

证券研究报告

食品饮料行业

强烈推荐（维持）

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

山西汾酒(600809)

多因素可能推升业绩超预期，80元以下可积极买入

- 实际销售快速增长将推动公司上调 2011 年营销计划，我们判断幅度在 10% – 20%，上调后 2011 年销售额为 45 – 49 亿，合适时间点应在上半年，可能在 5 月底。在此基础上，我们分析，2012 年汾酒销售额可能达到 60 – 70 亿元。据此，我们上调 2011 – 2013 年 EPS 预测值至 2.18、3.28 和 4.68 元，同比增长 91%、50%和 43%。不同于我们此前预测和市场看法，我们认为，产品结构升级推动汾酒营收和毛利率上升幅度可能被低估，其中包括 2011 年首次通过银基贸易销售高端新品青花汾酒 40 年和国藏汾酒、高端产品青花汾酒 30 年量价大幅增长、新品老白汾 20 年热卖、竹叶青将走高端路线等因素。此外，真实销售大幅增长也将使公司业绩平滑难度显著加大。
- 与银基贸易合作可能为 2011 年贡献销售额 3 亿元。我们估计，银基贸易 2011 年可分别销售青花汾酒 40 年和国藏汾酒 90 吨和 30 吨，为汾酒贡献销售额约 3 亿元。通过银基贸易销售高端酒费用率低，利润率高，以 50%销售净利润率计算，扣 20% 的少数股权权益，仍可增厚当年 EPS0.28 元。可对比参考的是，我们估计，华致酒行每年代理五粮液年份酒为五粮液贡献税后销售额约 4 – 5 亿元。
- 提价、消费税率、所得税率仍是业绩超预期重要来源。今年 3 月底提价未包括老白汾十年等产品，根据公司以醇柔推动老白汾十年升级的产品策略，我们认为该产品后续仍可能提价，往年经验幅度约 10%，时间点可能在中秋旺季之前。此外，由于内外部销售不对称，我们假设的 17.1%的消费税率和 30%的所得税率显保守，未来仍可能带来超预期机会。
- 销售公司 40%股权摊薄利润作用可能被高估。本次股东大会上，管理层一再强调股份公司运作独立性已大大加强，其与销售公司关联交易定价也得到约束，由于销售费用主要产生于销售公司，故虽然集团持有销售公司 40%股权不能收回，但少数股东权益流出利润的影响可能小于大家的估计。
- 80 元以下可积极买入，上调 11 年底目标价至 90 – 100 元。平安策略判断，下半年股市活跃度可能提升，成长性将再次成为市场关注热点。汾酒未来 3 年业绩高速增长可期，是追逐成长的良好标的。据此，我们判断，2011 年底公司股价可能达到 90 – 100 元，相当于 2012 年预测 EPS 的 27 – 30 倍，届时总市值约为 390 – 430 亿元，80 元以下可积极买入。

股东大会交流纪要：

董事长李秋喜介绍了汾酒2009年10月底换领导人后的思路。09年10月底汾酒的班子进行了调整。站在09年底，李秋喜思考未来的路如何走，故要找到差在哪，认为差在战略延续性、思维、观念、执行，导致行业地位与品牌极不相符。围绕什么是汾酒，6年琢磨了四句话：中国白酒产业垫基者，传承中华5000年白酒文化的火炬手，中国白酒酿造技艺的教科书，见证白酒历史发展的活化石。从四句话中提炼出三句话，国酒之源，清香之祖，文化之根。汾酒的发展愿景是打造成世界第一文化名酒，这是十一五、十二五的任务，这是文化汾酒的独特优势。汾酒要做好三件事，一是2015年实现100亿销售目标；二是要建立符合现代化企业要求的管理秩序；三是带好汾酒的队伍。

董事长李秋喜表示，2009年底提出2015年集团实现100亿销售目标有当时背景，此前每年增长绝对额只有约3亿多，要实现2015年100亿要求每年增长11亿。现在告诉大家，100亿元的目标有望提前实现。2011年第1季度，已经完成了全年销售任务的40%多。

2010年股份公司经营环境大大改善了，从2011年开始，股份公司独立运作能力大大加强了，经营班子独立运行大大增强了，集团对股份的干扰少得多了。现在股份公司经理层热情大大提高了。

Q&A:

Q：100亿目标啥时候能实现？

A：能往前提就往前提，提问人表示最晚就到2013年，李总表示差不多，补充是集团口径。

Q：汾酒的酒质有优势，公司发展高端酒有优势，基酒的压力有无问题？

A：07年开始布局基酒产能，上了2个车间，3000吨的产能。2011年10月1日，3600吨，4栋厂房，2个车间投产。过去3-5年，已经增长了6000吨的产能。集团下属生产企业资源还可整合，集团生产企业在按汾酒工艺进行生产。2011年，产能整合后，集团有6000吨的产能可以归股份使用，主要用于配制酒（保健酒）的生产。第三个方面，董事长提到的每年10亿增长很大程度上是结构方面做些大的调整，低档产品如玻瓶产品（08年占产品结构中的60%），现在低档产品基本上被取代了，山西省内还有部分地区有部分玻瓶产品，很快也会被取代。最后一个方面，工艺方面，2011年开始确定了17项重点工作，其中8项是工艺改进等，支持公司持续发展。

白酒的好坏，消费者评价的标准各有不同。从普通消费者评价酒好坏的基本标准来讲，喝起来清雅、淡雅、绵柔，比较舒服，没有不喜欢的香气、口感、味道；喝完后不会头疼，或者是不良的反应，而且反应很短。从口味方面来讲，专业性太强了。中国五届评酒会，

茅台、汾酒、泸州老窖、陕西西凤是第一届名酒。2011年是茅台收归国有60周年，10月份会搞一项庆典。第二届开始，排名都是茅台、汾酒，然后是其他的。香型概念上，茅台酱香、泸州老窖浓香、汾酒清香，现在各种香型都向清香型学，调整其口味，消费者对香味过大的酒不会太喜欢。洋河的成功就有其口味的成功。

Q：后续在公司机制上会有什么进一步的想、调整、规划？之前规模，2012年前是质量规模为主，2013年后是质量、规模、效益。如果规模上来了，规划会否提前？

A：机制的建立比实现100亿的目标难度大，改革的目标是：领导能升能降，收入能高能低，员工能进能出，如果达到这三条，这就是第一阶段的主要任务。创造一种能够激励、激发每个人的劳动热情的机制，需要一个过程，需要一个时间。

原来提出三个发展阶段：第一个阶段是质量、规模型，第二阶段是质量、规模、效益型，第三个阶段是质量、规模、效益、科技型，各个阶段的时间大体是3年。当前阶段仅仅是质量、规模型，如果实施得好，各个阶段可能提前。

Q：2010年培养营销人员，效果很好，谈谈用了什么方法，效果会这么立竿见影？全国化是否会有区域、口味上的差异，未来省内、省外增长比率？行业性问题，中档白酒这两年进入一个爆发期，这是否行业趋势，背后的驱动因素是什么，未来能否持续？

A：2010年济南糖酒会上提出了营销队伍8个能力的提高，如谋篇布局、形势研判、文化营销、渠道建议、团队建设、市场维护、价格管控、核心终端掌控，基本上是对营销人员综合能力的考验。公司营销能力有很大提高，市场占有也有很大的拓展。下一步是布局全国化市场，2011年省内外比例调整到6：4，2012年5：5，2013年4：6，未来要达到3：7，或2：8。虽然省内比例在降低，但总量是在增长的。山西基本上处在一个较饱和状态。下一步增长放大要放在省外市场。中端酒、高端酒实际上是消费升级的问题，消费升级取决于产品是高、中还是低，与国家经济发展是紧密相联、分不开的。不论哪一个产品，国家经济发展，消费升级就有可能，否则不可能。未来中高端产品，应该是趋势。

Q：大会资料中有提到管理和营销模式的创新？这次和银基合作，是什么样的一个战略目标，是简单增加销量，还是其他的目的？如与公司全国化布局是否有关系？

A：强调公司管理和营销模式创新很重要，不妨向排在前面的企业学习。企业要发展还是要看内因。汾酒在现代管理技术方面，离目标差距还比较大，故要紧抓不放，要建立符合企业特点的管理模式，今后还要强调这一点。

抓管理、营销是汾酒当前重点。银基有很强的市场资源，故合作是个共赢局面。通过他们的市场营销能力，能够把产品拓展这一块迅速做大。代理的是高端的青花40年和经典国藏，

对于提升汾酒品牌形象，高端品牌市场占有率迅速提高有好的作用。银基能够分享到汾酒快速发展给它带来的益处。银基是全球总代理，山西省内特殊一点，由汾酒厂指定。在其他指标如价、量等方面仍有一定的不确定性。

Q：2011年销售目标有没有调整？

A：年初制订的经营计划肯定会调，经理层沟通后，希望月底在董事会通过决议。但调到多少还说不太清楚。

Q：保健酒的发展规划，竹叶青重新定位等的具体举措？过去2、3年，第4季度业绩大幅波动的原因，未来会否有所改变。

A：相比汾酒，竹叶青做得还不行。保健酒在中国还是蓝海，当前发展速度也很快。相比竞争对手，竹叶青已经落后了。力争竹叶青2015年达到15亿，相对劲酒来说，还是小。

第4季度的波动性问题，和营销方式和内部管理有关系。计划性和内部管理上有些不足，有些不平衡。中秋、国庆是酒类销售重要时点，大量经销商在年底来结算，导致大量营销费用摊销到第4季度。从2011年开始，全面预算管理，从第1季度费用可以看出来，销售费用还是比较大的。

Q：公司有没有大的投资计划考虑，比如酒的产量、酒库等，对周边环境的美化？外部对山西能产好酒有疑问。

A：80年代政府对杏花村环境保护有一个规定，方圆10公里不准建污染型企业，杏花村地底也没煤。汾阳市政府、山西省林业厅会和汾酒正在探讨，一起合作，共同投资用10年左右时间来把吕梁山脉绿化成森林公园，其是汾酒重要水源地，在那有9眼水井提供酿造用水，而不是汾河水。

保健酒园区，酒的生产和贮存都是6万吨，预算投资13个亿左右，2011年5底开始奠基，规划已经全部做完了。

Q：白酒增长主要来自价格，提价有没有受到政府约谈的阻碍？想请教一下白酒行业增长可持续性的判断。

A：现在国家白酒产业数据可信度非常低。包括2010年披露是850万千升的产量，包括有多少白酒生产企业等，数据可信度不高。行业内企业专家等认为，2010年产量里面最少100多万吨是水份。在2010年600多万到700多万的产量中，上市公司占的量非常少。十二五发

展规划中，啤酒、葡萄、黄酒都有两位数增长，白酒只有百分之一点几的增长，如果数据可信的话，2015年白酒产量920万千升。名酒企业都在大规模的扩张，白酒行业整合度小于啤酒等。当前政府政策来看，可能会加大白酒产业整合的力度。公司对白酒产业前景很看好，尤其对上市公司普遍很看好。

Q：集团整合汾阳周边酿酒资源，煤老板投资50个亿的酿酒园区，听说年底就要出酒。该园区是否由股份公司委托管理，未来具体的运营模式，包括品牌等，与股份公司的关系？截止到5月，省外重点市场销售怎么样？

A：目前由集团层面负责，与股份没有关系，具体方式、模式都在商讨中。

省外市场方面，从2010年12月份开始有一个强劲增长，所以2011年第1季度增长很好，主要是高端酒青花系列和老白汾20年。从1季度情况，省内、外比例已变为65：35。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257