

山西汾酒 (600809.SH)

汾酒的未来在哪里？

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

91.5-98.9

联系人

分析师

邢庭志

谢刚

食品饮料小组

S0740510120005

021-20315162

021-20315178

xingtz@qlzq.com.cn

xiegang@qlzq.com.cn

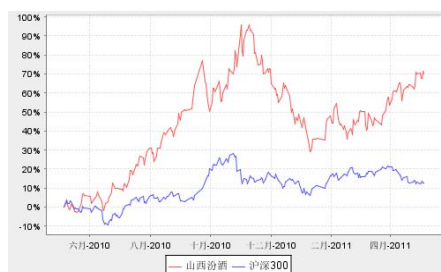
2011年5月21日

2011年5月21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)	71.00
市值(百万元)	30737.61
流通市值(百万元)	30737.61

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)	2,143.45	3,016.63	4,803.49	7,320.31	10,886.8
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	33.25	20.87	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	11.67	7.90	5.06
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

■ 2011 年股东大会解读:

解读一: 企业战略由“省内+环山西地区”调整为“全国化”发展, 进一步增长的营收和利润增速弹性更大, 省外结构更好, 全国化运营和品牌战略调整下的资源配置更有效率, 更适应公司自身优劣势;

解读二: 企业与银基集团的合作表达了企业进一步高端化、全国化的运营模式意图, 与上一篇报告齐鲁证券《山西汾酒-再造品牌运营架构, 加速高端化全国化》的判断较为一致;

解读三: 企业的全面预算管理落入实效, 在 2011Q1 营收增速达到 83.32% 的情况下, 销售费用率 19.62% 明显高于 2010 年 Q1 和 2009 年 Q1 的 16.76% 和 11.35%, 预期 2011 年 Q4 亏损为小概率事件;

- 汾酒从哪里来? 汾酒是“国酒之源、清香之祖、文化之根”, 从全国的知名度和在 90 年代的行业地位来看, 均为行业中的极品; 在清香品类中的地位决定其品牌档次的高度, 也为其高端化差异化竞争留下足够的基础;
- 汾酒到哪里去? 一条腿就是充分迅速地全国化, 完成对次高端价位份额快速占有; 另外一条腿就是通过汾酒青花瓷 40 年和国藏汾酒实现对茅台、五粮液在 1000-1500、1500 元以上两个价位带的强力挑战, 我们认为山西汾酒战略清晰, 与企业的品牌地位、品类差异化和产能及基数优势相匹配;
- 汾酒如何去? 首先企业会走向全国化市场, 晋商有全国化传统, 同时走出一定时期被人为限制的价格带;
- 2011 年目标价 91.5-98.9 元, 保守预测 2011 年 EPS2.14 元, 维持“买入”评级, 长期看好公司的高端化基础、全国化的运营架构调整带来的基本面重大改善。

未来之路何去何从？

汾酒是什么？国人最后的精神物化

- 汾酒是“国酒之源、清香之祖、文化之根”，其历史深度足以令过往的文人骚客汗颜，从全国的知名度和在 90 年代的行业地位来看，均为行业中的极品；在清香的品类中的地位决定其品牌档次的高度，也为其高端化差异化的竞争留下足够的基础；
- 汾酒的基因极为纯正深厚，历史纵深为中国最长的名酒之一；

图表 1：国内主要名酒的简要历史分析

品牌名称	原产地	品牌历史	注册商标
茅台酒	贵州-茅台镇	1704 年（康熙 42 年）	飞天牌、贵州牌
汾酒	山西-汾阳杏花村	唐宋时期杏花村开始酿酒，兴盛于明清时期，以“杏花村 72 家酒肆”之名享誉全国	古井亭、长城牌
泸州老窖	四川-泸州	明朝时期（公元 1573 年）	泸州牌
西凤酒	陕西-宝鸡、岐山、郿县及凤翔县	清朝	西凤牌
五粮液酒	四川-宜宾	明朝后期（距今 300 余年）	五粮液牌
古井贡酒	安徽-亳州	明代万历年间	古井牌
全兴大曲酒	四川-成都	1786 年（清乾隆 51 年）	全兴牌
董酒	贵州-遵义	清末民初	董牌
剑南春酒	四川-绵竹	唐朝（公元 600-700 年间）	剑南春牌
洋河大曲	江苏-宿迁	明末清初（距今 400 余年）	羊禾牌、洋河牌
双沟大曲、特液	江苏-泗洪	1732 年（清雍正 10 年）	双沟牌
黄鹤楼酒	湖北-武汉	明清时期	黄鹤楼牌
郎酒	四川-泸州	1903 年	郎泉牌
武陵酒	湖南常德	1971 年生产酱香型大曲酒，命名为武陵酒	武陵牌
宝丰酒	河南-宝丰	1948 年建厂	宝丰牌
宋河粮液	河南-鹿邑	1968 年建厂	宋河牌
沱牌曲酒	四川-射洪县	1911 年	沱牌

来源：齐鲁证券研究所

- 从建国后的名酒评比来看，汾酒的品牌地位更是难以撼动，和当前的市场地位不相称，需要时间进行修正，从企业目前增速看，正在加速修复。从 1991 年左右开始，随着茅台、五粮液率先提价，名酒开始出现一定时期的分化，汾酒、洋河、泸州等品牌暂时出现档次的相对下滑，从而茅台、五粮液产生近 20 年的相对垄断利润，随着各个老名酒品牌对次高端、高端的重视，差距持续缩小，高端品牌重新多元化趋势日益清晰，具体见齐鲁证券《高端白酒专题报告》。

图表 2：高端名酒品牌五届评酒会统计

企业名称	注册商标	产品名称	香型	届次
贵州茅台酒厂	飞天牌、贵州牌	茅台酒	酱香	① ③④⑤
杏花村汾酒总公司	古井亭、长城牌	汾酒	清香	① ③④⑤
泸州曲酒厂	泸州牌	泸州老窖	浓香	① ③④⑤
西凤酒厂	西凤牌	西凤酒	其它香	① ④⑤
五粮液酒厂	五粮液牌	五粮液酒	浓香	② ④⑤
亳州古井酒厂	古井牌	古井贡酒	浓香	③ ④⑤
成都全兴酒厂	全兴牌	全兴大曲酒	浓香	② ④⑤
遵义董酒厂	董牌	董酒	其它香	③ ④⑤
绵竹剑南春酒厂	剑南春牌	剑南春酒	浓香	④ ⑤
洋河酒厂	羊禾牌、洋河牌	洋河大曲	浓香	④ ⑤
双沟酒厂	双沟牌	双沟大曲、特液	浓香	⑤
武汉市酒厂	黄鹤楼牌	黄鹤楼酒	浓香	⑤
古蔺郎酒厂	郎泉牌	郎酒	酱香	④⑤
常德武陵酒厂	武陵牌	武陵酒	酱香	⑥
宝丰酒厂	宝丰牌	宝丰酒	清香	⑥
鹿邑宋河酒厂	宋河牌	宋河粮液	浓香	⑤
射洪沱牌酒厂	沱牌	沱牌曲酒	浓香	⑤

来源：齐鲁证券研究所

汾酒现在处在国内白酒行业的什么位置？逆水行舟，不进则退

- 当前品牌地位正在迅速回归，从央视的广告费用支出，到高端品牌销售份额和全国化占比快速提升来看，汾酒的品牌在中国白酒行业快速回归一线名酒行列；
- 从销售额来看，预计 2011 年在名酒阵营中排列第六；
- 汾酒 2010 年营收增速超过行业约 11 个百分点，预计 2011 年的销售额增速超过行业增速 30% 的两倍约 60%，明显地处于加速爆发状态。
- 汾酒处于明显的向次高端相对空白价格带和高端名酒价格带恢复性扩张期，随着名酒的整体复兴，在行业中的地位会逐步提升。

未来要去哪里？两条腿走路，回归高端名酒地位

- 一条腿就是充分迅速地全国化，完成对次高端价位的快速占有；企业当前的汾酒青花瓷 20 年、青花瓷 30 年能够达到次高端价位 400-800 元价位的核心定位，清晰差异，全国化张力极强；
- 另外一条腿就是通过汾酒青花瓷 40 年和国藏汾酒实现对高端茅台、五粮液在 1000-1500、1500 元以上两个价位带的挑战，我们认为目前与银基的合作会加速品牌的全国化、快速构建全国化的经销网络、全国化的专一高端运营组织、高端渠道同台竞争；这是汾酒最值得期待的投资价值所在；汾酒的整体产品-品牌定位清晰。

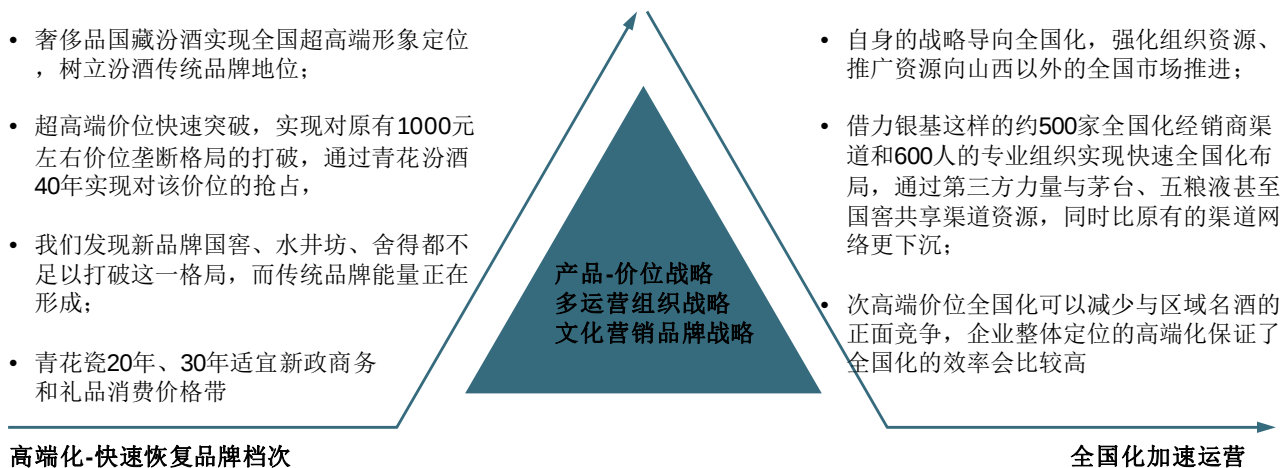
图表 3：汾酒的产品-价位-定位简图

产品	零售价位	定位
青花瓷 20 年	400-500 元	主流政商务消费价位，类似品牌天之蓝、红花郎 10 年
青花瓷 30 年	800-900 元	主流高端政商务消费品味，类似品牌五粮液、梦之蓝
青花瓷 40 年	1300-1500 元	高端商务品牌、礼品消费、收藏消费，类似品牌有飞天茅台
经典国藏	7000-8000 元	超高端消费、收藏消费等，类似品牌有茅台年份酒
至尊国藏	10000 元以上	超高端消费、收藏消费等，类似品牌有茅台年份酒

来源：齐鲁证券研究所

怎么走？走出去，走向全国和全球

- 山西晋商自古以来就受到区域地理人口等因素限制，有走出去的商业传统，山西票号汇通天下的壮举何尝不是晋商的典型代表；
- 首先企业会**走向全国市场**，本次股东大会上李秋喜董事长表达了全国化的决心，不再提“省内为主，环山西发展”的战略，我们认为企业的战略发生了较为明显的调整，从提供的“销售增量主要来源于省外”来看，企业的战略调整较为及时，反映了市场的现实；
- 同时，**走出一定时期被人为封闭的价格带**，山西汾酒恢复次高端、高端的占有，具备品牌、产品、渠道网络等核心要素；曾经认为提价因素形成的品牌档次感会在汾酒、洋河、郎酒等名酒高端持续加大投入的背景下，价位的枷锁正在被打破，汾酒抢占利润丰厚、品牌地位更高的 1000 元以上价位带。

图表 4：汾酒走出去战略图


来源：齐鲁证券研究所

维持“买入”评级

- 考虑到公司的基本面开始发生重大提升，预测 2011-2013 年的 EPS 为 2.14、3.40 和 5.06 元，2011 年目标价为 91.5-98.9 元；
- 与银基合作点评见《山西汾酒-再造品牌运营架构，加速高端化全国化》。

图表 5：山西汾酒损益表预测

	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	-14.2%	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 6：山西汾酒资产负债表预测

	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 7：山西汾酒现金流量表预测

	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 8: 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 9：2011 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》
13	2011 年 5 月 15 日	《山西汾酒-再造品牌运营架构，加速高端化全国化》

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