

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2014 年 8 月 20 日

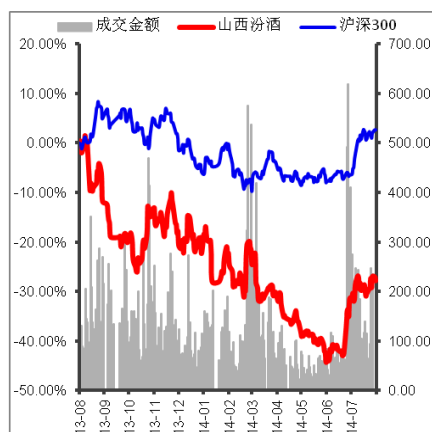
市场数据：2014 年 8 月 19 日

收盘价（元）	16.32
一年内最高/最低（元）	23.29/12.50
市净率	3.6
市盈率	26.1
流通 A 股市值（百万元）	14,131

基础数据：2014 年 6 月 30 日

每股收益（元）	0.4159
营业收入（百万元）	2,299.77
净利润（百万元）	360.06
总股本/流通 A 股（百万）	865.8/865.8

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

山西汾酒 (600809)

中性

仍陷深度调整区，期待下半年触底向好

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2013A	6,087	-6.0	960	-27.6	1.11	16.2	25.4	14.7
2014E	4,555	-25.2	541	-43.6	0.63	12.4	13.4	26.1
2015E	5,051	10.9	635	17.2	0.73	13.1	14.4	22.3
2016E	5,784	14.5	788	24.1	0.91	14.2	16.1	17.9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩符合预期。**2014 年上半年公司共实现营业收入 229,977.00 万元，同比减少 43.42%；归属于上市公司股东的净利润 36,006.56 万元，同比减少 63.47%；每股收益 0.4159 元。业绩基本符合预期。

● **销售未见起色，省内根据地支撑有限。**受渠道去库存及上年同期高基数因素影响，二季度公司销售未见起色，当季收入增速较上年同期下滑达 41.52%。分地区来看，不仅省外市场销售收入较上年同比减少 39.64%，原有消费基础较好的省内市场也未对业绩形成良好支撑，上半年仅实现销售收入 12.37 亿元，同比减少 46.57%，降幅更超省外。未来，一方面由于当前中端产品渠道库存已较为合理，另一方面受益上年的低基数，预期公司的收入降幅应将逐步缩窄，四季度或有望转正。

● **产品结构下移拉低毛利率，销售不振至费用率高企。**由于高端产品增长受制、中低端产品稳步增长，公司产品结构下移，拉动毛利率水平持续下降，上半年已降至 68.36%，较上年同期下降 7.86 个百分点。同时，受产品销售不振影响，尽管由于广告宣传支出减少销售费用较上年同期下降 40.17%，管理费用等刚性支出也与上年持平，但销售、管理费用率仍较上年上升 1.28 和 3.81 个百分点，整体盈利能力大幅下行。

● **省内深耕省外聚焦，开拓电商、O2O 补充传统渠道。**为应对严峻的销售形势，公司将在省内持续推进“百县千镇”网点布局，深度挖掘下沉市场，在省外稳步实施“双基工程”，聚焦环山西核心市场，通过设立山西、北京、河南、天津四个汾酒自贸区，推进省外市场拓展。此外，公司还将开拓电商、O2O 渠道，除了有计划地推出电商专供产品外，在太原区域开通“汾酒乐购”APP，以进一步完善销售网络，对传统渠道形成有益补充。

● **投资建议：**公司推出的新品甲等老白汾将填补省外中高端产品价格带，但推广成效仍有待观察，我们预计公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.63、0.73、0.91 元，对应动态市盈率分别为 26.1、22.3、17.9 倍，维持“中性”评级。

表 1: 山西汾酒单季利润表

单位: 百万元	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	同比变化
一、营业总收入	1,435	1,228	2,795	1,269	1,240	782	1,557	742	(41.52)
营业收入	1,435	1,228	2,795	1,269	1,240	782	1,557	742	(41.52)
二、营业总成本	973	1,037	1,801	870	954	978	1,107	698	(19.71)
营业成本	347	376	646	320	318	234	445	283	(11.72)
营业税金及附加	219	249	362	244	171	213	196	133	(45.69)
销售费用	316	323	689	217	350	410	372	170	(21.73)
管理费用	118	120	101	105	119	136	87	117	11.40
财务费用	-9	-19	-4	-17	-7	-11	-2	0	(100.19)
资产减值损失	-18	-11	8	0	3	-3	8	-4	(4798.9)
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	
四、营业利润	463	191	994	400	287	-196	450	44	(88.96)
加: 营业外收入	0	2	3	0	1	0	2	1	428.37
减: 营业外支出	10	8	21	7	8	13	19	5	(38.78)
五、利润总额	453	185	977	393	280	-209	433	41	(89.66)
减: 所得税	113	100	203	146	73	33	81	21	(85.41)
六、净利润	340	85	773	247	207	-242	352	19	(92.16)
减: 少数股东损益	-117	1	22	14	6	-17	9	2	(87.60)
归属于母公司所有者净利润	457	84	752	234	200	-226	342	18	92.42
七、每股收益:	0.53	0.10	0.87	0.27	0.23	-0.26	0.40	0.02	92.42
收入增长率(%)	114.60	32.81	26.25	-20.74	-13.58	-36.29	-44.28	-41.52	(20.78)
毛利率(%)	75.80	69.35	76.89	74.77	74.38	70.11	71.43	61.92	(12.86)
营业利润率(%)	32.24	15.54	35.57	31.52	23.11	-25.09	28.91	5.95	(25.57)
净利率(%)	23.66	6.91	27.67	19.49	16.67	-30.97	22.59	2.61	(16.88)
销售费用率(%)	21.98	26.28	24.66	17.08	28.24	52.48	23.91	22.87	5.78
管理费用率(%)	8.21	9.74	3.62	8.29	9.55	17.33	5.60	15.79	7.50
归属于母公司净利润增长率(%)	833.39	14.96	52.64	-20.52	-56.12	-368.81	-54.46	-92.42	(71.90)

资料来源: 公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	6,087.20	4,554.70	5,051.00	5,783.74
营业收入	6,087.20	4,554.70	5,051.00	5,783.74
二、营业总成本	4,602.65	3,697.07	4,053.11	4,555.82
营业成本	1,517.65	1,378.26	1,486.19	1,652.95
营业税金及附加	990.11	796.27	904.18	1,028.41
销售费用	1,666.89	1,138.68	1,262.75	1,445.93
管理费用	460.39	409.92	429.33	462.70
财务费用	-40.33	-30.06	-33.34	-38.17
资产减值损失	7.93	4.00	4.00	4.00
三、其他经营收益	0.28	0.28	0.28	0.28
投资净收益	0.28	0.28	0.28	0.28
四、营业利润	1,484.84	857.92	998.16	1,228.20
加：营业外收入	4.46	6.00	6.00	6.00
减：营业外支出	48.66	50.00	50.00	50.00
五、利润总额	1,440.64	813.92	954.16	1,184.20
减：所得税	455.22	248.24	291.02	361.18
六、净利润	985.42	565.67	663.14	823.02
减：少数股东损益	24.99	24.32	28.52	35.39
归属于母公司所有者的净利润	960.42	541.35	634.63	787.63
七、每股收益：	1.11	0.63	0.73	0.91
净利润增长率(%)	-27.64	-43.63	17.23	24.11

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。