

# 改革成效初显 期待业绩持续释放

——山西汾酒（600809）



## 核心观点

### ❖ 经济回暖，拉动汾酒需求，市场占有率不断提升

2015年下半年开始山西经济呈现回暖迹象，2016年下半年动力煤触底反弹，山西作为煤炭大省，省内经济明显复苏，GDP增速开始提升，拉动当地的餐饮、白酒等消费需求增加。山西汾酒是山西省白酒产量最大的企业，近五年来，省内产量占比一直维持在30%以上，2016年市场占有率提升至44.18%。

### ❖ 混改模式由点到面，整体提升经营活力

相较于老白干、五粮液和沱牌舍得的上而下定增混改模式，山西汾酒的混改则是从点到面、自下而上，并借鉴沱牌舍得的以业绩为导向（签订目标责任书），逐步提升公司的经营活力。2014年，山西汾酒的改革从下属销售公司开始的，以此为切入点，倒逼企业的生产体系、物流体系等上游向市场化运作机制转变。从2017年签订《经营业绩责任书（2017—2019年）》的责任书中看出，国资委向公司下放经营管理权、投资计划权等各项权利，是国资委对公司前期改革成绩的认可。

### ❖ 产品在改革同僚中成绩优异，未来提升空间大

山西汾酒在白酒混改同行中，营收同比增速最快。2017年上半年省内营收同比增速39%，除了受煤炭经济拉升外，也与公司经营管理有很大关系。在省内市场，公司产品定位中低端、渠道管理精细化、扁平化。省外市场，公司重点发展环山西市场，将原有团购商转型为经销商，重新招商扩充渠道数量，2017年上半年省外市场均得到快速增长，营收同比增速41%。

### ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们认为公司通过由下而上的改革大大提升了公司的运营活力。产品上定位次高端，市场占比不断提升。此外，公司省外业务增长提速，看好公司未来发展空间。我们预计2017-2019年营业收入为60亿、79亿、97亿，对应EPS为1.09、1.39、1.71元/股，对应PE为41、32、26倍，首次覆盖予以“增持”评级。

### ❖ 风险提示：改革力度不达预期；食品安全问题；经济增速下滑。

#### 盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	4405	5999	7855	9719
+/-%	7%	36%	31%	24%
净利润(百万)	605	945	1202	1478
+/-%	16%	56%	27%	23%
EPS(元)	0.70	1.09	1.39	1.71
PE	64.40	41.26	32.41	26.37

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## 📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	食品饮料
报告时间	2017/9/11
前收盘价	45.01元
公司评级	增持评级

## 👤 分析师

宋红欣

证书编号：S1100515060001  
010-66495639  
songhongxin@cczq.com

## 📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦21层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

## 正文目录

公司简介：发展变革 曾经沧海桑田.....	4
历史悠远 曾位居中国三大名酒之列.....	4
混改模式由点到面，整体提升经营活力 .....	4
业绩快速恢复 .....	7
投资看点 1：山西经济回暖 拉动汾酒市场需求 .....	9
煤炭行业复苏，拉动白酒消费增长.....	9
山西白酒市场集中度高.....	10
投资看点 2：改革业绩初露 蓄势待发.....	11
在改革同行中成绩优异.....	11
省内渠道精耕细作 省外重点发展环山西市场 .....	12
中高端产品提价 提高经销商合作意愿 .....	13
销售和管理费用有的放矢 .....	15
毛利率和净资产收益率还有提升空间 .....	16
推荐逻辑及投资评级 .....	17
风险提示 .....	18
盈利预测 .....	19

## 图表目录

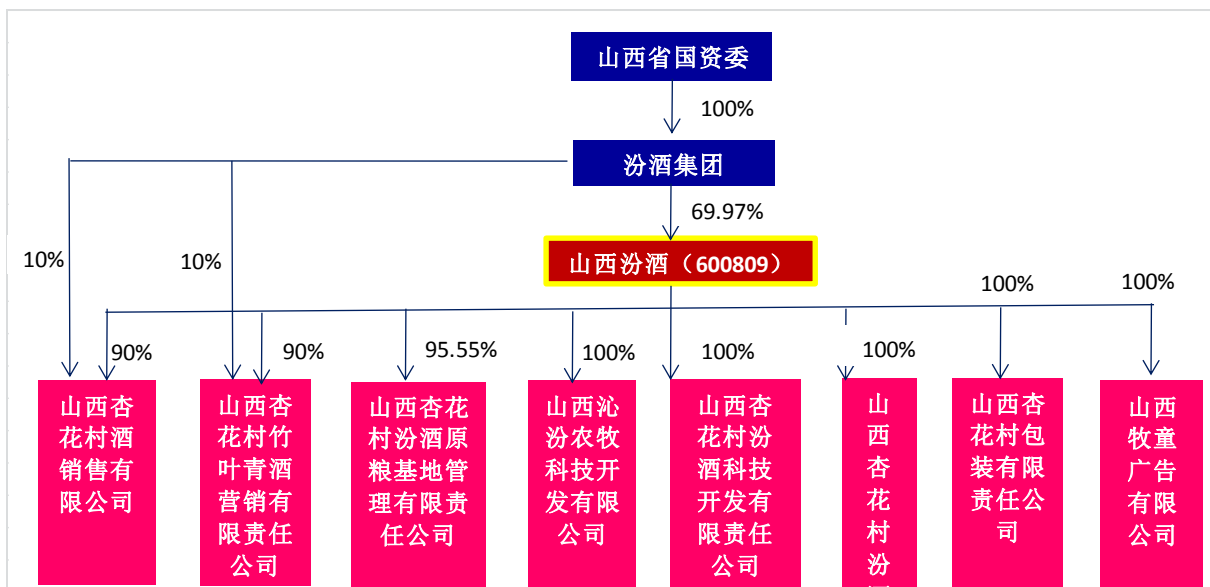
图 1:	山西汾酒股权结构图.....	4
图 2:	山西汾酒 2015 年业绩明显提升.....	8
图 3:	2017H1 中高端收入增长加快.....	9
图 4:	2017 年中高端收入占比缓慢增长.....	9
图 5:	2015 年下半年山西工业增加值逐步增长.....	10
图 6:	2016 年山西 GDP 增速提升.....	10
图 7:	2016 年山西餐饮业增长提升.....	10
图 8:	2016 年山西省白酒产量开始回升.....	11
图 9:	山西汾酒产量占比逐年上升.....	11
图 10:	汾酒营收增速在相对高位.....	12
图 11:	汾酒净利润增速仅次于沱牌舍得.....	12
图 12:	目前省外市场营收占比仍比较低.....	13
图 13:	省外市场增速开始超省内市场.....	13
图 14:	汾酒销售费用占营收比例相对较低.....	16
图 15:	汾酒管理费用占营收比例相对较低.....	16
图 16:	汾酒毛利率略低.....	16
图 17:	汾酒净资产收益率还偏低.....	16
表格 1.	山西汾酒发展历程.....	5
表格 2.	白酒上市公司国企改革历程.....	6
表格 3.	山西汾酒混改历程.....	7
表格 4.	《经营目标责任书》中经营目标.....	7
表格 5.	山西汾酒主要销售产品.....	8
表格 6.	2016 年以来各白酒品牌频提价.....	13

## 公司简介：发展变革 曾经沧海桑田

### 历史悠久 曾位居中国三大名酒之列

山西汾酒始于 1993 年，第一大股东为山西杏花村汾酒集团有限公司，持有公司 69.97% 的股权，山西国资委为实际控制人，占有汾酒集团 100% 股权。公司总股本 8.66 亿，全部为流通股。目前公司主要控股了杏花村酒销售公司、竹叶青酒营销公司、杏花村汾酒科技开发公司、杏花村酒商贸公司等 8 个企业。

图 1：山西汾酒股权结构图



资料来源：Wind, 川财证券研究所

回溯山西汾酒，其历史悠久，是中国清香型白酒的典型代表。晚唐诗人杜牧的诗词“借问酒家何处有？牧童遥指杏花村。”指的就是汾酒。上世纪 30 年代，汾酒与泸州老窖、茅台并列为中国三大名酒。建国后直至上世纪 90 年代一直位居中国八大名酒。

### 混改模式由点到面，整体提升经营活力

1997 年的金融危机，以及 1998 年的朔州假酒案对汾酒的影响极大，使 70% 的省外市场受损。2002 年公司改制，新的管理层重新整顿市场，重点开发河北、河南等省外市场业务，加之行业的快速发展，公司迎来了黄金十年。进入 2013

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

年，白酒行业受三公反腐的不断深入以及经济下滑的影响，需求锐减，整个行业进入深度调整期。

公司 2014 年开始尝试混改之路，同时在产品的价格及渠道进行了整顿，2015 年公司业绩成效初显，2016 年持续恢复，2017 年正式开启国企改革的序幕。

表格 1. 山西汾酒发展历程

时期	主要事件
1990 年-1993 年顶峰期	1990 年居白酒行业首位，业绩超过泸州老窖。 1992 年获得进出口自主经营权，在全国白酒行业是首家。 1993 年上交所上市，第一家白酒上市企业；战略上逆市降价，错失高端地位。
1994 年-2001 年衰退调整期	1994 年业绩开始被五粮液超越。 1997 年借新品“30 年陈酿青花瓷”进高端市场。 1998 年受山西假酒案拖累，省外市场 70% 以上受损。
2002 年-2012 年成长高峰期	2002 年公司改制，新高管上任，重点开拓河北、河南市场。 2003 年推出“国藏汾酒”。 2009 年新一届高管对产品体系、营销体系等进行修整。 2012 年国家出台反腐八大政策。
2013 年-2015 年行业调整期	2013 年行业进入深度调整。 2014 年公司尝试混改之路。
2016 年—重新起飞	2016 年公司业绩开始恢复。 2017 年国企改革拉开序幕。

资料来源：公司公告，公司新闻，川财证券研究所

在白酒行业，目前有四家上市公司进行了股份制改革。分别是老白干、五粮液、沱牌舍得、山西汾酒。

早在 2014 年底老白干开启了白酒混改的先锋；2016 年 5 月底，五粮液的混改方案获四川省国资委批复同意；同年 5 月，四川沱牌舍得酒业股份有限公司控股股东国有股权转让及增资扩股获得国务院国资委批复，沱牌舍得（600702）的实际控制人将由射洪县人民政府变更为天洋集团。此外，据和讯网报道，天洋集团与四川省射洪县政府签订战略重组协议：到 2018 年沱牌舍得集团的销售收入能达到 50 亿元，税收达到 10 亿元，超 2015 年沱牌舍得 11.56 亿元的营收。

表格 2. 白酒上市公司国企改革历程

企业名称	时间	混改方式
老白干	2014 年 12 月	<b>定增方式</b> ：分别引入战略投资者、经销商以及员工持股，募集资金 8.25 亿元，用于偿还银行贷款及补充流动资金。
五粮液	2016 年 5 月底	<b>定增方式</b> ：募资 23.34 亿元，推进员工持股、经销商持股和引进战略投资者等事宜。募集的资金用于信息化建设、营销中心建设、服务型电子商务平台。
沱牌舍得	2016 年 5 月	<b>股权转让及增资扩股</b> ：天洋集团支付约 10.38 亿持有沱牌舍得集团 38.78% 的股权，股权转让完成后，天洋出资约 27.8 亿元对集团增资扩股，其中天洋集团持有沱牌舍得集团 70% 的股权，射洪县人民政府持有沱牌舍得集团 30% 的股权。沱牌舍得（600702）的实际控制人将由射洪县人民政府变更为天洋集团。
山西汾酒	2014 年 2017 年 2 月	下属销售公司开始 <b>局部股改</b> 与山西省国资委 <b>签订《经营目标责任书》，正式开启</b> 国改之路。

资料来源：公司公告，公司新闻，川财证券研究所

相较于老白干、五粮液和沱牌舍得的自上而下定增混改模式，山西汾酒的混改则是从点到面、自下而上，并借鉴沱牌舍得的以业绩为导向（签订目标责任书），逐步提升公司的经营活力。山西汾酒的改革是最先是 2014 年从下属销售公司开始的，以此为切入点，倒逼企业的生产体系、物流体系等上游做出相应的市场化运作机制。从 2017 年签订《经营业绩责任书（2017—2019 年）》的责任书中看出，国资委下放了经营管理权、投资计划权等各项权利，也表明了国资委对山西汾酒之前改革成绩的肯定和认可。国资委对山西汾酒的改革重视力度也可见一斑。

2014 年开始的前期混改经验，为 2017 年后续的全面改革奠定了基础，2017 年初山西省将国资国企改革列为 2017 年的省内第一重大任务，并将山西汾酒作为改革试点和标杆企业。

2017 年 2 月 23 日，汾酒集团董事长与国资委签订考核责任状：

（1）对标白酒行业前 10 强，要求 3 年内回到白酒第一阵营，汾酒集团 2017 年至 2019 年酒类收入同比增长目标为 30%、30%和 20%，三年的利润同比增长目标均为 25%；

（2）省国资委向汾酒集团下放包括经营方针和投资计划、财务预算、人事权、薪酬管理等多项实权；

（3）设奖惩措施，完不成经营目标，董事长将被解聘，利润总额目标考核与企业工资总额预算挂钩：超过目标 30%以内的，按超过目标利润额的 10%进行奖励；超 30~50%的，按 15%奖励；超 50%及以上，按 20%奖励。

此外，《经营目标考核责任书》还特别要求做好市值管理，完成集团全部上市目标及推行员工持股计划。总体来看，《经营目标考核责任书》明确了公司发

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



展目标，激励措施有了具体明细，改革力度的重视程度超市场预期。

2017年6月，公司集体解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人等副处级领导干部的职务，采用组阁聘任的用人机制，开启市场化用人机制。公司的管理和销售效率将被进一步释放。

表格 3. 山西汾酒混改历程

时间	事件
2014年5月	成立山西汾酒定制创意公司，汾酒销售公司持有51%股份，经销商持有49%的股权
2014年8月	汾酒成立华北、华南、华东、华中、山西五个区域营销事业部，百万年薪招聘五大事业部营销总监，转变组织职能，现已经有三大区域涉及到混改层面
2014年9月	在上海设立汾酒销售公司试点混合所有制改革，将国有股份比例降到40%，并引进了经销商、财务投资者、经营团队持股
2014年10月	董事长李秋喜在秋糖经销商大会上表示，混合所有制改革的第一步，是几大业务板块的销售部分先行改革。在六个销售公司实行混合所有制改革、市场化运营之后，必将倒逼上游的产品研发体系、物流体系、生产体系、供应链体系等等，通过倒逼机制逐步完成整体的市场化。
2015年4月	汾酒与厦门禹道实业有限公司进行商务合作，共同成立合资公司来运作汾酒系列产品，试水混改。
2017年2月	山西副省长确定汾酒集团将打头阵，推动山西汾酒集团主业整体上市，并搞好员工持股试点工作
2017年3月	汾酒集团董事长李秋喜与山西省国资委签订《经营目标责任书》，汾酒集团国改正式开启，国资委向汾酒集团下放经营方针和投资计划、财务预算、人事权、投资计划、薪酬管理等8项实权。
2017年6月	汾酒股份公司总经理常建伟宣布集体解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人等副处级以上领导干部的职务，采用组阁聘任的用人机制。

资料来源：公司公告，公司新闻，川财证券研究所

表格 4. 《经营目标责任书》中经营目标

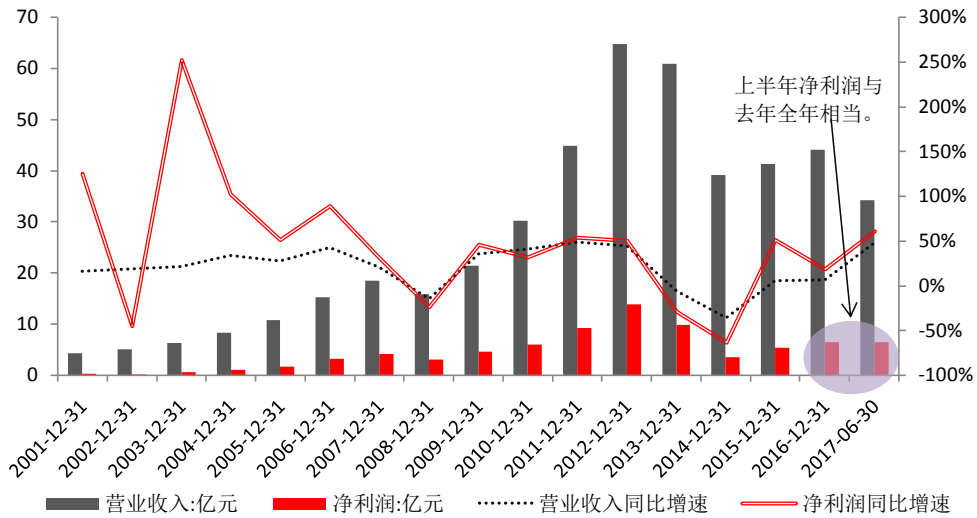
	2017年	2018年	2019年
酒类收入目标(亿元)	67	86	104
酒类收入目标增速	30%	30%	20%
酒类利润目标(亿元)	10	13	16
酒类利润目标增速	25%	25%	25%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 业绩快速恢复

公司从2014年下半年开始，在产品、价格、渠道上进行大力调整。随着2015年白酒行业回暖，公司业绩开始呈现复苏的态势，2016收入增长持续，利润也开始恢复至两位数增长。2017年随着公司改革进程的确立，上半年公司的净利润几乎达到去年全年的净利润总和。

图 2：山西汾酒 2015 年业绩明显提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

在产品上, 公司定位次高端。中国白酒各品牌的价格体系已经比较明晰, 茅台占领 1000 元以上的高端产品市场, 五粮液产品主力在 800-1000 元, 国窖 1573 价格带在 600-800 元。汾酒的青花 30 年主打价位 400-600 元产品, 未来将会推出青花 50 作为汾酒的旗帜和形象, 而青花 30 和青花 20 可以借势大力发展。

公司目前主要产品为青花瓷系列、老白汾系列、玻酒系列及竹叶青。青花瓷主打 400-600 元次高端, 老白汾主打 100-400 元中高端, 玻酒主要为 100 元以下的中低端产品。

目前青花汾酒在次高端产品中占比较小, 2016 年青花系列销售收入 9.2 亿, 同比增长 10%左右, 但随着市场调整深入, 今年一季度同比增长达到 50%, 远高于同期次高端整体水平。

2017 年开始, 山西汾酒中高端产品销售收入开始快速增长。上半年, 中高端产品销售额达到 22.77 亿元, 同比增长 46.64%, 中低端产品收入为 9.82 亿, 同比增长 34.76%。

表格 5. 山西汾酒主要销售产品

系列	产品名称	规格	零售价 (元)	2016 年销量	2016 年销售收入	收入占比
青花瓷	青花瓷 30 年	53°500ml	598			
	青花瓷 20 年	42°500ml	388			
老白汾	老白汾 20 年	42°475ml	358	9933 千升	28 亿	63.30%
	老白汾 20 年	53°475ml	270			
	老白汾 15 年	53°475ml	159			
	老白汾 10 年	53°475ml	119			
竹叶青	竹叶 10 年精酿	42°500ml	193	3319 千升	2 亿	4.50%
	竹叶青金象	38°500ml	79			

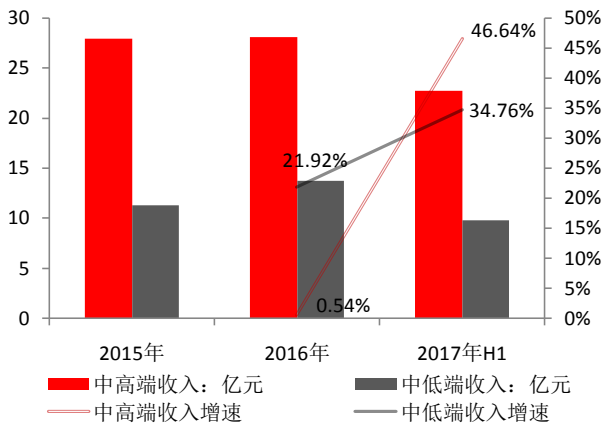
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



	竹叶青牧童	46°475ml	55			
	玻瓶竹叶青	45°500ml	36			
玻汾	黄盖玻汾	53°475ml	42	28454	14 亿	31.80%
	红盖玻汾	42°475ml	36	千升		

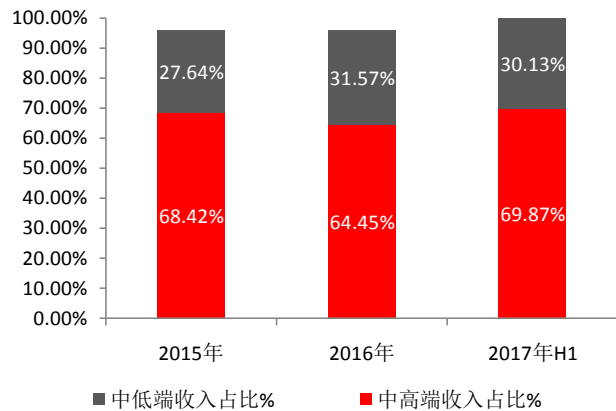
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 3：2017H1 中高端收入增长加快



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：2017 年中高端收入占比缓慢增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 投资看点 1：山西经济回暖 拉动汾酒市场需求

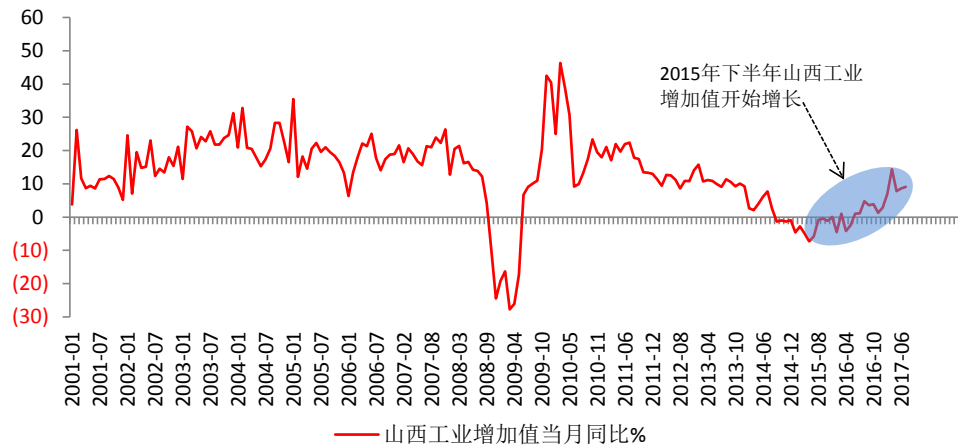
### 煤炭行业复苏，拉动白酒消费增长

山西汾酒的省内白酒销量占比较大，故山西省内的经济发展情况对公司的业绩有较大关联性。

**煤炭复苏，拉动白酒消费增长。**2015 年下半年开始山西经济呈现回暖迹象，商务活动增加以及居民消费水平提高，带动当地餐饮业复苏同时，也提升了汾酒的市场需求。

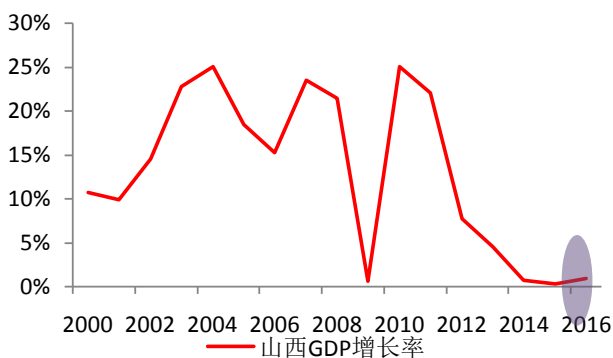
山西是煤炭大省，煤炭开采对山西 GDP 贡献占比最高达到 33%。2012-2015 年，由于煤炭行业下行，山西省工业增加值放缓，GDP 增速大幅下滑。2015 年下半年开始，山西工业增加值负转正。2016 年下半年动力煤触底反弹，山西省内经济明显复苏，GDP 增速开始提升，拉动当地的餐饮、白酒等消费需求增加。

图 5：2015 年下半年山西工业增加值逐步增长



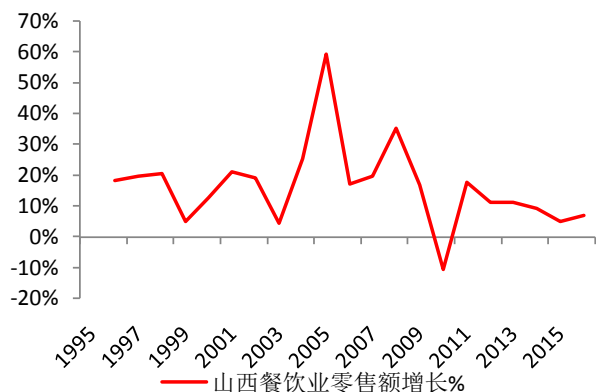
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：2016 年山西 GDP 增速提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7：2016 年山西餐饮业增长提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 山西白酒市场集中度高

山西省白酒产量比较低，在全国白酒产量中占比历史最高值为 2003 年，占比 3.25%，2016 年产量占比不足 1%。自 2012 年以来，山西白酒产量一直不断降低，2016 年之后，随着当地经济的复苏，白酒产量开始恢复增长。

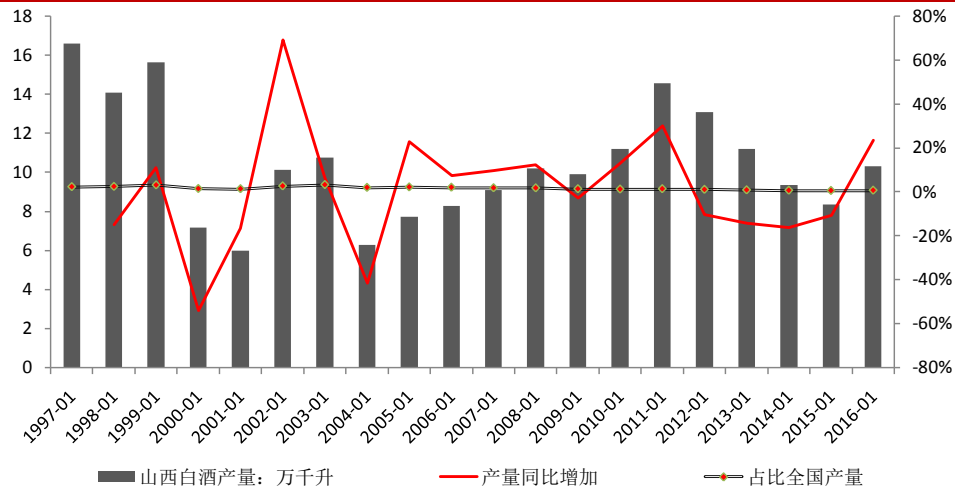
山西汾酒是该省白酒产量最大的企业，近五年来，产量占比一直维持在 30% 以上。2012 年以来，随着一些小酒厂停产或倒闭，白酒市场集中度不断提升，山西汾酒在山西省的产量占比程逐步上升的趋势，2016 年占比达到了 44.18%。

山西当地消费白酒以清香型为主，汾酒占当地市场 35% 以上市场份额。外省品牌除茅台、五粮液、泸州老窖等高端白酒市场有不错的销量之外，另外金六福、

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

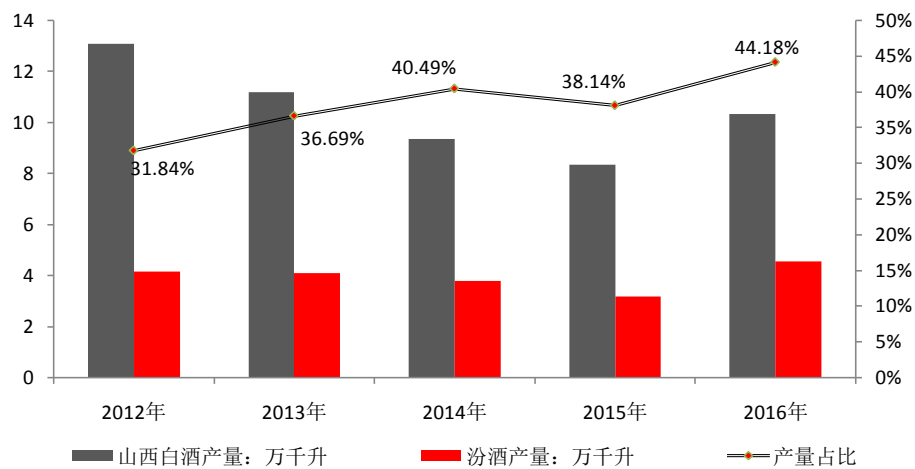
绵竹及其他三线品牌如河套老窖、伊力特等虽然在个别地区销量有突破，但整体销量占比还是较低。

图 8：2016 年山西省白酒产量开始回升



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 9：山西汾酒产量占比逐年上升



资料来源：Wind, 川财证券研究所

## 投资看点 2：改革业绩初露 蓄势待发

### 在改革同行中成绩优异

老白干、五粮液、沱牌舍得及山西汾酒在进行股份改革后，公司业绩都有明显的改善。普遍来看，在公司混改后的 1-2 个季度，业绩的增长开始显现。

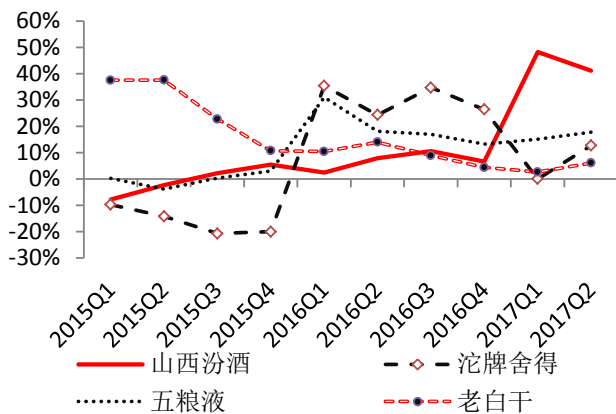
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从营业收入变化来看，山西汾酒的营收同比增长最大。2017年上半年同比增长41%，今年一季度增速则高达48%。沱牌舍得自2016年5月改革以来，增长最快的是在2016年前三季度，同比增长35%；五粮液则为2017年上半年，同比增长18%；老白干在2015年上半年同比增速最高，为38%。

从净利润来看，同比增速低于沱牌舍得和老白干，主要源于公司次高端产品市场占比还比较低。沱牌舍得净利润增速最高，还源于原来的净利润基数比较小（2014年净利润1339万元）；山西汾酒2017年上半年净利润同比增长71%；老白干2017年净利润同比达到92%；五粮液净利润同比增长高峰在2016年第一季度，为31%。

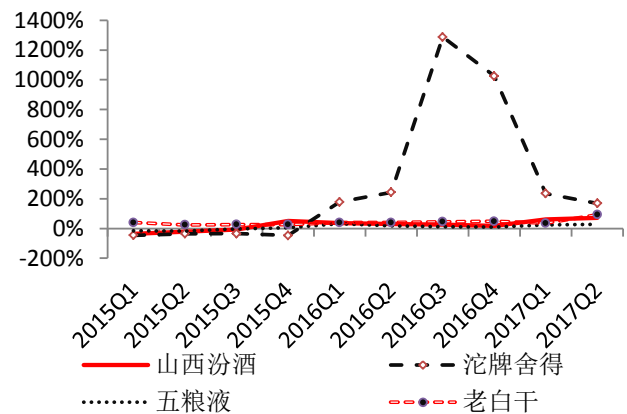
目前山西汾酒的净利润增速相对较弱，主要原因是公司400-600元的次高端产品刚刚起步，市场占比还比较低。随着次高端产品市场占有率的提升，公司净利润有望进一步提升。

图 10：汾酒营收增速在相对高位



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：汾酒净利润增速仅次于沱牌舍得



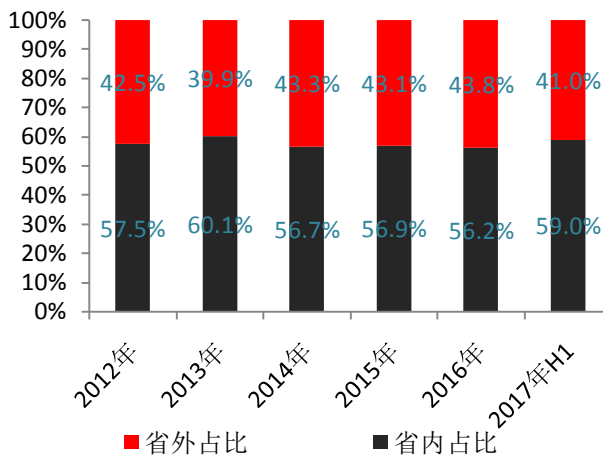
资料来源：Wind，川财证券研究所

### 省内渠道精耕细作 省外重点发展环山西市场

公司省内渠道精耕细作，推出百县千镇计划终端店扩展到乡镇，管理逐步趋向扁平化，使得产品的市场渗透率不断提升。省外重点发展环山西市场，同时对原有渠道进行调整，取消五大事业部，原有团购商转型为经销商，重新招商扩充渠道数量，2017年省外市场将加速。

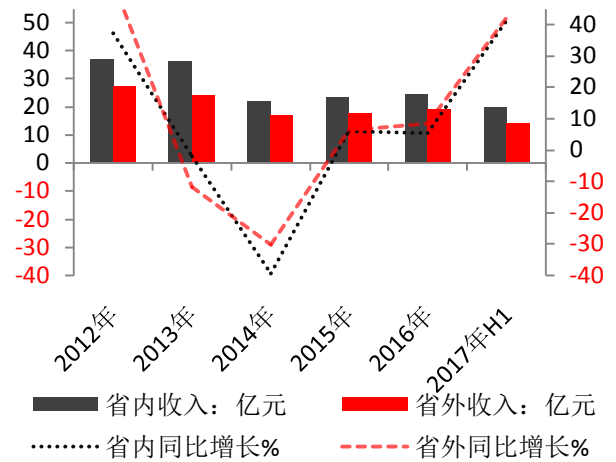
省外市场，公司在河南地区销售增长比较快，今年上半年青花汾酒在郑州地区销售额相当于2016年全年销售额。预计2017年河南市场增速达到80%以上。

图 12: 目前省外市场营收占比仍比较低



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 省外市场增速开始超省内市场



资料来源: Wind, 川财证券研究所

### 中高端产品提价 提高经销商合作意愿

自 2016 年以来, 各品牌白酒不断提价, 特别是次高端产品提价频次较高。山西汾酒的次高端产品也紧随其后。

公司逐步对玻汾、老白汾、青花系列采取由半控价到全控价模式, 2016 年 3 月底对青花实行了全控价模式。在 2016 年 3 月和 2017 年 5 月公司对青花系列提价 20 元/瓶。

从经销商层面来看, 与汾酒的合作意愿较强。目前, 我国各大名酒中茅台渠道利润最高, 但门槛也较高, 供应量有限; 五粮液的渠道利润略少; 泸州老窖经销商快速扩张。山西汾酒高端产品在渠道利润目前处于中等略偏上的水平, 渠道合作意愿较强。从银基、百川等白酒大经销商参与公司股东大会, 便可见一斑。

表格 6.2016 年以来各白酒品牌频提价

品牌	时间	提价产品及幅度
五粮液	2016.3.26	普五提价 20 元至 679 元/瓶, 取消 30 元/瓶的补贴
	2016.8.31	出厂价提价至 739 元/瓶
	2017.2.16	普五终端供货价提 40 元至 809 元, KA 零售价提 70 元至 899 元; 1618 出厂价提价 70 元至 769 元, 零售价提至 919 元; 交杯酒出厂价提价 200 元至 829 元

本报告由川财证券有限责任公司编制请参阅尾页的重要声明

	2017.6.2	一批价、计划外增量价格提至 809 元
	2016.10.13	计划外提价至 660 元
	2016.12.21	国窖经典装计划内、外价格上调 80 元，计划外配额调至 740 元/瓶
泸州老窖	2017.2.23	52 度国窖 1573 经典装零售价上调至 899 元/瓶
	2017.3.21	1573 计划内全面提价至 680 元，窖龄 30 年、老字号特曲同时提价至 218 元
	2017.7.18	国窖 1573 计划外出厂价上涨 60 元至 810 元
	2017.7.22	52 度国窖 1573 经典装计划内价格提价 60 元至 740 元
洋河股份	2016.2.7	海之蓝提价 2 元，天之蓝提价 4 元
	2017.7.22	海之蓝终端上调 10 元至 60 元/件，天之蓝终端上调 20 元至 120 元/件。
山西汾酒	2016.3.31	青花瓷 20 年提价 20 元
	2016.12.26	玻汾提价 1 元
	2017.5.25	42 度、52 度青花瓷 20 年提 20 元/瓶至 418 元和 398 元
剑南春	2016.1.21	水晶剑南春提价 40 元，东方红提价 60 元
	2016.12.31	水晶剑出厂价上调 20 元/瓶
	2017.1.5	市场投入费用减少，水晶剑实际出厂价提 10 元/瓶
	2017.5.5	水晶剑提价 10 元/瓶，出货价不低于 335 元
今世缘	2017.6.21	42 度对开国缘终端价格上调 10 元;42 度四开国缘终端价格上调 20 元
迎驾贡酒	2017.5.1	生态洞藏 16 年 42 度、52 度终端价提价 40 元/瓶、30 元/瓶
郎酒	2016.1.1	红花郎酒提价 15%
	2017.1.5	红花郎全线产品提价 10%，郎牌郎酒 39 度、53 度出厂价均上调 15 元/瓶
	2017.2.25	红花郎 10 年厂价上调 20 元，红花郎 15 年出厂价上调 40 元
	2017.3.1	红花郎 10 年厂价上调 20 元，红花郎 15 年出厂价上调 40 元和 60 元
	2017.5.11	青花瓷郎出厂价上涨 100 元，上调 15%
	2017.6.13	红花郎 7 月起通过降低买赠配额方式提价 6%
酒鬼酒	2016.4.20	50 度，红坛，内参酒鬼酒出厂价提价 5%-10%
水井坊	2016.11.24	臻酿 8 号、井台装提价 10 元
	2017.7.10	典藏、井台、臻酿八号的出厂价分别上涨 15 元/瓶，10 元/瓶，10 元/瓶
古井贡酒	2016.4.12	献礼版提价 1 元，5 年原浆提价 3 元

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明



口子窖	2016.5.10	口子6年出厂、零售价各调10元/瓶
	2016.5.1	42度500毫升陈酿(12瓶)提价12元
顺鑫农业	2017.5.30	42度、56度2L桶(1*6)上调4元/件,62度5L桶(1*4)上调8元/件,46度、56度500毫升牛瓶(1*12)上调3元/件,52度100毫升(1*40)上调5元/件,50度450毫升特制精品(1*6)上调6元/件
	2017.4.25	经典装35度(1*12)由17元到230元,市场零售价由35元/瓶到280元/瓶
贵州醇	2017.5.1	大品酱香500毫升零售价由880调减到368元,小窖原浆(1公斤装酱香)零售价每500毫升由680调减到328元,贵州精神零售价每500毫升由620调减到278元
西凤酒	2017.1.25	45度国花瓷5年、12年喜庆装上调3元/瓶,12年商务装上调13元/瓶;52度30年上调10元/瓶
习酒	2017.4.27	窖藏系列全面提价10元
孔府家酒	2017.7.20	中国礼由1680元上调至1999元,中国风由368元上调至468元。
青青稞酒	2016.12.8	金标出口型天佑德等5款产品搭赠取消

资料来源:酒业家等媒体,川财证券研究所

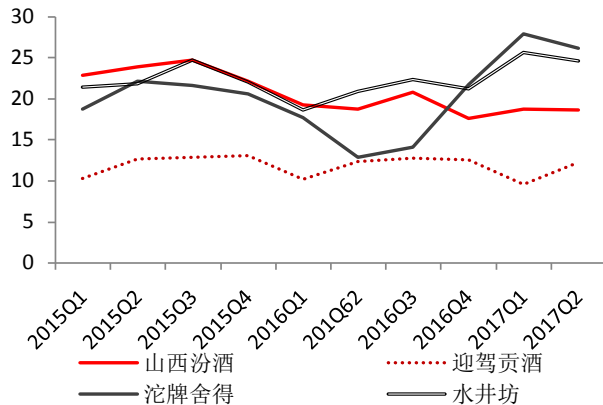
## 销售和管理费用有的放矢

目前,白酒次高端品牌中业绩快速增长的主要有迎驾贡酒、沱牌舍得和水井坊。对比几家上市公司的费用,山西汾酒的销售费用和管理费用占营收的比例均低于沱牌舍得、水井坊,高于迎驾贡酒。

汾酒在2016年的销售费用率有明显减少,费用减少了7.75亿,同比减少15.3%,其中广告费减幅28.4%至3亿。但市场费用增加了近20%至1.6亿。公司销售费用有的放矢,使得2016年公司净利润一直处于两位数增长。

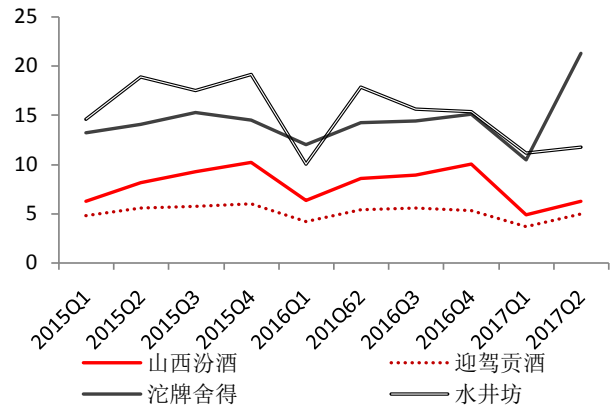
2017年二季度,公司的管理费用同比减少了6.25%。据“微酒”报道,今年6月初汾酒集团实施重大人事改革,集体解聘汾酒销售公司经理层、部门负责人等副处级领导干部职务,改为组阁聘任的用人机制,开启汾酒市场化用人机制的改革序幕。在此基础上,汾酒销售公司自营队伍到年底将由800人增加至1000人规模,同时地聘人员也将达到1000人规模。随着公司销售团队建设的完善,后期公司业绩有望实现突破性进展。

图 14: 汾酒销售费用占营收比例相对较低



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 15: 汾酒管理费用占营收比例相对较低



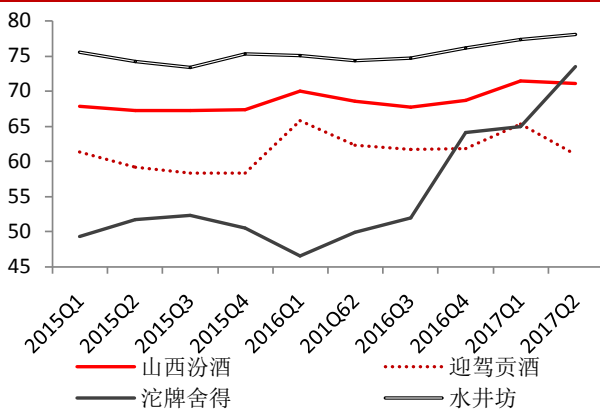
资料来源: Wind, 川财证券研究所

### 毛利率和净资产收益率还有提升空间

从 2017 年上半年的毛利率来看, 山西汾酒毛利低于沱牌舍得和水井坊, 略高于迎驾贡酒。从净资产收益率来看, 是四家上市公司中最低的, 提升空间较大。

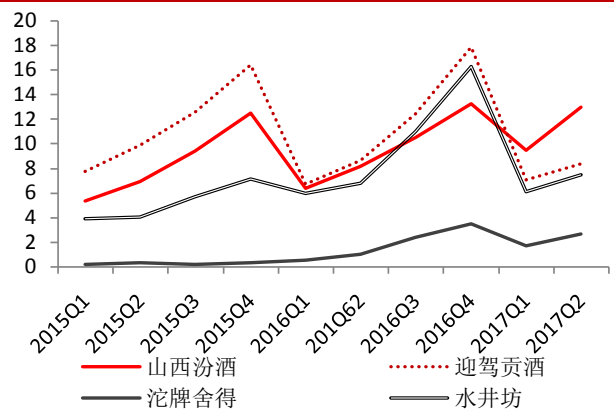
公司目前毛利率相对较低主要原因是公司中高端、次高端销售占比还很低。2016 年公司中高端收入占比不足 65%, 但从 2017 年公布的数据看, 中高端产品老白汾同比增长 30% 以上, 后期业绩释放潜力大。

图 16: 汾酒毛利率略低



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17: 汾酒净资产收益率还偏低



资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 推荐逻辑及投资评级

推荐逻辑：

1. 国企改革别于老白干、五粮液、沱牌舍得等白酒行业自上而下的定增模式，采用自下而上、并以业绩为导向（签订目标责任书），逐步提升公司的经营活力，在同行改革中业绩显著。
2. 产品：定位 400-600 元次高端产品，2017Q1 销售额增长 50%，目前市场占比还比较低，随着未来市场占比逐渐增大，公司净利润和净资产收益率会有相应提升。
3. 渠道：省内推出百县千镇计划，精耕细作渠道同时使管理更加扁平化；省外重点发展环山西市场，将原有团购商转型为经销商扩充渠道数量，2017 年上半年业绩显著省内、省外市场同比增速分别为 39%和 41%。
4. 煤炭需求底部反弹，带动山西省当地经济提升，拉动省内白酒需求增长。

我们认为公司 2017-2019 年完成营业收入 60 亿、79 亿、97 亿，同比增长幅度为 36%、31%、24%；对应 PE 为 43X、32X、27X；对应 EPS 分别为 1.09 元、1.39 元、1.71 元。给予增持评级。

## 风险提示

### 改革力度不达预期

公司正在对产品结构、渠道营销、人事等多方面进行整顿，涉及的环节众多，不达预期将直接影响到公司的营收和利润，产生很大下滑。

### 食品安全问题

非法添加、产品过期等食品安全问题，将会带来需求市场的锐减，对企业带来的损失也很大。

### 经济增速下滑

经济增速下滑，将影响到消费市场不景气，使得企业收入及利润增速亦放缓。

## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4787	5829	7344	8825	<b>营业收入</b>	4405	5999	7855	9719
现金	1218	1084	1122	1125	营业成本	1380	1917	2503	3091
应收账款	62	39	61	80	营业税金及附加	869	993	1334	1655
其他应收款	27	29	41	51	营业费用	775	1147	1462	1825
预付账款	47	66	83	104	管理费用	442	581	792	974
存货	1919	2719	3528	4356	财务费用	-18	-44	-37	-39
其他流动资产	1515	1893	2509	3108	资产减值损失	26	10	11	12
<b>非流动资产</b>	2630	2488	2349	2205	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	-1	-0	-0	-0
固定资产	1709	1814	1792	1707	<b>营业利润</b>	930	1393	1790	2200
无形资产	231	228	223	219	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	686	444	331	275	营业外支出	15	13	12	12
<b>资产总计</b>	7417	8317	9693	11029	<b>利润总额</b>	920	1386	1784	2193
<b>流动负债</b>	2569	2966	3619	4169	所得税	278	400	523	643
短期借款	0	106	124	84	<b>净利润</b>	642	986	1261	1550
应付账款	742	872	1198	1485	少数股东损益	36	41	58	72
其他流动负债	1827	1988	2298	2600	<b>归属母公司净利润</b>	605	945	1202	1478
<b>非流动负债</b>	11	4	6	7	EBITDA	1052	1480	1895	2308
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.70	1.09	1.39	1.71
其他非流动负债	11	4	6	7					
<b>负债合计</b>	2580	2970	3625	4176	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	77	118	177	249	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	866	866	866	866	<b>成长能力</b>				
资本公积	241	241	241	241	营业收入	6.7%	36.2%	30.9%	23.7%
留存收益	3607	4122	4785	5497	营业利润	20.4%	49.9%	28.5%	22.9%
归属母公司股东权益	4760	5228	5892	6604	归属于母公司净利润	16.2%	56.1%	27.3%	22.9%
<b>负债和股东权益</b>	7417	8317	9693	11029	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	68.7%	68.0%	68.1%	68.2%
					净利率(%)	4.6%	13.7%	15.7%	15.3%
					ROE(%)	12.7%	18.1%	20.4%	22.4%
					ROIC(%)	18.7%	23.0%	25.5%	27.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	34.8%	35.7%	37.4%	37.9%
					净负债比率(%)	0.00%	3.58%	3.42%	2.02%
					流动比率	1.86	1.97	2.03	2.12
					速动比率	1.10	1.04	1.04	1.06
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.62	0.76	0.87	0.94
					应收账款周转率	61	60	67	62
					应付账款周转率	2.08	2.38	2.42	2.30
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.70	1.09	1.39	1.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.22	0.61	0.89
					每股净资产(最新摊薄)	5.50	6.04	6.80	7.63
					<b>估值比率</b>				
					P/E	64.40	41.26	32.41	26.37
					P/B	8.19	7.45	6.61	5.90
					EV/EBITDA	36	26	20	16

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	586	192	526	771
净利润	642	986	1261	1550
折旧摊销	140	130	142	147
财务费用	-18	-44	-37	-39
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-183	-910	-874	-921
其他经营现金流	5	29	34	34
<b>投资活动现金流</b>	-139	0	-3	-2
资本支出	107	0	0	0
长期投资	33	-0	1	-0
其他投资现金流	1	-0	-2	-3
<b>筹资活动现金流</b>	-305	-326	-485	-766
短期借款	0	106	18	-40
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-305	-433	-502	-727
<b>现金净增加额</b>	142	-134	38	3

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明