



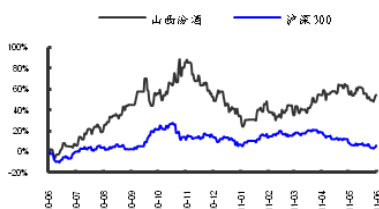
山西汾酒 (600809):

底蕴雄厚的清香白酒龙头

食品饮料-白酒

提高评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现 (%)	1m	3m	12m
山西汾酒	-1.6	13.8	54.5
沪深 300	-2.2	-9.0	6.2

市场数据 2011.06.23

当前价格 (元)	66.66
52 周价格区间 (元)	39.8-82.78
总市值 (百万)	28858.72
流通市值 (百万)	28858.72
总股本 (万股)	43292.41
流通股 (万股)	43292.41
日均成交额 (百万)	142.71
近一月换手 (%)	7.15

相关报告

期待清香型白酒龙头的二次腾飞
2009 年 5 月

分析师

刘金沪

电话: 0755-83704943

邮件: liujh01@ghzq.com.cn

执业证书编号: S0350209030572

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司
已发行股份的 1%?

☒ 是☐ 否

- 作为我国清香型白酒的杰出代表和山西省白酒资源的整合平台, 公司历史悠久, 文化底蕴深厚, 品牌力强大, 质量上乘, 是连续荣获 5 次中国名酒荣誉仅有的 3 家公司之一, 具有打造高端品牌并重返一线白酒公司的所有核心竞争力要素。
- 公司近年来对产品体系梳理和销售系统改进的效果正在显现, 产品结构层次清晰且日趋中高端, 青花瓷等中高端品种放量迅速, 营销力也快速提升, 正在步入二次腾飞的主升阶段。
- 旗下“竹叶青”具有成为保健酒第一品牌的禀赋要素, 未来可望成为公司重要的业绩引擎之一, 未来 5 年可望贡献 10 亿元销售收入增量。
- 省外市场拓展是二次腾飞关键, 未来将贡献 7-8 成的收入。
- 集团百亿发展目标提速, 公司发展规划也同步提前, 未来几年业绩高速增长的确信性较强。
- 从总市值的角度看公司长期潜力很大。
- 和银基强强合作有助于拓展超高端市场。
- 2011、12 年的动态市盈率分别为 33 倍、27 倍, 未来 3 年的净利润复合增长率为 38.8%。考虑到公司所具有的悠久历史和文化底蕴、主升阶段业绩增长的确信性以及相对于其屡获殊荣的品牌明显偏小的总市值, 我们认为汾酒是二线白酒里最具冲击一线阵营能力的公司, 提高其评级至“买入”, 建议投资者长线持有, 分享其总市值稳步成长的果实。

预测指标	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	1,847	1,585	2,143	3,017	4,533	5,654	7,134
营业利润 (百万元)	685	486	671	889	1,464	1,785	2,205
净利润 (百万元)	360	245	355	494	865	1,057	1,309
摊薄每股收益 (元)	0.83	0.57	0.82	1.14	2.00	2.44	3.02
摊薄每股净资产 (元)	2.98	3.39	3.81	4.45	5.65	6.62	7.83
加权平均ROE (%)	29.8	17.8	22.8	27.7	39.6	39.8	41.8

我国清香型白酒的杰出代表

公司位于中国名酒之都山西杏花村，主导产品汾酒是我国传统的历史名酒之一，屡获殊荣。汾酒是我国清香型白酒的典型代表，工艺精湛，源远流长，素以入口绵、落口甜、饮后余香、回味悠长特色而著称，在国内外消费者中享有盛誉，拥有“杏花村”、“竹叶青”两大国家驰名商标。

公司近年来管理和营销改善明显，大幅削减品牌数量，将产品线梳理的更加清晰，形成了以国藏汾酒、青花瓷、老白汾和玻汾为主、品质和价格层次分明的产品系列，并拟大举发力保健酒领域。公司在稳固省内市场的同时，正在大步拓展省外市场，凭借其雄厚的历史文化底蕴和卓越的品质，有望恢复其辉煌地位，重新进入中国白酒第一阵营行列。

白酒业务具有持续发展成为业内龙头之一的潜力

作为清香型白酒当仁不让的代表，具有广阔的发展空间

在几千年的历史文化积淀下，白酒是我国目前主流的酒精类饮料，在以高端商务政务消费为主的社交场合更是如此，2010 年全行业产量 890 万吨，销售规模超过 2700 亿元，利润等指标遥遥领先于食品饮料其他子行业。并在国民经济发展特别是投资增长等拉动下，继续保持 25%以上的行业增速。

主产于中国北方的清香型白酒具有清香、醇甜、柔和等典型特征，气味芬芳，醇绵柔和，落口回甘，口味相对国际化，易于被年轻消费者所接受，占据了白酒产业超过 20%的销量。

清香型白酒厂家多集中在北方，还有二锅头、老白干等，但公司产品形象整体最为高端。作为老牌“八大名酒”之一和国家清香型白酒标准的制定者，是清香型白酒当仁不让的第一代表，具有非常良好的群众消费基础。

清香型白酒具有先天的成本和卫生优势

清香型白酒采取地缸发酵方式，出酒率普遍较高，约在 45%左右，

且投资需求量较小，千吨产能资本性支出约在 3000 万元左右，而酱香型和浓香型因分别采用石窖和泥窖千吨产能投资需要 2-4 亿元，远高于清香型白酒。而且普通酱香型白酒出酒率只有 27%，特别优质的只有 6-7%；浓香型出酒率和清香型不相上下，但优质品率较低，产品结构大多呈现金字塔形，盈利主要来自于顶端的高端品牌，低端品牌主要是分摊固定费用和提高市场占有率。

此外，由于生产工艺等因素，清香型白酒的卫生指标在主要酒种中最好，例如铅含量仅为国家标准的约 1/100，甲醛等指标也明显领先。因此，综合食品安全、产能投资和出酒率等因素，清香型白酒的先天成本和卫生优势明显。

历史悠久，文化底蕴深厚，屡获殊荣，符合现代白酒消费文化的趋势

作为我国传统文化的有形载体之一，白酒被赋予的历史文化意义以及给消费者带来的尊贵感受成为除了酒质之外重要的消费标的组成部分。

著名白酒品牌背后都有深厚的非物质文化作为积淀，唐代著名诗人杜牧的千古名句“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”，是对汾酒千年文化底蕴的最佳精练。

近现代以来，汾酒也屡获殊荣。1915 年，汾酒在巴拿马万国博览会上荣获甲等金质大奖章；建国后，更是连续荣获 5 次名酒荣誉仅有的 3 家公司之一（另外两家是酱香型代表贵州茅台和浓香型代表泸州老窖）。悠久的历史 and 深厚的文化底蕴，国内外顶级荣誉加身，再加上卫生、健康和卓越的酒质，组成了中高端消费群体所最看重的所有要素，符合现代白酒消费升级的趋势。

高举文化和清香的大旗，正在快速缩小和领跑巨头的差距

以文化营销为先导，坚持清香之源

因早期的战略定位失误、产品体系较乱和销售体系管理存在问题，本世纪以来公司发展落后于其他白酒巨头。近来在以董事长李秋喜为核心的管理团队带领下迎头赶上，特别是近两年的战略思路日益明晰，

2010 年股东大会更提出“汾酒是传承中国五千年白酒文化的火炬手，是见证中国白酒发展的活化石”，以文化营销促跨越式发展态势明显。

2011 年是“十二五”开局之年，公司将按照“国酒之源、清香之祖、文化之根”的战略定位要求，坚持“清香汾酒，文化汾酒，绿色汾酒”的经营理念，凭借卓越的禀赋、日益清晰的战略和战斗力不断提升的管理团队，有望在未来几年成为增长最快的主要白酒公司。

中高端升级战略明晰，产品线梳理卓有成效，中高端产品增长快速

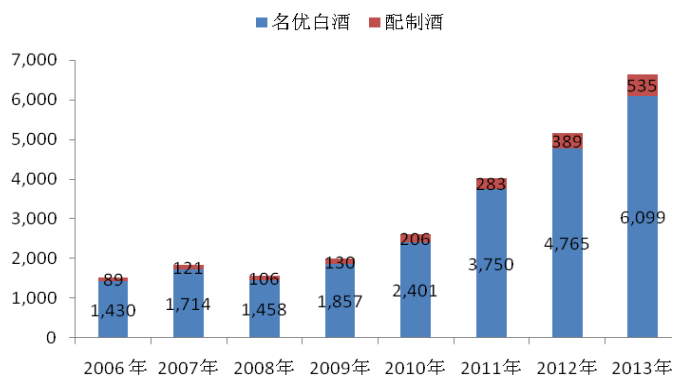
在经过了当初“名酒变民酒”的战略错误之后，公司已经认识到白酒以后将向精品和奢侈品的方向发展，开始打造日趋中高端的产品体系。为此，公司聘请了业内知名的盛初咨询公司对其产品体系和营销架构进行改革，对包装设计、品牌和市场策划、投入策略等进行了专门管理，进一步明晰了产品线和价格体系，规划了国藏汾酒、青花汾酒、老白汾酒系列和国酿竹叶青、精酿竹叶青、特酿竹叶青系列产品架构。整体思想是大幅度削减销量少、档次低的产品，加大中高端产品的资源倾斜力度，形成梯度合理层次分明的产品体系。

目前产品体系主要包括超高端的国藏汾酒（53 度出厂价 675 元，终端价在 800-900 元）、高端的青花瓷汾酒（20 年 48 度出厂价 338 元，终端价格 500 元左右、40 年终端价格 1300-1500 元）、中端的老白汾（10 年、15 年 45 度出厂价 78 元、100 元，终端价格 110-130 元）和低端的玻汾（53 度出厂价 28 元，终端价格 40-50 元）和保健酒定位的竹叶青酒（玻竹出厂价 29 元，终端价 40-50 元）。此外，还有添加了低聚果糖、具有养生保健功能的白玉汾酒和玫瑰汾酒。

近几年公司的总销量增长不大，以结构性调整为主，销售收入和毛利的增长主要来自于中高端产品比重的上升，毛利率和 ROE 也同步呈现稳步增长态势。

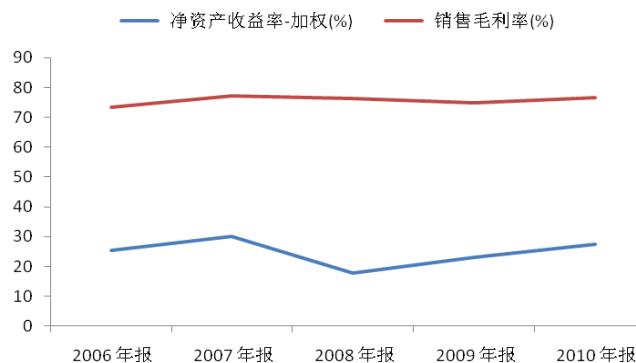
公司目前总销量约 2 万吨，其中老白汾超过 1 万吨，不作为重点发展的低端玻汾约 4000 吨；作为主运作品牌和主要利润增长点的青花瓷汾酒近年来放量明显，2010 年销售突破 1350 吨，今年有望实现 2200-2500 吨的销售；维持高端形象的国藏汾酒年销售约 50 吨。

图 1 公司名优白酒和保健酒业务全面高速增长 单位: 百万元



资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

图 2 中高端为主的产品结构确保盈利能力稳健

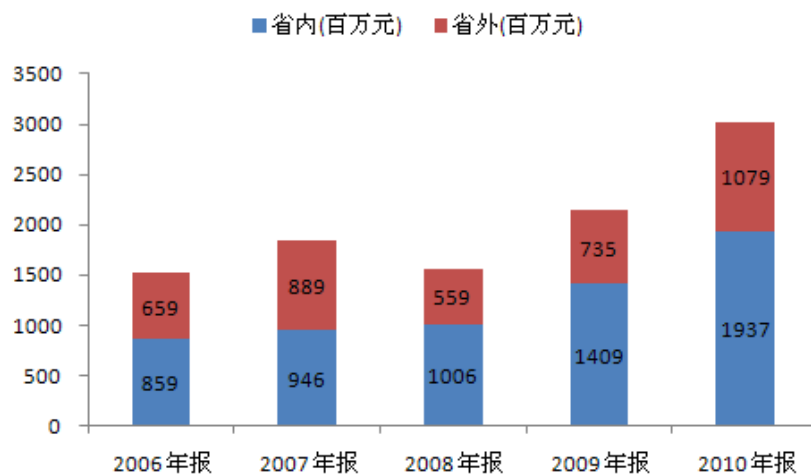


资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

在山西本地市场占据统治地位, 省外市场拓展是二次腾飞关键

汾酒在山西本地市场具有深厚的群众基础, 优势地位难以撼动, 在当地公务、商务以及广大城乡居民的婚丧嫁娶、送礼等都扮演着不可或缺的角色, 在山西省占据约 1/3 的市场份额, 近 3 年省内市场贡献了 65% 左右的收入。未来几年除巩固陕西、河南、北京和山东 4 个亿元市场外, 公司将继续加大省外市场拓展力度, 逐渐实现从地方列强向全国龙头的转变。

图 3 公司目前对省内市场的依赖度常年在 65% 左右



资料来源: Wind, 国海证券研究所

在一系列营销措施的作用下, 2011 年一季度, 省外市场增长幅度普遍在 40% 以上, 部分省市达到了 70% 甚至更高。此外, 省外市场以中高端产品为主, 这对提升公司品牌形象具有重要作用。公司希望通过努力, 最终实现省外市场与省内市场销售收入比例达到 7:3 甚至 8:2, 成为名副其实的全国性主流品牌。

销售和管理体系的改革正在产生效果，渠道管控力日益增强

公司领导层 08 年以来决心花大力气对产品体系和销售模式进行改造，从内部管理到销售体系的改革真正开始启动。从那时起，对销售体制和相关人事做了较大调整，大力缩减经销商开发品牌，收回经销商自行开发品牌的权利，突出汾酒、杏花村和竹叶青三大主品牌的地位，品牌多而乱的局面得到了明显控制，从管理到营销上都处于一个明显的上升期。

2010 年是公司全员思想大变化的一年，内部流程管理得到了很大提升。在外部咨询公司的帮助下，市场拓展和营销方面进行了很多改革，包括渠道建设和下沉、价格管控、产品价格调整、高端营销、定制产品等，并开始重视团购市场，今年对 24 个军级以上单位和央企进行了慰问，明显重视了对核心大客户的争夺。

公司很重视对业内领先经验的学习，特别是在深度分销和渠道的掌控方面，在优势区域人员投放力度大，一旦达到了规模并且经验成熟，会迅速的在其他合适区域进行复制。为此，很多优秀的骨干都充实到了第一线，销售人员的薪酬也要高出其他岗位很多。目前整个营销队伍 500 多人，其中 200 多人是近一年增加的，与之相对应的管理能力也做到了同步提升。相对较弱的市场还是以区域代理分销为主。

品牌运作的资源投放力度不断加强

作为走向全国的关键阶段，未来 3 年主要是看省外和中高端产品的增长，品牌运作的资源投放意义不言而喻。公司去年广告费用 2.32 亿元，主要用于在央视等主流媒体上主推国藏汾酒、青花瓷等中高端品牌，未来将继续保持类似策略和投入比重。整体来看，目前汾酒品牌的运营处于追赶国窖、洋河的阶段，该阶段广告费用的投入力度要强，必要时甚至可以牺牲一些短期利润，也要维持相关资源的投放力度。

和银基强强合作，追赶和行业龙头在超高端细分市场的差距

公司 5 月份和著名高端酒水运营商银基集团签订了 5 年期限的战略合作协议，为其 55° 40 年青花汾酒（500ML 2 × 6）和 55° 经典国藏汾

酒（660ML×2）全球总经销商。这两款产品终端价格都在千元以上，是公司进军超高端市场的核心利器。和银基的强强合作将有助于在以前拓展不足的高端领域实现较快增长，预计 2011-12 年银基将帮助实现 2-3 亿元的销售。

有望成为山西省优质白酒资源的整合者

在各白酒大省纷纷打造各优势产区的背景下，山西省也在酝酿相应措施加快山西白酒产业的整合步伐，把山西白酒业做大做强。据了解，《关于促进山西酒产业加快发展若干意见的通知》（即酒九条）即将出台，省政府将加快山西酒产业的整合步伐，作为当仁不让的省内市场领袖，公司有望成为省内白酒业整合平台。

酒九条内容主要涉及两方面：一是限产，限制省内千吨级以下的小酒厂扩产；二是整合，政府鼓励和支持酒产业向集约化、规模化方向发展，鼓励大企业兼并重组中大型酒类企业。在具体品种上，白酒成为山西省重点扶持的对象，其中山西汾酒成为重点扶持企业。之前，《山西省食品产业调整和振兴规划》也明确指出，“以汾酒集团为龙头，推进对周边和省内白酒资源的有效整合，促进资源集聚，壮大汾酒规模，进一步提高汾酒在白酒市场的占有率，确保晋酒在国内白酒市场上的品牌地位。”

为共同做大白酒产业，当地政府还鼓励业外资本进入。2010 年 8 月，30 余个煤老板携手为山西汾酒集团注资 50 亿元，力图将汾酒的年产量扩张 3 倍，增至 15 万吨。目前的合作还限于集团层面，股份公司更多的是做好当前的工作。

竹叶青具备打造成为我国第一保健酒的潜质

保健酒市场前景无限，但缺乏强有力的领导品牌

随着经济的发展和人们保健意识的提升，国人对养生、健康理念的需求日益加大，保健酒市场前景无限，根据欧美日韩的经验简单估算其市场规模将超过 300 亿元。行业龙头湖北劲酒去年销售 36.7 亿元，和追赶者差距明显。但由于没有经历充分的洗牌和缺乏统一的行业规范和标准，保健酒市场还没有公认特别成功的高端品牌。因此，面对已经具

有超过 120 亿元的规模的市场，茅台、五粮液等一线巨头纷纷推出新品，强势进入。

品质卓越、历史悠久，具有深厚的文化底蕴和消费者认知度

和劲酒、黄金酒（五粮液旗下）和白金酒（茅台旗下）等后天打造的品牌不同的是，公司旗下的竹叶青酒具备品质和底蕴这两个最难能可贵的高端要素。其历史可追溯到南北朝，它以优质汾酒为基酒，保留了竹叶的特色，配以十余种名贵药材（砂仁、紫檀、当归、陈皮、公丁香、零香、广木香等），以冰糖、雪花白糖、蛋清等配伍，采用独特工艺加工而成。竹叶青酒具有性平暖胃、舒肝益脾、活血补血、顺气除烦、消食生津之多种功效。其清醇甜美的口感和显著的养生保健功效从唐、宋时期就被人们所肯定，在《水浒》等名著中有多次记载，是我国享有盛誉的传统保健名酒。

此外，竹叶青酒是国家卫生部认定的唯一中国保健名酒。

产品更新换代，档次提升，产能扩张，有望步入主升阶段

为充分发掘竹叶青酒的潜力，2010 年公司成立了专门的竹叶青酒营销有限责任公司，并拟投资 13 亿元建设保健酒园区，建成后将具备 6 万吨的产能和基酒储存能力。目前，前期准备工作已经完成并获得批准。

传统的竹叶青产品酒度、糖度较高，药味较浓，价格也偏低，主流价位在几十块钱，和其应有地位严重不符。为提升档次和适应新兴消费者的需求，公司推出了 3 款新产品（国酿、精酿、特酿），对基酒配制做了相应调整，并为了保证质量延长了老熟期，其市场价位在 100 元以上，并且高中低搭配，基本覆盖了全系列消费人群。此外，公司还倡导竹叶青 + 苏打水 + 冰块的消费模式，在年轻人眼中其药味浓、酒度高的缺点被相对弱化，已经被市场部分认可。

目前来看，市场对竹叶青新品非常渴求，各地经销商很希望尽快在商超铺货。公司会较为稳妥谨慎的逐步推进其营销，如效果良好，玫瑰红、白玉汾酒等后续品种将强力跟进。公司规划到 2015 年，竹叶青销售收入达到 15 亿元，成为公司新的利润增长点。我们非常看好公司在保健酒领域的持久竞争力，认为公司将凭借上述禀赋成为我国保健酒第

一龙头的有力争夺者。

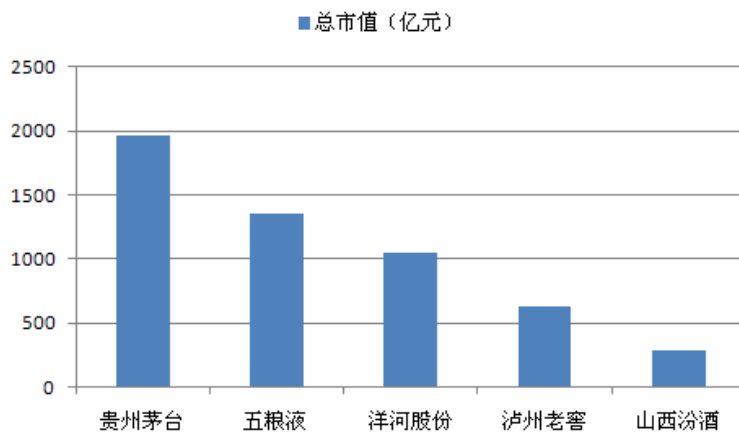
集团百亿发展目标提速，重返辉煌意图强烈，将步入主升阶段

公司新领导班子 2009 年制定的发展规划是到 2015 年集团实现销售额 100 个亿，2010 年 8 月又将实现日期提前至 2013 年。照此推算股份公司的销售额将达到 70 亿元，未来 3 年将步入主升阶段，年复合增长率高达 40%。凭借中高端产品发力和保健酒领域的井喷，我们认为公司将有能力实现这一目标。

从总市值角度看长期增长潜力巨大

作为蝉联我国建国后历届名酒的 3 个仅有品牌之一，公司是清香型的唯一代表。公司目前总市值仅为 288 亿元，是主要白酒上市公司里市值最低的。考虑到其堪比茅台、国窖的尊崇地位、千年历史文化的积淀、山西省白酒资源整合平台以及潜力无限的保健酒第一龙头有力争夺者等因素，我们认为从总市值角度看公司长期增长潜力巨大。

图 4 山西汾酒的总市值远远低于其他几个白酒巨头



资料来源：Wind，国海证券研究所

盈利预测

盈利预测主要假设：

1、2011 年老白汾销售 12000 吨，玻汾和配制酒分别销售 5000 吨，青花瓷系列高端酒销售 2500 吨，国藏汾酒销售 55 吨；白酒和保健酒产品价格分别保持 8% 和 10% 的年增幅。

- 2、2011 年名优白酒综合毛利率 79%，保健酒 65%。
- 3、经营费用率 19.0%；管理费用 2011 年增长 35%，以后年均增长 30%。
- 4、所得税率 25%，主营业务税金率 17%，少数股东权益稀释 20%。

表 1 实际盈利及预测表： 单位：人民币百万元

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,527	1,847	1,585	2,143	3,017	4,533	5,654	7,134
销售成本	406	422	373	539	706	1,031	1,278	1,602
毛利	1,121	1,425	1,212	1,605	2,310	3,501	4,376	5,531
毛利率	73.4%	77.1%	76.5%	74.9%	76.6%	77.2%	77.4%	77.5%
期间费用	341	451	459	564	881	1,267	1,631	2,114
期间费用率	22.3%	24.4%	29.0%	26.3%	29.2%	28.0%	28.8%	29.6%
营业利润	504	685	486	671	889	1,464	1,785	2,205
营业利润率	33.0%	37.1%	30.7%	31.3%	29.5%	32.3%	31.6%	30.9%
利润总额	497	668	444	662	867	1,441	1,762	2,182
所得税	180	252	129	204	265	360	440	546
归属母公司的净利润	261	360	245	355	494	865	1,057	1,309
净利润率	17.1%	19.5%	15.5%	16.6%	16.4%	19.1%	18.7%	18.4%
EPS（摊薄）	0.60	0.83	0.57	0.82	1.14	2.00	2.44	3.02
P/E		78.0	114.4	79.0	56.7	32.4	26.5	21.4

资料来源：国海证券研究所

投资建议

作为我国清香型白酒的杰出代表和山西省白酒资源整合的平台，公司历史悠久，文化底蕴深厚，品牌力强大，产品结构层次清晰且日趋中高端，品质上乘，财务稳健，营销力处于快速提升之中，具有重返一线白酒公司的实力要素。公司近年来对产品体系梳理和销售系统改进的效果正在显现，正在步入二次腾飞的主升阶段。公司旗下“竹叶青”具有成为保健酒第一品牌的禀赋要素，未来可望成为公司重要的业绩引擎之一。

根据上述业绩假设，2011、12 年的动态市盈率分别为 33 倍、27 倍，未来 3 年的净利润复合增长率为 38.8%，PEG 为 1.51。相比一线白酒龙头公司 2011 年 25 倍左右的动态市盈率，该估值水平稍高。但考虑到公司所具有的悠久历史和底蕴、主升阶段业绩增长的确性以及相对于其屡获殊荣的品牌明显偏小的总市值，我们认为汾酒是二线白酒里最具冲击一线阵营潜质的公司，提高其评级至“买入”，建议投资者长线持有，分享其总市值稳步成长的果实。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的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征价。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。本报告版权归国海证券所有。