

山西汾酒 (600809)

改革、控货、新品多管齐下，蓄势待发

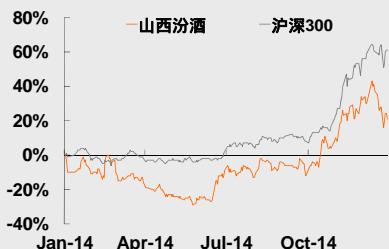
推荐 (上调)

现价：21.89 元

主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	www.fenjiu.com.cn
大股东/持股	山西杏花村汾酒集团有限责任公司/69.97%
实际控制人/持股	山西省国有资产监督管理委员会/69.97%
总股本(百万股)	866
流通 A 股(百万股)	866
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	191.35
流通 A 股市值(亿元)	191.35
每股净资产(元)	4.54
资产负债率(%)	28.9

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

研究助理

张宇光 一般从业资格编号
S1060113090015
zhangyuguang467@pingan.com.cn
王俏怡 一般从业资格编号
S1060113110013

投资要点

- **渠道库存较低,15 年收入增速有望逐季回升。**我们调研了太原当地经销商, 公司从 14 年 4-5 月开始, 压货行为明显减少, 渠道库存持续下降, 2015 年合同签约和供货时间较迟, 1 月 20 号左右才发货, 因此 1 月中上旬货源十分紧张, 省外窜货的货源也基本消失, 近期太原地区产品价格出现回升。我们草根调研的部分南方省份, 渠道库存水平也处于较低位置。因此, 15 年若渠道能恢复正常补库存, 则收入弹性较大。估计 4Q14 收入同比有望恢复增长, 2015 年处于打基础阶段, 预计收入增速有望逐季回升。
- **14 年中高档酒销售压力大, 15 年推新品承接消费降级。**我们估计 14 年总收入降幅超过 30%, 中高档酒总体收入下滑 40-50%, 面向大众消费的玻汾增长 30-40%。15 年省外推青花 15 年, 省内推 25 年, 替换原主力产品, 甲等老白汾面向全国推广, 新品价格定位低于原有传统主力品种, 能有效地承接各个价格带的消费降级, 且不会冲击原有的价格体系, 同时考虑到当前渠道库存处于低位, 我们判断新品可能成为 2015 年新增长点。
- **14 年大本营市场遭遇双重打击, 15 年有望止跌。**汾酒的区域收入仍以省内大本营市场为主, 估计 14 年省内收入占比 55%-60%, 省外占比 35%-40%。由于地处山西, 一方面需求受煤炭经济下滑的影响, 山西省煤炭开采和洗选业 14 年 1-11 月利润同比下降 91%, 另一方面欠发达地区白酒消费受整风运动的影响大于沿海区, 因此 14 年山西大本营市场需求萎缩幅度较大。我们预计民间消费的增长有望推动 15 年山西省内需求止跌。
- **营销改革着眼当下, 国企改革带来长期想象空间。**国企改革推进速度不快, 小处试点, 逐步推进。虽然高管层面的激励机制短期还难以看到改善迹象, 但营销改革正在继续推进, 15 年事业部体系可能给汾酒带来新的变化。一方面, 外聘营销总监, 事业部层面实现市场化的薪酬体系, 同时形成鲶鱼效应, 另一方面, 事业部体系下, 区域的管理权限扩大, 可提高公司对市场变化的反应速度。长期来看, 汾酒的品牌价值十分突出, 若国企改革背景下高管激励机制得到完善, 则未来成长的想象空间很大。
- **盈利预测与投资评级。**14 年由于渠道持续去库存, 收入调整幅度较大、基数低, 若 15 年营销改革效果体现, 再加上渠道可能恢复正常补库存, 青花 25 年和 15 年新品向渠道铺货, 15-16 年收入预测存在持续上调的可能性。我们维持 14 年净利预测, 上调 15 年、16 年净利预测 5%、14%, 预计 2014-2016 年营收同比-36%、+16%、+14%, 净利同比-64%、+23%、+20%, EPS 为 0.40、0.49、0.59 元。长期来看, 汾酒的品牌价值十分突出, 若国企改革背景下高管激励机制得以完善, 未来成长的想象空间很大。综合考虑短期业绩弹性和长期成长空间, 我们上调汾酒至“推荐”的投资评级。

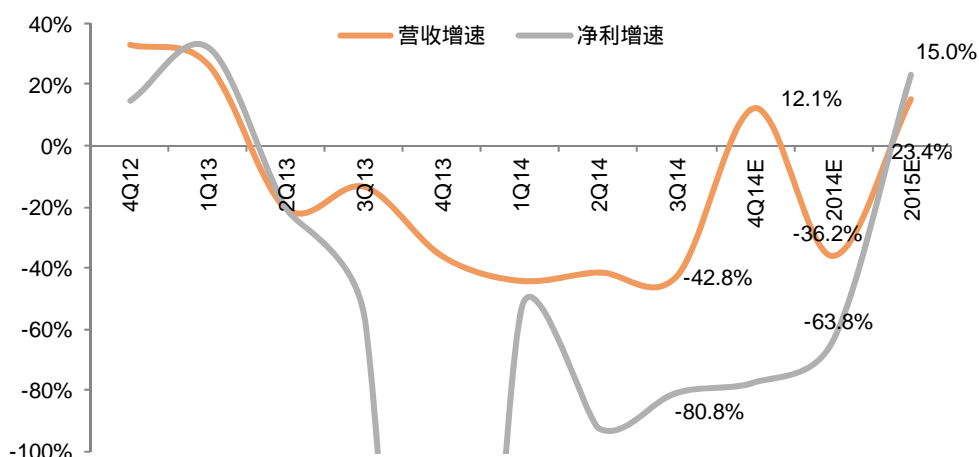
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6,479	6,087	3,887	4,519	5,169
YoY(%)	44.4	-6.0	-36.2	16.3	14.4
净利润(百万元)	1,327	960	347	427	512
YoY(%)	70.0	-27.6	-63.8	23.0	19.8
毛利率(%)	74.8	75.1	67.5	67.6	67.6
净利率(%)	20.5	15.8	8.9	9.5	9.9
ROE(%)	37.4	25.1	9.0	10.1	11.2
EPS(摊薄/元)	1.53	1.11	0.40	0.49	0.59
P/E(倍)	14.3	19.7	54.6	44.3	37.0
P/B(倍)	5.3	5.0	4.9	4.5	4.2

一、渠道库存较低，15 年收入增速有望逐季回升

渠道库存处于低位，控货推动主力产品价格回升。我们调研了太原当地经销商，公司从14年4-5月开始，压货行为明显减少，渠道库存持续下降。2015年1月公司继续控货，我们调研的经销商2015年合同签约和供货时间较迟，1月20号左右才发货，因此1月中上旬货源十分紧张，省外窜货的货源也基本消失。我们草根调研的部分南方省份，渠道库存水平也处于较低位置。由于渠道库存较低，近期太原地区产品价格出现回升，青花30年一批价从低点的340元回升至380元以上。汾酒的14年省内经销商总体销量下滑，不过算上返利，均有盈利，省内渠道体系相对健康。因此，15年若渠道能恢复正常补库存，则收入弹性较大。

估计4Q14收入同比有望恢复增长，2015年处于打基础阶段，预计收入增速有望逐季回升。根据草根调研，估计14年收入总体降幅30%以上，考虑到库存变化，实际消费降幅低于报表数据。由于上年基数低，我们判断4Q14收入可恢复10-20%的增长。由于2015年还处于打基础阶段，估计公司对业绩增长的要求不高。近期控货虽可能影响1Q15实现开门红，预计1Q15收入增长0-10%，但库存降低后，渠道体系相对健康，且营销改革的效果可逐步体现，15年收入增速有望逐季回升。

图表 1 估计山西汾酒4Q14营收有望恢复增长



资料来源：平安证券研究所

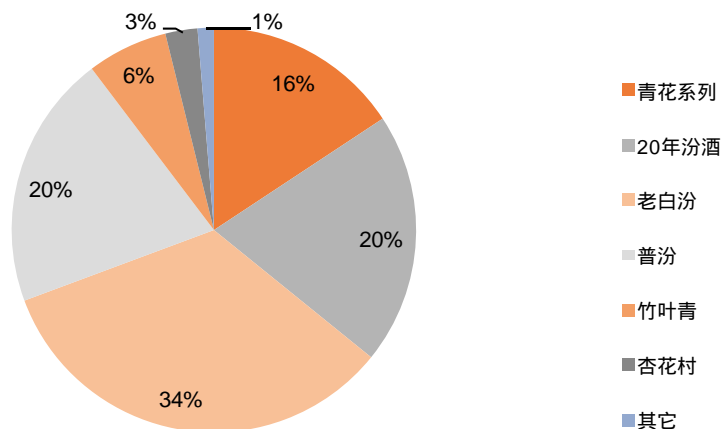
二、14 年中高档酒销售压力大，15 年推新品承接消费降级

14年中高档酒继续大幅下滑，玻汾一枝独秀。我们估计14年总体收入降幅超过30%。由于青花和老白汾系列产品受茅五降价、整风运动、煤炭经济下滑的影响较大，估计14年中高档酒总体收入下滑40-50%。估计面向大众消费的玻汾增长30-40%，收入占比提升至20%。

省外推青花15年和省内推25年，替换原主力产品，甲等老白汾面向全国推广，新品可能成为2015年新的增长点。14年底，省外推出了青花15年，估计定价在200-250元，省内推青花25年，估计定价在350-400元。我们判断，青花15年和25年的推出主要为了应对消费结构降级的压力，承接青花20年和30年。甲等老白汾面向全国市场布局，定价160-170元，介于老白汾和20年陈酿之间，产品

已于14年5月在省外推出，但由于招商门槛偏高、且推广时间短，14年尚未产生明显的收入贡献。新品价格定位低于原有传统主力品种，能有效地承接各个价格带的消费降级，且不会冲击原有的价格体系，同时考虑到当前渠道库存处于低位，我们判断新品可能成为2015年新的增长点。

图表 2 山西汾酒各主要产品收入构成估算（2014年）



资料来源：平安证券研究所估计

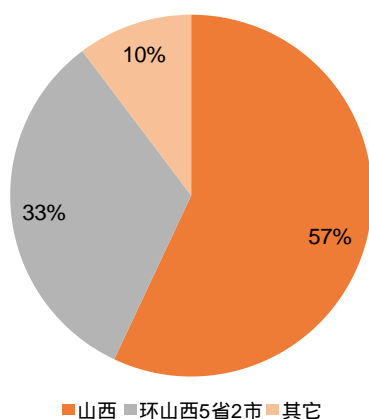
三、14 年大本营市场遭遇双重打击，15 年有望止跌

汾酒的区域收入仍以省内大本营市场为主，估计14年省内收入占比55%-60%，省外占比35%-40%。

14年省内大本营市场遭遇双重打击，15年有望止跌。由于地处山西，一方面需求受煤炭经济下滑的影响，山西省煤炭开采和洗选业14年1-11月利润同比下降91%，另一方面欠发达地区白酒消费受整风运动的影响大于沿海区，因此14年山西大本营市场需求萎缩幅度较大，大于位于东部沿海区域的洋河和今世缘，也大于同在欠发达区域的青青稞酒和伊力特。由于山西省14年煤炭业利润已经降至2008年至今的最低位置，而14年8月开始煤价已有企稳迹象，我们判断行业盈利能力继续恶化的可能不大，预计民间消费的增长有望推动15年山西省内需求止跌。

省外市场中档酒竞争加剧，14年北方市场表现相对较好。14年省外市场分开来看，北方市场降幅好于南方市场，估计14年北京是省外最大的市场，实现收入可超过3亿，河南超过2亿，同比有望持平。但南方市场降幅较大，如广东、湖南、湖北、海南等。我们判断原因可能有：（1）北方是清香型白酒的传统消费区域，汾酒的品牌忠诚度高；（2）12-13年的快速发展，导致部分南方市场14年累积了较多的渠道库存。

图表 3 山西汾酒分区域收入构成估算 (2014年)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 2013年、1H14大本营和非大本营市场收入变化

	2013年		1H14		备注
	省内(大本营)	省外	省内(大本营)	省外	
泸州老窖	12%	-19%	-5%	-47%	西南
洋河股份	-15%	-10%	-6%	-11%	江苏
今世缘	-4%	9%	-7%	-19%	江苏
老白干酒	20%	-9%	-14%	-26%	华北
伊力特	-1%	1%	-14%	-39%	新疆
青青稞酒	19%	25%	-15%	-7%	青海
皇台酒业	-38%	84%	-24%	-21%	甘肃
水井坊	-48%	-76%	-46%	-72%	四川
山西汾酒	-2%	-11%	-47%	-39%	山西
酒鬼酒	-60%	-58%	-57%	-48%	华中

资料来源: wind, 平安证券研究所

四、营销改革着眼当下，国企改革带来长期想象空间

国企改革推进速度不快，小处试点，逐步推进。山西省国资委100%控股汾酒集团，汾酒集团持有上市公司股本的70%，因此国企改革方面省政府的的态度十分关键。14年6月省政府连续出台了两个关于国资国企改革的文件，不过由于山西政局动荡，我们判断推进速度较慢，因此高管层面的激励机制短期还难以看到改善迹象。14年公司已经在一些小领域试点推进国企改革，14年6月成立了定制创意公司，其中汾酒销售公司持有51%，经销商新晋商持有49%的股权。14年9月在上海试点混合所有制改革，股份制改造后，公司国有股份比例将降到40%。14年底公司设立了改革办，研究国家政策，推进企业改革，由于成立不久，我们估计产生效果还需时日。长期来看，汾酒的品牌价值十分突出，若国企改革背景下高管激励机制得到完善，未来成长的想象空间很大。

图表 5 2014年汾酒改革相关事件

时间	改革事件	具体内容
2014年 6月	成立创意定制公司	汾酒公司持有 51% 股权，新晋商公司持有 49% 股权。为消费者量身打造具有专属浓郁个性风格的产品，婚宴用酒，生日宴、寿宴用酒，企业用酒，战友、同学聚会用酒，礼品用酒，会所专供用酒，纪念用酒，工艺收藏用酒等。
2014年 6月	省政府连续发布两份关于国资国企改革的文件	2014-06-26，山西省人民政府关于深化国资国企改革的实施意见；2014-06-27，山西省人民政府办公厅印发了《2014 年省属国资国企改革工作计划》
2014年 9月	上海销售公司混改	汾酒集团董事长李秋喜表示，上海汾酒销售公司是汾酒集团第一批进行混合所有制改革的集团下属公司之一，股份制改造后，公司国有股份比例降到了 40%。上海汾酒将引入大经销商、基金投资人和经营团队资本，着手建立“O2O”电子平台。
2014年 12月	设立改革办	研究国家政策，推进改革，现在人员还在筹备阶段，估计产生效果还需时日。

资料来源：平安证券研究所、Wind

虽然高管层面的激励机制短期还难以看到改善迹象，但营销改革正在继续推进，15年事业部体系可能给汾酒带来新的变化。

- **外聘营销总监，事业部层面实现市场化的薪酬体系，同时形成鲶鱼效应。**我们认为汾酒最大的问题不在于营销战术思路上的调整，关键在于激励机制不够完善，导致市场反应速度偏慢。现在销售总经理原来管人事出身，对汾酒内部机制问题导致的销售困境有深刻的认识，同时在销售体系内没有太多的利益羁绊，敢于大刀阔斧地改革。从8月开始，汾酒的营销体系改革力度明显加大，设立了5个区域事业部，销售公司副总兼任事业部总经理，并从外面招聘营销总监，给予市场化的薪酬待遇，这些外聘人员有望形成鲶鱼效应。
- **事业部体系下，区域的管理权限扩大，可提高公司对市场变化的反应速度。**汾酒的营销决策以前相对集权，我们判断15年费用投入将向区域倾斜，总部层面的费用投入可能出现下降，一方面央视等空中广告投入可能减少，另一方面将下放一部分营销费用审批权限给各个事业部，如碎片化的广告投入。另外，事业部还可以直接决定人员招聘。因此，事业部体系下区域的管理权限扩大，可提高公司对市场变化的反应速度。

五、盈利预测与投资评级

14年由于渠道持续去库存，收入调整幅度较大、基数低，若15年营销改革效果体现，再加上渠道可能恢复正常补库存，青花25年和15年新品向渠道铺货，15-16年收入预测存在持续上调的可能性。我们维持14年净利预测，上调15年、16年净利预测5%、14%，预计2014-2016年营收同比-36%、+16%、+14%，净利同比-64%、+23%、+20%，EPS为0.40、0.49、0.59元。长期来看，汾酒的品牌价值十分突出，若国企改革背景下高管激励机制得以完善，未来成长的想象空间很大。综合考虑短期业绩弹性和长期成长空间，我们上调汾酒至“推荐”的投资评级。

六、风险提示

白酒产业链调整的幅度超出我们的预期。由于控货去库存，1Q15业绩增速可能低于市场预期。

损益表 (百万元, 元/股)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,087	3,887	4,519	5,169
YoY	-6.0%	-36.2%	16.3%	14.4%
营业成本	1,518	1,262	1,463	1,673
毛利率	75.1%	67.5%	67.6%	67.6%
营业税金及附加	990	637	741	848
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	1,667	1,018	1,175	1,333
管理费用	460	428	493	558
财务费用	-40	-16	-17	-19
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1,485	549	657	767
加: 营业外收入	4	4	4	4
减: 营业外支出	49	49	49	49
利润总额	1,441	505	612	723
减: 所得税	455	146	171	195
净利润	985	359	441	528
减: 少数股东损益	25	11	13	16
归属母公司所有者净利	960	347	427	512
YoY	-27.6%	-63.8%	23.0%	19.8%
销售净利润率	15.8%	8.9%	9.5%	9.9%
EPS (当年股本)	1.11	0.40	0.49	0.59
EPS (最新股本摊薄)	1.11	0.40	0.49	0.59

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	19.7	54.6	44.3	37.0
PEG	-0.3	2.4	2.2	1.5
PB	5.0	4.9	4.5	4.2
P/S	3.1	4.9	4.2	3.7
EV/EBITDA	11.9	29.4	24.1	20.5
股息收益率	2.1%	0.5%	0.9%	1.4%
经营回报率				
ROE	25.1%	9.0%	10.1%	11.2%
ROA	16.5%	6.1%	6.9%	7.7%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	33.4%	31.0%	30.8%	30.5%
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
运营效率				
存货周转率	0.9	0.7	0.7	0.8
流动资产周转率	1.3	1.0	1.1	1.1
固定资产周转率	8.4	4.0	3.5	3.6

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	985	359	441	528
折旧摊销	64	76	105	127
营运资金投资	1,208	-5	191	179
经营活动现金净流量	-306	532	338	462
资本开支	448	200	200	200
投资活动现金净流量	-482	-200	-200	-200
债务融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-693	-303	-87	-173
融资活动现金净流量	-730	-278	-66	-151
当年现金净流量	-1,518	54	72	111

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	985	1,039	1,110	1,222
应收款项	1	6	5	6
预付款项	82	68	79	90
存货	1,867	1,888	2,041	2,167
其他流动资产	1,157	972	1,130	1,292
流动资产合计	4,098	3,978	4,372	4,784
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	787	1,165	1,386	1,523
无形资产	216	216	216	216
其他非流动资产	712	336	213	150
非流动资产合计	1,719	1,721	1,819	1,893
资产总计	5,817	5,699	6,191	6,676
短期借款	0	0	0	0
应付款项	323	269	311	356
预收款项	378	350	407	465
应付股利	2	11	14	17
其他流动负债	1,618	1,499	1,593	1,680
流动负债合计	1,941	1,767	1,905	2,036
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,941	1,767	1,905	2,036
归属母公司所有者权益	3,829	3,873	4,214	4,553
其中: 实收资本	866	866	866	866
少数股东权益	47	58	72	88
股东权益合计	3,876	3,932	4,286	4,641
负债及股东权益总计	5,817	5,699	6,191	6,676

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街甲 9 号金 融街中心北楼 15 层
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100033
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	