

山西汾酒 (600809)

2017年08月25日

改革兑现高增长，明年弹性更大，次高端首推品种

买入（维持）

事件：

公司发布半年报，1H17实现营收34.2亿，同比+41.2%，归母净利润6亿元，同比+67.6%。

投资要点：

■ **收入端：省内经济复苏带动金奖高增长，省外渠道理顺青花量价齐升。** 1) **省内销售收入20亿，同比+41%，消费结构升级带动金奖放量。** 省内销售收入20亿，同比+41%，消费结构升级带动金奖放量，结合草根调研，山西省内受益于煤炭经济回暖+旅游等产业增长，消费升级明确，估算主打单品金奖20年增速55%-65%。2) **省外销售收入13.9亿，同比+42%，品牌力+渠道力推动青花量价齐升。** 山西省外主推青花系列，经过过去两年清理库存和调整快速放量+青花20和青花30开票价分别上浮20元、70元，判断青花系列同比+45%-55%。公司对核心单品如青花20和30采取费控价模式，管控经销商费用投放至终端，青花系列批价和成交价不断上行，量价齐升态势预计持续。公司省外确定三大战役市场-河南、山东、北京，集中费用资源投放在重点市场，从县级市场引爆，点状突破，带动周边，下半年省外增长预计加速。3) **股份公司占集团酒类营收92%。** 根据山西日报报道，1H2017年，汾酒集团酒类收入37.2亿元，倒推集团系列酒收入约3亿，占比8%，判断股份公司承担绝大部分国资委收入考核指标。

■ **利润端：毛利率升消费税率降，收入扩张有望带动费比下调。**

1) **结构升级，1H17毛利率71.1%，同比+2.5pct。** 公司中高价白酒和低价白酒销售收入分别为22.8亿、9.8亿元，同比+47%、+34%，自4Q16以来300元以上价格带产品增速快于300元以下产品的态势持续。下半年公司费用投放重点倾斜省外市场，同时坚定不移推青花，产品升级还将持续，预计青花占比有望回到12年巅峰水平，毛利有望接近历史高点（约77%）。2) **消费税率下调，1H17消费税率14.3%，同比-1.8pct。** 主因去年同期消费税应是超额缴纳，今年恢复常态预计全年税率14%，同比-2pct。3) **销售费用6.4亿，同比+1.9亿，销售费用率18.5%，同比持平。** 其中广告费4.2亿，同比+1.9亿，接近翻倍，主因公司通过空中广告提升品牌力，例如央视投放“青花汾酒 骨子里的中国”全新广告片和系列主题广告等，对品牌力提升效果明显。**我们判断毛利率将率先恢复到历史高点，伴随收入扩张带动费比下调，净利率稍滞后恢复至高点，利润弹性大于收入。**

■ **盈利预测与估值：** 我们判断收入扩张将加速，同时中高端产品占比提升+提价，毛利率持续向上，收入提升后费比下降，净利有更大弹性。因此我们上调盈利预测至17-19年EPS为1.02元、1.65元、2.13元，同比+46%、+62%、+30%，18年PE为26X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：** 食品安全风险，行业竞争加剧。

证券分析师 马浩博
 执业资格证书号码：S0600515090002
mahb@dwzq.com.cn
 021-60199762

证券分析师 周恺锴
 执业资格证书号码：S0600514070001
zhoukk@dwzq.com.cn
 0512-62938619

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.26
一年最低价/最高价	18.59/48.35
市净率	7.88
流通市值(百万元)	37,456.60

基础数据

每股净资产	5.65
资产负债率	39.60
总股本(百万股)	865.88
流通股A股(百万股)	865.88

相关研究

- 1.山西汾酒：忽如一夜春风至，步入国改新纪元 -20170723
- 2.时间过半任务超半，预计全年完成目标无虞 -20170717
- 3.山西汾酒调研报告：省内需求恢复，省外渠道调整到位，17年收入有望提速 -20170110

图表 1: 山西汾酒三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4786.9	6664.9	8757.0	10926.9	营业收入	4404.9	6012.2	8421.7	10266.6
现金	1217.9	1893.1	2415.3	3375.3	营业成本	1379.5	1811.4	2291.1	2664.0
应收款项	1543.7	2106.9	2951.3	3597.8	营业税金及附加	869.2	1052.1	1473.8	1796.7
存货	1918.7	2519.4	3186.5	3705.3	营业费用	775.1	1262.6	1726.4	2094.4
其他	106.6	145.5	203.8	248.5	管理费用	442.4	601.2	842.2	1026.7
非流动资产	2629.7	2677.1	2709.7	2732.1	财务费用	-17.7	-23.7	-27.2	-42.8
长期股权投资	2.7	1.3	-0.0	-1.4	投资净收益	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
固定资产	2165.8	2226.1	2271.6	2307.0	其他	-25.9	0.0	0.0	0.0
无形资产	231.4	219.9	208.3	196.7	营业利润	929.7	1307.7	2114.6	2726.8
其他	229.8	229.8	229.8	229.8	营业外净收支	-9.6	-9.6	-9.6	-9.6
资产总计	7416.6	9342.0	11466.7	13659.0	利润总额	920.1	1298.1	2105.0	2717.2
流动负债	2568.9	3842.1	4914.8	5751.6	所得税费用	278.5	363.4	589.4	760.8
短期借款	0.0	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	36.4	53.1	86.1	111.1
应付账款	913.9	1200.0	1517.8	1764.9	归属母公司净利润	605.1	881.5	1429.5	1845.3
其他	1655.0	2342.1	3097.0	3686.7	EBIT	1808.0	2337.0	3562.0	4481.5
非流动负债	10.6	19.4	28.1	36.8	EBITDA	1947.4	2480.2	3730.7	4667.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	10.6	19.4	28.1	36.8	每股收益(元)	0.70	1.02	1.65	2.13
负债总计	2579.6	3861.5	4942.9	5788.4	每股净资产(元)	5.50	6.21	7.37	8.86
少数股东权益	77.0	103.3	146.0	201.1	发行在外股份(百万股)	865.8	865.8	865.8	865.8
归属母公司股东权益	4760.1	5377.1	6377.8	7669.5	ROIC(%)	14.0%	20.5%	33.8%	39.4%
负债和股东权益总计	7416.6	9342.0	11466.7	13659.0	ROE(%)	12.7%	16.4%	22.4%	24.1%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	68.7%	69.9%	72.8%	74.1%
经营活动现金流	585.9	825.1	1153.7	1722.9	EBIT Margin(%)	41.0%	38.9%	42.3%	43.7%
投资活动现金流	-139.0	-185.4	-202.7	-209.3	销售净利率(%)	13.7%	14.7%	17.0%	18.0%
筹资活动现金流	-305.1	35.5	-428.8	-553.6	资产负债率(%)	34.8%	41.3%	43.1%	42.4%
现金净增加额	141.8	675.2	522.2	960.0	收入增长率(%)	6.7%	36.5%	40.1%	21.9%
折旧和摊销	139.4	143.1	168.7	186.3	净利润增长率(%)	16.2%	45.7%	62.2%	29.1%
资本开支	-280.2	-186.8	-204.0	-210.7	P/E	61.90	42.49	26.20	20.30
营运资本变动	3.3	-225.9	-487.1	-363.8	P/B	7.87	6.97	5.87	4.88
企业自由现金流	1313.7	1413.1	2042.2	2838.6	EV/EBITDA	20.56	16.66	11.37	9.26

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

