

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年11月26日
市场数据

目前股价	92.92
总市值（亿元）	809.82
流通市值（亿元）	804.55
总股本（万股）	87,153
流通股本（万股）	86,585
12个月最高/最低	99.69/31.54

分析师

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ -

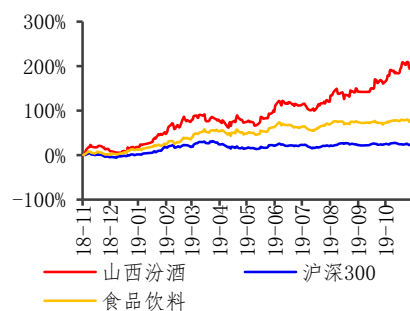
✉ pangxiaojuan@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<双节动销超预期，轻装进入四季度>>

2019-10-27

<<收入业绩略超预期，旺季表现值得期待>>

2019-08-27

<<改革继续深化，全国化加速推进>>

2019-06-27

集团酒类资产整体上市，增厚20年业绩

——山西汾酒（600809）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	11910	13956	16052
(+/-%)	26.9%	17.2%	15.0%
净利润	1994	2573	3153
(+/-%)	36.0%	29.0%	22.6%
摊薄 EPS	2.29	2.95	3.62
PE	41	31	26

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **事项：**1)少数股权收回：公司拟支付现金 2.58 亿元收购汾酒销售公司 10% 股权、拟支付现金 1,195 万元收购竹叶青营销公司 10% 股权，交易完成后，汾酒销售公司、竹叶青营销公司成为公司全资子公司；2)收购集团酒类资产：公司拟支付现金 2.0 亿元从集团收购汾青酒厂的 100% 股权；公司拟支付现金 1.2 亿元收购汾青酒厂包括约 9.0 万平方米土地使用权及房屋建筑物资产。公司拟支付现金 1,416 万元收购宝泉福利公司部分资产。

投资观点：

酒类资产进一步注入，主要目的是减少关联交易。汾青酒厂之前主要负责低端酒生产及销售、宝泉福公司主要负责包材等辅料生产，汾酒销售公司主要负责汾酒系列的生产、销售，竹叶青负责配制酒系列的生产及销售。上述资产注入股份公司之后，关联交易规模进一步减少，增加公司治理透明度。

收回少数股东权益，增厚公司业绩。预计 2019 年汾酒销售公司净利润约 11 亿元，收回 10% 少数股权，将增厚 20 年业绩超 1 亿元。预计 2019 年竹叶青公司净利润约 1 亿元，少数股权收回，将增厚 20 年业绩超 1000 万元。

投资建议：公司内部治理更加完善，外部营销更加科学长远化。2019 年渠道建设质量进一步提升，全国化进展顺利，品牌势能加速释放，我们看好汾酒未来的发展潜力，考虑少数股东权益收回，略微调整盈利预测，预计 19-21 年公司 EPS 为 2.29 元、2.95 元、3.62 元（此前为 2.26、2.81、3.44 元）；对应 PE 为 41/31/26 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观波动超预期、食品安全问题

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6037.48	9381.94	11909.62	13956.08	16051.88	成长性					
营业成本	1821.02	3169.83	3637.53	4152.24	4655.05	营业收入增长	37.1%	55.4%	26.9%	17.2%	15.0%
销售费用	1080.25	1626.98	2620.12	3070.34	3531.41	营业成本增长	32.0%	74.1%	14.8%	14.1%	12.1%
管理费用	545.58	628.43	655.03	767.58	882.85	营业利润增长	49.0%	57.2%	33.8%	25.1%	21.9%
财务费用	-14.55	-27.34	1.18	21.12	-23.76	利润总额增长	50.3%	57.2%	33.9%	25.1%	21.9%
投资净收益	0.90	1.00	0.35	0.34	0.65	净利润增长	56.0%	55.4%	36.0%	29.0%	22.6%
营业利润	1384.85	2177.02	2911.92	3642.39	4438.68	盈利能力					
营业外收支	-1.60	-2.60	0.00	0.00	0.00	毛利率	69.8%	66.2%	69.5%	70.2%	71.0%
利润总额	1383.24	2174.42	2911.92	3642.39	4438.68	销售净利率	16.6%	16.6%	17.4%	18.6%	19.8%
所得税	379.08	614.53	834.49	1043.48	1253.63	ROE	18.8%	24.1%	26.2%	25.9%	25.1%
少数股东损益	60.06	93.16	83.10	25.99	31.85	ROIC	18.6%	24.5%	24.0%	23.3%	25.5%
净利润	944.10	1466.73	1994.33	2572.92	3153.20	营运效率					
资产负债表 (百万)						销售费用/营业收入	17.9%	17.3%	22.0%	22.0%	22.0%
流动资产	6243.50	9016.19	10900.59	13406.63	14476.26	管理费用/营业收入	9.0%	6.7%	5.5%	5.5%	5.5%
货币资金	1222.31	1296.11	2935.99	3440.49	4253.29	财务费用/营业收入	-0.2%	-0.3%	0.0%	0.2%	-0.1%
应收账款	11.82	10.80	17.92	15.74	22.97	投资收益/营业利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	2187.51	3695.30	3772.45	4978.50	5086.59	所得税/利润总额	27.4%	28.3%	28.7%	28.6%	28.2%
存货	2299.40	3156.05	3104.33	4041.89	3969.69	应收账款周转率	164.43	829.42	829.42	829.42	829.42
非流动资产	2696.28	2812.77	3649.87	4247.03	4773.50	存货周转率	0.86	1.16	1.16	1.16	1.16
固定资产	1650.67	1598.57	2291.16	2846.34	3347.32	流动资产周转率	1.09	1.23	1.20	1.15	1.15
资产总计	8939.79	11828.96	14550.46	17653.66	19249.76	总资产周转率	0.74	0.90	0.90	0.87	0.87
流动负债	3583.93	5309.49	6597.26	7585.25	6531.21	偿债能力					
短期借款	0.00	0.00	942.29	1378.79	0.00	资产负债率	40.3%	45.2%	45.6%	43.2%	34.1%
应付款项	1348.13	1343.59	1745.28	1780.66	2172.25	流动比率	1.74	1.70	1.65	1.77	2.22
非流动负债	17.14	37.86	37.86	37.86	37.86	速动比率	1.10	1.10	1.18	1.23	1.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	3601.07	5347.35	6635.12	7623.11	6569.07	EPS	1.08	1.68	2.29	2.95	3.62
股东权益	5338.71	6481.61	7915.34	10030.55	12680.69	每股净资产	6.01	7.13	8.68	11.08	14.08
股本	865.85	865.85	871.53	871.53	871.53	每股经营现金流	0.60	0.52	2.65	1.55	3.97
留存收益	4074.91	5005.01	5881.59	6948.42	8413.09	每股经营现金/EPS	0.56	0.31	1.16	0.53	1.10
少数股东权益	102.53	267.45	350.55	376.54	408.39	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和权益总计	8939.79	11828.96	14550.46	17653.66	19249.76	PE	85.78	55.21	40.61	31.47	25.68
现金流量表 (百万)						PEG	2.09	1.31	0.85	0.84	0.96
经营活动现金流	896.45	965.92	2313.59	1353.22	3458.32	PB	15.47	13.03	10.71	8.39	6.60
其中营运资本减少	-437.19	-973.34	100.96	-1450.05	67.92	EV/EBITDA	53.73	35.01	26.36	20.87	16.80
投资活动现金流	-304.95	-360.94	-971.10	-780.40	-755.59	EV/SALES	13.23	8.53	6.66	5.68	4.81
其中资本支出	66.75	75.07	836.15	596.19	525.15	EV/IC	15.21	12.80	9.29	7.17	6.27
融资活动现金流	-507.09	-775.56	-644.89	-504.82	-511.14	ROIC/WACC	1.91	2.52	2.47	2.42	2.41
净现金总变化	84.41	-170.58	697.59	68.00	2191.59	REP	7.96	5.09	3.77	2.96	2.61

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>