

## 库存清理阶段完结, 2015年销售逐步恢复

——山西汾酒（600809）调研快报

2015年01月23日

推荐/上调

山西汾酒

调研快报

关注 1: 2014 年是去库存年

2014 年公司全年处在去库存的阶段, 年底经销商库存水平已经下降到合理状态 (平均 2 个月库存量)。青花瓷系列 2014 年收入平均下降 40%-50%, 青花瓷 30 年收入下降 60%, 青花瓷 30 年正常销量 2000 吨以上, 2014 年 1000 吨。2013 年青花瓷 20 年销量 4000-5000 吨, 2014 年青花瓷销量只有 2000 多吨。玻汾 2014 年前三季度销量达到 1.4 万吨, 同比增长 40%, 玻汾大幅增长主要因为山西省内消费结构下降。团购和定制酒只有 2 亿元左右, 团购收入占比也下降到底部。

关注 2: 2015 年推进 “1+1+N” 产品结构

2015 年产品结构打造 1+1+N 的模式, 包括 1——青花瓷 15 年、1——甲等老白汾和 N——汾酒其他系列酒。青花瓷 15 年是定位在 200-300 终端价的中档产品, 主要铺全国市场。省内市场青花瓷将用 25 年产品做替代。相比青花瓷 20 年和 30 年, 15 年和 25 年的价格都要降低一些。青花瓷 15 年的经销商会有一部分老经销商和一部分新经销商混合搭配。甲等老白汾 2014 年销售了几百吨, 2015 年会在全国继续招商。

关注 3: 销售区域重新规划, 外聘营销总监

公司原董秘刘卫华先生上任销售公司总经理后对销售区域重新划分为包括华北、华南、华东、华中、山西五个营销事业部, 以及三个直辖区。五个事业部划分完成后, 最大的改变有两点: 外聘营销总监和下放渠道费用权限。五大营销事业部的营销总监采取外聘的形式, 营销总监底薪 30-50 万, 其余看业绩提成。对于外聘营销总监的考核主要是市场类指标, 总体要求是汾酒能在当地市场占有率达到前三甲。营销事业部的总经理是由销售公司副总经理兼任, 主要是起到监督作用。分工上, 营销总监具体负责销售具体事项, 总经理统管监督。外聘的营销总监在汾酒销售公司历史上也没有, 对汾酒渠道扩张还是有利的。

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

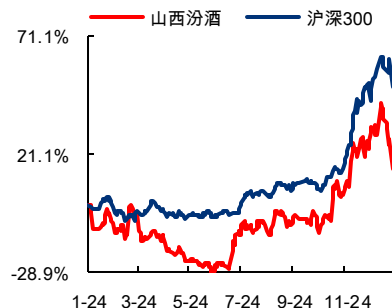
执业证书编号:

S1480512090001

交易数据

52 周股价区间 (元)	21.42-18.42
总市值 (亿元)	185.46
流通市值 (亿元)	185.46
总股本/流通 A 股 (万股)	86585/86585
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.03

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《山西汾酒（600809）：期待“新世界思维”带来新变化》2014-10-28
- 2、《山西汾酒（600809）：仍处在调整期中》2014-08-19
- 3、《山西汾酒（600809）：调整还在进行中、聚焦四大市场》2014-04-24
- 4、《山西汾酒（600809）：2013Q4 销售显著下滑, 产品、渠道调整已经开始》2014-03-25

汾酒销售公司之前的销售费用采用集权模式，各个地方销售费用使用均有销售公司层面统一安排，现在成立营销事业部后，渠道费用权限下放到营销事业部营销总监层面。销售公司负责的是央视、卫视等平面媒体、门户网站这些全国性广告活动费用投放。费用权限的下放也是为了配合外聘营销总监工作，费用权限下放有利于实施更灵活渠道策略。

#### 关注 4：公司改革暂时还无实质进展

山西汾酒改革目前还在前期调查研究的阶段，在集团层面已经成立了改革办公室，汾酒改革也是集团公司董事长李秋喜的工作重点。但我们认为汾酒的改革可能会面临两方面的困难，从山西省经济环境看，煤炭经济是国资委资产重点，汾酒改革对山西省经济影响效果较小。其次山西省整体国企改革节奏慢，山西省国资委还没有具体可实施的方案。我们对于汾酒改革的前景看好，考虑山西汾酒所处的改革环境，推进改革的速度可能不会很快。

#### 结论：

2014 年公司对渠道库存进行了清理，造成销售收入和净利润的大幅下滑，尤其前三季度，四季度预计收入下滑的速度已经得到控制。公司原董秘出任了销售公司总经理，刘总之前并无销售部门经验，但刘总在用人、内部管理以及改革等方面擅长，销售公司已经在刘总带领下开始实施改革，包括市场调整、外聘营销总监、下放费用权限以及产品结构调整等一些列措施，我们看好汾酒销售模式改进。虽然山西汾酒改革目前还无实质性进展，但我们认为 2015 年将是公司改革元年。预计公司 2014 年-2016 年的营业收入分别为 38.1 亿元、41.9 亿元和 46.7 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 4.6 亿元、5.4 亿元和 6.5 亿元，每股收益分别为 0.53 元、0.61 元和 0.74 元，对应 PE 分别为 41.35X、35.64X、29.45X。上调公司投资评级至“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	4940	4098	5282	5542	6038	<b>营业收入</b>	6479	6087	3810	4190	4668
货币资金	2481	985	2703	2628	3056	<b>营业成本</b>	1634	1518	1118	1201	1238
应收账款	19	1	10	11	13	营业税金及附加	1083	990	640	697	769
其他应收款	7	6	4	4	5	营业费用	1378	1667	1054	1176	1363
预付款项	101	82	93	105	118	管理费用	429	460	365	397	438
存货	1423	1867	1532	1645	1696	财务费用	-43	-40	-18	-27	-28
其他流动资产	2	0	0	0	0	资产减值损失	-17.87	7.93	7.80	5.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	1172	1719	1434	1258	1082	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4	4	4	4	4	投资净收益	0.00	0.28	0.00	0.00	0.00
固定资产	655	787	1139	985	831	<b>营业利润</b>	2015	1485	643	741	886
无形资产	148	216	194	173	151	营业外收入	4.95	4.46	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	26	109	0	0	0	营业外支出	54.33	48.66	33.00	30.00	25.00
<b>资产总计</b>	6112	5817	6715	6800	7120	<b>利润总额</b>	1966	1441	615	716	866
<b>流动负债合计</b>	2488	1941	1775	1642	1699	所得税	579	455	154	179	217
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1387	985	461	537	650
应付账款	195	323	276	263	271	少数股东损益	60	25	3	5	6
预收款项	1213	378	301	259	306	归属母公司净利润	1327	960	458	532	644
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	2167	1719	800	890	1034
<b>非流动负债合计</b>	0	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	1.53	1.11	0.53	0.61	0.74
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	2488	1941	1775	1642	1699	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	72	47	50	55	61	营业收入增长	44.35%	-6.04%	-37.42%	10.00%	11.41%
实收资本(或股	866	866	866	866	866	营业利润增长	47.55%	-26.32%	-56.69%	15.17%	19.64%
资本公积	241	241	1119	1119	1119	归属于母公司净利润	70.05%	-27.64%	-52.28%	16.01%	21.04%
未分配利润	2085	2234	2303	2382	2479	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3552	3829	4873	5086	5344	毛利率(%)	74.77%	75.07%	70.64%	71.35%	73.49%
<b>负债和所有者权</b>	6112	5817	6699	6783	7103	净利率(%)	21.41%	16.19%	12.11%	12.81%	13.91%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	21.72%	16.51%	6.83%	7.82%	9.04%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	37.37%	25.08%	9.40%	10.45%	12.04%
<b>经营活动现金流</b>	1039	-306	995	223	789	<b>偿债能力</b>					
净利润	1387	985	461	537	650	资产负债率(%)	41%	33%	26%	24%	
折旧摊销	195.35	274.50	0.00	175.81	175.81	流动比率	1.99	2.11	2.98	3.38	3.55
财务费用	-43	-40	-18	-27	-28	速动比率	1.41	1.15	2.11	2.37	2.56
应收账款减少	0	0	-9	-1	-1	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-76	-42	47	总资产周转率	1.18	1.02	0.61	0.62	0.67
<b>投资活动现金流</b>	-270	-482	102	-5	-3	应收账款周转率	308	612	665	382	385
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	39.87	23.52	12.73	15.55	17.47
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.53	1.11	0.53	0.61	0.74
<b>筹资活动现金流</b>	-335	-730	621	-292	-358	每股净现金流(最新	0.50	-1.75	1.98	-0.09	0.49
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.10	4.42	5.63	5.87	6.17
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	433	0	0	0	0	P/E	14.28	19.73	41.35	35.64	29.45
资本公积增加	-57	0	878	0	0	P/B	5.34	4.95	3.89	3.73	3.55
<b>现金净增加额</b>	434	-1518	1718	-75	428	EV/EBITDA	7.60	10.45	20.30	18.35	15.38

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，6 年食品饮料行业研究经验。

### 焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，3 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。