

公司点评 ● 白酒

2015年1月30日

四季度业绩降幅收窄 期待估值修复高弹性

核心观点:

1. 事件

山西汾酒发布 2014 年年度业绩预减公告。

2. 我们的分析与判断

(一) 公司业绩降幅收窄

公司 2014 年实现归属上市公司股东净利润较前三季度降幅收窄。公司预计 2014 年实现归属上市公司股东的净利润与上年同期相比将减少 55%-65%，经测算为 3.36-4.32 亿元。即预计 2014 年第四季度单季实现归属母公司净利润为 -6300~3300 万元，同比上年四季度 (-2.26 亿元)，有望实现大幅扭亏。我们认为，因受白酒行业深度调整的影响，公司中高端产品 2014 年销量平均降幅约为 50%，导致公司产品毛利率和净利润均现大幅下降。但随着公司 2014 年对渠道库存清理的不断推进，目前经销商库存已恢复到 2 个月左右的合理水平，使得至四季度末，公司业绩下滑幅度较前期明显收窄。

行业调整期力保省内及周边重点消费区域，15 年强势打造全新产品结构。公司 2014 年重点发展方向有二：一是重点打造及巩固环山西市场（山西、北京、天津、河南等）；二是尽快调整优化产品结构，充分发挥汾酒的品牌优势。然而，虽然玻汾在 2014 年前三季度已实现 1.4 万吨的销量，同比增长约 40%，却仍难以从根本上逆转公司的业绩颓势。公司 2015 年将打造以“1+1+N”（1-青花瓷 15 年；1-甲等老白汾；N-其他系列）为架构的全国化产品模式。其中，青花瓷 15 年的价格将不会超过 300 元/瓶，而省内市场则选择青花瓷 25 年产品作为替代。我们看好在产品结构调整后的新销售模式下，公司未来业绩改善的弹性空间。

(二) 强烈推荐白酒板块全线投资机会

近两年来，我们继去年 12 月 5 日正式开始，从“跨年度基本面”角度，力推全线白酒！我们认为，即使在经历一轮反弹后，现在板块估值水平仍处于底部区域。同时，牛市将有望逆转销售景气度下降通道，白酒基本面（下半年有望超市场预期）和市场面两大因素力促全年板块性投资机会。此外，虽然汾酒的国企改革目前尚未有实质性进展，但 2015 年作为国企改革元年，主题性投资机会仍需要投资者密切关注。

3. 投资建议

给予公司 2014/15 年 EPS 为 0.46/0.51 元，对应 PE 为 47/42 倍，看好估值修复弹性空间；长期仍需观察公司体制能否改善，并通过其良好品牌基因获得“弯道超车”的机会，上调至“推荐”评级。

山西汾酒（600809.SH）

推荐 评级

分析师

董俊峰(首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

李琰

☎: 010-83571374

✉: liyan_yj@chinastock.com.cn

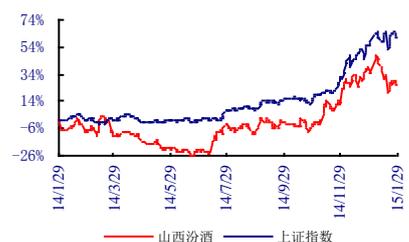
执业证书编号: S0130513060001

市场数据

时间 2015.01.29

A 股收盘价(元)	21.45
A 股一年内最高价(元)	25.65
A 股一年内最低价(元)	12.50
上证指数	3262.31
市净率	4.85
总股本(万股)	86584.83
实际流通 A 股(万股)	86584.83
流通 A 股市值(亿元)	185.72

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1. 山西汾酒(600809.SH): 加速优化治理结构, 静待改革元年复苏 20141229
2. 山西汾酒(600809): 全年仍处调整期, 静待恢复性增长 20141207
3. 山西汾酒(600809): 一季报业绩符合预期, 未来增长仍先看省内 20140428
4. 山西汾酒(600809): 短期挖掘估值修复机会, 长期静观弯道超车可能 20140325
5. 白酒行业: 调升五粮液至首推品种 20140707
6. 白酒行业: 估值修复行情继续发酵 20140424
7. 白酒行业: 估值修复最大行情望到来, 中期基本面仍需较为谨慎 20140217

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。

中国银河证券食品饮料团队，2013 年和 2011 年新财富最佳分析师。

董俊峰，食品饮料行业分析师（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。

李琰，食品饮料行业分析师。2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

二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。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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证券投资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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn