

证券研究报告·上市公司简评

饮料制造

四季度收入和利润改善显著

山西汾酒 (600809)

事件

山西汾酒发布业绩预告：公司 2014 年实现归属于上市公司股东的净利润同比减少 55%-65%，大约 4.32-3.36 亿元，EPS 为 0.39-0.5 元。相比前三季度，业绩下滑幅度有所收窄。

简评

去库存基本完成，四季度收入改善显著

去年在政治和经济的双重压力下，终端动销不畅，加上渠道库存堆积，中高端产品出现了大幅下滑。根据近期草根调研，汾酒基本完成去库存。公司从去年二季度开始实施控货，截止年底省内库存仅剩 3 亿元左右，省外最大的市场北京库存大约 8000 千万，都处于相对合理的状态。我们预计 2014 年全年收入超过 40 亿元，同比下降 34%，较前三季度下滑幅度收窄。主要由于四季度库存压力减轻，终端动销逐步恢复，尤其是老白汾系列需求好转，预计 Q4 收入有望超过 10 亿元，同比有望实现 30% 增长。

全年利润下滑幅度收窄，但 Q4 仍有可能亏损

根据公告，测算 Q4 净利润为-0.62-0.34 亿元。由于公司历来 Q4 承担大比例的费用分摊，我们预计单四季度仍有可能亏损。2015 年公司目标保持稳定，重在夯实基础和团队建设。今年 1 季度计划完成全年任务的 40%，收入有望持续增长，利润也会逐季好转。

盈利预测与估值：

我们认为汾酒业绩底部就在 2014 年，汾酒最差的时间已经过去，汾酒主流产品的消费氛围和市场基础都还在，公司恢复起来会比较容易。目前公司产品结构重心转向 100-300 元大众消费区域，新品加盟和老品优化壮大汾酒的腰部力量。公司高管战略调整方向明确，实施措施量体裁衣，后续中层和销售人员的执行力有待观察。

维持
增持
黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440510120024

张萍

zhangpingbj@csc.com.cn

010-85156382

执业证书编号：S1440512070012

发布日期：2015 年 1 月 30 日

当前股价：21.45 元

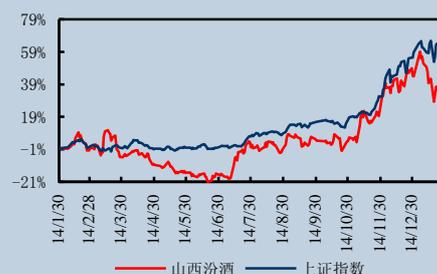
目标价格 6 个月：26 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-6.50/-9.81	29.29/-10.25	35.13/-24.90
12 月最高/最低价 (元)			25.65/12.5
总股本 (万股)			86584.83
流通 A 股 (万股)			86584.83
总市值 (亿元)			185.72
流通市值 (亿元)			185.72
近 3 月日均成交量 (万)			1405.23
主要股东			
山西杏花村汾酒集团有限责任公司			69.97%

股价表现



相关研究报告

 14.10.27 底部调整仍在进行，改革效果有待考验
[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://RESEARCH.CSC.COM.CN)



预测和比率

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万）	6087.20	4021.80	4503.00	5739.10
营业收入增长率	-6.04%	-33.93%	11.96%	27.45%
EBITDA（百万）	1504.58	582.56	735.42	1130.64
EBITDA 增长率	-25.45%	-61.28%	26.24%	53.74%
净利润（百万）	960.42	359.46	455.16	710.37
净利润增长率	-27.64%	-62.57%	26.62%	56.07%
ROE	25.42%	9.35%	10.63%	14.30%
EPS（元）	1.11	0.42	0.53	0.82
P/E	6.88	58.20	45.96	29.45



2015 年业绩必将触底反弹，但新品培育、人员磨合和治理机制改善需要时间，2016 年将是汾酒业绩的爆发年。我们预测 2014-2016 年收入增速为-34%、12%、27.5%，净利润增速-62%、26%和 56%，EPS 分别为 0.42 元、0.53 元和 0.82 元。目前汾酒股价 21.45 元，对应 2015 年市盈率为 40 倍，相对在白酒板块偏高，但我们认为汾酒是兼具国企改革和业绩弹性的战略品种，市值上升空间较大，维持“增持”评级，目标价 26 元。



分析师介绍

黄付生：经济学博士,首席食品饮料、农林牧渔行业分析师, 2 年宏观策略、4 年行业公司研究经验。2010 年、2011 年入围新财富食品饮料行业最佳分析师, 2014 年新财富最佳食品饮料分析师第三名。

张萍：金融学硕士, 2010 年 7 月加入中信建投, 4 年食品饮料行业研究, 2011 年所在团队入围《新财富》最佳分析师, 2014 年所在团队获得新财富最佳食品饮料分析师第三名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622