

山西汾酒 (600809)

茅台降价消息误读致白酒大跌，汾酒全国化趋势良好

事件:

1. 2019年9月11日，市场传闻茅台一批价大跌，引发白酒股票大跌。
2. 山西杏花村汾酒销售有限公司在近日下发了《关于调整玻汾系列产品价格体系的通知》。通知主要内容显示：9月1日和11月1日，分两次对河南省区的53°、42°玻瓶汾酒等不同规格、不同度数、不同包装的9款产品进行价格调整。

点评:

1. 白酒板块受茅台的价格信息误读影响跌幅较大，行业观点继续看好核心龙头的高性价比全国化扩张。

白酒核心品种（三大香型的龙头）在食品饮料行业中具有较为持续的成长性，对白酒行业的分析方法需要再优化和提高，完全从价格去判断成长性的方法需要修正。

2. 玻汾最近于河南再次涨价，涨价体现需求旺盛

今年已是公司第二次针对河南地区的玻汾产品发出提价通知，本次公司针对53度玻汾产品的供烟酒店指导价、烟酒店建议成交价、最终标牌价分别指定在41、48、60元，较上次分别提升1、3、2元。同时本次还针对42度玻汾也作出了涨价指导，供烟酒店指导价、烟酒店建议成交价、最终标牌价分别指定在37、44、50元，我们认为两次提价政策均是贯彻整个渠道环节，公司意在梳理价格体系，站稳50-60元价位带。同时公司年内两次提价反映了河南市场对玻汾认可度高、需求高涨。

3. 全国化进展顺利，江浙沪市场预计均能突破亿元大关

2018年8月14日汾酒浙江平台公司启动，建立起了新的厂商共建模式，并从众商模式切换至到大平台模式，达到了统一步调和一步到位的效果。根据汾酒销售公司数据，汾酒浙江市场依托汾酒浙江运营平台这一新模式，市场占有率和渠道掌控力得到较大提升，从2017年不到6000万元的销售，2019年将实现1.5亿元的销售突破，创历史新高。上海公司到8月底，新增经销商19家，同比增长158.3%，专卖店新增3家，同比增长50%。合作终端基本实现区域全覆盖，并于8月31日，历史首次跨越亿元大关，达到去年同期的250%。

4. 我国金融市场进一步向外资开放，利好高ROE的成长性白酒龙头

此次全面取消QFII和RQFII投资额度限制，体现了我国步入全面开放的新格局，也体现了我国主动在金融领域全面开放的重要部署。从外资的配置策略上来看，资金流入的趋势大概率将持续追逐低估值、高ROE、收入现金比很好以及高分红的公司，因此我们预计外资对于白酒板块的高盈利低估值具有很强的偏好性。龙头白酒的优势大于食品公司也大于大部分其他行业公司。因此白酒估值扩张的倍数可能大于之前。

盈利预测:

考虑到公司全国化进程加速，品牌聚焦，渠道布局改善，我们维持盈利预测，19、20、21年收入维持115、140、161亿，19、20、21年净利润维持19、27、37亿，19、20、21年EPS为2.19、3.10、4.25元，给予公司20年30倍PE，目标价93元。

风险提示: 食品安全问题、省外市场增速不达预期、省内经济压力增大

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	74.56元
目标价格	93元

基本数据

A股总股本(百万股)	871.53
流通A股股本(百万股)	865.85
A股总市值(百万元)	64,981.15
流通A股市值(百万元)	64,557.65
每股净资产(元)	7.69
资产负债率(%)	47.72
一年内最高/最低(元)	79.60/30.39

作者

刘鹏	分析师
SAC执业证书编号: S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
郑蔚宇	联系人
zhengweiyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《山西汾酒-半年报点评:Q2收入利润加速增长,青花玻汾稳步推进省外扩张》 2019-08-27
- 2 《山西汾酒-公司点评:国改推进顺利,加速品牌瘦身,渠道布局持续改善》 2019-07-09
- 3 《山西汾酒-公司点评:青花涨价两步走,控货挺价促进品牌力回归》 2019-05-22

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,037.48	9,381.94	11,492.87	13,963.84	16,058.42
增长率(%)	37.06	55.39	22.50	21.50	15.00
EBITDA(百万元)	(2,645.99)	2,308.74	2,959.50	4,125.35	5,552.16
净利润(百万元)	944.10	1,466.73	1,909.51	2,702.80	3,702.44
增长率(%)	56.02	55.36	30.19	41.54	36.99
EPS(元/股)	1.08	1.68	2.19	3.10	4.25
市盈率(P/E)	69.27	44.59	34.25	24.20	17.66
市净率(P/B)	12.49	10.52	9.32	7.94	6.61
市销率(P/S)	10.83	6.97	5.69	4.68	4.07
EV/EBITDA	(18.08)	12.40	21.56	15.23	11.18

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 事件

1. 2019 年 9 月 11 日，市场传闻茅台一批价大跌，引发白酒股票大跌。
2. 山西杏花村汾酒销售有限公司在近日下发了《关于调整玻汾系列产品价格体系的通知》。通知主要内容显示：9 月 1 日和 11 月 1 日，分两次对河南省区的 53° 玻汾（475mL*12 瓶）、42° 玻汾（475mL*12 瓶）等不同规格、不同度数、不同包装的 9 款产品进行价格调整。

2. 点评

2.1. 白酒板块受茅台的价格信息误读影响跌幅较大，行业观点继续看好核心龙头的高性价比全国化扩张。

白酒核心品种（三大香型的龙头）在食品饮料行业中具有较为持续的成长性，对白酒行业的分析方法需要再优化和提高，完全从价格去判断成长性的方法需要修正。

2.2. 玻汾最近于河南再次涨价，涨价体现需求旺盛

今年已是公司第二次针对河南地区的玻汾产品发出提价通知，本次公司针对 53 度玻汾产品的供烟酒店指导价、烟酒店建议成交价、最终标价价分别指定在 41、48、60 元，较上次分别提升 1、3、2 元。同时本次还针对 42 度玻汾也作出了涨价指导，供烟酒店指导价、烟酒店建议成交价、最终标价价分别指定为在 37、44、50 元，我们认为两次提价政策均是贯彻整个渠道环节，公司意在梳理价格体系，站稳 50-60 元价位带。同时公司年内两次提价反映了河南市场对玻汾认可度高、需求高涨，玻汾已连续两年实现两位数的增长，公司有意通过快速走量打造低端价格带的大单品。

2.3. 全国化进展顺利，江浙沪市场预计均能突破亿元大关

2018 年 8 月 14 日汾酒浙江平台公司启动，建立起了新的厂商共建模式，并从众商模式切换至到大平台模式，达到了统一步调和一步到位的效果。

根据汾酒销售公司数据，汾酒浙江市场依托汾酒浙江运营平台这一新模式，市场占有率和渠道掌控力得到较大提升，从 2017 年不到 6000 万元的销售，2019 年将实现 1.5 亿元的销售突破，创历史新高。

上海公司到 8 月底，新增经销商 19 家，同比增长 158.3%，专卖店新增 3 家，同比增长 50%。合作终端基本实现区域全覆盖，并于 8 月 31 日，历史首次跨越亿元大关，达到去年同期的 250%。

汾酒江苏市场也于今年重新调整市场思路，玻汾产品终端铺市工作全面开展，客户数量达 87 家，开发新客户 41 家，预计到今年年底也将突破亿元大关。

2.4. 我国金融市场进一步向外资开放，利好高 ROE 的成长性白酒龙头

此次全面取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制，体现了我国步入全面开放的新格局，也体现了我国主动在金融领域全面开放的重要部署。从外资的配置策略上来看，资金流入的趋势大概率将持续追逐低估值、高 ROE、收入现金比很好以及高分红的公司，因此我们预计外资对于白酒板块的高盈利低估值具有很强的偏好性。龙头白酒的优势大于食品公司也大于大部分其他行业公司。因此白酒估值扩张的倍数可能大于之前。

3. 盈利预测

考虑到公司全国化进程加速，品牌聚焦，渠道布局改善，我们维持盈利预测，19、20、21 年收入维持 115、140、161 亿，19、20、21 年净利润维持 19、27、37 亿，19、20、21 年 EPS 为 2.19、3.10、4.25 元，给予公司 20 年 30 倍 PE，目标价 93 元。

4. 风险提示

食品安全问题、省外市场增速不达预期、省内经济压力增大

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,222.31	1,296.11	1,528.94	2,628.66	3,583.55	营业收入	6,037.48	9,381.94	11,492.87	13,963.84	16,058.42
应收票据及应收账款	2,199.33	3,706.10	3,459.04	5,237.44	4,802.68	营业成本	1,821.02	3,169.83	3,332.93	3,979.69	4,464.24
预付账款	188.49	103.74	209.99	208.61	225.17	营业税金及附加	1,237.81	1,795.59	2,126.18	2,513.49	2,729.93
存货	2,299.40	3,156.05	4,419.09	3,951.83	5,121.40	营业费用	1,080.25	1,626.98	2,298.57	2,513.49	2,424.82
其他	333.97	754.20	441.62	513.85	607.72	管理费用	4,701.80	628.43	850.47	907.65	963.51
流动资产合计	6,243.50	9,016.19	10,058.68	12,540.40	14,340.52	研发费用	18.74	12.15	22.99	27.93	32.12
长期股权投资	3.40	4.28	4.28	4.28	4.28	财务费用	(14.55)	(27.34)	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,650.67	1,598.57	1,655.04	1,678.99	1,670.43	资产减值损失	(16.58)	2.21	0.00	0.00	0.00
在建工程	419.24	305.80	219.48	179.69	137.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	230.25	223.24	215.31	207.39	199.46	投资净收益	0.90	1.00	0.00	0.00	0.00
其他	392.72	680.88	444.79	511.00	544.72	其他	(4,176.75)	(3.94)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,696.28	2,812.77	2,538.90	2,581.35	2,556.71	营业利润	1,384.85	2,177.02	2,861.73	4,021.59	5,443.80
资产总计	8,939.79	11,828.96	12,597.59	15,121.75	16,897.23	营业外收入	9.23	1.16	10.00	10.00	10.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	10.83	3.76	54.00	68.00	25.00
应付票据及应付账款	1,348.13	1,343.59	2,368.90	1,883.06	2,628.00	利润总额	1,383.24	2,174.42	2,817.73	3,963.59	5,428.80
其他	2,235.80	3,965.90	2,802.40	4,422.32	3,551.49	所得税	379.08	614.53	788.96	1,089.99	1,492.92
流动负债合计	3,583.93	5,309.49	5,171.30	6,305.38	6,179.49	净利润	1,004.16	1,559.89	2,028.76	2,873.60	3,935.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	60.06	93.16	119.25	170.80	233.44
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	944.10	1,466.73	1,909.51	2,702.80	3,702.44
其他	17.14	37.86	21.88	25.63	28.46	每股收益(元)	1.08	1.68	2.19	3.10	4.25
非流动负债合计	17.14	37.86	21.88	25.63	28.46						
负债合计	3,601.07	5,347.35	5,193.18	6,331.01	6,207.95	主要财务比率					
少数股东权益	102.53	267.45	386.70	557.50	790.94		2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	865.85	865.85	871.53	871.53	871.53	成长能力					
资本公积	242.14	282.39	282.39	282.39	282.39	营业收入	37.06%	55.39%	22.50%	21.50%	15.00%
留存收益	4,317.06	5,287.40	6,146.17	7,361.71	9,026.82	营业利润	48.96%	57.20%	31.45%	40.53%	35.36%
其他	(188.87)	(221.48)	(282.39)	(282.39)	(282.39)	归属于母公司净利润	56.02%	55.36%	30.19%	41.54%	36.99%
股东权益合计	5,338.71	6,481.61	7,404.40	8,790.74	10,689.29	获利能力					
负债和股东权益总	8,939.79	11,828.96	12,597.59	15,121.75	16,897.23	毛利率	69.84%	66.21%	71.00%	71.50%	72.20%
						净利率	15.64%	15.63%	16.61%	19.36%	23.06%
						ROE	18.03%	23.60%	27.21%	32.83%	37.40%
						ROIC	29.35%	41.41%	45.74%	53.69%	69.84%
现金流量表(百万元)						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,004.16	1,559.89	1,909.51	2,702.80	3,702.44	资产负债率	40.28%	45.21%	41.22%	41.87%	36.74%
折旧摊销	140.13	149.20	97.77	103.76	108.36	净负债率	-22.90%	-20.00%	-20.65%	-29.90%	-33.52%
财务费用	0.00	(19.91)	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.74	1.70	1.95	1.99	2.32
投资损失	(0.90)	(1.00)	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.10	1.10	1.09	1.36	1.49
营运资金变动	(255.33)	(490.69)	(727.73)	(310.37)	(1,002.02)	营运能力					
其它	8.39	(231.57)	119.25	170.80	233.44	应收账款周转率	3.25	3.18	3.21	3.21	3.20
经营活动现金流	896.45	965.92	1,398.81	2,666.99	3,042.22	存货周转率	2.86	3.44	3.03	3.34	3.54
资本支出	37.07	(43.54)	75.98	76.25	47.17	总资产周转率	0.74	0.90	0.94	1.01	1.00
长期投资	0.75	0.88	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(342.78)	(318.28)	(135.98)	(156.25)	(97.17)	每股收益	1.08	1.68	2.19	3.10	4.25
投资活动现金流	(304.95)	(360.94)	(60.00)	(80.00)	(50.00)	每股经营现金流	1.03	1.11	1.61	3.06	3.49
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	6.01	7.13	8.05	9.45	11.36
股权融资	25.21	77.66	(52.79)	2.44	2.44	估值比率					
其他	(532.30)	(853.22)	(1,053.18)	(1,489.70)	(2,039.77)	市盈率	69.27	44.59	34.25	24.20	17.66
筹资活动现金流	(507.09)	(775.56)	(1,105.97)	(1,487.27)	(2,037.33)	市净率	12.49	10.52	9.32	7.94	6.61
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	-18.08	12.40	21.56	15.23	11.18
现金净增加额	84.41	(170.58)	232.83	1,099.72	954.89	EV/EBIT	-17.17	13.26	22.30	15.62	11.40

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com