香品类龙头地位和差异化保证其良好的全国化适应性和较低的竞争壁垒。

上调近 3 年盈利预期，更看重长期投资价值

汾酒营收进程快于永福酱酒，预计 2011-2013 年达 2.65 亿、5.13 亿和 8.2 亿元

- 双方合作的产品已经研发成熟，银基网络持续成熟，本年度中秋高端酒水旺季即将到来，2011 年即可快速实现全国化招商和业绩贡献，按照全国 500 个经销商，覆盖率 25%，平均进货 200 万计算，估计 2011 年销售额在 2.5 亿。
- 结合五粮液与银基集团的合作协议，并结合唐桥董事长的乐观情绪和我们的经销商调研测算，我们预计 2011-2014 年银基集团销售永福酱酒达到 2.4 亿、4.8 亿、7.2 亿和 10.8 亿。我们综合测算银基集团销售汾酒金额 2011-2013 年达到 2.65 亿、5.13 亿和 8.2 亿：

图表 6：银基销售汾酒产品销售额对比表



来源：齐鲁证券研究所

- 汾酒品牌与五粮液永福酱酒比较来看，汾酒高端产品的销售进程会超越后者，同时由于高端酒水的增长速度较高，我们保守估计前者同进程下超越后者 25%左右的销售额；山西汾酒在银基的运营体系地位可以进一步推进国藏汾酒和青花瓷 40 年的全国化布局。

图表 7：汾酒品牌与永福酱酒的产品及营销价值比较表

比较项目	55 度 国藏汾酒及青花瓷 40 年(本表内简称“汾酒”)	永福酱酒（五粮液股份公司生产背书）	比较分析结果
品牌地位	老品牌“汾酒”和“国藏汾酒”	新品牌，消费者初始培育	汾酒更易被消费者接受，形成更快的终端消化
资源占有	央视资源完全共享，汾酒持续高投入，2011 年央视广告费达到 2.8 亿左右	需要五粮液每年敲定部分广告资源给予永福酱酒，存在不确定性	汾酒的资源支持明显较强
产品在企业的地位	为目前企业重点打造的品牌，该品牌 2011 年营收占比达到 54%	2011 年预计占比不足 2%（假设酱酒销售 4 亿，五粮液营收为 195 亿）	汾酒品牌更加主流，在品牌所在企业的品牌地位更高
消费者子品类适应性	清香型全国化适应性强	酱香型白酒，消费者适应性相对较差	汾酒的全国化适应性更强 参阅齐鲁证券《山西汾酒：后发竞争优势带动加速复兴》
竞争环境	清香型龙头，档次最高	茅台为酱香龙头，红花郎次之	汾酒的市场开拓性会更强
银基的运营重心倾斜	银基集团商业模式转型的产品载体，见本文分析	为银基集团核心运营产品之一	两者渠道共享性较强
两大公司的成长性	山西汾酒 2011Q1 营收增速达 81.34%	五粮液 2011Q1 营收增速达 38.96%	预期汾酒全年增速快于五粮液 40 个百分点

来源：齐鲁证券研究所

预计 2011-2013 年 EPS 增厚 0.13、0.17 和 0.24 元，维持“买入”评级

- 考虑到公司的基本面开始发生重大变化，上调 2011-2013 年的 EPS 为 2.14、3.40 和 5.06 元，上调 2011 年目标价为 91.5-98.9 元；盈利估值方法见齐鲁证券《山西汾酒-后发竞争优势带动加速复兴》。

图表 8：山西汾酒损益表预测

损益表（人民币百万元）	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,585	2,143	3,017	4,803	7,320	10,887
增长率	-14.20%	35.3%	40.7%	59.2%	52.4%	48.7%
营业成本	-373	-539	-706	-951	-1,405	-2,017
%销售收入	23.5%	25.1%	23.4%	19.8%	19.2%	18.5%
毛利	1,212	1,605	2,310	3,853	5,915	8,870
%销售收入	76.5%	74.9%	76.6%	80.2%	80.8%	81.5%
营业税金及附加	-245	-368	-513	-817	-1,244	-1,900
%销售收入	15.5%	17.2%	17.0%	17.0%	17.0%	17.5%
营业费用	-310	-364	-581	-904	-1,390	-2,068
%销售收入	19.6%	17.0%	19.3%	18.8%	19.0%	19.0%
管理费用	-149	-202	-304	-480	-732	-1,089
%销售收入	9.4%	9.4%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%

息税前利润 (EBIT)	507	671	912	1,652	2,548	3,813
%销售收入	32.0%	31.3%	30.2%	34.4%	34.8%	35.0%
财务费用	1	2	4	0	0	0
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-22	-2	-27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	486	671	889	1,652	2,548	3,813
营业利润率	30.7%	31.3%	29.5%	34.4%	34.8%	35.0%
营业外收支	-42	-9	-23	0	0	0
税前利润	444	662	867	1,652	2,548	3,813
利润率	28.0%	30.9%	28.7%	34.4%	34.8%	35.0%
所得税	-129	-204	-265	-512	-765	-1,144
所得税率	29.1%	30.8%	30.6%	31.0%	30.0%	30.0%
净利润	315	458	602	1,140	1,784	2,669
少数股东损益	69	103	107	215	311	480
归属于母公司的净利润	245	355	494	925	1,473	2,189
净利率	15.5%	16.6%	16.4%	19.2%	20.1%	20.1%

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：山西汾酒资产负债表预测

资产负债表 (人民币百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	542	708	1,081	1,746	2,923	4,856
应收款项	331	418	515	846	1,289	1,916
存货	692	808	1,016	1,303	1,925	2,763
其他流动资产	15	42	223	76	112	161
流动资产	1,580	1,976	2,835	3,970	6,249	9,696
%总资产	74.7%	78.8%	82.0%	86.5%	91.0%	94.0%
长期投资	5	5	5	5	5	5
固定资产	474	473	554	554	554	554
%总资产	22.4%	18.9%	16.0%	12.1%	8.1%	5.4%
无形资产	30	30	28	28	28	28
非流动资产	536	532	621	621	621	621
%总资产	25.3%	21.2%	18.0%	13.5%	9.0%	6.0%
资产总计	2,115	2,509	3,456	4,591	6,870	10,318
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	216	455	1,075	840	1,270	1,870
其他流动负债	312	261	321	767	1,049	1,228
流动负债	528	716	1,396	1,608	2,320	3,098
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0

负债	528	716	1,396	1,608	2,320	3,098
普通股股东权益	1,467	1,649	1,927	2,635	3,891	6,080
少数股东权益	121	144	133	348	659	1,140
负债股东权益合计	2,115	2,509	3,456	4,591	6,870	10,318

来源：齐鲁证券研究所

图表 10：山西汾酒现金流量表预测

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	315	458	602	1,140	1,784	2,669
少数股东损益	0	0	0	215	311	480
非现金支出	57	40	68	0	0	0
非经营收益	-12	2	-6	0	0	0
营运资金变动	231	-52	151	-469	-390	-520
经营活动现金净流	590	448	815	887	1,705	2,630
资本开支	92	37	185	0	0	0
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-92	-37	-185	0	0	0
股权募资	0	0	2	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-128	-246	-258	-7	-216	-216
筹资活动现金净流	-128	-246	-256	-7	-216	-216
现金净流量	370	165	374	880	1,488	2,413

来源：齐鲁证券研究所

图表 11：山西汾酒比率分析预测

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益(元)	0.566	0.820	1.142	2.136	3.402	5.055
每股净资产(元)	3.388	3.808	4.450	6.086	8.988	14.044
每股经营现金净流(元)	1.362	1.036	1.882	1.550	3.220	4.964
每股股利(元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500	0.000
回报率						
净资产收益率	16.72%	21.53%	25.67%	35.09%	37.85%	36.00%
总资产收益率	11.59%	14.15%	14.31%	20.14%	21.44%	21.21%
投入资本收益率	34.56%	42.96%	65.04%	92.47%	109.93%	113.14%
增长率						
营业总收入增长率	-14.20%	35.27%	40.74%	59.23%	52.40%	48.72%
EBIT 增长率	-25.62%	32.20%	35.98%	81.16%	54.25%	49.62%
净利润增长率	-31.81%	44.79%	39.30%	86.97%	59.32%	48.59%

总资产增长率	12.13%	18.59%	37.76%	32.85%	49.65%	50.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.4	7.2	4.3	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	581.6	508.1	471.4	500.0	500.0	500.0
应付账款周转天数	51.9	36.5	41.0	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	86.5	75.4	54.5	33.1	21.7	14.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.15%	-39.48%	-52.49%	-58.51%	-64.23%	-67.26%
EBIT 利息保障倍数	-783.1	-334.7	-205.5	—	—	—
资产负债率	24.96%	28.56%	40.40%	35.02%	33.76%	30.03%

来源：齐鲁证券研究所

附件一：2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

图表 12：2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 2 月 13 日	《高端白酒专题报告》
02	2011 年 3 月 6 日	《山西汾酒-后发竞争优势带动汾酒加速复兴》
03	2011 年 3 月 11 日	《山西汾酒 2011 年业绩快报点评》
04	2011 年 3 月 23 日	《从 2011 年春季糖酒会看山西汾酒的长期投资价值》
05	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—回归一线 拐点到来》
06	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—主力提价 加速高成长》
07	2011 年 4 月 7 日	《几家欢喜几家愁—酒水行业提价风波点评》
08	2011 年 4 月 12 日	《洋河股份—新一轮深度全国化高质量增长拉开帷幕》
09	2011 年 4 月 13 日	《山西汾酒年报点评—先施肥后开花再结果》
10	2011 年 4 月 22 日	《山西汾酒 2011 年一季报点评—业绩加速增长 后发优势凸显》
11	2011 年 4 月 24 日	《洋河股份：高端化全国化带动业绩强劲增长,调高 2011 年 EPS 至 8.36 元》
12	2011 年 5 月 12 日	《张裕 A：舞台更高更大，价值更优更远》

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308