

清香龙头，王者归来

——山西汾酒(600809)公司投资价值分析

核心观点

1、“十二五”期间中高端白酒将延续量价齐升态势。在消费升级的大背景下，白酒消费结构将由“金字塔型”（低端酒消费量最大，中高端次之，高端酒消费量最小）向“橄榄型”（高端和低端酒消费量小，中高端酒消费量大）转变。中高端白酒在走量上受益最大，预计“十二五”期间中高端白酒销量的年均增长率最高能够达到8%，同时随着超高端白酒价格的不断攀升，300-500元的“腰部”市场空间被打开，将给中高端名酒的提价带来契机。

2、新竞争格局中汾酒具备三大后发优势。中高端白酒开始加速全国化布局，进入品牌品类竞争时代。汾酒在山西省市场占有率较高，已形成利润大本营，这将其全国化布局提供坚实基础。汾酒悠久的历史和文化也形成了不可复制的品牌资源优势，清香型白酒的高优质酒率保证了汾酒中高端产能的充足，此外在成本和食品安全上汾酒也具有不可替代的竞争优势。

3、中高端量价齐升，竹叶青抢占保健酒蓝海。青花瓷是公司开拓省外市场的主打产品，目前基数尚小，今年预计能实现超过2000吨的销量，并保持每年30%左右的增速，量价齐升态势明显。老白汾系列产品加强了结构调整，未来将在提升省内市场份额上起到积极作用。2010年公司开始积极运作竹叶青，定位最高端的保健酒，今年预计销量能够达到4000吨，贡献3个亿左右的收入，未来3年收入将保持50%以上的增速，充分享受保健酒行业发展的盛宴，并有望带动汾酒在南方市场大展拳脚。

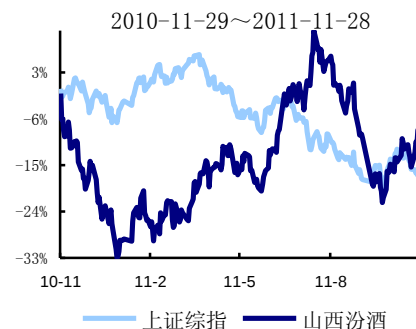
4、加速全国布局，2013年将进入质量规模效益阶段。目前公司省外收入比是6.5:3.5，2012年公司将重点运作北京、山东、内蒙、河南市场，并继续培养销售过亿的大省，提高收入规模。我们预计2013年公司将提前进入质量规模效益阶段，届时销售费用率将大幅下降，净利率将快速提升。

5、盈利预测与投资评级。公司未来将受益于消费升级、高端白酒提价带来的次高端市场扩容，收入将进入加速上升通道。我们预计公司2011-2013年归属母公司净利润分别为8.69亿、12.21亿、16.77亿；EPS分别为2.01元、2.82元、3.87元，对应的动态PE分别为36.27X、25.81X、18.79X，给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	3016.63	4552.22	6151.33	8029.98
同比增速(%)	40.74%	50.90%	35.13%	30.54%
净利润(百万)	494.49	868.85	1220.88	1677.39
同比增速(%)	39.30%	75.71%	40.52%	37.39%
EPS(元)	1.14	2.01	2.82	3.87
P/E		36.27	25.81	18.79

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	43292.41
流通A股(万股)	43292.41
52周内股价区间(元)	52.6-89.97
总市值(亿元)	313.00
总资产(亿元)	34.56
每股净资产(元)	4.45
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-山西汾酒(600809):业绩再超预期，高增长有望持续》 2011-07-13
- 《国都证券-公司研究-公司点评-山西汾酒(600809):银基合作，联珠合璧》 2011-05-14
- 《国都证券-公司研究-公司点评-山西汾酒(600809):新“竹叶青”即将铺货，3大主线产品全面发力》 2011-04-13
- 《国都证券-公司研究-公司点评-山西汾酒(600809):营销启动，竹叶青酒将走向价

研究员: 赵宪栋

电话: 010-84183362

Email: zhaoxiandong@guodu.com

执业证书编号: S0940510120013

联系人: 卢珊

电话: 010-84183380

Email: lushan@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

正文目录

1“十二五”期间是中高端白酒享受超额收益的黄金时期	4
1.1 消费升级，次高端、中高端市场增长迅速	4
1.2 白酒行业竞争进入新格局	5
1.3 政策支持区域白酒崛起，为进军全国市场蓄势	7
2 新行业竞争格局下汾酒的三大竞争优势	8
2.1 强有力的全国化布局实力	8
2.2 不可复制的品牌资源优势	9
2.3 清香型明显的产能和成本优势	10
3 实施汾酒-竹叶青双品牌战略，携手银基运作超高端产品	11
3.1 青花瓷量价齐升，老白汾加大结构调整	12
3.2 积极运作竹叶青，抢占保健酒蓝海	13
3.3 携手银基，树立超高端产品形象	15
4 加速全国化布局，2013 年将进入质量规模效益阶段	16
4.1 省内精耕细作，省外加速布局	16
4.2 2013 年将提前进入质量规模效益阶段	18
5 盈利预测及投资评级	19
5.1 分产品收入预测	19
5.2 盈利预测及投资品级	22
6 风险提示	22

图表目录

图 1: 2001 年白酒消费结构	4
图 2: 2010 年白酒消费结构	4
图 3: 高端白酒价格逐年攀升	5
图 4: 近五年行业集中度变化	6
图 5: 90 年代各香型销售额占比	8
图 6: 2010 年各香型销售额占比	8
图 7: 山西汾酒省内市场占有率及预测	9
图 8: 山西汾酒股权结构	11
图 9: 青花瓷销量走势	12
图 10: 保健酒市场规模测算	14
图 11: 近年来劲酒销售收入增长情况	15
图 12: 山西汾酒省内、省外销售额比例	17
图 13: 一级经销商省内省外分布情况	17
图 14: 专卖店省内省外分布情况	17
图 15: 销售人员省内省外分布情况	17
图 16: 主要白酒公司销售毛利率情况	18
图 17: 主要白酒公司销售净利率情况	19
图 18: 主要白酒公司销售费用率情况	19
表 1: 2012 年央视黄金资源广告招标白酒中标情况	7
表 2: 部分区域未来白酒行业发展规划	7
表 3: 历年全国白酒评酒会获奖情况	10
表 4: 不同香型工艺对比	11
表 5: 山西汾酒主要产品结构及终端价	12
表 6: 2008 年至今山西汾酒提价情况	13
表 7: 部分保健酒产品及其功能	15
表 8: 国藏汾酒营收预测	20
表 9: 青花瓷营收预测	20
表 10: 老白汾营收预测	20
表 11: 竹叶青营收预测	21
表 12: 玻汾营收预测	21
表 13: 杏花村营收预测	21
表 14: 山西汾酒盈利预测	22
附录一: 山西汾酒分产品收入预测汇总	23
附录二: 财务预测表	25

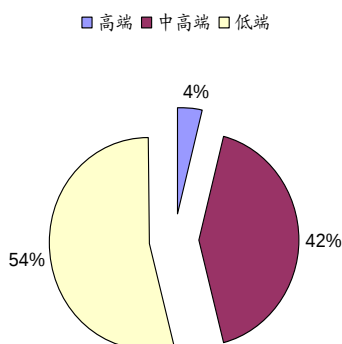
1“十二五”期间是中高端白酒享受超额收益的黄金时期

1.1 消费升级，次高端、中高端市场增长迅速

2004-2006 的“黄金三年”期间，白酒行业持续获得了巨大的超额收益，驱动力是一部分先富起来的人群推动的消费升级。近几年随着居民收入水平的提高，新一轮消费升级启动，白酒行业又一次迎来了快速发展的黄金时期，而此次行业发展的核心推动力是中产阶级的消费升级，本次消费升级的群体更大，影响的白酒价格段更广。我们认为“十二五”期间白酒行业仍然会保持快速发展，中高端白酒的崛起将尤为突出，有望呈现量价齐升的态势。

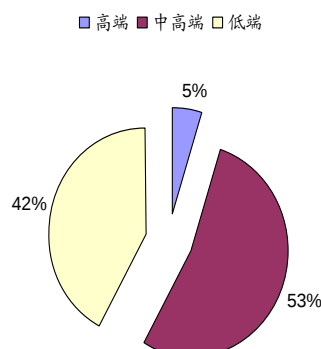
中高端白酒量升动力足。在消费升级的大背景下，白酒行业的消费结构由“金字塔型”（低端酒消费量最大，中高端次之，高端酒消费量最小）向“橄榄型”（高端和低端酒消费量小，中高端酒消费量大）转变。很显然，在这一结构性转变过程中，中高端酒在走量上受益最大。过去十年间中高端白酒销量的年增长率达到 12.04%，我们预计“十二五”期间中高端白酒销量的年均增长率最高能够达到 8%，到 2015 年中高端白酒的市场占有率有望达到 62%，而低端白酒的市场占有率将进一步缩小，高端和超高端白酒的占有率将小幅提高至 6%左右，中高端白酒市场空间最为广阔，也是未来白酒行业发展的主要方向。

图 1：2001 年白酒消费结构



资料来源：国都证券

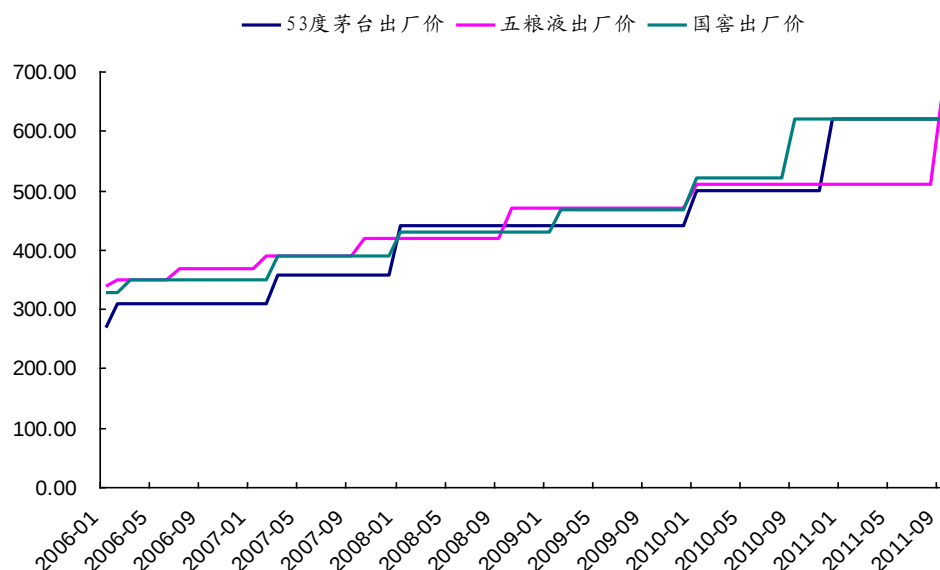
图 2：2010 年白酒消费结构



资料来源：国都证券

中高端白酒价升空间大。消费升级对超高端白酒的影响主要体现在价格上，由于具有较强的品牌力，超高端白酒提价能力最强，近几年茅台、五粮液等高端产品价格的不不断攀升打开了 300-500 元的“腰部”市场空间，地方白酒又不具备足够的定价能力占领该价格区间，因此为一些中高端名酒的提价带来了契机。

图 3: 高端白酒价格逐年攀升



数据来源: wind, 国都证券

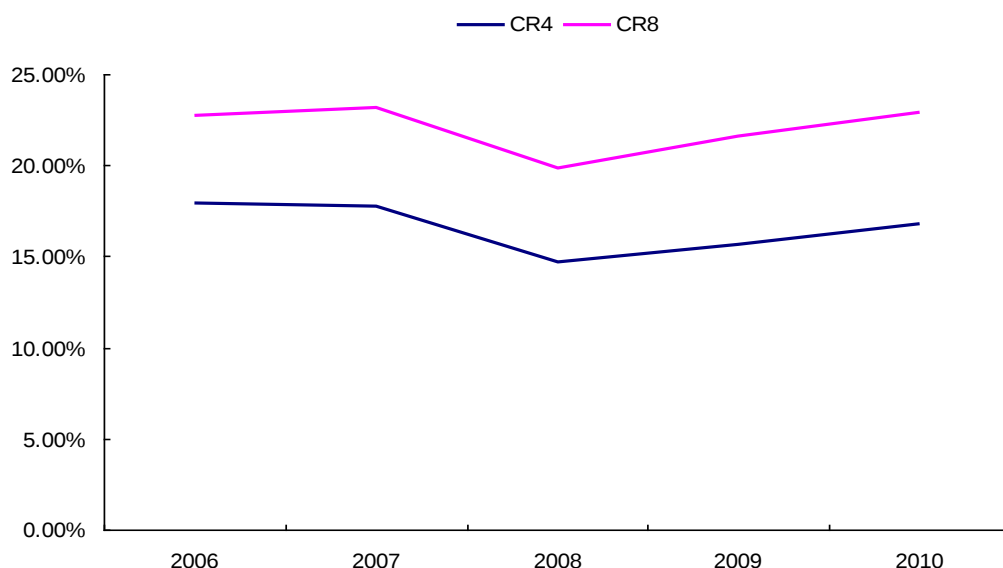
1.2 白酒行业竞争进入新格局

1.2.1 长期来看整合与并购是大势所趋

目前白酒行业约有生产企业 2 万多家, 其中获得生产许可证的企业有 8,821 家, 2010 年披露的 850 万千升的产量中, 上市公司占比很少, 行业整合度非常低。政策环境有利于行业整合, 如四川省政府提出“中国白酒金三角”、山西省政府酝酿“酒九条”, 知名企业都在加速产能扩张和全国化布局。

行业集中度的基本算法是排在前 4 名或前 8 名的企业销售收入总和占全行业销售收入总和的比率, 2010 年白酒行业 CR4 为 16.8%, CR8 为 23% 左右。按照贝恩行业集中度分类法, CR4 小于 30%、CR8 小于 40% 为竞争型, CR4 大于 30%、CR8 大于 40% 为寡占型, 显然我国白酒行业还处于竞争型。近五年白酒的行业集中度并没有发生剧烈的变化或者持续提高的态势, 我们认为主要是因为 2008 年以前, 在白酒行业高速发展的阶段, 一线名酒和二线名酒在价格上存在距离, 二线名酒相互之间又在区域上有所区隔, 彼此之间的战略性竞争并不激烈。从 2008 年开始一线名酒和二线名酒开始正面交锋, 二线名酒或区域品牌年销售超过 20 亿元规模的企业越来越多, 在区域为王的根据地市场实现饱和之后, 开始向外埠市场进行战略性扩展, 二线名酒开始蚕食地方小酒企的市场, 甚至开始蚕食其他区域二线名酒的市场, 区域区隔开始模糊, 激烈的竞争将加剧行业整合和企业并购。

图 4：近五年行业集中度变化



数据来源：wind，国都证券

事实上，洋河收购双沟酒业已经迈出了行业整合中的重要一步，从 2011 年中报的情况看，并购双沟后的协同效应已经显现。未来行业集中度的提高是可以预期的。我们认为目前这种一线名酒和二线名酒之间、二线名酒和二线名酒之间的竞争将在 2015 年达到白热化的状态。2015 年以后，白酒消费衰退、竞争成本剧升、盈利开始下滑、市场拓展难度加大，企业对未来的预期将会下降，从而使收购成本快速降低，而同时被收购对象之间的协同要素（渠道、组织、品牌）开始形成，资本大规模进入的条件趋于成熟。因此，2015 年可能会是产业大规模整合的元年，整个行业发展将会从单体企业的运营效率向整个产业的结构效率转变，而在未来 3 年能够迅速向全国扩张的二线白酒很可能是整合盛宴的主要分享者。

1.2.2 白酒行业进入品牌力竞争时代

香型多元化趋势加速白酒品类-品牌竞争。近些年，从白酒香型销售额占比上看，浓香型仍然占有绝对优势，但是多香并举的发展态势明显，单一主导的浓香型竞争格局逐渐被突破。由茅台引导的酱香型在全国范围形成了饮用习惯，并支撑了高端产品定位，郎酒借助茅台营造的酱香潮流也取得快速发展，这使得浓香型白酒开始涉足开发酱香产品，泸州老窖收购酱香型名酒——湖南武陵酒业，五粮液推出酱香型白酒“永福酱酒”等举措频频实施。此外汾酒的清香、山东的芝麻香、口子窖的兼香、西凤酒的凤香、四特酒的特香等多种香型都逐渐走上白酒舞台，并培养出忠诚的消费群体。依据此趋势判断，白酒竞争已经由产品竞争转化为品类的竞争，未来行业将呈现香型多元化的趋势。但是我们认为香型并不能作为一种能够显著提高产品溢价能力的技术壁垒，企业并不能完全依靠香型在竞争中取胜，因此品类（香型）竞争一定会进一步升级为品牌层次的竞争，品牌力要素包括实力、形象、文化、甚至时尚流行因素。

稀缺的广告资源促进白酒企业优胜劣汰。企业塑造强大的品牌影响力并非易事，营销资源和方式的选择都是至关重要的，其中广告是白酒企业打造品牌形象最常用的营销手法，但是广告资源越来越稀缺，从 2012 年 1 月 1 日起，央视招标时段的白酒广告中将选定 12 家实力较强的白酒企业，这 12 家企业可以在招标时段播出商业广告，而这

12 家企业之外的白酒企业在招标时段则只能播出形象广告，形象广告片中不得出现“酒瓶”、“酒杯”等。央视的一纸“限酒令”搅动了白酒的营销江湖。在此后的央视 2012 年黄金资源广告招标中，白酒行业现场中标 25.8 亿元，同比增长 27%，占 142.6 亿元的招标总额的 18.09%，茅台更是以近 5 亿元夺得现场标王，四家新上榜的名酒企业（西凤、习酒、老白干、迎驾）表现出了强烈的做大做强愿望。我们认为这种营销资源的稀缺性提高了行业竞争的门槛，将促进白酒企业的优胜劣汰，未来的市场份额将向影响力大、品牌价值高的名酒企集中，白酒行业进入全面的品牌竞争时代。

表 1：2012 年央视黄金资源广告招标白酒中标情况

中标单位	中标金额（万元）	中标时段	同比增长
贵州茅台	49778	新闻联播报时（1-6 月，9-10 月）等	240%
西凤	32122		新上榜
贵州习酒	30037		新上榜
劲酒	25553		-42%
剑南春	22999	新闻联播报时（11-12 月）等	362%
郎酒	19998	第三四季度 22:00 整点报时，去年广告续约	3%
汾酒	18900		3%
四特酒	16471		86%
古井贡酒	15000	黄金档第一集电视剧中插广告	200%
洋河	8300	新闻联播报时（7-8 月）等	-44%
五粮液	8009	新闻联播报时段 8 个月广告	-80%
衡水老白干	7389		新上榜
迎驾	3012		新上榜

资料来源：国都证券

1.3 政策支持区域白酒崛起，为进军全国市场蓄势

由于不同的白酒酿造地点（尤其是水和发酵环境）对口味的影响较大，催生了我国白酒较大的区域性差异，不同香型的区域名酒在历史发展的不同时期占领着主导地位。近几年，部分地方政府制定白酒发展规划，着力打造区域白酒产业，支持区域白酒的迅速崛起。我们认为在地方政府的支持下，区域名酒将加快全国化扩张的步伐。

表 2：部分区域未来白酒行业发展规划

地区	总体战略	具体方案
贵州	到 2015 年，贵州省白酒产量将确保达到 80 万千升，力争 100 万千升；白酒工业总产值确保 1300 亿元，力争 1500 亿元。力争五年后贵州白酒产量占全国白酒市场份额 10% 左右。	贵州习水白酒工业园区建设，2010 年产量突破 13000 吨 重点打造 3 个“贵州白酒”品牌基地，将每年投资 3000 万建设“贵州白酒”品牌 湄窖集团与浙大合作开发茶香型白酒
四川	打造“中国白酒金三角”在 2012 年实现白酒千亿产业的规划目标，全面进军国际市场	
山西	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用率，确保晋酒在国内白酒市场上的品牌地位	以杏花村汾酒集团为龙头，集生产、营销、文化、旅游为一体，相关产业协调发展，3 年时间投资 50 亿元，建成 5 平方公里酒业集中发展区，新增白酒产量 10 万吨，增加销售收入 100 亿元；到 2020 年白酒产量达到 20 万吨，实现利税 50 亿元，相当于再造一个新汾阳
山东	到 2015 年，全省白酒产量达到 120 万千升，年	培养发展大型企业集团，重点发展扳倒井、泰山生力源、

均增长 5%；实现销售收入 518 亿元，年均增长 15%；创中国名牌 8 个，创中国驰名商标 30 个；销售收入过 10 亿的企业 8 家。

古贝春、兰陵、景芝、趵突泉、琅琊台、孔府家、花冠等企业集团。结合历史文化，不断推出新品、名品，产品价位高，质量好，包装精美，文化内涵丰富

资料来源：国都证券

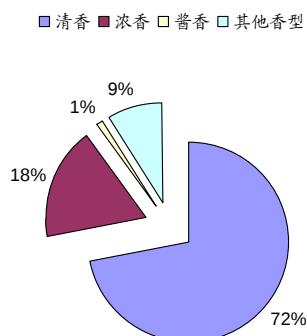
2 新行业竞争格局下汾酒的三大竞争优势

2.1 强有力的全国化布局实力

2.1.1 清香品类具有全国性消费基础

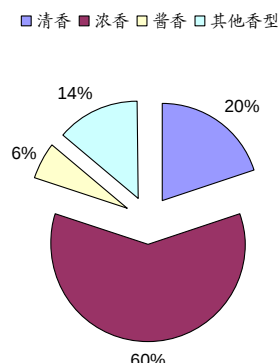
1990 年左右，清香型在全国的白酒消费额占比一度超过 70%，山西汾酒受益于清香型的流行而被誉为“汾老大”。此后由于 1998 年的山西假酒案使得清香型白酒的市场占有率迅速下降，汾酒的市场也急剧萎缩。此后浓香型成为了白酒消费的主要香型，清香型占比最低时只有 12% 左右，随着汾酒的省外扩张和收复失地，清香型白酒的销售额占比逐渐恢复，目前能够达到 20% 左右。我们认为汾酒一度在全国的流行说明清香型是一个容易让消费者接受和青睐的大众化品类，具有全国性的消费基础。从工艺上来看，汾酒“清蒸二次清”的工艺较为纯净，入口并不困难，全国性适应能力较强。未来随着茅台和其他香型份额的提高，清香型白酒的占比必然会随着行业香型的多元化而逐步提升。

图 5：90 年代各香型销售额占比



资料来源：国都证券

图 6：2010 年各香型销售额占比



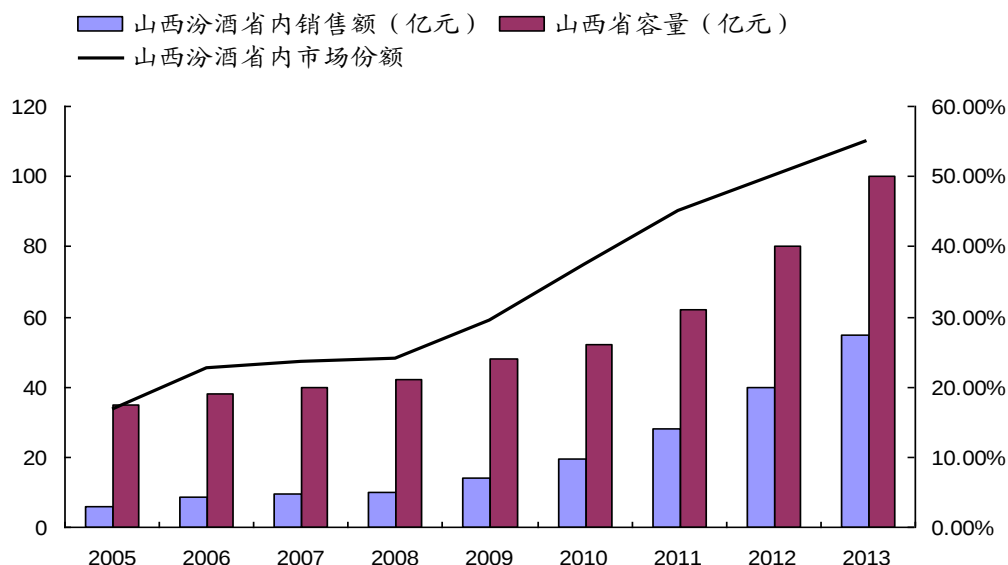
资料来源：国都证券

2.1.2 省内根据地市场为省外扩张提供强有力的后方支撑

省内收入高速增长，全国化扩张基础坚实。汾酒在山西省占有绝对优势，2010 年山西省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。2010 年山西省的白酒市场容量在 50 个亿左右，其中汾酒占比接近 40%，其他市场份额由山西当地小酒厂、假酒和名酒均分。山西省市场的外地名酒占有率并不高，小酒厂和假酒这部分市场份额是公司未来扩大本省市场的主攻方向，通过渠道深耕细作和加强打假力度等方式抢占当地低端酒和假酒的市场份额。预计明年省内收入增速能达到 50%，市场占有率提高 5% 左右。山西省不可撼动的市场份额将形成汾酒的利润

大本营，为全国化布局提供坚实的基础。

图 7：山西汾酒省内市场占有率及预测



数据来源：公司公告，国都证券

高市场占有率将给予汾酒持续的提价能力。汾酒近几年的提价都比较成功，市场对其次高端产品价格的接受能力较强。从可比品牌的提价经历来看，红花郎十年年份酒的零售价三年间从 200 元提高到 400 元，同期洋河天之蓝的零售价从 280 元提高到 340 元，我们认为两者提价速度较大差距的原因在于天之蓝的替代产品较多。目前汾酒次高端中位数在 340 元左右，随着一线白酒价格的持续攀升，将为次高端产品继续让出提价空间，汾酒的提价基础和需求均存在。我们认为高市场占有率（省内市场占有率高、清香型白酒市场占有率高）是能够强有力支撑汾酒提价的重要因素，未来随着山西省内白酒扩容，汾酒的区域垄断地位将逐步得到加强，同时汾酒作为清香型白酒鼻祖将会通过持续提价引领清香型的全国复苏。

2.2 不可复制的品牌资源优势

白酒行业经历了“广告战”、“包装战”、“促销战”等之后，文化营销越来越成为白酒企业构筑品牌力的重要手段，尤其是在广告资源被“限酒令”等政策手段重新分配之后，企业必须利用有限的资源得到更多的受众，这有利于促进白酒企业营销思维的转变。白酒是最讲究文化和历史的，因此中高端白酒企业需要用深厚的文化底蕴来提升品牌的影响力，在全国化的过程中迅速获得消费者的认可，取得竞争优势。

汾酒的文化源远流长，这无疑不是其打“文化战”、“品牌战”不可复制的资源优势。考古发掘文物证实，杏花村汾酒酿酒史可追溯到 4000 多年前的龙山文化时期。据可靠的中国正史二十四史之一的《北齐书》载：公元 561 年北齐皇帝武成帝高湛劝侄儿河南康舒王孝瑜：“吾饮汾清两杯，劝汝于邺酌两杯，其亲爱如此。”可见在距今 1500 前的南北朝时期，“杏花村”汾酒早已成为宫廷御酒，这是杏花村汾酒可靠的第一次成名。晚唐诗人杜牧所作的《清明》中的“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”一句是对汾酒千年文化底蕴的最佳精炼，这是汾酒的第二次成名。1915 年汾酒走上国际舞台，获得

巴拿马万国博览会金奖。从 1952 年的第一届全国白酒评选会开始，汾酒连续 5 次获得“中国名酒”称号并获金奖，同获得此殊荣的还有茅台和泸州老窖特曲。

表 3：历年全国白酒评酒会获奖情况

名称	香型	评酒会获奖届次
茅台酒	酱香	1、2、3、4、5
汾酒	清香	1、2、3、4、5
泸州老窖	浓香	1、2、3、4、5
西凤酒	凤香	1、2、4、5
五粮液	浓香	2、3、4、5
古井贡酒	浓香	2、3、4、5
全兴大曲	浓香	2、4、5
董酒	其他香	2、3、4、5
剑南春	浓香	3、4、5
洋河大曲	浓香	3、4、5
双沟大曲	浓香	4、5
郎酒	酱香	4、5
沱牌曲酒	浓香	5

资料来源：国都证券

权威调查机构 OPENED 调研显示，在消费者心目中，汾酒是“具有悠久历史文化的”、“品质优良的”、“清香型白酒中最好的”、“诚信而负责任的”、“老四大名酒”，其中文化与品质分别排前两位。汾酒近几年的战略思路日渐明晰，开始利用资源优势开启品牌文化营销。2010 年股东大会上公司提出“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 年的“十二五”开局之年，公司提出“国酒之源、清香之祖、文化之根”的战略定位，坚持“清香汾酒，文化汾酒，绿色汾酒”的经营文化，开始从文化和品质上谋求市场发展机遇，有望在未来几年成为高速增长的白酒公司。

2.3 清香型明显的产能和成本优势

随着白酒产销量的不断攀升，白酒行业（特别是中高端白酒）加快了产能扩张的步伐，酒鬼酒、金种子酒和古井贡酒等先后增发，募集资金也基本上是扩大中高端产品的比重。目前山西汾酒的基酒总产能约为 2 万多吨，储存能力 3 万吨左右，2011 年总销量预计能够达到 3 万吨，仍不能满足市场的需求。“十二五”期间产能计划达到 5 万吨，储酒能力达到 6-8 万吨。

事实上，即使不考虑到产能的扩张，清香型白酒本身就具备不可替代的产能优势。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，优质酒率能够达到 90%，这使得汾酒的高端品牌发展的品质产能基础不成问题。而相比之下，酱香型白酒的出酒率为 28% 左右，浓香型白酒采用窖池发酵，出酒率为 40%，优质酒率仅为 10%-20%，窖龄越老优质酒率越高，从而导致高端品牌的产能扩张速度及其有限。浓香型白酒的产品结构大多呈现金字塔型，低端品牌的销量非常大，主要是分摊固定费用和提高市场占有率，盈利主要来自于高端品牌。清香型白酒的投资需求量也较小，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。

此外清香型的汾酒在成本和安全上也具有不可替代的优势。从吨酒的粮耗上来

看，酱香型白酒的吨酒粮耗为 4.5 吨以上，浓香型白酒为 3-3.5 吨，清香型白酒只有 2-2.5 吨。从食品安全上来看，国家规定每升白酒甲醇含量不得超过 0.4 克，汾酒只有 0.064 克；铅含量国家规定不得超过 0.001 克，汾酒只有 0.000043 克，达到国际先进水平；酒中有益物质总脂含量，国家标准中每升含量不得少于 2 克，而汾酒达到 4.4 克，这也是汾酒争夺保健酒市场的一大竞争优势。

表 4：不同香型工艺对比

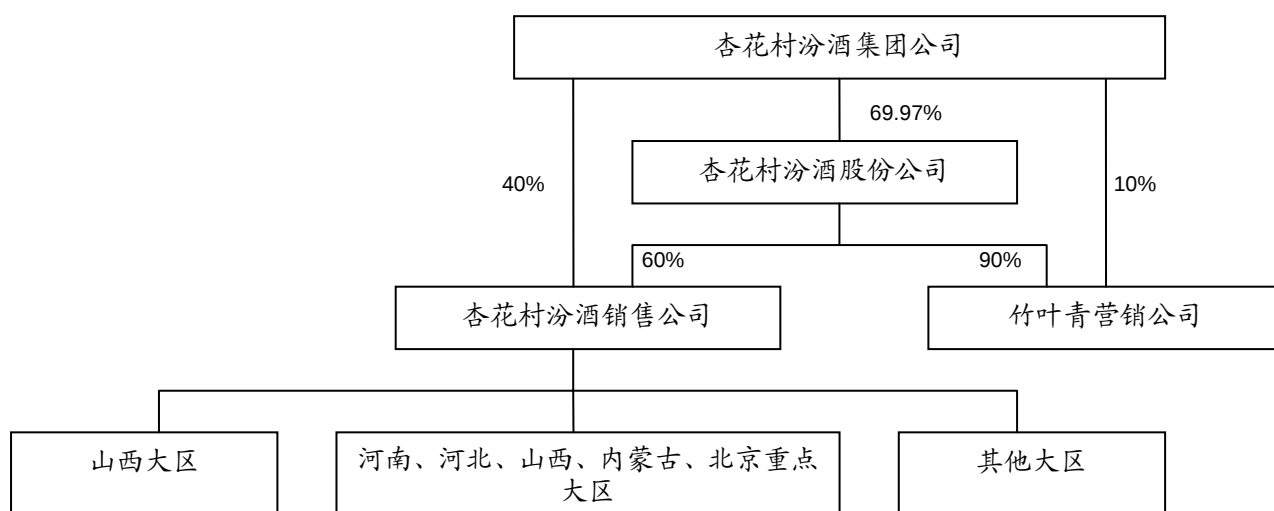
香型	吨酒粮耗	出酒率	优质酒率	发酵期	贮存期	发酵方式
酱香型	4.5 吨以上	27%	90%	240 天	3 年以上	石壁泥底窖池，堆集工艺
浓香型	3-3.5 吨	40%	10%-20%	45-90 天	1-2 年	肥泥窖，混蒸混烧
清香型	2-2.5 吨	45%	90%	60 天左右	1 年	地缸发酵，清蒸工艺

资料来源：国都证券

3 实施汾酒-竹叶青双品牌战略，携手银基运作超高端产品

2010 年以前汾酒（包括青花瓷、老白汾等品牌）和竹叶青都由杏花村汾酒销售公司（股份公司持有 60%的股权，集团持有 40%的股权）来运营，但是由于做汾酒的利润较高，导致业务员、片区经理和经销商等都愿意经营汾酒，竹叶青的销售情况一直不好，2010 年公司开始实施双品牌战略，股份公司出资 90%、汾酒集团出资 10%成立竹叶青营销公司，汾酒与竹叶青分开运营。两大公司独立运营保证了两大品牌都会得到同等重视，此次竹叶青营销公司的股权划分也显示了集团有意向给股份公司更多经营决策的权利空间，这也有利于汾酒产品战略的灵活实施，未来汾酒将会在中高档酒和保健酒两大细分市场大展拳脚。

图 8：山西汾酒股权结构



资料来源：公司公告，国都证券

3.1 青花瓷量价齐升，老白汾加大结构调整

2010 年汾酒开始大力调整产品线，在原产品线的基础上进行延伸，变单品为产品线精细化运作。国藏汾酒经过重新包装，推出两款产品，继续打造其超高端形象，规格分为 45°和 55°两种，均为 660ml 装；青花瓷在原 30 年的基础上双向延伸，推出 20 年和 40 年两种产品，规格分别为 42°和 55°，均为 500ml 装；老白汾推出醇柔、15 年和 20 年三种产品，在原来的老白汾 10 年的基础上向上延伸。醇柔老白汾规格为 42 度，475ml 装，老白汾 15 年分为 53°和 42°两种，均为 475ml 装。可以看出，此次推出的新产品主要是延伸了青花瓷和老白汾的产品线，并在一定程度上填补了价格空档。2011 年的产品线调整和丰富以玫瑰汾酒和白玉汾酒为主，继续淘汰不符合公司产品定位、包装差的低端产品。目前玫瑰和白玉放在竹叶青保健酒公司进行运营。

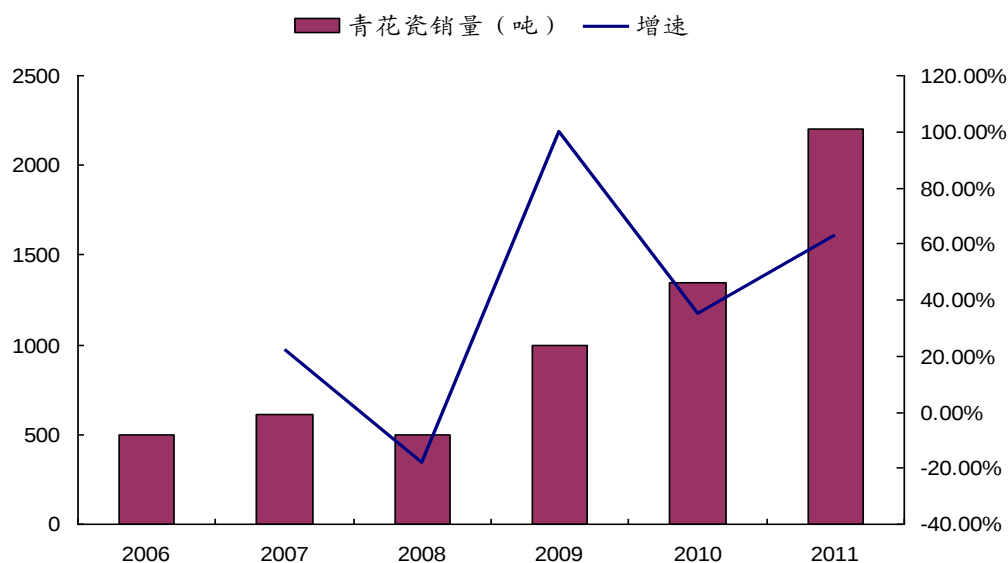
表 5：山西汾酒主要产品结构及终端价

产品结构	零售价
至尊国藏汾酒	9999
经典国藏汾酒	8888
40 年青花瓷	2000
30 年青花瓷	689
20 年青花瓷	538
20 年老白汾	388
15 年老白汾	269
10 年老白汾	139
玻汾	68
杏花村	30
竹叶青	国酿 660、精酿 280、特酿 160

资料来源：国都证券

青花瓷系列酒从 2009 年开始加速上量，2010 年实现销量接近 1400 吨，今年实现 2000 吨的销量完全没有问题。青花瓷是汾酒省外市场扩张的主打产品，与相关竞品相比，目前青花瓷的规模基数还较小，未来五年将保持高速增长，公司将依靠青花瓷的上量实现全国化布局。

图 9：青花瓷销量走势



数据来源：国都证券

公司在 2008 年和 2009 年每年都提价了两次，调整品牌定位。2010 年产品线调整和丰富之后，2011 年又一次进入提价期，3 月份公司提高 30 年青花瓷出厂价 20%，提高 40 年青花瓷、20 年青花瓷和 20 年老白汾出厂价 10%，目前市场价格理顺清楚，接受程度良好。公司的提价策略一是根据销售情况调整价格，二是跟进一线酒调整价格，随着次高端白酒市场扩容和茅台等一线酒价格不断上涨，汾酒的持续提价是大势所趋，量价齐升可望延续。

表 6：2008 年至今山西汾酒提价情况

时间	产品	幅度
2008-3-12	部分汾酒系列产品	8%
2008-4-29	高端陈酿汾酒	30%
	中低端汾酒	10%
2009-6-27	10 年老白汾	10%
2009-12-11	老白汾系列、竹叶青系列	10%
	15 年以上汾酒系列	15%
2011-3-29	30 年青花	20%
	40 年青花、20 年青花、20 年老白汾	10%

资料来源：公司公告，国都证券

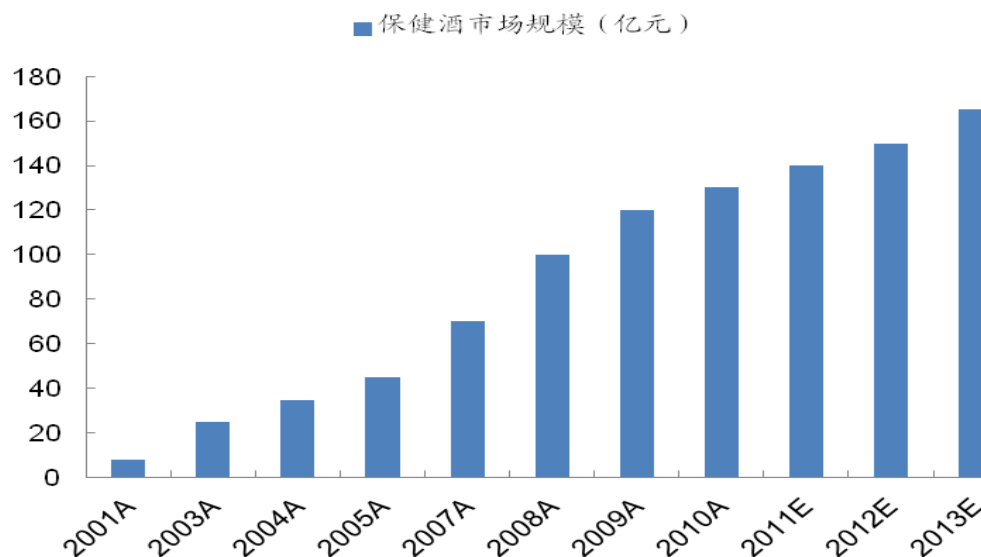
此外，公司进一步加强了经销商开发产品的管理，为了开发新市场和给经销商更大的产品运作空间，公司允许经销商根据当地的消费习惯开发新产品，前提是使用汾酒的基酒，并由公司设计包装和定价，一般定价高出同档次自有产品 10 几元。经销商开发产品多数属于老白汾系列，目前有 30 多种，逐年下降，公司每年都对其设定一定的收入门槛，达不到的产品就会砍掉，其贡献的收入由此前的 50% 多下降到目前的 25% 左右，这一举措加强了公司对经销商开发产品的管理，有利于对汾酒品牌价值的维护。

3.2 积极运作竹叶青，抢占保健酒蓝海

3.2.1 保健酒市场兴起，成长空间巨大

近些年，随着人们生活水平的提高，保健意识逐渐增强，保健酒市场被激活，吸引了众多酒类巨头涌入，茅台推出白金酒、五粮液推出黄金酒、张裕推出三鞭酒，开始在全国攻城掠地。保健酒市场正在以年均 30% 的速度高速增长，2001 年中国保健酒行业只有 8 个亿，2005 年已经发展到 45 个亿，2007 年达到 70 亿的规模，2008 年突破 100 亿大关。但是目前保健酒在我国酒类市场总量中只占到 0.5% 左右，远远低于国际上 2% 的水平，因此成长空间巨大。我们预计 2012 年保健酒行业的市场规模将超过 150 亿，超越黄酒曾为中国酒水行业“五虎上将”中的第四名。

图 10：保健酒市场规模测算



数据来源：国都证券

目前保健酒市场实际生产并投放的品牌大约有 1000 个，保健酒生产厂家有 5000 个左右，但是真正拿到“国食健字”或“卫食健字”健康食品标识的不到 15%。保健酒第一集团劲酒一家以 35 亿左右的销量独占 25%，椰岛、致中和、宁夏红、张裕三鞭、古岭神酒、黄金酒、等第二集团占据 35% 的份额，其他 40% 的份额被大约十几家 3000 万以上、100 家左右 1000 万以上销量企业以及众多的百万企业瓜分，这种产业结构完全不适应产业的做大。未来只有形成 2-3 家 30-50 亿的一线集团，10 家左右 5-10 亿的第二集团，200 家左右的 1000 万企业才是有利于产业安全合理的产业竞争格局。目前保健酒已经正式纳入了国家卫生部 GMP 认证范围。这个消息对于促进行业健康发展具有非凡意义，预计 80% 的企业将随着国家产业门槛的提高和产业竞争的加剧在 3-5 年内消失，随着保健酒行业的快速发展和加速整合，将有更多优质企业异军突起。

3.2.2 启动老牌竹叶青，定位保健酒最高端

2010 年公司启动老牌保健酒竹叶青营销战略，成立单独运营竹叶青的营销公司，推出三款产品：国酿竹叶青（市场零售价 660 元）、精酿竹叶青（市场零售价 280 元）、特酿竹叶青（市场零售价 160 元），品牌定位保健养生酒市场的最高端，避开与劲酒、椰岛的低价和渠道竞争，可以独家抢占高端保健酒的市场份额。目标消费群体覆盖中老年和青年消费者，其中白玉汾酒和玫瑰汾酒加入健康时尚元素迎合年轻消费群体的消费诉求。

竹叶青是有 1000 多年历史的保健名酒，其以汾酒为基酒配置，浸泡竹叶、木香、菊花、当归、陈皮、栀子、砂仁、丁香、山奈、藿香、零陵香、檀香 12 味名贵中草药及“低聚果糖”酿制。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。竹叶青保健名酒经国家卫生部临床试验后，于 1998 年 2 月 16 日，以（1998）第 052 号文件、第 053 号文件，批准“竹叶青”酒为我国至今唯一的“国家保健名酒”。2006 年，国家卫生部认定竹叶青保健名酒具有 27 项保健功能，目前竹叶青产品主推植物性肠胃养生功能。

表 7：部分保健酒产品及其功能

酒名	主要配置原料	主要功能
劲酒	淫羊藿、牛鞭、狗鞭、驴鞭	滋阴壮阳、补肾健体
椰岛鹿龟酒	鹿茸、鹿骨胶、龟板胶	抗皮延衰、补寿益气
致中和五加皮	五加皮、当归、地榆	腰酸腿痛、风湿舒筋
宁夏红枸杞	枸杞	姿容养颜、活血美肤
竹叶青	竹叶、木香、菊花、当归、陈皮等	润肠通便，肠胃养生，增强人体免疫力

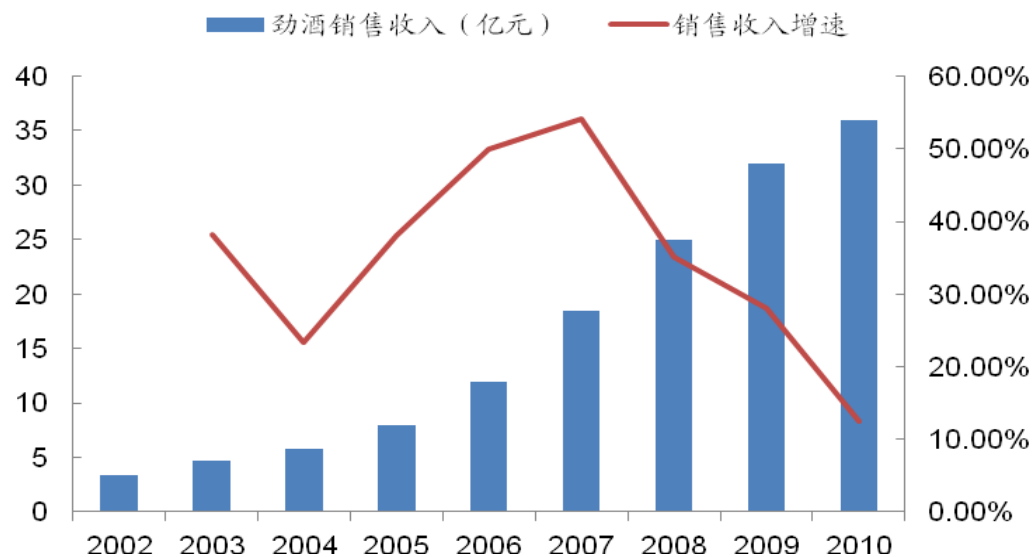
资料来源：国都证券

3.2.3 竹叶青“十二五”期间复合增长率有望达到 50%

2010 年竹叶青实现销售收入 1.6 亿元，今年全年实现 4000 吨的销量、3 亿元的销售收入没有问题，明年计划销售收入实现 4 个亿。目前竹叶青低端酒销量较大，毛利为 50%-60%，高档酒的毛利在 70%以上，公司未来将进一步调整产品结构，加速低端保健酒的退出。目前竹叶青的销售网络已经基本建立起来，销售情况较好的区域在珠三角、长三角等地区，弥补了汾酒在南方市场的空缺，未来公司有望依靠竹叶青打开南方市场。

从保健酒老大劲酒的发展路径来看，2003 年销售收入只有 4.7 亿元，到 2008 年销售收入达到 25 亿，5 年间的年符合增长率达到 40%以上，2008 年之后增速开始放缓，2010 年开始进入瓶颈期。竹叶青尚处于发展初期，基数较小，随着保健酒市场的扩容和产品结构的调整，我们预计 2015 年竹叶青的销售收入能够达到 15 亿元，年复合增长率接近 50%。

图 11：近年来劲酒销售收入增长情况



数据来源：国都证券

3.3 携手银基，树立超高端产品形象

2011 年 5 月 6 日，山西杏花村汾酒销售公司与银基贸易发展（深圳）公司签署《经销合同》：汾酒销售公司同意银基贸易公司作为 55°经典国藏汾酒（660ml×2）和 55°40 年青花汾酒（500ml×6）的全球总经销商，合同期限自 2011 年 5 月 6 日至 2015 年 12 月 25 日。

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档酒类产品。2001 年银基集团成为五粮液 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。银基集团同时也是泸州老窖国窖 1573 系列 43 度白酒 10 年国内的独家经销商。

银基集团所经销的两款产品是公司的超高端产品，其推出的目的在于优化产品结构、提升品牌形象，公司可以借助银基在国内外的营销网络以及其运作高端酒的丰富经验，在高端酒市场取得突破和发展。目前从调研的情况来看，今年银基没有在中秋和国庆铺货，我们预计银基合作的超高端产品将在 2012 年贡献收入。

4 加速全国化布局，2013 年将进入质量规模效益阶段

4.1 省内精耕细作，省外加速布局

汾酒在山西省占据绝对优势地位，1998 年假酒案导致汾酒的市场萎缩，此后几年是山西市场支持着汾酒走出困境。目前山西省已经成为汾酒的利润大本营，汾酒在山西也建立了坚实的竞争壁垒。

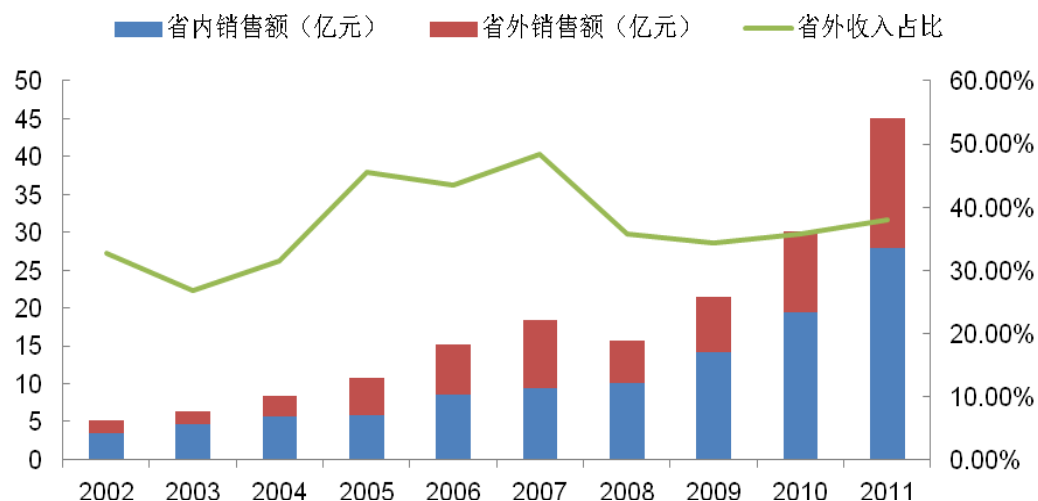
从渠道上来看，省内市场从去年开始精耕细作，渠道下沉至线，资源聚焦，强化对经销商的掌控。目前已经有 13 个县做到厂家直供经销商，未来随着渠道继续下沉，厂家对区域的提价可以更加精细化地掌控，有效地把握核心渠道和终端资源，对经销商做到有效监管，对市场需求做出正确而及时的反应。省内商超、酒店、批发、团购都在做，以前比较弱的团购渠道今年开始加大投入力度，团购的主要产品是中高端产品青花瓷和 20 年老白汾，公关的主要对象是电力、化工、煤炭等大型国企，今年团购收入占比的目标是 2%，2012 年计划达到 5%，2013 年计划达到 10%。

从资源投入上来看，目前汾酒省内销售人员有 200 人左右（以前只有十几人），占销售人员总数的 40%。以前汾酒的销售管理是粗放式的，产品卖给总经销商或一级经销商之后就不再过问了，现在二级经销商和终端都开始加强投入和管控，每个县、重点商超酒店都有几个专职人员跟进。

省外市场方面，今年实现销售过亿的共有 8 个省，包括北京、山东、内蒙古、河南、陕西、广东、河北、天津。其中主力销售区域北京今年的销售额能够突破 2 亿，明年有望达到 3-3.5 亿元。公司明年将继续对北京、内蒙古、河南、山东四个省市加强投入，重点发展。重点区域明年的增速不会低于 50%，内蒙古有望达到 80%-100%。省外市场的扩张主推中高端青花瓷系列产品，选择有实力有网络的经销商，以商超渠道为主（70%左右），其次是批发和团购（30%左右）。

目前省内、省外收入比例为 6.5:3.5，但是从资源配置上来看，公司明显倾向省外的投入和市场培养，省外一级经销商达到 160 家左右，占一级经销商总数的 80%，省外专卖店 300 家左右，占专卖店总数的 60%左右，省外销售人员 300 人左右，占总销售人员的 60%。下一步公司将加强全国化市场布局，继续培育销售过亿的市场，今年省内外比例调整目标是 6:4，2012 年目标是 5:5，未来省外收入占比将继续加大。

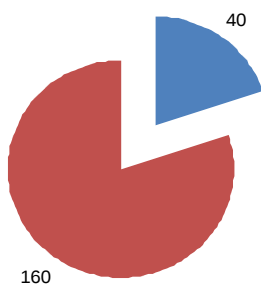
图 12: 山西汾酒省内、省外销售额比例



数据来源: 公司公告、国都证券

图 13: 一级经销商省内省外分布情况

■ 省内一级经销商数量 ■ 省外一级经销商数量



资料来源: 国都证券

图 14: 专卖店省内省外分布情况

■ 省内专卖店数量 ■ 省外专卖店数量



资料来源: 国都证券

图 15: 销售人员省内省外分布情况

■ 省内销售人员 ■ 省外销售人员



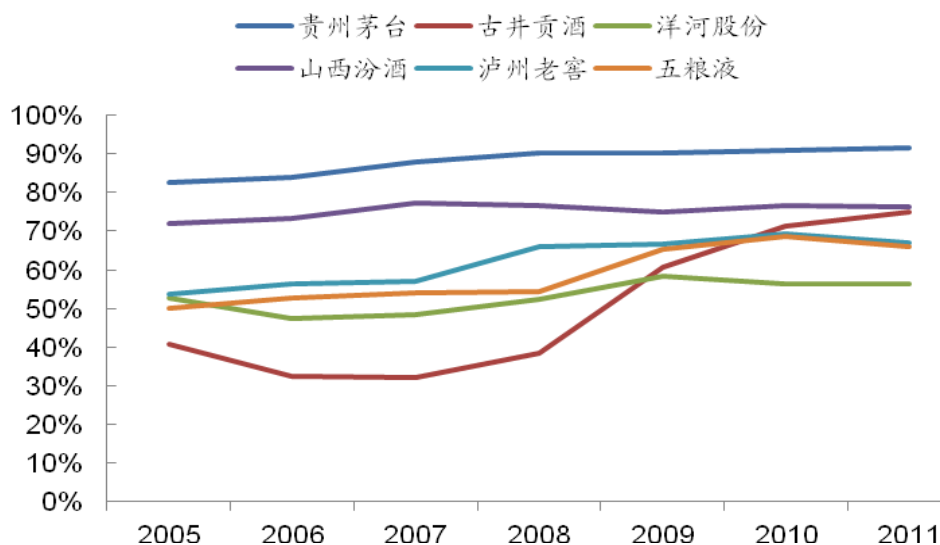
数据来源: 国都证券

4.2 2013 年将提前进入质量规模效益阶段

公司提出三阶段发展模型，第一阶段为质量规模型，重点在于收复失地，提高省外市场占有率，提高销量和收入规模；第二阶段为质量规模效益型，重点在于提高生产效率、费用使用效率等，从而增加收益；第三阶段为质量规模效益科技型，重点在于开发新的白酒生产科技，树立白酒科技型企业形象。目前公司还处于第一阶段，着力开发全国市场，如果实施顺利，我们预计公司将在 2013 年提前进入质量规模效益阶段。

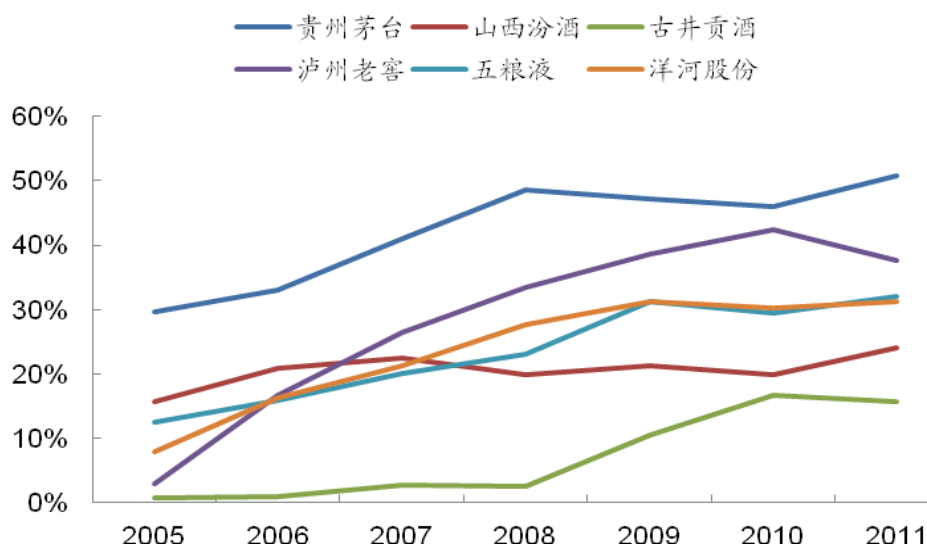
作为清香型的汾酒，生产工艺使其毛利率普遍高于浓香型白酒，仅低于酱香型的茅台。但是汾酒的净利率仅有 24% 左右，不仅不及茅台的一半，也低于浓香型的五粮液、泸州老窖以及洋河。2008 年洋河实现销售收入 27 亿元，销售净利率和销售费用率分别为 27.7% 和 8.45%；2007 年泸州老窖实现销售收入 29 亿元，销售净利率和销售费用率分别为 26.37% 和 12.04%。2010 年山西汾酒的销售收入实现 30 亿元，但是销售费用率高达 19.28%，主要是由于省外扩张需要大量投入，目前以收入上规模为主要目标，与其他白酒公司在同等规模的情况进行对比来看，公司销售费用率较高、销售净利率较低，这使得汾酒具有较高的利润弹性，未来随着规模的不断扩大，公司的销售费用率将大幅下降，净利率将有较大的提升空间。

图 16：主要白酒公司销售毛利率情况



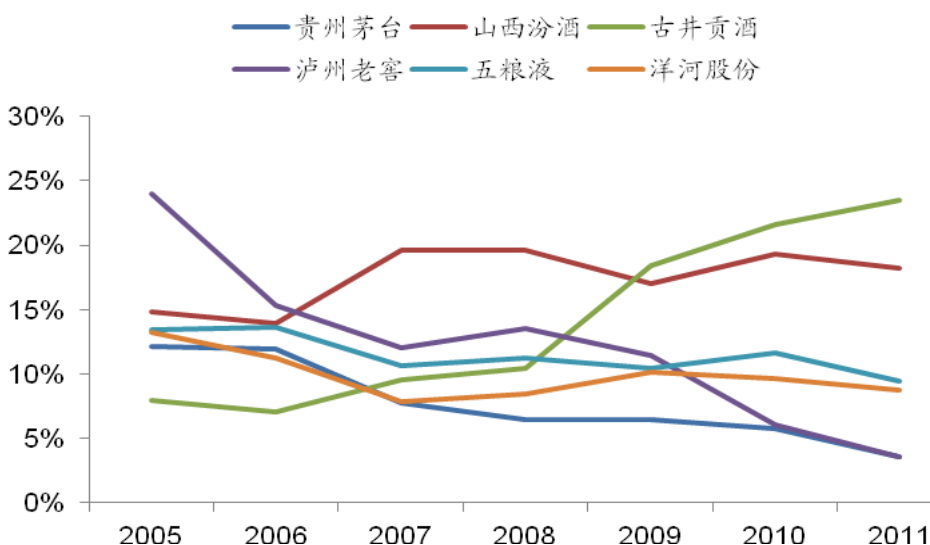
数据来源：wind，国都证券

图 17: 主要白酒公司销售净利率情况



数据来源: wind, 国都证券

图 18: 主要白酒公司销售费用率情况



数据来源: wind, 国都证券

5 盈利预测及投资评级

5.1 分产品收入预测

我们预计未来三年国藏汾酒将加速成长,2011-2013 年其收入增速分别为 73.22%、36.36%、21.93%,由于品类的稀缺,国藏汾酒必将在超高端白酒市场占有一席之地,提升汾酒品牌的综合影响力。

表 8: 国藏汾酒营收预测

国藏汾酒	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量 (吨)	50	60	70	83	92
吨酒价格 (万元/吨)	82	91.6	136	156	172
销售收入 (万元)	4100	5496	9520	12981	15828
收入增速		34.05%	73.22%	36.36%	21.93%
毛利率	90%	90%	90%	90%	90%
销售成本	410	550	952	1298	1583
占总销售收入的比重	1.91%	1.80%	2.09%	2.12%	1.98%

数据来源: 国都证券

青花瓷作为汾酒开拓全国市场的主力, 收入占比将持续提升, 并成为未来汾酒分享中高端白酒市场快速盛宴的主推品牌。我们预计随着青花瓷系列的量价齐升, 2011-2013 年其收入增速将分别达到 74%、49.85%、36.5%。

表 9: 青花瓷营收预测

青花瓷	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量 (吨)	1000	1400	2030	2741	3563
吨酒价格 (万元/吨)	51	57	68	76	80
销售收入 (万元)	51000	79800	138852	208070	284015
收入增速		56.47%	74.00%	49.85%	36.50%
毛利率	85%	85%	85%	85%	85%
销售成本	7650	11970	20828	31210	42602
占总销售收入的比重	23.80%	26.16%	30.50%	34.01%	35.48%

数据来源: 国都证券

老白汾作为公司中端产品主要销售区域是环山西地区, 是公司全价格产品线的重要补充品牌。老白汾对省内收入的贡献较高, 未来有望平稳增长, 预计 2011-2013 年的收入增速分别为 35.7%、29.6%、26%。

表 10: 老白汾营收预测

老白汾	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量 (吨)	9500	11500	13570	16284	19541
吨酒价格 (万元/吨)	12	14.3	16.5	17.8	18.7
销售收入 (万元)	115900	164910	223783	290023	365428
收入增速		42.29%	35.70%	29.60%	26.00%
毛利率	75.00%	76.60%	76.90%	77.20%	78.00%
销售成本	28975	38589	51694	66125	80394
占总销售收入的比重	54.09%	54.05%	49.16%	47.40%	45.65%

数据来源: 国都证券

竹叶青是公司的战略性品类, 未来将在高端保健酒市场开拓一片天地, 并有望填补清香型传统消费市场以外的南方市场, 从而推动汾酒的全国化进程。预计未来竹叶青将迎来高速发展, 2011-2013 年的收入增速将达到 83.74%、55.18%、61.41%。

表 11: 竹叶青营收预测

竹叶青	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	2800	3200	4000	5600	7560
吨酒价格(万元/吨)	4.6	5.6	8.3	9.2	11.0
销售收入(万元)	12986	18069	33200	51520	83160
收入增速		39.14%	83.74%	55.18%	61.41%
毛利率	54.06%	53.16%	61.76%	62.05%	63.50%
销售成本(万元)	5966	8464	12696	19552	30354
占总销售收入的比重	6.06%	5.92%	7.29%	8.42%	10.39%

数据来源: 国都证券

玻汾是公司的低端产品, 主要在山西省内销售, 对提高省内市场份额较为重要, 但我们预计随着汾酒中高端战略的深入实施, 未来低端产品的增速将趋于放缓, 2011-2013 年玻汾的收入增速为 42.29%、5%、3%, 在收入结构中的占比将越来越小。

表 12: 玻汾营收预测

玻汾	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	6000	6000	8000	8000	8000
吨酒价格(万元/吨)	5.05	5.1	5.4	5.7	5.8
销售收入(万元)	30300	30360	43200	45360	46721
收入增速		0.20%	42.29%	5.00%	3.00%
毛利率	60%	60%	60%	60%	60%
销售成本	12120	12144	17280	18144	18688
占总销售收入的比重	14.14%	9.95%	9.49%	7.37%	5.82%

数据来源: 国都证券

杏花村自 2010 年被股份公司收回后才开始贡献业绩, 目前走低端路线, 品牌梳理和培育还需要一定时间, 未来增速较为缓慢, 预计 2011-2013 年收入增速分别为 3.28%、7.69%、9.29%, 未来发展还需观望公司如何定位和运作杏花村品牌。

表 13: 杏花村营收预测

杏花村	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	3000	3000	3000	3000
吨酒价格(万元/吨)	2.5	2.6	2.8	3.1
销售收入(万元)	6455	6667	7179	7846
收入增速		3.28%	7.69%	9.29%
毛利率	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本(万元)	4196	4333	4667	5100
占总销售收入的比重	2.12%	1.46%	1.17%	0.98%

数据来源: 国都证券

5.2 盈利预测及投资品级

公司未来将受益于消费升级、高端白酒提价带来的次高端市场扩容，收入未来三年将进入加速上涨通道。我们预计公司 2011-2013 年营业收入增速将分别达到 50.90%、35.13%、30.54%，归属母公司净利润将分别达到 8.69 亿、12.21 亿、16.77 亿，同比增长 75.71%、40.52%、37.39%，EPS 分别为 2.01 元、2.82 元、3.87 元，给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级

表 14: 山西汾酒盈利预测

单位（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3016.63	4552.22	6151.33	8029.98
营业成本	706.15	1077.83	1409.96	1787.22
营业税金及附加	512.66	764.77	1045.16	1359.35
营业费用	581.48	869.47	1168.75	1493.58
管理费用	304.32	439.15	590.53	762.85
财务费用	-4.44	5.44	1.88	-5.00
资产减值损失	27.28	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.16	0.23	0.20	0.20
营业利润	889.33	1395.78	1935.25	2632.19
营业外收入	2.78	2.16	2.01	2.32
营业外支出	25.33	26.67	20.66	24.22
利润总额	866.77	1371.27	1916.61	2610.28
所得税	264.84	274.25	383.32	522.06
净利润	601.92	1097.01	1533.28	2088.23
少数股东损益	107.43	228.17	312.41	410.84
归属母公司净利润	494.49	868.85	1220.88	1677.39
EBITDA	869.28	1369.89	1907.65	2588.88
EPS（摊薄）	1.14	2.01	2.82	3.87

数据来源：公司公告，国都证券

6 风险提示

国家宏观经济减速可能会影响到白酒消费的增速。

国有体制使公司在战略制定和执行等方面不够灵活。

附录一：山西汾酒分产品收入预测汇总

国藏汾酒	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	50	60	70	83	92
吨酒价格(万元/吨)	82	91.6	136	156	172
销售收入(万元)	4100	5496	9520	12981	15828
收入增速		34.05%	73.22%	36.36%	21.93%
毛利率	90%	90%	90%	90%	90%
销售成本	410	550	952	1298	1583
占总销售收入的比重	1.91%	1.80%	2.09%	2.11%	1.97%
青花瓷	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	1000	1400	2030	2741	3563
吨酒价格(万元/吨)	51	57	68	76	80
销售收入(万元)	51000	79800	138852	208070	284015
收入增速		56.47%	74.00%	49.85%	36.50%
毛利率	85%	85%	85%	85%	85%
销售成本	7650	11970	20828	31210	42602
占总销售收入的比重	23.80%	26.16%	30.50%	33.83%	35.37%
老白汾	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	9500	11500	13570	16284	19541
吨酒价格(万元/吨)	12	14.3	16.5	17.8	18.7
销售收入(万元)	115900	164910	223783	290023	365428
收入增速		42.29%	35.70%	29.60%	26.00%
毛利率	75.00%	76.60%	76.90%	77.20%	78.00%
销售成本	28975	38589	51694	66125	80394
占总销售收入的比重	54.09%	54.05%	49.16%	47.15%	45.51%
竹叶青	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	2800	3200	4000	5600	7560
吨酒价格(万元/吨)	4.6	5.6	8.3	9.2	11.0
销售收入(万元)	12986	18069	33200	51520	83160
收入增速		39.14%	83.74%	55.18%	61.41%
毛利率	54.06%	53.16%	61.76%	62.05%	63.50%
销售成本(万元)	5966	8464	12696	19552	30354
占总销售收入的比重	6.06%	5.92%	7.29%	8.38%	10.36%
玻汾	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)	6000	6000	8000	8000	8000
吨酒价格(万元/吨)	5.05	5.1	5.4	5.7	5.8
销售收入(万元)	30300	30360	43200	45360	46721
收入增速		0.20%	42.29%	5.00%	3.00%
毛利率	60%	60%	60%	60%	60%
销售成本	12120	12144	17280	18144	18688
占总销售收入的比重	14.14%	9.95%	9.49%	7.37%	5.82%
杏花村	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(吨)		3000	3000	3000	3000
吨酒价格(万元/吨)		2.5	2.6	2.8	3.1
销售收入(万元)		6455	6667	7179	7846
收入增速			3.28%	7.69%	9.29%

毛利率		35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本（万元）		4196	4333	4667	5100
占总销售收入的比重		2.12%	1.46%	1.17%	0.98%
总销量（吨）	19350	25160	30670	35708	41755
平均吨酒价格（万元/吨）	11.1	12.1	14.8	17.2	19.2
营业收入（万元）	214286	305090	455222	615133	802998
营业成本（万元）	53875	70615	107783	140996	178722
营业毛利率	74.86%	76.85%	76.32%	77.08%	77.74%

数据来源：国都证券

附录二：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2834.56	3803.56	4648.93	7064.85	营业收入	3016.63	4552.22	6151.33	8029.98
现金	1081.10	1491.72	2241.05	3104.65	营业成本	706.15	1077.83	1409.96	1787.22
应收账款	25.74	154.06	43.37	199.62	营业税金及附加	512.66	764.77	1045.16	1359.35
其它应收款	10.31	28.02	21.94	41.26	营业费用	581.48	869.47	1168.75	1493.58
预付账款	222.52	91.43	113.61	154.05	管理费用	304.32	439.15	590.53	762.85
存货	1015.85	1379.32	1440.60	2569.18	财务费用	-4.44	5.44	1.88	-5.00
其他	479.04	659.01	788.36	996.08	资产减值损失	27.28	0.00	0.00	0.00
非流动资产	621.25	701.40	809.40	948.99	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	4.77	4.77	4.77	4.77	投资净收益	0.16	0.23	0.20	0.20
固定资产	436.20	525.44	634.36	768.45	营业利润	889.33	1395.78	1935.25	2632.19
无形资产	28.42	48.24	65.69	84.94	营业外收入	2.78	2.16	2.01	2.32
其他	151.86	122.94	104.58	90.82	营业外支出	25.33	26.67	20.66	24.22
资产总计	3455.81	4504.96	5458.33	8013.84	利润总额	866.77	1371.27	1916.61	2610.28
流动负债	1396.19	1564.79	1201.34	1928.37	所得税	264.84	274.25	383.32	522.06
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	601.92	1097.01	1533.28	2088.23
应付账款	94.39	154.89	152.13	248.88	少数股东损益	107.43	228.17	312.41	410.84
其他	1301.80	1409.90	1049.21	1679.49	归属母公司净利润	494.49	868.85	1220.88	1677.39
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	869.28	1369.89	1907.65	2588.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.14	2.01	2.82	3.87
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	1396.19	1564.79	1201.34	1928.37		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	133.00	361.17	673.57	1084.41	成长能力				
归属母公司股东权益	1926.62	2579.00	3583.42	5001.05	营业收入	40.74%	50.90%	35.13%	30.54%
负债和股东权益	3455.81	4504.96	5458.33	8013.84	营业利润	32.57%	56.95%	38.65%	36.01%
					归属母公司净利润	39.30%	75.71%	40.52%	37.39%
					获利能力				
					毛利率	76.59%	76.32%	77.08%	77.74%
					净利率	19.95%	24.10%	24.93%	26.01%
					ROE	29.23%	37.31%	36.02%	34.31%
					ROIC	29.88%	41.14%	41.33%	40.26%
					偿债能力				
					资产负债率	40.40%	34.73%	22.01%	24.06%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.03	2.43	3.87	3.66
					速动比率	1.30	1.55	2.67	2.33
					营运能力				
					总资产周转率	1.01	1.14	1.23	1.19
					应收帐款周转率	85.33	50.64	62.31	66.10
					应付帐款周转率	8.91	8.65	9.18	8.91
					每股指标(元)				
					每股收益	1.14	2.01	2.82	3.87
					每股经营现金	1.90	1.76	2.61	3.07
					每股净资产	4.76	6.79	9.83	14.06
					估值比率				
					P/E		36.27	25.81	18.79
					P/B		12.22	8.80	6.30
					EV/EBITDA		22.18	15.70	11.39

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	袁放	有色	yuanfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com