

食品饮料

2018年12月14日

山西汾酒 (600809)

——股权激励落地时点超预期 彰显公司中长期增长信心

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2018年12月13日

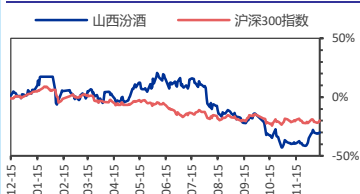
收盘价(元)	38.42
一年内最高/最低(元)	68/30.39
市净率	5.6
息率(分红/股价)	1.56
流通A股市值(百万元)	33266
上证指数/深证成指	2593.74/7629.65

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2018年09月30日

每股净资产(元)	6.92
资产负债率%	40.21
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：18Q3点评：中高端酒增速放缓 整体利润维持高增》
2018/10/29

《山西汾酒(600809)点评：18年中报点评：青花持续高增 业绩超预期 看好汾酒长期改善空间》
2018/08/28

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

研究支持

周缘 A0230117120004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

周缘
(8621)23297818x转
zhouyuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件**：公司发布《2018年限制性股票激励计划(草案)》，拟向激励对象授予不超过650万股限制性股票，约占本计划提交股东大会审议之前公司股本总额的0.75%。
- **投资评级与估值**：维持盈利预测，预测2018-2020年EPS为1.73元、2.2元、2.71元，同比增长59%、27%、23%，当前股价对应2018-2020年PE分别为22x、17x、14x，维持买入评级。尽管短期看，行业需求存在宏观经济放缓带来的外部压力，但汾酒的品牌底蕴和酒质的优势依然突出，并且公司已大力推进国企改革，引入华润做战投，股权激励落地。中长期看，以青花为代表的中高端产品和公司的管理效率、盈利能力依然具有较大的发展和提升空间，看好公司中长期成长潜力。
- **股权激励落地时点超预期，业绩承诺彰显公司中长期增长信心**。从激励落地的时点来看，受宏观经济和大环境影响，三季度起名酒整体动销增速有所放缓，但从渠道库存和价盘表现来看，行业调整整体可控，各名酒仍然维持良性增长的态势，汾酒在行业有所调整的阶段将股权激励落地，充分彰显了公司对中长期增长的信心，激励落地时点超预期。从业绩承诺来看，结合渠道反馈，基于2018年销售情况，预计2019年收入增长目标25%以上，2019-2021三年收入复合增速20%左右。2019-2021年净资产收益率不低于22%，相比于2014-2017年的ROE水平明显提升。公司在保证高质量增长的基础上制定了相对理性的业绩目标，我们认为，青花高增长与省外扩张的空间仍大，汾酒与华润未来也会发挥协同效应，充分保障业绩目标的完成。从激励对象来看，激励对象涉及到中高层管理人员397名，受众广泛。
- **青花中长期增长空间仍大，目前渠道表现相对良性**。三季度由于公司主动控货，青花增速放缓，结合渠道反馈，预计18年全年青花实现3000吨左右销量，超2012年高点水平，预计18年全年青花收入实现60%以上增长，占比提升5个百分点左右，产品结构提升。中长期看，青花具备全国化的潜质，增长空间仍大。目前渠道库存处于合理水平，价盘稳定未出现明显松动，青花20批价330-350，终端成交价接近400，青花30批价500左右，终端成交价550-600。2017-2018年汾酒挺价效果明显，由于采取全控价模式，渠道利润得以充分保证。从各区域表现来看，强势区域(如山西、河南)稳扎稳打，实现高质量的高增长，部分区域(如北京、天津)由于前期根基不牢，出现了窜货、价盘不稳等情况，三季度公司对各片区进行了人员调整，调整到位后采取措施逐步夯实市场基础。结合渠道反馈，我们预计销售公司到11月底完成全年任务90%以上，同比增长30%以上，我们维持对公司全年90.2亿收入和15.02亿净利润的预测，对应单四季度收入与归母净利润增速分别是78%/71%。

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,037	6,915	9,019	11,086	13,150
同比增长率(%)	37.06	42.41	49.40	22.90	18.60
净利润(百万元)	944	1,264	1,502	1,907	2,347
同比增长率(%)	56.02	56.89	59.10	27.00	23.10
每股收益(元/股)	1.09	1.46	1.73	2.20	2.71
毛利率(%)	69.8	69.4	71.1	71.6	72.2
ROE(%)	18.0	21.1	24.2	25.9	26.8
市盈率	35		22	17	14

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

- **国企改革激发内生动力，改革红利将持续释放，看好汾酒长期改善空间。**国企改革使公司迎来重要发展机遇，近两年公司在品牌、产品、渠道和团队建设、激励等方面已经发生了积极变化，并且注重发展质量和过程。未来汾酒与华润将进一步展开合作，发挥协同效应。集团混改仍将继续推进。公司改革红利将持续释放，中长期成长潜力巨大。
- 股价上涨的催化剂：业绩超预期
- 核心风险假设：经济下行影响高端白酒需求

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,129	4,405	6,037	9,019	11,086	13,150
营业收入同比增长率 (yoy)	5.43%	6.69%	37.06%	49.40%	22.90%	18.60%
减: 营业成本	1,347	1,380	1,821	2,608	3,146	3,649
毛利率 (%)	67.37%	68.68%	69.84%	71.10%	71.60%	72.20%
减: 营业税金及附加	682	869	1,238	1,732	2,217	2,630
主营业务利润	2,099	2,156	2,979	4,679	5,723	6,871
主营业务利润率 (%)	50.84%	48.95%	49.34%	51.88%	51.62%	52.25%
减: 销售费用	915	775	1,080	1,714	2,051	2,393
减: 管理费用	420	442	546	676	831	986
减: 财务费用	-13	-18	-15	-19	-89	-112
经营性利润	777	956	1,367	2,308	2,930	3,604
经营性利润同比增长率 (yoy)	52.91%	23.15%	42.97%	68.79%	26.95%	23.00%
经营性利润率 (%)	18.81%	21.71%	22.65%	25.59%	26.43%	27.41%
减: 资产减值损失	5	26	-17	0	0	0
加: 投资收益及其他	0	-1	1	0	0	0
营业利润	772	930	1,385	2,308	2,929	3,603
加: 营业外净收入	-12	-10	-2	-5	-4	-3
利润总额	760	920	1,383	2,303	2,925	3,600
减: 所得税	218	278	379	714	907	1,116
净利润	542	642	1,004	1,589	2,019	2,484
少数股东损益	21	36	60	87	111	137
归属于母公司所有者的净利润	521	605	944	1,502	1,907	2,347
净利润同比增长率 (yoy)	46.34%	16.24%	56.02%	59.10%	27.00%	23.10%
全面摊薄总股本	866	866	866	866	866	866
每股收益 (元)	0.60	0.70	1.09	1.73	2.20	2.71
归属母公司所有者净利润率 (%)	12.61%	13.74%	15.64%	-	-	-
ROE	11.77%	12.71%	18.03%	24.20%	25.90%	26.80%

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。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

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@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。