

山西汾酒(600809)/饮料制造

正视汾酒的改善和估值,重申“买入”

评级: 买入(维持)

市场价格: 35.39

目标价格: 45

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人: 龚小乐

电话:

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,128.56	4,404.95	5,791.81	7,640.07	9,279.11
增长率 yoy%	5.43%	6.69%	31.48%	31.91%	21.45%
净利润	520.60	605.13	793.46	1,146.72	1,568.67
增长率 yoy%	46.34%	16.24%	31.12%	44.52%	36.80%
每股收益(元)	0.60	0.70	0.92	1.32	1.81
每股现金流量	0.49	0.68	0.68	1.26	1.83
净资产收益率	11.77%	12.71%	15.76%	20.57%	24.06%
P/E	32.05	35.80	34.65	23.97	17.52
PEG	0.69	2.21	1.11	0.54	0.48
P/B	3.77	4.55	5.46	4.93	4.22
备注:					

基本状况

总股本(百万股)	866
流通股本(百万股)	866
市价(元)	35.39
市值(百万元)	30,642
流通市值(百万元)	30,642

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 高增长持续验证,清香鼻祖加速回归
- 2 换挡前行,重铸辉煌
- 3 首战告捷,混改的先行军
- 4 加速增长在持续验证,重申“买入”

投资要点

■ 我们认为市场在担心汾酒两个核心问题:产品结构难以升级以及估值比较贵。透过汾酒的发展史以及公司现有的一些变化我们得出:(1)公司内外兼修,产品总体进入量价齐升的阶段,高档酒系列的收入有望在近2-3年超过历史峰值水平,产品结构不断走高,业绩也有望持续超预期。(2)近1-2年汾酒的合理估值有望继续保持在35倍以上。维持“买入”评级,上调12个月目标价至46.2元。

■ 外部环境明显改善,公司业绩有望持续超预期。我们认为,2014-2015年因山西省受三公以及煤炭价格不断走低双重要素制约,汾酒总体毛利率不断走低,产品结构出现了降级,在当下消费升级的时代,公司产品未来2-3年有望保持量价齐升的趋势。

(1) 行业提价不断,次高端有望充分受益;白酒行业高端酒提价周期确立,茅台、五粮液等批价不断走高,以汾酒为代表的次高端产品紧随受益。渠道反馈上半年青花瓷系列产品实现了40%以上的增长,其中青花30实现了翻倍以上的增长,全年有望实现6亿以上的收入。我们认为茅五泸高档酒的收入水平逐步恢复甚至超过2012年峰值水平,汾酒作为清香老大,公司高档酒系列(终端价300以上)的收入也有望在近2-3年超过历史峰值水平。

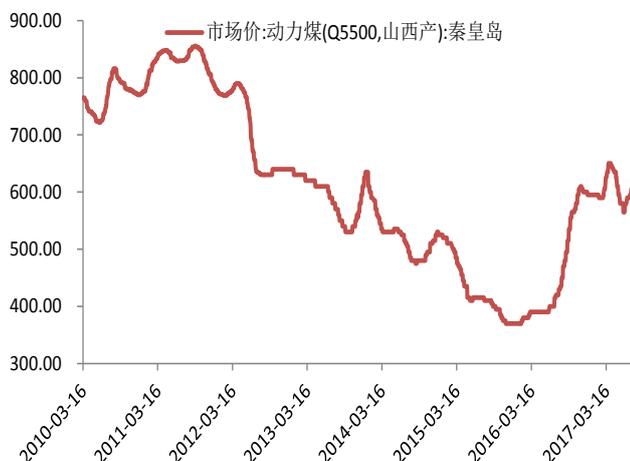
(2) 煤炭价格再次走高,煤炭企业盈利能力大幅改善,汾酒动销有望持续超预期。山西省煤炭行业的收入占GDP比重超过一半,从动力煤(Q5500,山西产)的价格来看,去年四季度上涨一波;今年6月份初动力煤市场价格为565元/吨,到现在,动力煤价格上涨至605元/吨。从企业的盈利来看,去年1-2、3、4、5月份煤炭开采和洗选业利润总额依次是-9.3、17、2.1、25亿元,而今年同期利润分别是438、271、280、245亿元,企业盈利大幅改善。

■ 随着公司内部改革的逐步展开,业绩加速增长值得期待。在签署目标责任书后,公司内部人员的压力逐步变为动力;同时公司内部机制改善逐步显现,销售公司层面集体解聘副处级领导,改为组阁聘用制,人事市场化改革已经开启,同时销售人员工资和奖金出现了大幅的提高,工作积极性显著增强;我们认为后续存在进一步推出股权相关的激励措施的可能。

■ 此轮周期公司调整节奏慢一年,公司股价有望加速成长。从最新一轮调整修复可以看出,茅台、古井、老窖等在2014年业绩见底,2015年下半年之后收入出现加速成长,而汾酒收入实现加速成长则在2016年下半年,

节奏较大多企业慢一年的时间；从股价来看，茅台、古井等股价在 2014 年初见底，而汾酒则在 2014 年 6 月底见底。目前茅台、古井等公司市值屡创新高，汾酒市值有望在龙头的提振下加速向上修复。

- **估值与空间探讨。(1) 我们认为，每家白酒企业的估值体系是独立的，公司估值理应达到 35 倍。**因每家企业的产品结构、业绩增速以及增长的质量、净利润率水平、地位等要素的不同，估值体系应该独立的，纵向比较更有价值。目前茅五洋泸四家酒企估值水平已明显超过近三年年度均值的高点，而汾酒和古井贡酒当下的估值水平略高于去年，考虑到汾酒未来 2-3 年业绩加速增长的确定性和弹性，我们认为汾酒估值理应明显超过 35 倍。以 PEG 来估值，我们认为汾酒未来 2 年业绩的复合增速可以达到 35% 以上，因此给予 18 年 35 倍的估值比较合理；**(2) 公司市值有望达到 2012 年峰值水平。**我们认为，随着公司业绩加速增长的逐步兑现，公司股价有望修复到历史峰值水平。
- **投资建议：上调 12 个月目标价至 46.2 元，维持“买入”评级。**我们预计 2017-2019 年公司分别实现营收 57.9、76.4、92.8 亿元，同比增长 31.48%、31.91%、21.45%；实现净利润 7.93、11.47、15.69 亿元；同比增长 31.12%、44.52%、36.80%；对应 EPS 为 0.92、1.32、1.81 元。上调 12 个月目标价至 46.2 元，对应 2018 年 35X，维持“买入”评级。
- **风险提示：限制三公消费力度加大、改革进度不及预期、食品品质事故。**

**图表 1：动力煤价格从 6 月初至今再次不断上涨**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 2：今年煤炭企业盈利能力大幅好转**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 3：茅台、五粮液等当下的市值远超历史峰值水平**

		市值 (均值) (亿元)									
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	目前的市值	目前市值/近6年峰值	
贵州茅台	600519.SH	1493.2	1931.0	2313.9	1755.7	1713.2	2564.1	3418.9	5944.0	2.6	
五粮液	000858.SZ	1154.1	1334.2	1256.8	789.5	671.3	961.5	1167.8	2077.0	1.6	
洋河股份	002304.SZ	744.6	1130.8	1338.1	625.1	608.7	942.6	1018.5	1301.0	1.0	
泸州老窖	000568.SZ	485.5	607.6	547.0	347.9	247.3	333.1	389.6	750.0	1.2	
古井贡酒	000596.SZ	122.7	202.8	205.1	123.5	115.9	175.8	205.7	223.0	1.1	
山西汾酒	600809.SH	225.1	297.2	314.5	227.7	144.0	175.0	173.6	306.0	1.0	

来源：wind、中泰证券研究所

**图表 4：茅五洋泸当下的估值远处于近 3 年估值体系的高点**

		2014	2015	2016	现值
贵州茅台	600519.SH	11.50	16.23	20.4	33.0
五粮液	000858.SZ	9.74	17.49	17.45	28.0
洋河股份	002304.SZ	12.74	19.85	18.63	21.0
泸州老窖	000568.SZ	9.09	31.48	29.41	34.0
古井贡酒	000596.SZ	18.65	28.40	27.57	28.0
山西汾酒	600809.SH	37.45	74.53	36.75	39.0

来源：wind、中泰证券研究所

图表 5: 山西汾酒销售收入预测总表

白酒	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(百万元)	5966	5684	3658	3921	4183	5522	7289	8820
YOY (%)		-4.72%	-35.65%	7.19%	6.69%	32.00%	32.00%	21.00%
成本(百万元)	1408	1334	1136	1239	1252	1527	1909	2233
YOY (%)		-5.30%	-14.84%	9.05%	1.05%	22.00%	25.00%	17.00%
毛利(百万元)	4557	4350	2522	2682	2932	3995	5380	6586
毛利率	76.39%	76.54%	68.95%	68.41%	70.08%	72.34%	73.81%	74.68%
配制酒	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(百万元)	478	355	219	161	174	217	293	396
YOY (%)		-25.63%	-38.33%	-26.50%	7.82%	25.00%	35.00%	35.00%
成本(百万元)	207	156	113	83	101	111	128	141
YOY (%)		-24.90%	-27.32%	-26.79%	22.14%	10.00%	15.00%	10.00%
毛利(百万元)	270	199	106	78	72	106	165	255
毛利率	56.58%	56.15%	48.32%	48.52%	41.68%	48.68%	56.28%	64.38%
其他	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(百万元)	35	48	39	47	48	53	58	64
YOY (%)		35.61%	-18.26%	19.05%	3.07%	10.00%	10.00%	10.00%
成本(百万元)	19	28	26	26	27	29	32	35
YOY (%)		47.37%	-7.14%	0.00%	3.70%	7.14%	9.38%	9.38%
毛利(百万元)	17	20	13	21	22	24	26	29
毛利率	47.10%	41.22%	33.22%	45.05%	44.75%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(百万元)	6479	6087	3916	4129	4405	5792	7640	9279
YOY (%)		-6.04%	-35.67%	5.43%	6.69%	31.48%	31.91%	21.45%
成本(百万元)	1634	1518	1275	1347	1380	1668	2069	2409
YOY (%)		-7.15%	-15.97%	5.65%	2.40%	20.88%	24.07%	16.46%
毛利	4844	4570	2641	2781	3025	4124	5571	6870
毛利率	74.77%	75.07%	67.44%	67.37%	68.68%	71.21%	72.92%	74.03%

来源: 中泰证券研究所

**图表 6: 山西汾酒财务预测三张报表**

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>3,916</b>	<b>4,129</b>	<b>4,405</b>	<b>5,792</b>	<b>7,640</b>	<b>9,279</b>
增长率	-35.67%	5.4%	6.7%	31.5%	31.9%	21.5%
营业成本	-1,275	-1,347	-1,380	-1,668	-2,069	-2,409
% 销售收入	32.6%	32.6%	31.3%	28.8%	27.1%	26.0%
毛利	2,641	2,781	3,025	4,124	5,571	6,870
% 销售收入	67.4%	67.4%	68.7%	71.2%	72.9%	74.0%
营业税金及附加	-588	-682	-869	-1,095	-1,444	-1,670
% 销售收入	15.0%	16.5%	19.7%	18.9%	18.9%	18.0%
营业费用	-1,114	-915	-775	-1,274	-1,666	-1,949
% 销售收入	28.5%	22.2%	17.6%	22.0%	21.8%	21.0%
管理费用	-448	-420	-442	-598	-779	-948
% 销售收入	11.4%	10.2%	10.0%	10.3%	10.2%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	491	764	939	1,158	1,682	2,303
% 销售收入	12.5%	18.5%	21.3%	20.0%	22.0%	24.8%
财务费用	17	13	18	28	34	41
% 销售收入	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	1	-5	-26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	—	—	—	—
营业利润	509	772	930	1,185	1,715	2,343
营业利润率	13.0%	18.7%	21.1%	20.5%	22.5%	25.3%
营业外收支	-31	-12	-10	-14	-12	-12
税前利润	477	760	920	1,171	1,703	2,331
利润率	12.2%	18.4%	20.9%	20.2%	22.3%	25.1%
所得税	-119	-218	-278	-328	-477	-653
所得税率	25.0%	28.7%	30.3%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	358	542	642	843	1,226	1,678
少数股东损益	2	21	36	50	79	109
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>356</b>	<b>521</b>	<b>605</b>	<b>793</b>	<b>1,147</b>	<b>1,569</b>
净利率	9.1%	12.6%	13.7%	13.7%	15.0%	16.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	358	542	642	843	1,226	1,678
少数股东损益	0	0	0	50	79	109
非现金支出	71	80	166	148	174	203
非经营收益	-16	13	-38	14	13	13
营运资金变动	4	-208	-183	-415	-324	-305
<b>经营活动现金净流</b>	<b>416</b>	<b>428</b>	<b>586</b>	<b>640</b>	<b>1,169</b>	<b>1,698</b>
资本开支	298	177	107	294	283	267
投资	0	-4	-33	0	0	0
其他	0	0	1	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-298</b>	<b>-181</b>	<b>-139</b>	<b>-294</b>	<b>-284</b>	<b>-267</b>
股权募资	2	5	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-313	0	-305	-3	-520	-606
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-311</b>	<b>6</b>	<b>-305</b>	<b>-3</b>	<b>-520</b>	<b>-606</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-193</b>	<b>253</b>	<b>142</b>	<b>344</b>	<b>365</b>	<b>825</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	756	1,046	1,218	1,512	1,798	2,513
应收款项	1,089	1,296	1,544	1,846	2,477	3,022
存货	1,898	1,918	1,919	2,357	2,909	3,388
其他流动资产	63	45	107	117	128	141
流动资产	3,807	4,264	4,787	5,832	7,313	9,063
% 总资产	65.8%	63.6%	64.5%	67.9%	71.9%	75.7%
长期投资	4	16	13	13	13	13
固定资产	1,528	2,014	2,166	2,300	2,402	2,457
% 总资产	26.4%	30.0%	29.2%	26.8%	23.6%	20.5%
无形资产	242	237	239	235	231	227
非流动资产	1,979	2,443	2,630	2,761	2,858	2,909
% 总资产	34.2%	36.4%	35.5%	32.1%	28.1%	24.3%
<b>资产总计</b>	<b>5,786</b>	<b>6,707</b>	<b>7,417</b>	<b>8,593</b>	<b>10,171</b>	<b>11,972</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,213	1,472	1,715	1,892	2,455	2,925
其他流动负债	638	737	854	1,529	1,924	2,201
流动负债	1,850	2,209	2,569	3,421	4,379	5,126
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	2	11	11	11	11
<b>负债</b>	<b>1,850</b>	<b>2,211</b>	<b>2,580</b>	<b>3,432</b>	<b>4,390</b>	<b>5,137</b>
<b>普通股股本权益</b>	<b>3,892</b>	<b>4,425</b>	<b>4,760</b>	<b>5,034</b>	<b>5,575</b>	<b>6,520</b>
少数股东权益	44	71	77	127	206	316
<b>少数股东权益合计</b>	<b>5,786</b>	<b>6,707</b>	<b>7,417</b>	<b>8,593</b>	<b>10,171</b>	<b>11,972</b>

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.411	0.601	0.699	0.916	1.324	1.812
每股净资产 (元)	4.495	5.110	5.498	5.814	6.438	7.530
每股经营现金净流 (元)	0.481	0.494	0.677	0.682	1.258	1.835
每股股利 (元)	0.320	0.320	0.550	0.600	0.700	0.720
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.14%	11.77%	12.71%	15.76%	20.57%	24.06%
总资产收益率	6.15%	7.76%	8.16%	9.23%	11.27%	13.10%
投入资本收益率	11.60%	15.85%	18.14%	22.91%	30.49%	38.46%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	-35.67%	5.43%	6.69%	31.48%	31.91%	21.45%
EBIT增长率	-66.17%	55.42%	22.95%	23.33%	45.29%	36.91%
净利润增长率	-62.96%	46.34%	16.24%	31.12%	44.52%	36.80%
总资产增长率	-0.53%	15.91%	10.59%	15.86%	18.36%	17.72%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.1	0.5	3.0	1.7	1.9	2.0
存货周转天数	538.8	516.9	507.5	515.9	513.3	513.2
应付账款周转天数	92.0	122.1	175.1	143.6	150.5	152.3
固定资产周转天数	72.5	101.4	133.9	114.0	95.7	85.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-19.22%	-23.27%	-25.18%	-29.29%	-31.10%	-36.77%
EBIT利息保障倍数	-29.6	-58.3	-53.1	-41.8	-50.0	-56.7
资产负债率	31.98%	32.97%	34.78%	39.94%	43.16%	42.91%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。