

投资评级：推荐（维持）

分析师

安雅泽 010-88366060-8768

Email: ayz@cgws.com

执业证书编号: S1070515110001

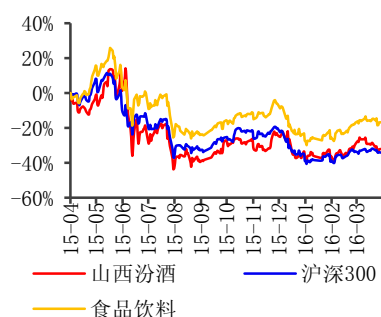
市场数据

目前股价	16.8
总市值（亿元）	145.46
流通市值（亿元）	145.46
总股本（万股）	86,585
流通股本（万股）	86,585
12 个月最高/最低	29.69/13.61

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,500	4,957	5,477
(+/-%)	9%	10.2%	10.5%
净利润	617	709	774
(+/-%)	18.6%	14.9%	9.2%
摊薄 EPS	0.71	0.82	0.89
PE	23.56	20.51	18.79

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<Q4 降幅收窄，优化产品结构>> 2015-01-30

汾酒收入利润恢复增长，未来关注三大核心单品市场开拓情况

——山西汾酒（600809）公司动态点评

投资建议

汾酒最困难的时期已经过去，收入利润恢复性增长，未来主要关注三大核心单品市场开拓进度。预计 16-17 年 EPS 为 0.71 元和 0.82 元，“推荐”评级。

投资要点

- **事件：**山西汾酒发布 2015 年年报和 2016 年一季报，公司 2015 年度实现营业收入 41.29 亿元，同比增加 5.43%；实现利润总额 7.60 亿元，同比增加 59.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.21 亿元，同比增加 46.34%。实现每股收益 0.6013 元；2016 年一季度实现营业收入 14.7 亿元，同比增加 2.45%；实现归属上市公司的净利润 2.95 亿元，同比增加 36.87%，实现每股收益 0.3404 元。
- **公司 2015 年净利润增长大幅超出市场预期。**公司 2015 年年报收入 41.29 亿元，同比增长 5.43%，主要系高端青花系列恢复性增长，预计增长幅度在 15% 左右。Q4 单季度实现营业收入 10.53 亿元，净利润 1.6 亿元，较 2014 年 Q4 同期亏损 4282 万元大幅增长。汾酒历来 Q4 都是净利润最少的一个季度，主要源于公司把费用都结算在第四个季度。2015 年 Q4 实现 1.6 亿元净利润主要源于公司销售费用控制得力。汾酒过去积极拓展省外市场，粗犷的进行大规模广告投入，在市场三年深度调整期间，公司销售费用率和管理费用率持续攀升，2014 年分别高达 28.45% 和 11.44%，达到十年最高水平。公司 2015 年积极进行渠道转型，从过去粗犷的广告投入转向更有针对性的区域营销。2015 年公司销售费用率和管理费用率已较 2014 年大幅降低至 22.17% 和 10.17%，预计未来仍会继续下降。
- **汾酒困难时期已过，未来将重点打造三大核心单品。**山西省内支柱型产业煤炭价格持续低迷，加之山西省反腐最为严峻，导致山西汾酒经过了两年痛苦时期，目前国内煤炭价格已处于历史低位，汾酒政务消费基本出清，汾酒最困难的时期已经度过了。公司经过调整，已经形成由青花 20 年、老白汾 10 年、玻汾为三大核心单品的产品结构，2015 年增速预计分别在 15%、10% 和 10% 左右，目前产品结构保持稳定。公司省内市场是生命市场，未来将加大渠道下沉力度。省外市场将重点开拓环山西市场如河南，河北，陕西，内蒙等，费用会持续跟进。
- **盈利预测及投资建议：**汾酒最困难的时期已经过去，收入利润恢复性增长，未来主要关注三大核心单品市场开拓进度。预计 16-17 年 EPS 为

0.71 元和 0.82 元，“推荐”评级。

- 风险提示：销售不达预期，白酒复苏不达预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,916	4,129	4,500	4,957	5,477
营业成本	1,275	1,347	1,467	1,616	1,786
销售费用	1,114	915	981	1,076	1,199
管理费用	448	420	486	516	575
财务费用	-17	-13	2	-12	-17
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	509	772	815	938	1,024
营业外收支	-31	-12	8	8	8
利润总额	477	760	823	946	1,032
所得税	119	218	206	236	258
少数股东损益	2	21	0	0	0
净利润	356	521	617	709	774
资产负债表					
流动资产	3807	4264	4865	5401	6137
货币资金	756	1046	1613	1818	2178
应收账款	1	11	5	5	6
应收票据	1076	1227	1143	1259	1392
存货	1898	1918	2026	2231	2465
非流动资产	1979	2443	2462	2477	2445
固定资产	1528	2014	2040	2060	2034
资产总计	5786	6707	7328	7877	8582
流动负债	1850	2209	2491	2651	2929
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	563	811	883	973	1075
非流动负债	0	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
负债合计	1850	2211	2493	2653	2931
股东权益	3909	4456	4796	5186	5612
股本	866	866	866	866	866
留存收益	2999	3520	3859	4249	4675
少数股东权益	44	71	71	71	71
负债和权益总计	5759	6668	7289	7838	8542
现金流量表					
经营活动现金流	416	428	881	732	790
其中营运资本减少	(27)	191	162	(86)	(98)
投资活动现金流	(298)	(181)	(121)	(123)	(82)
其中资本支出	(301)	(177)	(121)	(123)	(82)
融资活动现金流	(311)	6	(278)	(319)	(348)
净现金总变化	(193)	253	482	290	360

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长	-35.67%	5.43%	9.00%	10.15%	10.50%
营业成本增长	-15.97%	5.65%	8.89%	10.15%	10.50%
营业利润增长	-65.73%	51.73%	5.60%	14.99%	9.23%
利润总额增长	-66.86%	59.17%	8.35%	14.85%	9.16%
净利润增长	-62.96%	46.34%	18.61%	14.85%	9.16%
盈利能力					
毛利率	67.44%	67.37%	67.40%	67.40%	67.40%
销售净利率	9.08%	12.61%	13.72%	14.31%	14.13%
ROE	9.10%	11.68%	12.88%	13.68%	13.79%
ROIC	7.18%	11.35%	12.75%	14.05%	14.52%
营运效率					
销售费用/营业收入	28.45%	22.17%	21.80%	21.70%	21.89%
管理费用/营业收入	11.44%	10.17%	10.80%	10.40%	10.50%
财务费用/营业收入	-0.42%	-0.32%	0.05%	-0.24%	-0.31%
投资收益/营业利润	0.00%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税/利润总额	25.03%	28.70%	25.00%	25.00%	25.00%
应收账款周转率	633.68	526.46	898.12	896.63	890.29
存货周转率	0.67	0.68	0.69	0.69	0.39
流动资产周转率	0.97	0.90	0.88	0.86	0.65
总资产周转率	0.63	0.59	0.59	0.60	0.51
偿债能力					
资产负债率	0.32	0.33	0.34	0.34	0.34
流动比率	2.06	1.93	1.95	2.04	2.10
速动比率	1.03	1.06	1.14	1.20	1.25
每股指标 (元)					
EPS	0.41	0.60	0.71	0.82	0.89
每股净资产	4.51	5.15	5.54	5.99	6.48
每股经营现金流	0.48	0.49	1.02	0.85	0.91
每股经营现金/EPS	1.17	0.82	1.43	1.03	1.02
估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
PE	40.89	27.94	23.56	20.51	18.79
PEG	1.91	1.98	1.97	2.24	-
PB	3.72	3.26	3.03	2.81	2.59
EV/EBITDA	27.35	17.60	15.70	13.90	12.83
EV/SALES	3.71	3.52	3.25	2.93	2.66
EV/IC	3.19	2.98	3.00	2.83	2.70
ROIC/WACC	0.79	1.24	1.40	1.54	1.59
REP	4.07	2.40	2.15	1.84	1.70

研究员介绍及承诺

安雅泽: 英国莱斯特大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券从事机构销售, 2015 年 7 月从事食品饮料行业研究。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>