

2017年02月27日

公司研究

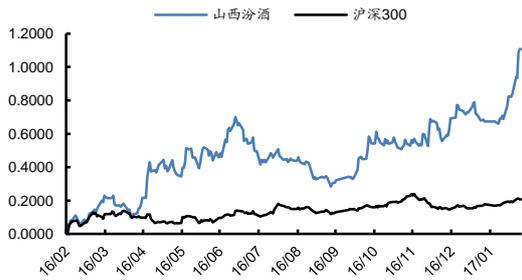
评级：增持（维持）

研究所
证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：管嘉琪 S0350116070031
guanjq@ghzq.com.cn

集团签订考核责任书，公司国改步伐有望加快

——山西汾酒（600809）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
山西汾酒	25.9	36.8	100.3
沪深300	2.5	-1.3	17.8

市场数据

2017/02/27

当前价格（元）	31.15
52周价格区间（元）	14.46 - 33.25
总市值（百万）	26971.17
流通市值（百万）	26971.17
总股本（万股）	86584.83
流通股（万股）	86584.83
日均成交额（百万）	165.84
近一月换手（%）	20.04

相关报告

《山西汾酒（600809）调研简报：省内受益煤炭经济复苏提振需求，省外市场开发步伐有望加快》——2016-11-11

《山西汾酒（600809）2016年中报点评：业绩维持稳定增长，改革释放长期动力》——2016-08-16

《山西汾酒（600809）2015年年报点评及2016年一季报点评*公司业绩恢复趋势明显，看好公司后续改革进展（买入）*食品饮料行业*余春生》——2016-04-26

《山西汾酒（600809）2015年业绩预告点评*15

事件：

近日，多家媒体报道，公司控股股东汾酒集团公司与山西省国资委签订任期经营目标考核责任书，内容涉及“汾酒集团2017、2018、2019年收入（酒类）增长目标为30%、30%和20%；三年利润（酒类）增长目标为25%、25%、25%”、“积极推行员工持股改制试点，任期内力推汾酒集团整体上市”等方面。

针对上述报道内容，2月24日晚，公司发布澄清说明，主要内容有以下两方面：（1）汾酒集团签订的酒类业务三年期业绩增长目标属实，公司作为汾酒集团主体，目前尚未分解落实目标责任书任务，尚未制订2017年度经营计划，也未确定营业收入、利润等增长目标；（2）整体上市是汾酒集团公司未来发展战略，但尚未筹划整体上市具体方案，也无具体推进时间表，该事项对上市公司实际影响尚存在诸多不确定因素。

投资要点：

■ **集团公司成为试点企业，上市公司国改进度有望加快** 2月9日，山西省召开了“全省国有资产监督管理暨党风廉政建设工作会议”。会上，汾酒集团表示愿当改革先锋打头阵，而山西省国资委也将以汾酒集团为试点。2月23日，汾酒集团在太原举行了2017—2019年任期经营业绩目标责任书签约仪式。

■ 我们认为，此次汾酒国改受到山西省政府层面的高度重视，因此集团层面的势头和动力都非常强劲。山西汾酒作为集团酒类经营主体，净利润占到集团酒类业务净利润的60%左右，其增长情况对集团实现三年期（酒类）业绩目标至关重要。我们相信，在省政府的大力支持下，同时也为了激发山西汾酒业绩增长潜力，未来上市公司国改的进度将有望加快。国企改革有望提高公司经营管理市场化程度以及员工积极性，从而带动公司业绩增速加快。

■ **省内受益煤炭经济复苏，次高端白酒需求增长有望加快** 随着茅五价格上涨，次高端白酒性价比逐渐凸显，2017年有望迎来量价齐升的可能。公司青花系列产品价格在200—500之间，有望充分受益。同时，截止2017年2月17日，晋陕蒙西地区煤炭价格指数同比增长68.08%。山西省是煤炭大省，煤炭经济对居民消费能力有直接影响。如果煤炭价格上涨，对山西省白酒的商务消费频次以及民间消

年业绩超预期，公司变革效果显著（买入）*食品饮料行业*余春生》——2016-01-25

《山西汾酒（600809）2015 年三季报点评*公司营销改革成效初显，前三季度收入同比转增（增持）*食品饮料行业*余春生》——2015-10-21

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

费能力都有直接的帮助。山西汾酒省内营收占比约 60%，煤炭经济复苏对公司业绩增速有明显促进作用。

■ **盈利预测和投资评级：维持“增持”评级** 我们预测 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.73/0.95/1.22 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 31.72/24.37/18.88 倍，维持公司评级为“增持”评级。

■ **风险提示：**国企改革进度不达预期；煤炭价格上涨不达预期；市场拓展不达预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	4129	4558	5620	6997
增长率(%)	5%	10%	23%	25%
净利润（百万元）	520.6	629	819	1057
增长率(%)	46%	21%	30%	29%
摊薄每股收益（元）	0.60	0.73	0.95	1.22
ROE(%)	11.58%	12.22%	13.65%	14.90%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 山西汾酒盈利预测表

证券代码:	600809.SH				股价:	31.15	投资评级:	增持		日期:	2017/02/27		
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值				2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标								
ROE	11.58%	12.22%	13.65%	14.90%	EPS				0.60	0.73	0.95	1.22	
毛利率	67%	68%	69%	70%	BVPS				5.11	5.83	6.78	8.00	
期间费率	49%	48%	47%	47%	估值								
销售净利率	13%	14%	15%	15%	P/E				38.32	31.72	24.37	18.88	
成长能力					P/B				4.51	3.95	3.40	2.88	
收入增长率	5%	10%	23%	25%	P/S				4.83	4.38	3.55	2.85	
利润增长率	46%	21%	30%	29%	利润表 (百万元)				2015	2016E	2017E	2018E	
营运能力					营业收入	4129	4558	5620	6997				
总资产周转率	0.62	0.62	0.66	0.69	营业成本	1347	1463	1748	2127				
应收账款周转率	3.29	3.29	3.65	3.84	营业税金及附加	682	752	927	1154				
存货周转率	1.06	1.06	1.06	1.06	销售费用	915	980	1208	1504				
偿债能力					管理费用	420	456	562	700				
资产负债率	33%	30%	29%	30%	财务费用	(13)	(21)	(30)	(42)				
流动比	1.93	2.22	2.46	2.61	其他费用/(-收入)	(5)	0	0	0				
速动比	1.06	1.28	1.45	1.58	营业利润	772	928	1205	1553				
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支	(12)	(10)	(10)	(11)				
现金及现金等价物	1046	1417	2011	2810	利润总额	760	918	1195	1543				
应收款项	1256	1386	1540	1821	所得税费用	218	263	343	443				
存货净额	1918	2093	2528	3101	净利润	542	654	852	1100				
其他流动资产	45	49	61	76	少数股东损益	21	26	33	43				
流动资产合计	4264	4946	6140	7808	归属于母公司净利润	521	629	819	1057				
固定资产	1524	1413	1306	1253	现金流量表 (百万元)				2015	2016E	2017E	2018E	
在建工程	491	591	641	641	经营活动现金流	428	565	221	(37)				
无形资产及其他	229	229	206	183	净利润	542	654	852	1100				
长期股权投资	4	4	4	4	少数股东权益	21	26	33	43				
资产总计	6707	7378	8492	10084	折旧摊销	75	213	200	184				
短期借款	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0				
应付款项	811	703	629	682	营运资金变动	(210)	(329)	(864)	(1364)				
预收帐款	389	429	529	659	投资活动现金流	(181)	10	57	53				
其他流动负债	1010	1096	1334	1646	资本支出	(487)	10	57	53				
流动负债合计	2209	2228	2492	2987	长期投资	(4)	0	0	0				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	其他	310	0	0	0				
其他长期负债	2	2	2	2	筹资活动现金流	124	(2)	(2)	(3)				
长期负债合计	2	2	2	2	债务融资	0	0	0	0				
负债合计	2211	2230	2494	2989	权益融资	5	0	0	0				
股本	866	866	866	866	其它	119	(2)	(2)	(3)				
股东权益	4495	5148	5998	7095	现金净增加额	371	573	275	14				
负债和股东权益总计	6707	7378	8492	10084									

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。