

山西汾酒 (600809)

新目标彰显信心，清香龙头继往开来

事件:

1.汾酒提出2020年“4421”发展目标。山西汾酒集团董事长李秋喜近日表示，汾酒提出了2020年“4421”发展目标。第一个“4”是指产能、销售收入、利润、市值4个翻番；第二个“4”是指建成原粮、原酒、包装、文化旅游4个一流基地；“2”是指优化产品结构、优化市场布局，中高端产品销售占比从40%提高到70%以上，山西省内外市场营收占比达到4:6，现在是5:5；“1”是指到2020年汾酒集团综合竞争力要进入白酒行业第一方阵。

2.山西汾酒新一届董事会名单出炉。2019年11月29日，山西汾酒发布公告，披露董事会换届选举结果。同意山西杏花村汾酒集团有限责任公司提名李秋喜、谭忠豹、刘卫华、杨建峰、常建伟、李明强、高明、杨波为公司第八届董事会董事候选人。

3.近期公司发布多项公告收购资产。2019年11月26日公司公告公司拟现金12,024.47万元收购山西杏花村汾酒集团有限责任公司部分资产，以现金230.02万元收购山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产，以现金1,415.57万元收购山西杏花村汾酒集团宝泉福利有限责任公司部分资产。

点评:

1.“4421”发展目标充分彰显管理层对公司未来的信心。2017年山西省政府给其制定了2017、2018、2019年收入（酒类）增长30%、30%和20%的目标。今年已经是收官之年，目标实现压力不大。“4421”计划充分彰显管理层未来信心。

2.管理层稳定有利于公司稳定可持续发展。汾酒三年军令状完成压力不大，说明管理层有能力，此次换届选举，人员基本没有变动，有利于公司的稳定，发展战略可持续推进，实现未来发展目标的信心和动力更足。

3.收购资产减少关联交易，经营管理更进一步。本次收购资产完成后，宝泉福利公司与公司将不再发生关联业务，汾青酒厂将成为公司全资子公司，其品牌管理、产品价格体系纳入上市公司营销体系，公司与汾青酒厂的同业竞争将彻底消除。这些举措充分表明公司继续提升经营管理的决心。

盈利预测:预计19、20、21年收入115、140、161亿，19、20、21年净利润19.5、28、37亿，19、20、21年EPS为2.24、3.21、4.25元，考虑到公司华东地区业绩增速较高，省外增长空间较大，给与20年PE 32倍，目标价102.7元，维持买入评级。

风险提示:食品安全问题、省外市场增速不达预期、省内经济压力增大

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,037.48	9,381.94	11,492.87	13,963.84	16,058.42
增长率(%)	37.06	55.39	22.50	21.50	15.00
EBITDA(百万元)	(2,645.99)	2,308.74	3,016.96	4,264.99	5,552.16
净利润(百万元)	944.10	1,466.73	1,948.46	2,798.03	3,702.44
增长率(%)	56.02	55.36	32.84	43.60	32.32
EPS(元/股)	1.08	1.68	2.24	3.21	4.25
市盈率(P/E)	81.31	52.34	39.40	27.44	20.73
市净率(P/B)	14.66	12.35	10.91	9.26	7.71
市销率(P/S)	12.71	8.18	6.68	5.50	4.78
EV/EBITDA	(18.08)	12.40	24.91	17.38	13.21

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	88.08元
目标价格	102.7元

基本数据

A股总股本(百万股)	871.53
流通A股股本(百万股)	865.85
A股总市值(百万元)	76,764.21
流通A股市值(百万元)	76,263.92
每股净资产(元)	8.32
资产负债率(%)	45.95
一年内最高/最低(元)	99.69/32.64

作者

刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
郑蔚宇	联系人
zhengweiyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《山西汾酒-季报点评:铅华洗净见真章,汾酒复兴在路上》2019-10-27
- 《山西汾酒-公司点评:汾酒南方市场打开新局面,加速全国化布局》2019-10-11
- 《山西汾酒-公司点评:茅台降价消息误读致白酒大跌,汾酒全国化趋势良好》2019-09-17



1. 事件：

1.汾酒提出 2020 年“4421”发展目标。山西汾酒集团董事长李秋喜近日表示，汾酒提出了 2020 年“4421”发展目标。第一个“4”是指产能、销售收入、利润、市值 4 个翻番；第二个“4”是指建成原粮、原酒、包装、文化旅游 4 个一流基地；“2”是指优化产品结构、优化市场布局，中高端产品销售占比从 40%提高到 70%以上，山西省内外市场营收占比达到 4:6，现在是 5:5；“1”是指到 2020 年汾酒集团综合竞争力要进入白酒行业第一方阵。

2.山西汾酒新一届董事会名单出炉。2019 年 11 月 29 日，山西汾酒发布公告，披露董事会换届选举结果。同意山西杏花村汾酒集团有限责任公司提名李秋喜、谭忠豹、刘卫华、杨建峰、常建伟、李明强、高明、杨波为公司第八届董事会董事候选人。

3.近期公司发布多项公告收购资产。2019 年 11 月 26 日公司公告公司拟现金 12,024.47 万元收购山西杏花村汾酒集团有限责任公司部分资产，以现金 230.02 万元收购山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产，以现金 1,415.57 万元收购山西杏花村汾酒集团宝泉福利有限责任公司部分资产。

2. 点评：

1.“4421”发展目标充分彰显管理层对公司未来的信心。2017 年山西省政府给其制定了 2017、2018、2019 年收入（酒类）增长 30%、30%和 20%的目标。今年已经是收官之年，目标实现已经毫无压力不大。2020 年产能、销售收入、利润、市值目标翻一番，充分彰显管理层对未来公司增长动力的信心。建成原粮、原酒、包装一流基地，说明公司重视产品力的提升，建成文化旅游一流基地说明公司注重品牌力的打造。优化产品结构，提高中高端产品销售占比，说明公司充分认识到行业集中度提升的趋势，喝好酒成为主流，提高中高端产品销售占比有利于公司未来的发展。提高省外营收使省内外营收占比达到 4:6，说明公司注重产品全国化的推进。努力进入白酒行业第一方阵，更是彰显公司的发展动力。

2.管理层稳定有利于公司稳定可持续发展。汾酒三年军令状完成压力不大，说明管理层有能力，此次换届选举，人员基本没有变动，有利于公司的稳定，发展战略可持续推进，实现未来发展目标的信心和动力更足。

3.收购资产减少关联交易，经营管理更进一步。本次收购资产完成后，宝泉福利公司与公司将不再发生关联业务，汾青酒厂将成为公司全资子公司，其品牌管理、产品价格体系纳入上市公司营销体系，公司与汾青酒厂的同业竞争将彻底消除。这些举措充分表明公司持续提升经营管理的决心。

3. 盈利预测：

预计 19、20、21 年收入 115、140、161 亿，19、20、21 年净利润 19.5、28、37 亿，19、20、21 年 EPS 为 2.24、3.21、4.25 元，考虑到公司华东地区业绩增速较高，省外增长空间较大，给与 20 年 PE 32 倍，目标价 102.7 元，维持买入评级。

4. 风险提示：

食品安全问题、省外市场增速不达预期、省内经济压力增大

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,222.31	1,296.11	1,548.88	2,697.45	3,652.34
应收票据及应收账款	2,199.33	3,706.10	3,459.04	5,237.44	4,802.68
预付账款	188.49	103.74	209.99	208.61	225.17
存货	2,299.40	3,156.05	4,419.09	3,951.83	5,121.40
其他	333.97	754.20	441.62	513.85	607.72
流动资产合计	6,243.50	9,016.19	10,078.63	12,609.19	14,409.31
长期股权投资	3.40	4.28	4.28	4.28	4.28
固定资产	1,650.67	1,598.57	1,655.04	1,678.99	1,670.43
在建工程	419.24	305.80	219.48	179.69	137.81
无形资产	230.25	223.24	215.31	207.39	199.46
其他	392.72	680.88	444.79	511.00	544.72
非流动资产合计	2,696.28	2,812.77	2,538.90	2,581.35	2,556.71
资产总计	8,939.79	11,828.96	12,617.53	15,190.54	16,966.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,348.13	1,343.59	2,368.90	1,883.06	2,628.00
其他	2,235.80	3,965.90	2,802.40	4,422.32	3,551.49
流动负债合计	3,583.93	5,309.49	5,171.30	6,305.38	6,179.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.14	37.86	21.88	25.63	28.46
非流动负债合计	17.14	37.86	21.88	25.63	28.46
负债合计	3,601.07	5,347.35	5,193.18	6,331.01	6,207.95
少数股东权益	102.53	267.45	389.14	565.95	799.39
股本	865.85	865.85	871.53	871.53	871.53
资本公积	242.14	282.39	282.39	282.39	282.39
留存收益	4,317.06	5,287.40	6,163.69	7,422.05	9,087.15
其他	(188.87)	(221.48)	(282.39)	(282.39)	(282.39)
股东权益合计	5,338.71	6,481.61	7,424.35	8,859.52	10,758.07
负债和股东权益总	8,939.79	11,828.96	12,617.53	15,190.54	16,966.02

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,004.16	1,559.89	1,948.46	2,798.03	3,702.44
折旧摊销	140.13	149.20	97.77	103.76	108.36
财务费用	0.00	(19.91)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(0.90)	(1.00)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(255.33)	(490.69)	(727.73)	(310.37)	(1,002.02)
其它	8.39	(231.57)	121.68	176.81	233.44
经营活动现金流	896.45	965.92	1,440.18	2,768.23	3,042.22
资本支出	37.07	(43.54)	75.98	76.25	47.17
长期投资	0.75	0.88	0.00	0.00	0.00
其他	(342.78)	(318.28)	(135.98)	(156.25)	(97.17)
投资活动现金流	(304.95)	(360.94)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	25.21	77.66	(52.79)	2.44	2.44
其他	(532.30)	(853.22)	(1,074.61)	(1,542.10)	(2,039.77)
筹资活动现金流	(507.09)	(775.56)	(1,127.40)	(1,539.66)	(2,037.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	84.41	(170.58)	252.78	1,148.57	954.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,037.48	9,381.94	11,492.87	13,963.84	16,058.42
营业成本	1,821.02	3,169.83	3,332.93	3,979.69	4,464.24
营业税金及附加	1,237.81	1,795.59	2,126.18	2,513.49	2,729.93
营业费用	1,080.25	1,626.98	2,241.11	2,373.85	2,424.82
管理费用	4,701.80	628.43	850.47	907.65	963.51
研发费用	18.74	12.15	22.99	27.93	32.12
财务费用	(14.55)	(27.34)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(16.58)	2.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.90	1.00	0.00	0.00	0.00
其他	(4,176.75)	(3.94)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,384.85	2,177.02	2,919.19	4,161.22	5,443.80
营业外收入	9.23	1.16	10.00	10.00	10.00
营业外支出	10.83	3.76	54.00	68.00	25.00
利润总额	1,383.24	2,174.42	2,875.19	4,103.22	5,428.80
所得税	379.08	614.53	805.05	1,128.39	1,492.92
净利润	1,004.16	1,559.89	2,070.14	2,974.84	3,935.88
少数股东损益	60.06	93.16	121.68	176.81	233.44
归属于母公司净利润	944.10	1,466.73	1,948.46	2,798.03	3,702.44
每股收益(元)	1.08	1.68	2.24	3.21	4.25

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	37.06%	55.39%	22.50%	21.50%	15.00%
营业利润	48.96%	57.20%	34.09%	42.55%	30.82%
归属于母公司净利润	56.02%	55.36%	32.84%	43.60%	32.32%
获利能力					
毛利率	69.84%	66.21%	71.00%	71.50%	72.20%
净利率	15.64%	15.63%	16.95%	20.04%	23.06%
ROE	18.03%	23.60%	27.70%	33.74%	37.18%
ROIC	29.35%	41.41%	46.66%	55.55%	69.84%
偿债能力					
资产负债率	40.28%	45.21%	41.16%	41.68%	36.59%
净负债率	-22.90%	-20.00%	-20.86%	-30.45%	-33.95%
流动比率	1.74	1.70	1.95	2.00	2.33
速动比率	1.10	1.10	1.09	1.37	1.50
营运能力					
应收账款周转率	3.25	3.18	3.21	3.21	3.20
存货周转率	2.86	3.44	3.03	3.34	3.54
总资产周转率	0.74	0.90	0.94	1.00	1.00
每股指标(元)					
每股收益	1.08	1.68	2.24	3.21	4.25
每股经营现金流	1.03	1.11	1.65	3.18	3.49
每股净资产	6.01	7.13	8.07	9.52	11.43
估值比率					
市盈率	81.31	52.34	39.40	27.44	20.73
市净率	14.66	12.35	10.91	9.26	7.71
EV/EBITDA	-18.08	12.40	24.91	17.38	13.21
EV/EBIT	-17.17	13.26	25.75	17.81	13.48

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com