

证券研究报告—调研简报

食品饮料

饮料

山西汾酒（600809）

推荐

股东大会快评

（首次评级）

2011年5月23日

11 年是公司加速发展之年

证券分析师： 黄茂 0755-82138922 huangmao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120030

事项：

我们参加了山西汾酒 5.18 的股东大会。

评论：

■ 管理营销大变革 百亿目标将提前实现

2008 年，公司将营销模式变更为大区管理，并且将北京、山东等重点省市单独设立为大区，经销商负责区域市场，整合了资源。2009 年 10 月，汾酒管理层进行了调整，之后实行中层干部全部竞聘上岗的机制。此外，销售部门改革了激励机制，奖金与销售额、市场管控挂钩，未来可能与市场占有率挂钩，整个团队干劲十足。公司计划 2015 年收入达到 100 亿元，这要求每年至少增长 11 亿左右。今年一季度汾酒实现收入 18.7 亿，同比增长 82%，已经完成全年销售任务的 40%，预计中期将完成 70%。近期公司可能将调整今年的销售目标，而 100 亿元的销售目标有望提前至 2013 年实现。

■ 联手银基 抢占高端酒市场

今年 5 月 6 日，汾酒与银基集团旗下子公司深圳银基贸易签署独家经销合同，后者成为山西杏花村汾酒的 55 度青花汾酒（550ml*6）及 55 度经典国藏（660ml*2）的全球独家总经销商，合作期限为 5 年。银基在高端白酒销售市场拥有广阔的渠道资源，10 年来一直代理五粮液的产品。年内，银基可能采购上述两种产品 200 吨，约 4 个亿。青花汾酒和国藏的年份分别达到 40 年和 50 年，均是高端酒，其中，国藏的价格达到 1000 元/瓶，超过 52 度五粮液和国窖 1573，直追 53 度飞天茅台。汾酒意在成为清香型高端白酒的引领者。

■ 旨在将竹叶青打造为中国第一保健酒

汾酒的产品系列覆盖高端（国藏、青花瓷）、中端（老白汾）和低端（竹叶青、杏花村、玻汾），但以中高端为主。受益于消费升级，中高端市场空间巨大，因此，公司将提升产品结构，主攻中高端、次高端产品。除了大力推广国藏和青花瓷酒，公司计划将竹叶青打造为高端产品，争取使其成为中国第一保健酒。由于杏花村已经并入上市公司，公司将逐步以杏花村酒取代玻汾。

■ 重点开拓省外市场 主要市场今年收入翻番

2010 年，汾酒省内收入占比为 66%，然而在鼎盛时期，省内收入占比仅为 30%。山西市场已经处于饱和状态，为此，公司在未来将主要开拓省外市场，计划在 2015 年前将省外的收入占比提升至 70%甚至 80%。今年，公司加大

了省外渠道建设投入，目前已在省外设有专卖店 500 多家，而省内仅 200 家。对于省外市场，公司将重点开发北京、陕西、内蒙、山东、河南、河北、广东 7 个市场，其中，北京、陕西、河南等主要市场今年将实现收入翻番。北京市场去年收入约 1 个亿，今年计划 2.5 亿。一季度已完成 1 个亿的收入，全年收入可能接近 3 个亿。此外，汾酒在省内的产品主要是低端酒，省外的产品主要是高端酒，公司在加大省外收入占比的同时也提升了盈利水平。

■ 实行全面预算管理 4 季度费用压力减少

2011 年起，公司实行全面的预算管理，销售费用不再集中于 4 季度摊销，而是分摊到全年。今年一季度，汾酒的销售费用率为 19.6%，较去年同期提高了 3 个百分点左右，预计今年 4 季度的费用压力会有所缓解。

■ 给予公司“推荐”评级

公司变革了管理层，加大了激励机制，平滑了费用的分摊，今年一季度已经初见成效。今年，公司加大省外市场的开拓，与银基联手开拓清香型白酒的高端市场，量价齐升，2015 年之前实现 100 亿的收入可期。我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 2.05、3.32 和 4.87 元，目前股价对应市盈率分别为 35、21 和 14 倍。目前股价我们给予公司“推荐”评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。