

食品饮料

2017年07月18日

山西汾酒 (600809)

——改革效果逐渐显现, 战略性看好改善空间

报告原因: 强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据: 2017年07月17日

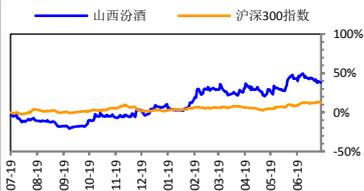
收盘价(元)	32.54
一年内最高/最低(元)	36.5/18.9
市净率	5.4
息率(分红/股价)	1.69
流通A股市值(百万元)	28175
上证指数/深证成指	3176.47 / 10055.80

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017年03月31日

每股净资产(元)	6.04
资产负债率%	34.45
总股本/流通A股(百万)	866/866
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《山西汾酒(600809)点评: Q1 收入大幅增长 改革助力新一轮发展》2017/05/02
 《山西汾酒(600809)点评: 行业及省内经营环境改善 明年具备发力基础》2016/11/30

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

周彪
(8621)23297818x010-66500562
zhoubiao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **事件:** 公司发布中报业绩预告, 预计 2017 上半年公司的净利润同比增长 50%-70%。披露增长的原因: 公司的营业收入增加及加强成本费用控制。
- **投资评级与估值:** 维持盈利预测, 预测 17-19 年 EPS 为 0.95、1.21、1.52 元, 增长 35%、28%、26%, 对应 17-19 年 PE 为 34x、27x、21x, 维持“增持”评级。我们看好公司的核心逻辑是: 1、汾酒是清香鼻祖, 具有深厚的品牌底蕴, 品质得到行业及社会一致认可, 尽管行业调整期收入大幅下滑, 但品牌和市场仍在, 具备快速恢复的基础; 2、白酒行业进入景气通道, 消费升级明显, 公司核心产品青花系列、金奖陈酿等中高端产品将会受益; 3、经营思路逐步清晰, 产品方面, 主导产品采取“抓两头, 稳中间”的策略, 青花系列、玻汾系列持续增长, 老白汾系列力争稳步发展; 营销管理方面, 加强激励力度, 推进扁平化管理; 市场费用方面做到精准投放, 落实到位; 4、公司是山西国企改革的排头兵, 已承诺 2019 年 6 月底前制定管理层股权激励计划, 改革将激发企业潜力和活力, 助力企业发展进入快车道。
- **国改激发公司动力, 收入净利润有望大幅提升。** 汾酒成为山西省国改打出的第一枪, 汾酒股份公司国资占比近 70%, 此次改革自上而下, 省国资委领导改革决心很大。预计国企改革将可能采用引入战略投资者、员工持股、股权激励等形式。我们认为此次国改将激发管理层及员工的积极性、改善管理体制, 有利于公司长远发展, 收入利润也将迎来大幅提升。
- **品牌底蕴深厚, 香型独特酒质出众, 受益白酒消费升级。** 汾酒做为清香型白酒的鼻祖, 是最老的四大名酒之一, 具有很强的品牌历史底蕴。其清香型的口感在行业独树一帜, 品牌具有很强的消费粘性, 品质也赢得了消费者的一致认可。同时, 白酒行业复苏以来, 消费升级明显, 今年上半年次高端品牌普遍销售情况较好。汾酒的青花系列、金奖陈酿等都定位于次高端, 我们预计增速 40% 以上。
- **公司基本面逐渐改善, 省内渠道进一步下沉, 省外积极转型升级。** 去年以来公司采取产品聚焦策略, 重点发力青花系列、金奖陈酿、老白汾、玻汾等核心产品。省内渠道下沉, 进一步精细化运作。省外主要集中在环山西地区, 公司对省外市场的费用投放力度加大, 坚定不移向中高端转型。河南、北京、内蒙、天津、陕西等省份今年都保持了高速增长。公司基本面正在发生积极变化, 值得持续重点关注。
- **股价上涨的催化剂:** 国企改革进程加快、收入利润增长超预期
- **核心风险假设:** 国企改革受阻, 收入利润未达标

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,405	2,181	5,836	7,619	9,226
同比增长率(%)	6.69	48.29	32.49	30.55	21.09
净利润(百万元)	605	468	818	1,047	1,315
同比增长率(%)	16.24	58.70	35.18	28.00	25.60
每股收益(元/股)	0.70	0.54	0.95	1.21	1.52
毛利率(%)	68.7	71.5	69.8	70.0	70.1
ROE(%)	12.7	8.9	14.8	15.9	16.7
市盈率	47		34	27	21

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,916	4,129	4,405	5,836	7,619	9,226
营业收入同比增长率 (yoy)	-35.67%	5.43%	6.69%	-	-	-
减: 营业成本	1,275	1,347	1,380	1,764	2,285	2,758
毛利率 (%)	67.44%	67.37%	68.68%	69.80%	70.00%	70.10%
减: 营业税金及附加	588	682	869	963	1,257	1,522
主营业务利润	2,053	2,099	2,156	-	-	-
主营业务利润率 (%)	52.43%	50.84%	48.95%	-	-	-
减: 销售费用	1,114	915	775	1,307	1,768	2,076
减: 管理费用	448	420	442	554	724	876
减: 财务费用	-17	-13	-18	-15	-20	-20
经营性利润	508	777	956	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	-65.97%	52.91%	23.15%	-	-	-
经营性利润率 (%)	12.97%	18.81%	21.71%	-	-	-
减: 资产减值损失	-1	5	26	10	5	5
加: 投资收益及其他	0	0	-1	0	0	0
营业利润	509	772	930	1,253	1,601	2,008
加: 营业外净收入	-31	-12	-10	-9	-10	-9
利润总额	477	760	920	1,244	1,591	1,999
减: 所得税	119	218	278	376	481	604
净利润	358	542	642	868	1,110	1,394
少数股东损益	2	21	36	49	63	79
归属于母公司所有者的净利润	356	521	605	818	1,047	1,315
净利润同比增长率 (yoy)	-62.96%	46.34%	16.24%	-	-	-
全面摊薄总股本	866	866	866	866	866	866
每股收益 (元)	0.41	0.60	0.70	0.95	1.21	1.52
归属母公司所有者净利润率 (%)	9.08%	12.61%	13.74%	-	-	-
ROE	9.14%	11.77%	12.71%	14.80%	15.90%	16.70%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。