

全年大概率完成任务量，四季度重拾高增长

投资要点

- 事件:**公司发布18年业绩预告，全年实现归母净利润同比增长50%-60%，对应14.2-15.1亿元，其中18Q4归母净利润1.5亿元-2.5亿元，对应增速10%-78%，扣非前后归母净利润及增速基本一致。
- 全年大概率完成任务量，四季度重拾高增长。**年初制定三步分两步走规划，依据草根调研，Q3部分区域停止发货，Q4增加发货量，全年大概率完成任务量，收入达到90亿元左右，四季度重拾高增长。全年来看，环山西市场取得重大胜利，大部分区域呈现翻番增长，产品结构升级明显，估计青花系列增速在70%-80%左右，低端玻汾表现靓丽，政策全面放开，估计增速达到30%以上，同时叠加部分集团低端产品整合，低端产品增速更加乐观。18Q4重拾高增长，省内市场节前备货力度也较大，青花、老白汾等增速较为乐观。
- 省内和环山西市场关注价格和动销情况，19年重点开拓环山西之外的市场。**18年公司深耕省内市场，产品结构升级显著，渠道下沉扩充明显；同时重点开拓环山西市场，目前来看，前期招商基本完毕，渠道下沉和精耕是重点；但值得重视的是铺货阶段告一段落，在行业下行、部分高端酒和次高端批价下移、市场促销活动增加、竞争加剧的情况下，省内和环山西市场重点关注价格和终端动销情况。19年公司将重点开拓环山西之外的市场，华东和广东等市场会作为重点发力，规模亿元以上市场均值得重视。
- 行业依然承压，短期内难以出现反转。**目前经济下行的态势依然明显，行业继续承压；18年春节之后，高端酒批价下滑，二三季度小幅控量保价，中秋国庆增加投放，节后批价又小幅下移，同时次高端批价也出现下滑；19年春节前看，茅台动销依然理想，五粮液批价调整之后，部分区域反馈出货量有所增加，但真正考验中高端白酒价格时期在19年春节之后，叠加18Q1高基数，19Q1及以后才是真正考验中高端白酒价格体系和报表时刻（经济下行带来节日消费效应更加明显+18Q1高基数）；同时，虽然这波白酒周期渠道库存较上轮偏低，但与17年四季度之前相比，渠道库存明显增加，短期内难说行业出现反转，继续紧盯节后价格表现及动销情况。
- 盈利预测与评级。**预计2018-2020年EPS分别为1.71元、2.28元、2.86元，对应动态PE分别为22倍、17倍、13倍，未来三年收入和归母净利润将分别保持33%、38%的复合增长率。考虑到公司快速市场开拓和品牌力的溢价，维持“买入”评级。
- 风险提示:**市场开拓或不达预期；行业增速大幅放缓风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6037.48	8998.07	11501.87	14139.55
增长率	37.06%	49.04%	27.83%	22.93%
归属母公司净利润(百万元)	944.10	1481.61	1973.18	2477.42
增长率	56.02%	56.93%	33.18%	25.55%
每股收益EPS(元)	1.09	1.71	2.28	2.86
净资产收益率ROE	18.81%	26.63%	28.85%	29.53%
PE	35	22	17	13
PB	6.23	5.62	4.57	3.73

数据来源: Wind, 西南证券

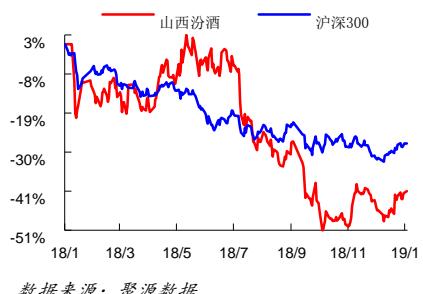
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.66
流通A股(亿股)	8.66
52周内股价区间(元)	31.46-67.11
总市值(亿元)	332.83
总资产(亿元)	102.65
每股净资产(元)	6.92

相关研究

- 山西汾酒(600809): 增速有所放缓，盈利能力持续增强 (2018-10-26)
- 山西汾酒(600809): 量价齐升叠加产品结构升级，增速和盈利双丰收 (2018-08-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6037.48	8998.07	11501.87	14139.55	净利润	1004.16	1575.86	2098.70	2635.01
营业成本	1821.02	2710.79	3465.06	4282.72	折旧与摊销	140.13	111.90	117.92	123.36
营业税金及附加	1237.81	1844.79	2358.12	2898.90	财务费用	-14.55	0.00	0.00	0.00
销售费用	1080.25	1529.67	1897.81	2304.75	资产减值损失	-16.58	0.00	0.00	0.00
管理费用	545.58	719.85	862.64	989.77	经营营运资本变动	-407.12	-580.76	-548.22	-664.11
财务费用	-14.55	0.00	0.00	0.00	其他	190.42	-2.15	0.00	0.00
资产减值损失	-16.58	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	896.45	1104.85	1668.40	2094.26
投资收益	0.90	0.00	0.00	0.00	资本支出	87.96	-60.00	-88.00	-112.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-392.91	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-304.95	-60.00	-88.00	-112.00
营业利润	1384.85	2192.97	2918.24	3663.42	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.60	-4.27	-3.38	-3.68	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1383.24	2188.70	2914.86	3659.74	股权融资	1.34	0.00	0.00	0.00
所得税	379.08	612.84	816.16	1024.73	支付股利	-476.22	-944.10	-740.81	-986.59
净利润	1004.16	1575.86	2098.70	2635.01	其他	-32.21	-53.28	0.00	0.00
少数股东损益	60.06	94.25	125.52	157.60	筹资活动现金流量净额	-507.09	-997.38	-740.81	-986.59
归属母公司股东净利润	944.10	1481.61	1973.18	2477.42	现金流量净额	84.41	47.48	839.60	995.67
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1222.31	1269.79	2109.39	3105.06	成长能力				
应收和预付款项	2426.02	3391.28	4410.72	5431.60	销售收入增长率	37.06%	49.04%	27.83%	22.93%
存货	2299.40	3426.12	4379.42	5412.84	营业利润增长率	48.96%	58.35%	33.07%	25.54%
其他流动资产	295.77	440.81	563.47	692.68	净利润增长率	56.52%	56.93%	33.18%	25.55%
长期股权投资	3.40	3.40	3.40	3.40	EBITDA 增长率	43.63%	52.60%	31.73%	24.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2069.91	2035.97	2026.77	2033.27	毛利率	69.84%	69.87%	69.87%	69.71%
无形资产和开发支出	230.25	212.98	192.95	175.78	三费率	26.69%	25.00%	24.00%	23.30%
其他非流动资产	392.72	392.03	391.34	390.65	净利率	16.63%	17.51%	18.25%	18.64%
资产总计	8939.79	11172.38	14077.45	17245.29	ROE	18.81%	26.63%	28.85%	29.53%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.23%	14.10%	14.91%	15.28%
应付和预收款项	3314.59	4837.09	6272.71	7671.18	ROIC	24.37%	33.28%	37.90%	41.30%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.02%	25.62%	26.40%	26.78%
其他负债	286.48	418.09	529.65	650.59	营运能力				
负债合计	3601.07	5255.18	6802.36	8321.77	总资产周转率	0.74	0.89	0.91	0.90
股本	865.85	865.85	865.85	865.85	固定资产周转率	3.59	5.29	6.45	7.74
资本公积	242.14	242.14	242.14	242.14	应收账款周转率	164.43	274.68	215.06	226.15
留存收益	4074.91	4612.42	5844.79	7335.62	存货周转率	0.86	0.95	0.89	0.87
归属母公司股东权益	5236.18	5720.42	6952.79	8443.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.86%	—	—	—
少数股东权益	102.53	196.78	322.30	479.90	资本结构				
股东权益合计	5338.71	5917.20	7275.09	8923.52	资产负债率	40.28%	47.04%	48.32%	48.26%
负债和股东权益合计	8939.79	11172.38	14077.45	17245.29	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	1.74	1.63	1.69	1.76
EBITDA	1510.43	2304.87	3036.16	3786.78	速动比率	1.10	0.97	1.04	1.11
PE	35.25	22.46	16.87	13.43	股利支付率	50.44%	63.72%	37.54%	39.82%
PB	6.23	5.62	4.57	3.73	每股指标				
PS	5.51	3.70	2.89	2.35	每股收益	1.09	1.71	2.28	2.86
EV/EBITDA	20.97	13.72	10.14	7.87	每股净资产	6.17	6.83	8.40	10.31
股息率	1.43%	2.84%	2.23%	2.96%	每股经营现金	1.04	1.28	1.93	2.42
					每股股利	0.55	1.09	0.86	1.14

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权归西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区江北城 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn