

# 山西汾酒 (600809. SH)

## 省内需求恢复，省外渠道调整到位，17年收入有望提速 买入（维持）

事件：我们近期调研了汾酒公司和经销商。

### 投资要点：

■ 估计16年营收增长10%左右，根据经销商大会信息，公司对未来增长预期变得乐观，17年收入可能提速，春节开门红概率高。由于16年定位为打基础阶段，我们估计营收与年初规划差不多，增速位于行业中游水平。根据16年底经销商大会信息，力争2017年汾酒集团200亿，同比增长接近20%，因此我们判断股份公司规划也有望明显提速，公司对未来增长预期变得乐观。由于1Q16改变了向渠道压货的传统模式，基数较低，我们判断17年春节开门红概率高。

■ 16年营销改革成效初显，17-18年国企改革有望突破。14年刘卫华接手销售后推动营销体系转型，抓得比较细，包括窜货、市场精细化、销售人员管控等。16年3月常建伟担任股份总经理，股份内部协作效率提高。但要实现彻底市场化的转型，则要期待国企改革。随着山西省政府工作重心转向经济，我们判断17-18年国企改革有望突破。

■ 估计16年金奖20年和玻汾增速较快，青花个位数增长，未来坚定推高端青花。估计玻汾、金奖20年、竹叶青增速较快，增速15%以上，青花和老白汾10年增速10%以内。结合公司产品定位，我们判断汾酒未来还是推高端，青花实现全国化。现阶段，省内外产品间隔和价格定位思路清晰，如青花20年和金奖20年作为区隔产品，山西窜货现象明显减少，未来还将重点鼓励省外区域定制产品和渠道定制产品的开发。

■ 山西需求恢复，省外渠道调整到位，估计16年省内外增速差不多，17年都有望提速。(1) 估计16年省内增长主要来自于：山西经济向好，餐饮恢复；民间消费持续升级；整体产品区隔，市场秩序优化，省内窜货减少。随着政府工作重心转向经济，省内白酒消费有望继续恢复，预计17年山西可增长15%。(2) 16年部分省外市场增速较快，估计河南增速超过50%，河北、内蒙、北京等环山西市场都实现了较快增长，主要由于这些区域渠道调整到位，且有较好的市场基础，费用投入有倾斜，预计17年省外市场总体增速将超过15%。

■ 预计17年将加大营销投入，销售费用与收入同步。公司持续推进团购商向其它渠道转型，1-3Q16销售费用率下降。随着白酒行业复苏确立和渠道调整到位，预计17年央视和各个市场的投入会重新加大，销售费用与收入同步增长。

■ 盈利预测与投资建议：预计16-18年净利同比+19%、+23%、+18%，EPS为0.71、0.88、1.04元，山西需求恢复，省外渠道调整到位，预计17年收入有望提速，如国企改革能有进展，改善空间巨大，上调至“买入”的评级。

■ 风险提示：改革进度低于预期。

2017年01月09日

证券分析师 马浩博  
执业资格证书号码：S0600515090002  
[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)  
021-60199762

证券分析师 汤玮亮  
执业资格证书号码：S0600516070002  
[tangwl@dwzq.com.cn](mailto:tangwl@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	25.65
一年最低价/最高价	16.40/26.21
市净率	4.82
流通市值 (亿)	2.22

### 基础数据

每股净资产	4.93
资产负债率	29.59
总股本 (百万股)	865.9
流通股 A 股 (百万股)	865.9

图表 1：山西汾酒三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>4264.1</b>	<b>5177.8</b>	<b>6033.8</b>	<b>7064.7</b>	<b>营业收入</b>	<b>4128.6</b>	<b>4533.2</b>	<b>5270.4</b>	<b>6061.0</b>
现金	1046.1	1636.0	1976.0	2398.3	营业成本	1347.2	1485.2	1684.5	1937.2
应收款项	1255.6	1378.7	1602.9	1843.3	营业税金及附加	682.3	749.2	871.1	1001.7
存货	1917.8	2114.3	2397.9	2757.6	营业费用	915.5	942.9	1085.7	1236.4
其他	44.6	49.0	56.9	65.5	管理费用	420.0	461.2	525.7	592.4
<b>非流动资产</b>	<b>2442.5</b>	<b>2479.2</b>	<b>2521.1</b>	<b>2553.6</b>	<b>财务费用</b>	<b>-13.1</b>	<b>-19.2</b>	<b>-19.9</b>	<b>-27.9</b>
长期股权投资	4.0	8.0	12.0	16.0	投资净收益	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产	2014.3	2058.4	2107.8	2147.8	其他	<b>-4.9</b>	0.0	0.0	0.0
无形资产	229.3	217.9	206.4	194.9	<b>营业利润</b>	<b>772.1</b>	<b>914.2</b>	<b>1123.8</b>	<b>1321.6</b>
其他	194.9	194.9	194.9	194.9	营业外净收支	<b>-12.2</b>	<b>-12.2</b>	<b>-12.2</b>	<b>-12.2</b>
<b>资产总计</b>	<b>6706.6</b>	<b>7657.0</b>	<b>8554.9</b>	<b>9618.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>759.9</b>	<b>902.0</b>	<b>1111.6</b>	<b>1309.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>2209.5</b>	<b>2700.2</b>	<b>3032.1</b>	<b>3429.3</b>	<b>所得税费用</b>	218.0	258.8	319.0	375.7
短期借款	0.0	300.0	300.0	300.0	少数股东损益	21.2	25.2	31.0	36.5
应付账款	810.9	893.9	1013.9	1166.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>520.6</b>	<b>618.0</b>	<b>761.6</b>	<b>897.1</b>
其他	1398.6	1506.3	1718.2	1963.3	<b>EBIT</b>	1445.8	1643.9	1974.6	2295.0
<b>非流动负债</b>	<b>1.9</b>	<b>3.8</b>	<b>5.8</b>	<b>7.7</b>	<b>EBITDA</b>	1521.0	1773.5	2130.2	2468.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	1.9	3.8	5.8	7.7	每股收益(元)	0.60	0.71	0.88	1.04
<b>负债总计</b>	<b>2211.4</b>	<b>2704.1</b>	<b>3037.9</b>	<b>3437.0</b>	每股净资产(元)	5.11	5.61	6.23	6.95
少数股东权益	70.5	95.6	126.6	163.0	发行在外股份(百万股)	865.8	865.8	865.8	865.8
归属母公司股东权益	4424.7	4857.3	5390.4	6018.4	ROIC(%)	12.9%	15.2%	19.6%	21.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6706.6</b>	<b>7657.0</b>	<b>8554.9</b>	<b>9618.4</b>	ROE(%)	11.8%	12.7%	14.1%	14.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	67.4%	67.2%	68.0%	68.0%
经营活动现金流	427.8	655.7	767.6	897.6	EBIT Margin(%)	35.0%	36.3%	37.5%	37.9%
投资活动现金流	<b>-180.8</b>	<b>-180.4</b>	<b>-199.0</b>	<b>-206.3</b>	销售净利率(%)	12.6%	13.6%	14.5%	14.8%
筹资活动现金流	5.5	114.6	<b>-228.5</b>	<b>-269.1</b>	资产负债率(%)	33.0%	35.3%	35.5%	35.7%
现金净增加额	252.6	589.9	340.1	422.3	收入增长率(%)	5.4%	9.8%	16.3%	15.0%
折旧和摊销	75.2	129.7	155.7	173.0	净利润增长率(%)	46.3%	18.7%	23.2%	17.8%
资本开支	<b>-557.2</b>	<b>-176.4</b>	<b>-195.0</b>	<b>-202.3</b>	P/E	42.66	35.94	29.16	24.76
营运资本变动	221.1	<b>-117.1</b>	<b>-180.6</b>	<b>-208.9</b>	P/B	5.02	4.57	4.12	3.69
企业自由现金流	945.9	1008.3	1188.0	1398.3	EV/EBITDA	16.06	14.05	11.85	10.39

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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提供。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>