

全国崛起内外基础确立 量价齐升趋势持续推进

投资要点:

● 汾酒具备全国崛起的内外部基础，量价齐升的趋势将持续推进

良好的外部环境、不可复制的品牌资源、内部体制改革和现代企业管理秩序的建立，公司具备白酒消费新格局下全国崛起的内外部基础。我们从（1）青花瓷上量，CAGR10-13 近 50%、（2）老白汾产品结构调整，收入 CAGR10-13 为 22%、（3）省内填补空白、（4）省外全国化布局和（5）运作“竹叶青”等五个角度分析成长空间，量价齐升趋势可望延续五年。

● 2013 年进入质量规模效益阶段，迎来净利润率拐点

汾酒 2010 年 30 亿的销售收入对应 16.4%的销售净利率，低于可比公司，目前公司处于质量规模阶段，以收入上规模为主要目标。高销售费用率和低销售净利率的结合使得公司具备高利润弹性，随着 2013 年进入质量规模效益阶段，销售净利率将有较大的提升空间。

● 与银基合作，实现超高端产品的全国布局：

预计银基 11 年和 12 年的采购金额分别在 4 亿和 6 亿左右，按照 80%的毛利率，扣除消费税和所得税，以及销售公司 40%的少数股东损益，销售净利率大概为 30%，分别增厚 11 和 12 年净利润 1.2 和 1.8 亿元。

● 盈利预测和投资评级

我们调高公司 2011 和 2012 年的销售收入到 46 和 63 亿元，实现 EPS 分别为 2.00 元和 2.88 元，未来一年合理价位 90-100 元，维持推荐的投资评级。

● 主要风险因素：受宏观经济减速影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期，从而影响对公司的盈利预测。

主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1584.52	2143.45	3016.63	4642.68	6289.10
EBITDA(百万元)	542.30	708.97	952.36	1537.83	2192.07
净利润(百万元)	245.17	354.99	494.49	864.18	1247.50
摊薄 EPS(元)	0.57	0.82	1.14	2.00	2.88
PE	124.26	85.82	61.61	35.25	24.42
EV/EBITDA(X)	115.52	88.37	65.78	40.74	28.58
PB	19.19	17.00	14.79	10.37	7.26
ROIC	29.67%	37.22%	49.30%	75.11%	113.47%

资料来源：中国银河证券研究部

山西汾酒（600809.sh）

推荐 维持评级

合理价位 90-100 元

分析师

郭怡娴（白酒行业）

☎：(8610) 6656 8229

✉：guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号：S1070510120021

董俊峰（首席）

☎：(8610) 6656 88780

✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130210070013

市场数据

时间 2011.06.03

A 股收盘价(元)	70.37
A 股一年内最高价(元)	82.78
A 股一年内最低价(元)	38.80
上证指数	2844
市净率	14.92
总股本(万股)	43292
实际流通 A 股(万股)	43292
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	304.65

相对上证综指表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《山西汾酒：产品继续拓展，营销不断深化》
20110412

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

以国资为主导的推动力在逐渐发生作用;公司内部对于汾酒发展契机认可的不断强化;同盛初签订的三年合约继续助推公司成长趋势的延续。

加大全国化市场布局,再培育 9 个销售亿元以上的大省,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;

青花瓷处于成长初期基数尚小,今年预期实现 2500 吨销量,CAGR10-13 为 47%,未来五年保持上量布局全国;老白汾加大产品结构调整;竹叶青 2015 年达到 15 亿;

随着 2013 年进入质量规模效益阶段,销售净利率将有较大的提升空间;

与银基合作,实现超高端产品的全国布局:预计银基 11 年和 12 年的采购金额分别在 4 亿和 6 亿左右,按照 80%的毛利率,扣除消费税和所得税,以及销售公司 40%的少数股东损益,销售净利率大概为 30%,分别增厚 11 和 12 年净利润 1.2 和 1.8 亿元。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司估值水平较高,困惑未来空间。

良好的外部环境、不可复制的品牌资源、内部体制改革和现代企业管理秩序的建立,汾酒具备白酒消费新格局下全国崛起的内外部基础。我们从青花瓷上量、老白汾产品结构调整、省内填补空白、省外全国化布局、运作“竹叶青”五个角度分析公司成长空间,量价齐升的趋势可望延续五年,完全可覆盖现有估值水平。

估值与投资建议:

我们调高公司 2011 和 2012 年的销售收入 46 亿和 63 亿,实现 EPS2.00 元和 2.88 元,目标价位 90-100 元,维持推荐的投资评级。

股价表现的催化剂:

产品提价、省外市场开拓进度超预期、集团持有的销售公司 40%股权注入上市公司超预期,山西省政府出台“酒九条”。

主要风险因素:

受宏观经济减速影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期,从而影响对公司的盈利预测。

目 录

一、白酒消费的新格局	3
二、汾酒具备全国崛起的内外部基础.....	4
（一）良好的外部环境.....	4
（二）不可复制的品牌资源	4
（三）内部体制改革，建立现代企业管理秩序	4
三、汾酒未来成长性：量价齐升趋势可望延续五年.....	5
（一）青花瓷上量，老白汾加大产品结构调整	5
（二）省内填补空白，省外加大全国化布局	6
（三）发力保健酒，运作“竹叶青”	6
四、2013 年进入质量规模效益阶段，迎来净利润率拐点.....	7
五、与银基合作，实现超高端产品的全国布局.....	9
六、少数股东权益注入将一次性增厚净利润 22%.....	10
七、销售预测和投资评级	11

一、白酒消费的新格局

（一）消费结构升级，次高端、中高端市场增长迅速

茅台、五粮液终端价格的不断攀升，为次高端、中高端市场留出较大的市场空间。伴随消费升级和“腰部”市场空间的打开，地方白酒并不具备生产该价格档次产品的品牌力和产品力，为知名品牌在该价格带全国化发展提供了良好的发展机会。

从细分的市场看，“腰部”的增速最为明显，以洋河、老窖、古井贡为代表的次高端、中高端白酒品种，销量均超过100%。

（二）白酒进入整合阶段，名酒加大全国市场拓展力度

十二五发展规划中，啤酒、葡萄酒、黄酒、白酒的年均增速为4%、15%、12%、1.55%，白酒行业整体的销量增长非常缓慢，按照此规划，2015年白酒产量将达到920万千升。在2010年披露的850万千升的产量中，上市公司占的量非常少。

现在白酒生产企业3万多家，有证的企业5000~6000家，行业整合度非常低。政策环境也有利于行业整合，如泸州市政府提出“中国白酒金三角”、山西省政府酝酿“酒九条”，知名白酒企业都在进行产能扩张和全国化布局，制定了宏伟的发展计划。

郎酒：2012年实现销售收入100亿，2015年销售收入200亿，2020年销售收入300亿；

西凤酒：2015年成品酒产能达到15万吨，原酒产能10.5万吨，销售收入实现100亿；

茅台：2015年400亿元，产量4万吨；

汾酒：2015年实现汾酒的百亿销售，2013年可能提前实现（集团口径）；

五粮液：十二五期间实现收入翻番，达到300亿的收入规模；

泸州老窖：2013年白酒销售收入130亿元（含税）。

酒讲究文化底蕴，未来几年白酒可能会发生大的整合，消费会向具备品牌知名度的优势企业集中。

（三）不同香型白酒具有旺盛的区域生命力

中国地区差异比较大，各个香型在区域的生命力很强，不同香型酒都在历史发展不同时期占领主导地位。90年代汾酒被称为汾老大，清香在白酒行业内所占份额也比较大；以五粮液和泸州老窖为代表的浓香型在过去十年快速发展，消费量占全部白酒的75%以上；酱香型相比浓香销量很小，但并不阻碍茅台成为白酒老大。

二、汾酒具备全国崛起的内外部基础

（一）良好的外部环境

汾酒在山西省内占据绝对优势，2010 年山西白酒制造企业实现销售收入 59.72 亿元，实现利润总额 11.84 亿元，汾酒 2010 年实现省内销售收入 19.37 亿元，占山西省酒业销售收入的 32%，利润总额占比则达到 50%以上。

在白酒行业进入整合时期、名酒加大全国市场开拓布局的发展阶段，大本营市场能够提供稳定的收入和利润来源，为白酒企业进行全国拓展提高稳定的现金流和利润支持。

（二）不可复制的品牌资源

新中国成立之后，汾酒产品连续五次入围中国名酒评比，同此殊荣的仅有茅台、泸州老窖特曲。中低端产品量大利薄，流通成本高而无法形成全国化品牌；而中高端和次高端产品需要极强的品牌来支撑，唯有文化底蕴深厚、品牌影响力强的企业具备必要的产品力和品牌力，在全国化的过程中最大程度的降低流通阻力，取得竞争优势。

表 1：商务部举行的五次全国名酒评选结果

第一届	1952 年	四大名酒	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲酒、西凤酒
第二届	1963 年	八大名酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979 年	八大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1984 年	十三种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989 年	十七种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：中国银河证券研究部

（三）内部体制改革，建立现代企业管理秩序

2010 年初公司启动三项制度改革——人事、劳动、薪酬，确定领导能升能降，收入能高能低，员工能出能进的机制；市场和营销部进行充分的授权，资源向营销倾斜。

去年到今年，股份公司经营环境大大改善；今年开始股份公司独立运作能力大大加强，生产管理能力提高，管理层现在热情高涨，史无前例。

三、汾酒未来成长性：量价齐升趋势可望延续五年

（一）青花瓷上量，老白汾加大产品结构调整

表 2：汾酒主要产品销量和价格（吨，元/500ml）

	2008	2009	2010	零售价
国藏汾酒 50 年				
国藏汾酒 30 年	40	40	60	
青花瓷 30 年				598
青花瓷 40 年	550	1000	1350	3000
老白汾 20 年				338
老白汾 15 年	7000	9500	10000	198
老白汾 10 年				108
玻汾		7500	6800	48
杏花村			3000	20
竹叶青系列	2100	2700	3500	60

资料来源：中国银河证券研究部

青花瓷 2010 年实现 1350 吨的销量，11 年一季度有加快态势，已实现 1000 吨的销量。对比国窖 1573 和洋河蓝色经典的天之蓝和梦之蓝，青花瓷处于成长初期基数尚小，今年预期实现 2500 吨销量，未来五年保持上量布局全国。

老白汾主销产品 10 年老白汾市场零售价仅为 108 元，出厂价 93 元。公司一方面调整原有产品价格。另一方面是产品线进一步丰富，10 年 9 月份推出了 20 年、15 年、纯柔老白汾等一些中高端的产品；2011 年产品线的调整和丰富以玫瑰汾酒、白玉汾酒为主，继续淘汰一些不符合公司发展的、低端包装差的产品。

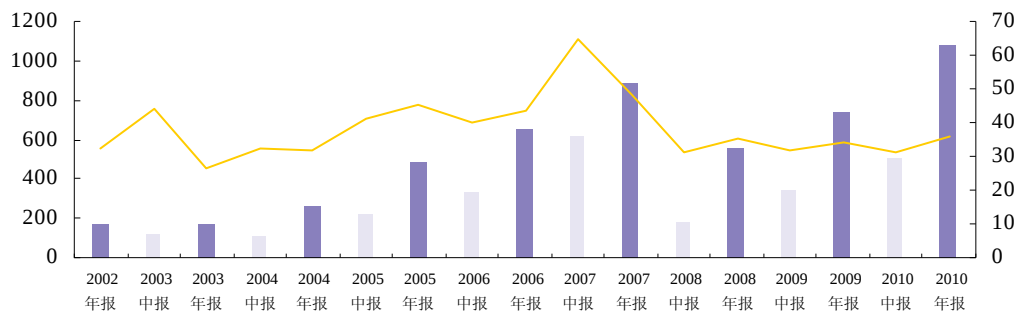
表 3：2008 年以来山西汾酒提价情况一览

2008-3-12	对部分汾酒系列产品提价约 8%左右
2008-4-29	对部分高端陈酿汾酒价格上调 30%，部分中、低端汾酒价格上调 10%
2009-6-27	对十年陈酿老白汾酒价格上调 10%左右
2009-12-11	对老白汾系列、竹叶青系列对外销售价格在原价格基础上上调 10%左右，15 年以上汾酒系列上调幅度 15%左右
2011-3-29	对青花汾酒系列对外售价上调 20%左右，40 年青花、20 年青花、20 年老白汾系列上调 10%左右

资料来源：中国银河证券研究部

(二) 省内填补空白，省外加大全国化布局

图 1: 省外市场销售收入和销售占比 (百万元, %)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

汾酒在山西省内占据绝对优势, 2010 年山西白酒制造企业实现销售收入 59.72 亿元, 实现利润总额 11.84 亿元, 汾酒 2010 年实现省内销售收入 19.37 亿元, 占山西省酒业销售收入的 32%。省内市场通过加强晋北如大同等薄弱地区的销售, 可增加 10 亿收入, 从而实现 50% 的市场占有率。

省外市场方面, 2010 年主力销售区域北京市场销售增长迅猛, 全年销售额达到 1.2 亿元, 继陕西之后, 山东、河南市场也将陆续过亿。

2011 年第 1 季度省内、外比例已变为 65: 35, 同比 2010 年一季度, 省外市场占比提高五个点。

目前省外销售过亿市场仅陕西、北京、河南、山东, 下一步加大全国化市场布局, 再培育 9 个销售亿元以上的大省, 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。

(三) 发力保健酒, 运作“竹叶青”

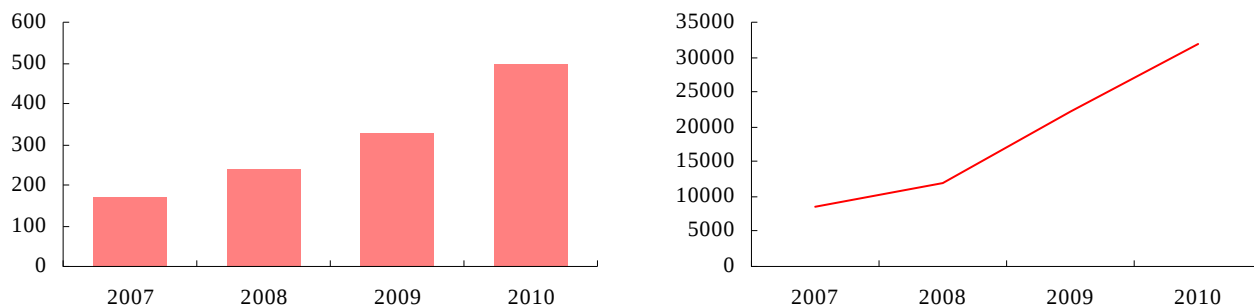
竹叶青为保健名酒, 千年传承, 以汾酒为“母酒”配置, 古时所用药材仅竹叶一种, 后加配木香、公丁香、零陵香、砂仁、桂子等 13 种中药和低聚果糖浸泡而成。竹叶青酒酒液金黄微翠、芳香醇厚, 具有调和脏腑、疏气养血、下火驱痰、解毒利尿、润肝健脾之功效。

成立竹叶青销售公司, 独立运作新品牌和细分市场, 推出三款新品: 国酿竹叶青 (市场零售价 660 元)、特酿竹叶青 (市场零售价 160 元)、精酿竹叶青 (市场零售价 280 元); 除山西省外, 重点开拓东南沿海地区如广东、浙江、江苏、福建和上海市场。

保健酒在中国还是蓝海, 当前发展速度也很快, 力争竹叶青 2015 年达到 15 亿 (劲酒 2010 年含税收入约 20 亿)。

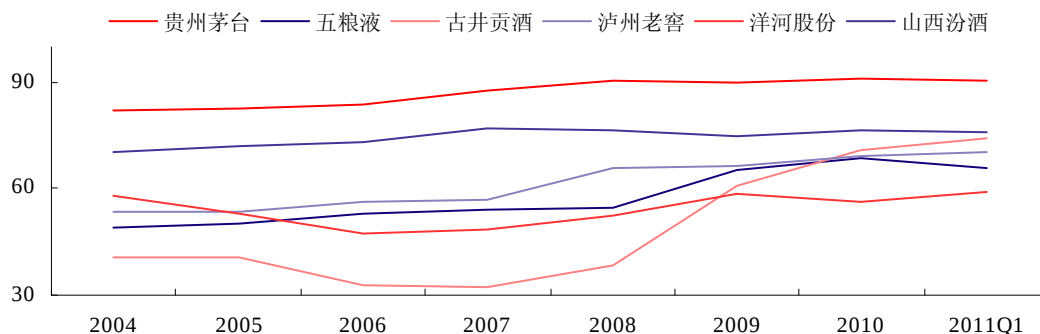
四、2013 年进入质量规模效益阶段，迎来净利润率拐点

图 2：2007-2010 年销售人员 and 广告费用（人、万元）



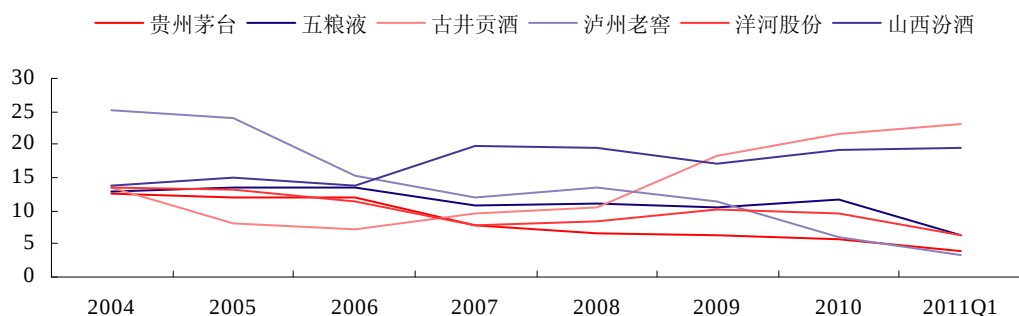
资料来源：中国银河证券研究部

图 3：白酒上市公司毛利率对比情况（%）



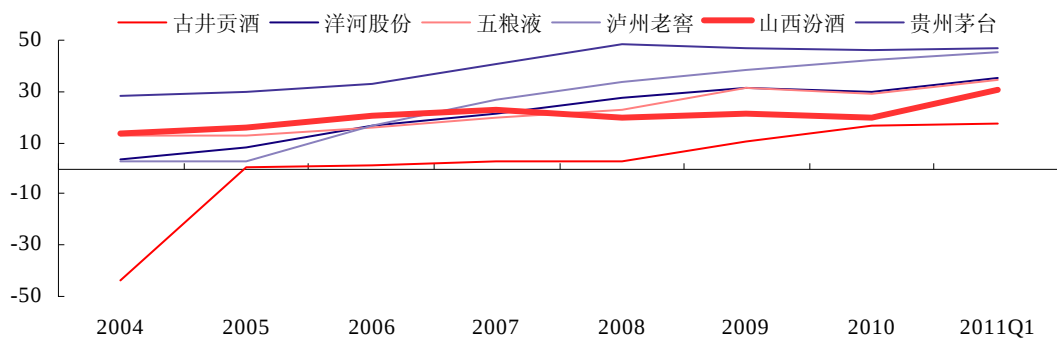
资料来源：中国银河证券研究部

图 4：白酒上市公司销售费用率对比情况（%）



资料来源：中国银河证券研究部

图 5: 白酒上市公司销售净利率对比情况 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

汾酒清香型的酿造工艺使得毛利率普遍高于浓香白酒, 仅低于酱香型的贵州茅台。汾酒 2010 年 30 亿的销售收入对应 16.4% 的销售净利率。而洋河在 2008 年实现 27 亿的销售收入对应 28% 的销售净利率和 8.4% 的销售费用率, 老窖 2007 年实现 30 亿收入对应 26% 的销售净利率和 12% 的销售费用率。

汾酒提出三个发展阶段: 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, 预计 2013 年进入质量规模效益型。

公司较高的销售费用率与公司处于销售拓展期, 加大外埠市场投入有关。目前公司处于质量规模阶段, 以收入上规模为主要目标。高销售费用率和低销售净利率的结合使得公司具备高利润弹性, 随着 2013 年进入质量规模效益阶段, 销售净利率将有较大的提升空间。

五、与银基合作，实现超高端产品的全国布局

公司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）有限公司于 2011 年 5 月 6 日在山西省汾阳市签订《经销合同》：汾酒销售公司同意银基贸易公司为公司 55° 40 年青花汾酒（500ML×6）和 55° 经典国藏汾酒（660ML×2）全球总经销商，合同期限自 2011 年 5 月 6 日至 2015 年 12 月 25 日终止。

银基集团控股有限公司于 2007 年 9 月 12 日在开曼群岛注册成立，并于 2009 年 4 月 8 日在香港交易所主板上市。银基集团是中国领先的高档酒类营运商，在国内及海外建立了完善的经销网络及优质的渠道管理（包括超级市场、酒店、名烟名酒专卖店、团购和娱乐场所五大渠道），并成功经销了多个高素质的酒类产品。

银基集团自 2001 年是五粮液 52 度酒在国际完税及免税市场的总经销商，2006 年获得五粮液 68 度酒在中国及国际市场的总销售权，2007 年取得五粮液 45 度酒在中国市场的经销权，2010 年 3 月取得五粮液永福酱酒 15 年全球独家经销权，并且是泸州老窖国窖 1573 系列 43 度白酒 10 年国内的独家经销商。

银基总经销的 55° 40 年青花汾酒（500ML×6）和 55° 经典国藏汾酒（660ML×2）属于公司的超高端产品，该两款产品的推出对于公司优化产品结构、提升品牌形象、增加收入来源具有积极意义。目前山西汾酒省外销售主要集中在陕西、北京、河南、河北地区，公司可以借助银基的全国营销网络以及运作超高档酒的丰富经验，在超高端市场取得突破和发展。

五粮液永福酱酒首年的采购目标是 500 吨；泸州老窖 1573 系列 43 度白酒首年采购目标是 250 吨，可根据市况逐步增加至 800 吨。永福酱酒终端零售价在 1200-1300 元之间，出厂价在 600 元左右（初步匡算银基首年采购的付款额在 6 亿元）。

我们预计 2011 和 2012 年银基的采购量和采购金额入下表所示：

表 4：2011 和 2012 年银基采购量和采购金额预测（吨，万元）

	出厂价	终端价	2011 年采购 量	2012 年采购 量	2011 年采购 金额	2012 年采购 金额
55° 40 年青花汾酒	750	1200	200	300	25641.03	38461.54
55° 经典国藏汾酒	4200	8000	20	30	14358.97	21538.46
合计			220	330	40000.00	60000.00

资料来源：中国银河证券研究部

我们按照 80% 的毛利率，扣除消费税和所得税，以及销售公司 40% 的少数股东损益，销售净利率大概为 30%，分别增厚 11 和 12 年净利润 1.2 和 1.8 亿元。

六、少数股东权益注入将一次性增厚净利润 22%

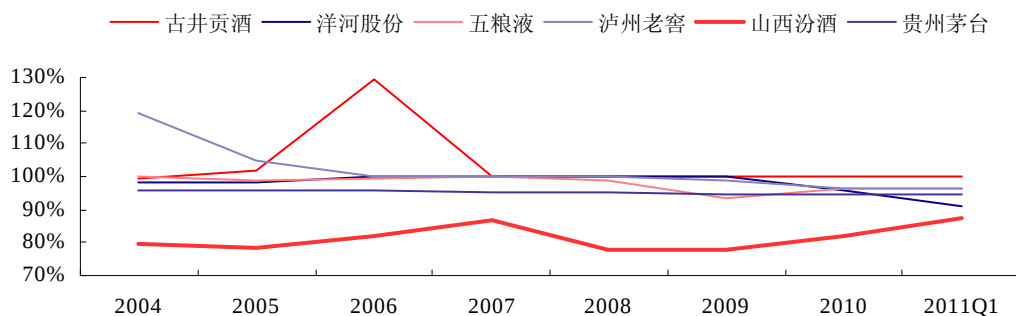
集团下酒类相关资产主要有三块：1) 酒类生产性资产，包括杏花村及系列酒、汾青酒厂、义泉涌酒厂；2) 杏花村国贸公司（从事国际贸易和出口酒销售）；3) 销售公司 40% 股权。其中，较为重要的是杏花村品牌和销售公司 40% 的股权。

杏花村资产产能 3000 吨，目前收入规模在六七千万，10 年已合并上市公司报表。

由于集团持有销售公司 40% 股权，山西汾酒是目前上市公司中，唯一一家存在较大利润漏出的企业。销售公司的股权进行进一步的处置的预期是存在的，但是时间表不确定。

2010 年股份公司运作独立性大大加强，其与销售公司关联交易定价也得到约束，部分销售费用产生于销售公司，2010 年少数股东损益占净利率的比例从 2009 年的 22.5% 下降到 17.8%。按照 2010 年口径测试，销售公司少数股权的注入将增厚上市公司业绩 22%。

图 6：归属于母公司所有者利润/净利润



资料来源：中国银河证券研究部

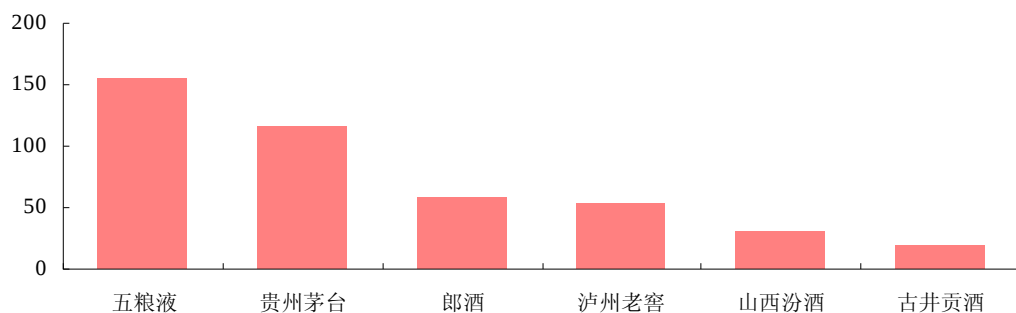
七、销售预测和投资评级

表 5: 分产品业绩预测表 (吨, 万元/吨, 万元)

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
青花瓷(含国藏汾酒)	销量	1000	1500	2500	3600	4800
	吨价	44.4	56.4	66.9	72.8	80.0
	销售收入	44444	84615	167278	262098	384198
老白汾	销量	7000	9000	9720	10206	10716
	吨价	12	14	16	18	21
	销售收入	156914	122130	151685	183160	221166
竹叶青	销量	2800	3200	4000	5200	6500
	吨价	4.2	4.6	5.1	6.1	6.8
	销售收入	12987	14784	20328	31712	44396
玻汾	销量	5000	5000	5000	5000	5000
	吨价	4.22	7.28	8.01	8.81	9.69
	销售收入	21100	36400	40040	44044	48448.4
杏花村	销量		3000	3000	3700	4500
	吨价		2.6	2.8	2.9	2.9
	销售收入		7800	8400	10545	13050
合计	销量	15800	16700	19220	22706	26516
	吨价	13.6	18.1	24.2	27.7	31.6
	销售收入	214345	301663	464268	628910	838966
	毛利率	74.87%	76.59%	77.80%	78.90%	79.00%
	销售成本	53875	70615	103067	132700	176183

资料来源: 中国银河证券研究部

图 7: 2010 年部分白酒企业销售收入对比情况 (亿元)



资料来源: 中国银河证券研究部

作为清香型白酒的代表, 90 年代被称为汾老大, 汾酒拥有一流的品牌影响力。由于发展思路滞后和经营机制的缺陷, 以及山西假酒案的影响, 公司发展一度落后。08 年启动体制改革, 在产品升级、渠道下沉、价格管控、市场聚集进行了全面的革新。09、10 年以来公司销

售快速崛起，分别达到 21 亿和 30 亿，2011 年一季度收入已完成全年任务的 40%。

对比具备同等品牌影响力的泸州老窖、洋河股份，山西汾酒 10 年 30 亿的收入基数尚小。从目前的销售势头来看，公司制定的 2015 年百亿销售目标有望提前实现。

我们调高公司 2011 和 2012 年的销售收入 46 亿和 63 亿，实现 EPS2.00 元和 2.88 元，目标价位 90-100 元，维持推荐的投资评级。

表 6: 财务报表预测

利润表	2010A	2011E	2012E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E
营业总收入	301663	464268	628910	成长性			
营业总成本	212746	314081	413155	营业收入增长	40.7%	53.9%	35.5%
营业成本	70615	103067	132700	营业成本增长	31.1%	46.0%	28.8%
财务费用	-444	-1157	-1926	营业利润增长	32.6%	68.9%	43.7%
销售费用	58148	93318	123266	利润总额增长	30.9%	73.3%	43.7%
管理费用	30432	39927	52200	净利润增长	39.3%	74.8%	44.4%
投资净收益	16	0	0	盈利能力			
营业利润	88933	150187	215755	毛利率	76.6%	77.8%	78.9%
营业外收支	-2256	0	0	销售净利率	16.4%	18.6%	19.8%
利润总额	86677	150187	215755	ROE	24.0%	29.4%	29.7%
所得税	26484	45056	64727	ROIC	49.3%	75.1%	113.5%
少数股东损益	10743	18713	26279	营运效率			
净利润	49449	86418	124750	销售费用/营业收入	19.3%	20.1%	19.6%
资产负债表 (万元)				管理费用/营业收入	10.1%	8.6%	8.3%
货币资金	108110	189524	305820	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	2574	3961	5366	所得税/利润总额	30.6%	30.0%	30.0%
应收票据	47904	73726	99871	应收帐款周转率	85.33	142.09	134.86
存货	101585	154601	199050	存货周转率	0.77	0.80	0.75
流动资产合计	283456	454320	652067	流动资产周转率	1.25	1.26	1.14
固定资产	55447	58810	61549	总资产周转率	1.01	1.07	1.01
资产总计	345581	519691	720061	偿债能力			
短期借款	0	0	0	资产负债率	40.4%	43.5%	41.7%
应付款项	18069	26407	33999	流动比率	2.03	2.01	2.17
流动负债合计	139619	225882	300173	速动比率	1.30	1.33	1.51
长期借款	0	0	0	每股指标 (元)			
负债合计	139619	225882	300173	摊薄 EPS	1.14	2.00	2.88
股本	43292	43292	43292	每股净资产	4.76	6.79	9.70
留存收益	149369	218503	318303	每股经营现金流	1.88	2.46	3.45
少数股东权益	13300	32013	58292	每股经营现金/EPS	1.6	1.2	1.2
权益合计	205962	293809	419888	估值	2010	2011E	2012E
负债股东权益总计	345581	519691	720061	PE	61.6	35.3	24.4
现金流量表 (万元)				PEG	1.05	0.60	0.42
经营活动现金流	81477	106697	149246	PB	14.8	10.4	7.3
其中营运资本减少	19509	-3187	-7160	EV/EBITDA	31.99	19.81	13.90
投资活动现金流	-18522	-8000	-8000	EV/SALES	10.10	6.56	4.84
其中资本支出	-18496	-8000	-8000	EV/IC	23.89	20.28	26.82
融资活动现金流	-25603	-17284	-24950	ROIC/WACC	4.70	7.16	10.82
净现金总变化	37352	81414	116296	REP	5.08	2.83	2.48

资料来源: 中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

山西汾酒拥有上千年历史的，1915 年，汾酒荣获巴拿马万国博览会唯一甲等大奖章，拥有“汾酒”、“竹叶青”和“杏花村”三个知名品牌。新中国成立之后，汾酒产品连续五次入围中国名酒评比。90 年代，公司曾是酒业老大，但由于发展思路滞后和经营机制的缺陷，以及山西假酒案的影响，公司错失了全国化发展的机会。08 年启动体制改革，品牌定位为“国酒之源，清香之祖，文化之根”，在产品升级、渠道下沉、价格管控、市场聚集进行了全面的革新。目前公司产品形成了清香和保健酒两大品系，以“国藏汾酒”、“青花汾酒”、“老白汾”、“竹叶青”、“杏花村”五个品类，涵盖超高、高、中、低的产品线。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	获得巴拿马万国博览会唯一甲等大奖，山西省内消费基础好	分值：4.5
劣势	经营体制缺陷，缺乏充足的管理层激励	分值：3.0
机会	中高端白酒快速增长	分值：4.5
威胁	消费大环境变化和健康理念日益深入人心	分值：3.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	供应商无绝对价格控制力	分值：4.0
新进入壁垒	品牌对新进入者分享全国市场形成了较大壁垒	分值：4.0
客户力量	客户具备一定的谈判力量	分值：3.5
替代产品	替代品较少	分值：3.5
竞争对手	行业竞争激烈，主要竞争对手也在快速抢占市场份额	分值：4.0

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，行业研究主管兼食品饮料行业证券分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师（非白酒行业）。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

郭怡娴，食品饮料行业证券分析师（白酒行业）。2008 年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

上述三人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映研究观点。两人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908