

山西汾酒（600809）重大事项点评

山西国企混改典范，明年千亿市值在望

强推（维持）

目标价：98元

当前价：94.00元

- ❖ **事项：**公司发布多项公告，拟以 1.97 亿元收购汾酒集团汾青酒厂 100% 股权、以 2.58 亿元收购汾酒销售公司 10% 股权、以 1195 万元收购竹叶青酒营销公司 10% 股权，此外还收购汾酒集团部分公司及土地使用权等。我们点评如下：
- ❖ **酒类资产整体上市，三年国改完美收官。**本次关联交易合计支付现金 6.06 亿元，其中购入股权部分花费现金 4.67 亿元，实际并入股权前三季度利润合计约为 1.12 亿元，按照目前 43 倍 PE 估算，至少能增厚 48 亿元市值。同时支付现金 1.39 亿，进一步收购集团酒类资产。公司 17 年混改以来，相继实施股权激励、引入战略投资、完成经营目标责任书任务，本次收购完成后，集团构成同业竞争的酒类资产，将悉数被上市公司收购，标志着公司三年国改重要举措均将顺利完成。
- ❖ **主动减少关联交易，经营治理再上台阶。**此前公司针对交易所关联交易问询，明确今年关联交易控制在 22 亿以内，明年控制在 10 亿以内。从近期收购动作来看，公司陆续完成对贸易公司、酒业发展区销售公司、义泉涌酒业、宝泉涌酒业等集团资产收购。此次收购股权与酒类相关资产完成后，包括汾酒销售公司在内的多家公司都将成为山西汾酒的全资子公司，解决同业竞争困扰的同时将进一步增强上下游供应链的掌控力，预计关联交易规模亦将大幅减少。同时对销售公司的绝对控制和酒业资源的整合，亦将更有利于提升公司的盈利能力，增厚业绩。我们认为，从省政府到集团层面，一系列举措推动酒类资产整体上市，减少关联交易，解决同业竞争困扰，表明了公司持续提升经营治理的决心，也提振了投资者的信心。
- ❖ **目标完成后步伐依旧稳健，经营稳步改善。**经营层面来看，全年集团酒类 120 亿收入目标完成无虞，今年以来全国化市场布局继续深入。在酒类资产整体注入之后，预计仍将坚持“抓两头带中间”产品战略，发力青花和玻汾系列，青花品牌精细化打造，加快汾酒与竹叶青酒、杏花村酒、汾牌系列酒协同发展。随着改革赋能、文化助力以及集团公司“4421”三年攻坚战的提出，汾酒全国化拓展的步伐愈发稳健。近期会议也提出，基于中长期 11936 发展战略之下目标实现汾酒复兴。展望未来，国改目标完成之后公司步伐依旧稳健，来年规划预计高于股权激励目标，料继续推动经营业绩稳步改善。
- ❖ **投资建议：**公司经营层面稳步改善，全国化布局持续深化，此次酒类资产整体上市标志着三年国改即将顺利收官，经营治理再上台阶，后续经营步伐依旧稳健可期。我们小幅上调 2019-2021 年 EPS 预测至 2.23/2.80/3.36 元（原预测为 2.23/2.72/3.22 元），对应 PE 分别为 41/33/27 倍，考虑到公司经营治理改善继续兑现，全国化进程持续深化，小幅上调目标价至 98 元，对应明年 35 倍 PE，来年市值仍有空间，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**全国化进程不及预期；竞争加剧；需求不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	9,382	11,695	14,122	16,380
同比增速(%)	55.4%	24.7%	20.8%	16.0%
归母净利润(百万)	1,467	1,940	2,440	2,928
同比增速(%)	55.4%	32.3%	25.8%	20.0%
每股盈利(元)	1.68	2.23	2.80	3.36
市盈率(倍)	55	41	33	27
市净率(倍)	13	11	9	7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 19 年 11 月 26 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

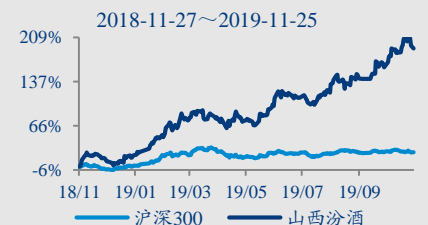
证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	87,153
已上市流通股(万股)	86,585
总市值(亿元)	809.82
流通市值(亿元)	804.55
资产负债率(%)	46.0
每股净资产(元)	8.3
12个月内最高/最低价	99.69/31.54

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《山西汾酒（600809）调研报告：全国化要速度更重质量，营销对标华润落地合作》

2019-06-23

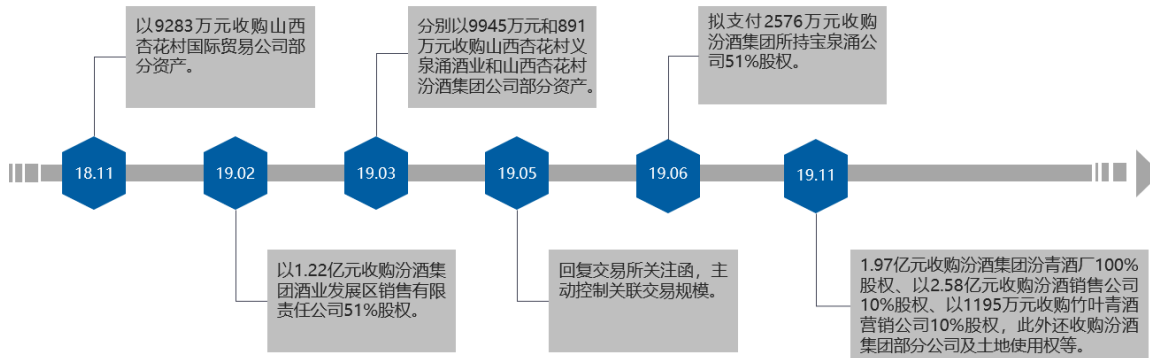
《山西汾酒（600809）2019 年中报点评：玻汾放量增长，省外占比过半》

2019-08-27

《山西汾酒（600809）2019 年三季度报点评：全国化扎实推进，三年国改收官在望》

2019-10-27

图表 1 近期汾酒关联交易情况梳理



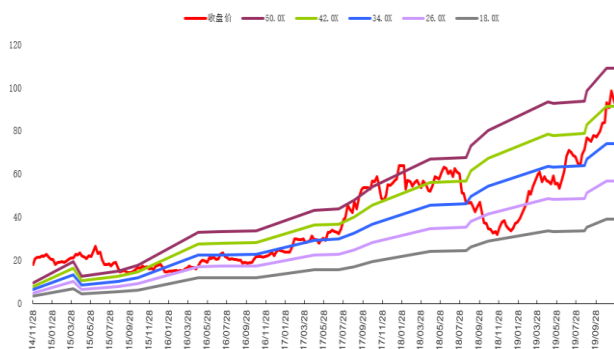
资料来源: wind、华创证券

图表 2 本次关联交易情况

支付现金/万元	收购标的	营业收入/万元	利润/万元	增值率
25817.84	汾酒销售公司 10% 股权	733300.59	85765.81	
19725.12	汾青酒厂 100% 股权	24574.09	2394.83	
1194.95	竹叶青酒营销公司 10% 股权	20956.02	2581.71	
12024.47	汾酒集团部分资产 (90,042 平方米土地使用权+房屋建筑物)			130.10%
1415.57	宝泉福利公司部分资产 (房屋建筑物+机器设备、电子设备及运输设备)			32.61%
230.02	收购义泉涌公司部分资产 (房屋建筑物+机器设备)			172.02%
213.33	9,275.00 平米土地使用权			121.02%

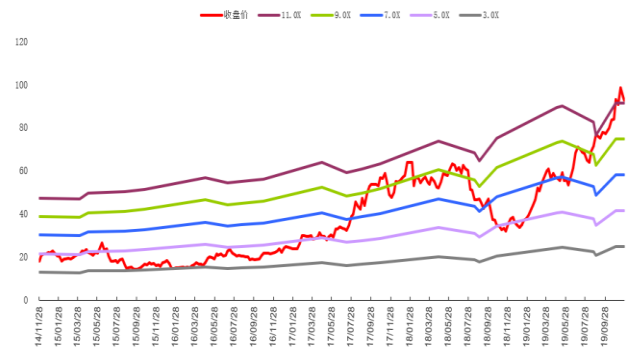
资料来源: 公司公告、华创证券; 注: 汾酒销售公司与汾青酒厂营收/利润为今年 1-9 月数据; 竹叶青营销公司营收/利润为今年 1-7 月数据。

图表 3 山西汾酒 PE Band



资料来源: wind、华创证券

图表 4 山西汾酒 PB Band



资料来源: wind、华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,296	2,050	3,178	4,450
应收票据	3,695	4,327	5,225	6,061
应收账款	11	7	9	10
预付账款	104	125	148	169
存货	3,156	3,630	4,062	4,642
其他流动资产	754	941	1,136	1,318
流动资产合计	9,016	11,080	13,758	16,650
其他长期投资	23	23	23	23
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	1,599	1,511	1,411	1,310
在建工程	306	261	236	221
无形资产	223	201	181	163
其他非流动资产	658	656	654	652
非流动资产合计	2,813	2,656	2,509	2,373
资产合计	11,829	13,736	16,267	19,023
短期借款	0	0	0	0
应付票据	490	590	697	797
应付账款	854	1,029	1,216	1,390
预收款项	1,653	1,754	1,836	1,966
其他应付款	585	585	585	585
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,727	1,897	2,094	2,268
流动负债合计	5,309	5,855	6,428	7,006
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	38	38	38	38
非流动负债合计	38	38	38	38
负债合计	5,347	5,893	6,466	7,044
归属母公司所有者权益	6,214	7,444	9,236	11,216
少数股东权益	267	399	565	763
所有者权益合计	6,482	7,843	9,801	11,979
负债和股东权益	11,829	13,736	16,267	19,023

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,211	1,300	1,575	2,037
现金收益	1,682	2,229	2,749	3,253
存货影响	-857	-474	-431	-580
经营性应收影响	-1,424	-649	-922	-858
经营性应付影响	1,054	377	375	403
其他影响	756	-182	-195	-181
投资活动现金流	-361	-6	-6	-6
资本支出	23	-8	-8	-7
股权投资	24	0	0	0
其他长期资产变化	-408	2	2	1
融资活动现金流	-776	-540	-441	-759
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-560	-693	-1,013	-1,216
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-216	153	572	457

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,382	11,695	14,122	16,380
营业成本	3,170	3,821	4,513	5,158
税金及附加	1,796	2,175	2,627	3,047
销售费用	1,627	2,082	2,471	2,834
管理费用	628	725	876	983
财务费用	-27	-6	-10	-16
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
其他收益	2	2	2	2
营业利润	2,177	2,885	3,630	4,356
营业外收入	1	6	5	5
营业外支出	4	2	2	2
利润总额	2,174	2,889	3,633	4,359
所得税	614	817	1,027	1,232
净利润	1,560	2,072	2,606	3,127
少数股东损益	93	132	166	199
归属母公司净利润	1,467	1,940	2,440	2,928
NOPLAT	1,540	2,068	2,599	3,116
EPS(摊薄) (元)	1.68	2.23	2.80	3.36

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	55.4%	24.7%	20.8%	16.0%
EBIT 增长率	56.9%	34.2%	25.7%	19.9%
归母净利润增长率	55.4%	32.3%	25.8%	20.0%
获利能力				
毛利率	66.2%	67.3%	68.0%	68.5%
净利率	16.6%	17.7%	18.5%	19.1%
ROE	22.6%	24.7%	24.9%	24.4%
ROIC	26.4%	29.7%	30.6%	30.6%
偿债能力				
资产负债率	45.2%	42.9%	39.8%	37.1%
债务权益比	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
流动比率	169.8%	189.2%	214.0%	237.7%
速动比率	110.4%	127.2%	150.8%	171.4%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转天数	0	0	0	0
应付帐款周转天数	100	89	90	91
存货周转天数	310	320	307	304
每股指标(元)				
每股收益	1.68	2.23	2.80	3.36
每股经营现金流	1.39	1.49	1.81	2.34
每股净资产	7.13	8.54	10.60	12.87
估值比率				
P/E	55	41	33	27
P/B	13	11	9	7
EV/EBITDA	37	28	22	19

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理		wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500