

山西汾酒 (600809)

证券研究报告

2019年10月11日

汾酒南方市场打开新局面，加速全国化布局

事件:

2019年9月28日-9月30日汾酒集团党委书记、董事长李秋喜，汾酒集团董事长助理、股份公司副总经理、汾酒销售公司负责人李俊，汾酒销售公司副总经理张建华一行赴海南进行市场调研，汾酒销售公司海南省区经理张景义，副经理游晓伟陪同调研。

点评:

1、驭势而上，汾酒长江以南市场迎来新机遇。2019年是汾酒国改的关键年，公司在营销层面实现了转型和突破，省内、省外营收比例已经实现了1:1。随着改革赋能、文化助力以及集团公司“4421”三年攻坚战的提出，汾酒全国化拓展的步伐已经愈发稳健，李秋喜董事长带队相继在浙江、江苏、海南地区展开调研，体现了公司对发展当地市场的重点关注。公司在海南坚持“优化经销商、扩大终端点、调整产品结构”的渠道战略，截至目前已增加经销商13家，增加终端网点一万余家，同时进一步调整产品结构，引进42度玻汾，落实“抓两头，带中间”产品战略，提高了汾酒在海南市场的占有率。

2、海南市场受益政策催化，客流量稳中有升。18年以来《中共中央、国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》、《中国（海南）自由贸易试验区总体方案》以及今年的国新办、发改委的海南自贸区建设方案的相继落地，为海南地区相关产业的长周期景气度提供了有力支撑，上半年Q1海南接待游客数同比增长5.6%，Q2同比增长8.9%，中秋小长假期间海南离岛免税品销售12.64万件，同比增长28.46%；购买人数2.39万人次，增长16.59%；销售金额0.92亿元，增长46.28%。我们认为海南市场的巨大客流量将长期利好白酒终端动销以及汾酒的全国化品牌塑造。

3、中报业绩加速，全国化进展顺利。公司19H1实现营收63.77亿元，同比增长22.30%，19Q2同比增长26.3%，19Q2归母净利润3.13亿元，同比增长37.96%。省外市场增长空间巨大，浙江市场今年有望实现1.5亿销售额，较2017年收入增长150%；上海地区截止八月份新增经销商19家，同比增长158.3%，专卖店新增3家，同比增长50%；9月份河南市场已下发玻汾的提价通知，意欲站稳50-60价格带。公司加速推进省外布局，剑指2020年省内省外布局3:7。

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；

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)	72.67	46.78	35.93	25.38	18.53
市净率(P/B)	13.10	11.04	9.78	8.33	6.93
市销率(P/S)	11.36	7.31	5.97	4.91	4.27
EV/EBITDA	(18.08)	12.40	22.65	16.00	11.76

资料来源: wind, 天风证券研究所

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	78.72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)	68,606.71
流通A股市值(百万元)	68,159.58
每股净资产(元)	7.69
资产负债率(%)	47.72
一年内最高/最低(元)	80.99/30.39

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

- 《山西汾酒-公司点评:茅台降价消息误读致白酒大跌,汾酒全国化趋势良好》2019-09-17
- 《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
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,222.31	1,296.11	1,528.94	2,628.66	3,583.55
应收票据及应收账款	2,199.33	3,706.10	3,459.04	5,237.44	4,802.68
预付账款	188.49	103.74	209.99	208.61	225.17
存货	2,299.40	3,156.05	4,419.09	3,951.83	5,121.40
其他	333.97	754.20	441.62	513.85	607.72
流动资产合计	6,243.50	9,016.19	10,058.68	12,540.40	14,340.52
长期股权投资	3.40	4.28	4.28	4.28	4.28
固定资产	1,650.67	1,598.57	1,655.04	1,678.99	1,670.43
在建工程	419.24	305.80	219.48	179.69	137.81
无形资产	230.25	223.24	215.31	207.39	199.46
其他	392.72	680.88	444.79	511.00	544.72
非流动资产合计	2,696.28	2,812.77	2,538.90	2,581.35	2,556.71
资产总计	8,939.79	11,828.96	12,597.59	15,121.75	16,897.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,348.13	1,343.59	2,368.90	1,883.06	2,628.00
其他	2,235.80	3,965.90	2,802.40	4,422.32	3,551.49
流动负债合计	3,583.93	5,309.49	5,171.30	6,305.38	6,179.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.14	37.86	21.88	25.63	28.46
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
少数股东权益	102.53	267.45	386.70	557.50	790.94
股本	865.85	865.85	871.53	871.53	871.53
资本公积	242.14	282.39	282.39	282.39	282.39
留存收益	4,317.06	5,287.40	6,146.17	7,361.71	9,026.82
其他	(188.87)	(221.48)	(282.39)	(282.39)	(282.39)
股东权益合计	5,338.71	6,481.61	7,404.40	8,790.74	10,689.29
负债和股东权益总	8,939.79	11,828.96	12,597.59	15,121.75	16,897.23

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,004.16	1,559.89	1,909.51	2,702.80	3,702.44
折旧摊销	140.13	149.20	97.77	103.76	108.36
财务费用	0.00	(19.91)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(0.90)	(1.00)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(255.33)	(490.69)	(727.73)	(310.37)	(1,002.02)
其它	8.39	(231.57)	119.25	170.80	233.44
经营活动现金流	896.45	965.92	1,398.81	2,666.99	3,042.22
资本支出	37.07	(43.54)	75.98	76.25	47.17
长期投资	0.75	0.88	0.00	0.00	0.00
其他	(342.78)	(318.28)	(135.98)	(156.25)	(97.17)
投资活动现金流	(304.95)	(360.94)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	25.21	77.66	(52.79)	2.44	2.44
其他	(532.30)	(853.22)	(1,053.18)	(1,489.70)	(2,039.77)
筹资活动现金流	(507.09)	(775.56)	(1,105.97)	(1,487.27)	(2,037.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	84.41	(170.58)	232.83	1,099.72	954.89

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,037.48	9,381.94	11,492.87	13,963.84	16,058.42
营业成本	1,821.02	3,169.83	3,332.93	3,979.69	4,464.24
营业税金及附加	1,237.81	1,795.59	2,126.18	2,513.49	2,729.93
营业费用	1,080.25	1,626.98	2,298.57	2,513.49	2,424.82
管理费用	4,701.80	628.43	850.47	907.65	963.51
研发费用	18.74	12.15	22.99	27.93	32.12
财务费用	(14.55)	(27.34)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(16.58)	2.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.90	1.00	0.00	0.00	0.00
其他	(4,176.75)	(3.94)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,384.85	2,177.02	2,861.73	4,021.59	5,443.80
营业外收入	9.23	1.16	10.00	10.00	10.00
营业外支出	10.83	3.76	54.00	68.00	25.00
利润总额	1,383.24	2,174.42	2,817.73	3,963.59	5,428.80
所得税	379.08	614.53	788.96	1,089.99	1,492.92
净利润	1,004.16	1,559.89	2,028.76	2,873.60	3,935.88
少数股东损益	60.06	93.16	119.25	170.80	233.44
归属于母公司净利润	944.10	1,466.73	1,909.51	2,702.80	3,702.44
每股收益(元)	1.08	1.68	2.19	3.10	4.25

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	37.06%	55.39%	22.50%	21.50%	15.00%
营业利润	48.96%	57.20%	31.45%	40.53%	35.36%
归属于母公司净利润	56.02%	55.36%	30.19%	41.54%	36.99%
获利能力					
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%
偿债能力					
资产负债率	40.28%	45.21%	41.22%	41.87%	36.74%
净负债率	-22.90%	-20.00%	-20.65%	-29.90%	-33.52%
流动比率	1.74	1.70	1.95	1.99	2.32
速动比率	1.10	1.10	1.09	1.36	1.49
营运能力					
应收账款周转率	3.25	3.18	3.21	3.21	3.20
存货周转率	2.86	3.44	3.03	3.34	3.54
总资产周转率	0.74	0.90	0.94	1.01	1.00
每股指标(元)					
每股收益	1.08	1.68	2.19	3.10	4.25
每股经营现金流	1.03	1.11	1.61	3.06	3.49
每股净资产	6.01	7.13	8.05	9.45	11.36
估值比率					
市盈率	72.67	46.78	35.93	25.38	18.53
市净率	13.10	11.04	9.78	8.33	6.93
EV/EBITDA	-18.08	12.40	22.65	16.00	11.76
EV/EBIT	-17.17	13.26	23.42	16.42	11.99

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