



证券研究报告·上市公司简评

饮料制造

发力高端市场 不拘一格

首次与银基合作，抢夺高端市场

控股子公司山西杏花村汾酒销售有限责任公司与银基贸易发展（深圳）有限公司签订了《经销合同》，银基将作为 55 度 40 年青花汾酒（500ML*6）和 55 度经典国藏汾酒（600ML*2）两款超高端白酒的全球总经销商，期限 4 年，至 2015 年底。

简评

银基信心十足，积极争取汾酒全球经销权

银基乃全球领先的高档酒类营运商，在国内外已经建立了涵盖超市、酒店等五大渠道在内的完善的经销网络及优质的渠道管理。银基集团与国内多家顶级白酒公司合作，其中与五粮液合作 10 年，是其最大营运商，成功经销五粮液酒系列；于去年又取得国窖 1573 系列 43 度白酒 10 年国内的独家经销权。银基对这次汾酒的两款酒的经销权兴趣浓厚，最终胜出，可见其对汾酒品牌和产品充满信心，对两款酒未来销量提供了强有力的支持。

两强合作，有望打开新格局

我们认为汾酒与银基的合作将实现双赢，汾酒凭借银基的强大的全球经销网络，能迅速打开高端市场。汾酒首次引入银基这个战略合作者，可见公司积极更新观念，采取各种手段扩大市场份额，显示出其提升产品销售，调整产品结构的决心很大。

4 月收入保持强劲势头，上半年有望完成全年目标 70%

由于季节因素，4 月份销售较 1 季度有所回落，但同比仍然保持大幅增长，增速达 50%，超过 3 亿。今年 1-4 月累计收入 22 亿元。我们预计公司上半年有望完成其全年计划收入的 70%。全年总收入增长 50%以上是大概率事件。公司实行全面预算管理，尽量保持每月费用计提充分，这将缓解 4 季度费用波动巨大的压力。

盈利预测与估值

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。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.98 元、2.82 元、3.94 元。我们给予汾酒 11 年动态市盈率 40 倍，目标价 80 元，维持“买入”评级。

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

010-85156382

发布日期：2011 年 5 月 13 日

当前股价：71.48 元

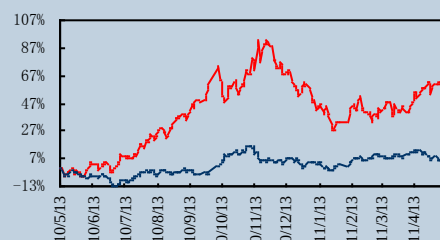
目标价格 6 个月：80 元

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
8.67/14.58	17.10/16.51	68.41/60.98
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)		309.45
流通市值 (亿元)		309.45
近 3 月日均成交量 (万)		281.82
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





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	40.47%	55.84%	40.00%	40.00%
EBITDA（百万）	770.7	1236.9	1680.5	2184.65
EBITDA 增长率	10%	60.49	35.86%	30%
净利润（百万）	494.49	857.19	1220.85	1705.72
净利润增长率	39.3%	73.35%	42.42%	39.72%
ROE	27.92%	32.26%	31.30%	29.88%
EPS（元）	1.14	1.98	2.82	3.94
P/E	58.89	33.96	23.84	17.07
P/B	15.11	10.03	7.15	5.13
EV/EBITDA	41.20	28.02	20.71	14.25



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。

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 021-68825001 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

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



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。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、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。