

2017 年 01 月 02 日

山西汾酒 (600809.SH)

内外同步改善，次高端再崛起可期

■清香龙头，内外同步改善，次高端再次迎来最佳时间窗口。公司是清香型白酒龙头，主力产品包括次高端青花、中端老白汾以及低端玻汾等。前期受白酒行业调整以及省内经济持续低迷等影响，公司进入深度调整期，业绩严重承压。2015 年以来，行业环境方面，白酒行业复苏趋势已明确，高端白酒价格重拾升势，量方面也从挤压式增长走向扩容式增长，次高端压力舒缓，主要品牌迎来黄金期；省内环境方面，山西省经济呈现继续向好发展态势。公司积极开展渠道调整及销售改革，实行产品区隔、加强串货管理和价格管控，业绩迎来拐点。2016 年前 3 季度，公司收入及净利润增速分别达 10.6% 和 23.5%，业绩呈现较好恢复态势。我们认为公司内外部环境同步改善，预计 2017-18 年公司将迎 2013 年以来最佳时间窗口。

■省内市场基础夯实，省外打造环山西强势市场，低端和次高端价格带产品两位数增长。公司省内市场消费基础稳固，目前收入占比在 60% 左右，今年以来省内继续积极开展渠道下沉和终端建设基础工作，夯实市场基础，提升市场覆盖率，取得良好效果，低端玻汾实现较快放量，老白汾系列中的金奖陈酿 20 年单品也实现良好增长。公司省外市场发展继续聚焦环山西优势市场，积极打造样板市场，以点带面逐步拓展，周边河南、内蒙古等省份市场实现较快增长。

■公司将受益清香消费升级和次高端扩容，次高端放量将加速公司业绩增长。从白酒行业格局来看，白酒新周期当中高端酒有望延续供需偏紧、价格上行态势，300-500 元次高端白酒成长空间再次打开。次高端扩容乐观且全国化品牌少，公司作为次高端清香龙头，有望受益。公司青花系列产品定位次高端，在包括山西在内的北方市场具备良好消费基础，省外青花 20 主力单品价格体系逐步理顺，目前青花系列收入规模逐步恢复增长，后续增长有望加速。

■投资建议：省内政治稳定经济回暖将积极带动公司省内市场继续较快增长，同时看好次高端放量提升业绩弹性。期待集团国企改革提升公司效率。我们预计公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.74/1.02/1.37 元，首次覆盖给予公司买入-A 评级，6 个月目标价 35.7 元，对应 2017 年 PE 为 35 倍左右。

■风险提示：如果次高端恢复情况低于预期则公司盈利预测有可能偏高；国企改革进展过慢。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,916.1	4,128.6	4,551.4	5,694.3	7,094.1
净利润	355.8	520.6	641.0	879.2	1,185.0
每股收益(元)	0.41	0.60	0.74	1.02	1.37
每股净资产(元)	4.49	5.11	5.58	6.29	7.25

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	60.9	41.6	33.8	24.6	18.3
市净率(倍)	5.6	4.9	4.5	4.0	3.5
净利润率	9.1%	12.6%	14.1%	15.4%	16.7%
净资产收益率	9.1%	11.8%	13.3%	16.1%	18.9%
股息收益率	0.0%	1.3%	0.9%	1.2%	1.6%
ROIC	13.7%	18.3%	20.0%	27.5%	29.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

白酒

投资评级 买入-A

首次评级

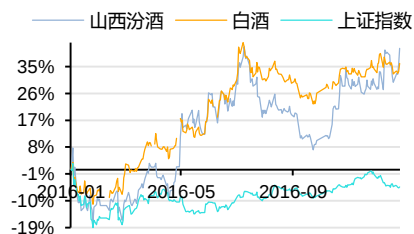
6 个月目标价：35.70 元

股价 (2016-12-30) 25.02 元

交易数据

总市值(百万元)	21,663.52
流通市值(百万元)	21,663.52
总股本(百万股)	865.85
流通股本(百万股)	865.85
12 个月价格区间	14.85/25.12 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.78	26.41	44.1
绝对收益	9.59	29.7	31.8

苏斌

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450515040001
 sucheng@essence.com.cn
 021-35082778

方振

报告联系人

 fangzhen@essence.com.cn
 021-35082373

相关报告

目录

1. 内外同步改善，汾酒迎 2013 年以来最佳时期	4
1.1. 省内经济好转，大本营市场消费有望持续回升	4
1.2. 高端白酒趋势明确向好，次高端迎 2013 年以来最佳时间窗口	5
1.2.1. 白酒复苏态势良好，进入新周期	5
1.2.2. 白酒价格带更趋清晰	7
1.2.3. 次高端扩张核心逻辑	8
1.2.4. 次高端价格带将保持较快增长，未来五年扩容可观	8
1.2.5. 水井坊：次高端产品线清晰，本轮复苏周期率先受益	10
2. 清香型白酒龙头，不会缺席白酒复苏新周期	11
2.1. 清香型白酒龙头	11
2.2. 历史发展概况	11
2.3. 产品结构以中高端为主，次高端青花系列识别度高	12
2.4. 公司省内地位稳固，省外市场已多点开花	13
2.4.1. 省内市场基础继续夯实，省外聚焦环山西优势市场	13
2.4.1. 渠道管控有所改善，营销模式积极转型	14
3. 公司核心投资逻辑	15
3.1. 省内政治经济前景改善，白酒消费回升	15
3.2. 清香品类龙头受益清香消费升级	15
3.3. 高端价格整体上移，次高端压力纾解，性价比提升	15
3.4. 次高端产品放量的弹性贡献大	16
3.5. 省政府关注，混改预期渐起	17
3.6. 近期重要新闻	18
3.6.1. 控货和提价	18
3.6.2. 2017 年集团目标 200 亿	19
4. 投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 2016 前三季度山西省 GDP 同比增长 4%，有所好转	4
图 2: 山西产动力煤市场价上涨至 600 元/吨	4
图 3: 公司省内收入增速与山西 GDP 增速的相关性	5
图 4: 公司省内收入增速与固定资产投资增速相关性	5
图 5: 公司省内收入增速与煤炭行业收入增速相关性	5
图 6: 白酒行业产量及增速	6
图 7: 白酒行业主营业务收入及增速	6
图 8: 白酒板块累计收入规模及增速	6
图 9: 白酒板块累计净利润规模及增速	6
图 10: 一线白酒前三季度收入增速为 16.5%	7
图 11: 白酒板块利润增速普遍回升，个别三线白酒仍处调整	7
图 12: 三个核心价格带越发清晰	8
图 13: 城镇中产阶层家庭群体不断扩大	9

图 14: 2015 年家庭人均可支配收入增长 8.2%	9
图 15: 2015-2021 年国内高端白酒市场规模预测	9
图 16: 水井坊收入实现较快增长	10
图 17: 水井坊净利率快速恢复, 接近 2012 年水平	10
图 18: 水井坊与汾酒中高端产品线对比	10
图 19: 公司历史收入规模及增速	12
图 20: 公司历史净利润规模及增速	12
图 21: 公司白酒和配制酒业务毛利率情况 (%)	13
图 22: 公司毛利率与可比公司对比 (%)	13
图 23: 公司目前省内收入占比约 60%	14
图 24: 今年以来, 公司省内省外收入增速已逐步回升	14
图 25: 公司销售/管理费用率变动情况 (%)	14
图 26: 公司销售费用率与可比公司对比 (%)	14
图 27: 公司销售人员规模	15
图 28: 公司广告宣传及市场拓展费用占比 (%)	15
图 29: 五粮液出厂价年内提至 739 元	16
图 30: 今年以来, 飞天茅台一批价与零售价持续走高	16
图 31: 部分次高端主流单品收入规模 (2015 年)	17
图 32: 部分次高端主流品牌预计今年实现收入较快增长	17
图 33: 公司股权结构图	17
图 34: 公司主要高管更换及发展战略情况	19
图 35: 公司 PE-Bands (TTM)	19
图 36: 公司 PB-Bands (TTM)	19
表 1: 山西省 GDP 和财政收入增长情况	4
表 2: 2010-2012 年, 山西汾酒等次高端白酒企业收入及利润增速情况	9
表 3: 清香型与浓香型、酱香型等工艺对比	11
表 4: 汾酒连续五届被评为名酒	11
表 5: 公司核心产品线	13
表 6: 清香型白酒主要中高端产品比较	15
表 7: 目前次高端白酒主流品牌概况	16
表 8: 部分白酒上市公司改制进展情况	18
表 9: 今年以来白酒产品提价梳理表	18

1. 内外同步改善，汾酒迎 2013 年以来最佳时期

1.1. 省内经济好转，大本营市场消费有望持续回升

GDP 增速高于上年及上年同期，多维数据显示山西省经济呈现继续向好发展态势，大本营市场消费有望持续回升。

山西省是重要资源大省，山西经济过去主要依赖煤炭等资源型产业拉动，在受到宏观经济增长放缓、行业产能过剩等多重影响之下，过去几年山西省经济表现持续低迷，2014-2015 年山西 GDP 增速均居全国倒数，地方财政收入方面，2015 年山西省财政收入同比下滑 9.80%，增速居全国倒数第二位。

表 1：山西省 GDP 和财政收入增长情况

	2014 年	2015 年 1-6 月	2015 年 1-9 月	2015 年 1-12 月	2016 年 1-6 月	1-9 月	1-11 月
GDP 增速	4.90%	2.70%	2.80%	3.10%	3.40%	4.0%	
财政收入增速	7.0%	-7.8%	-13.0%	-9.8%	-7.4%	-7.6%	-5%
规模以上工业增加值	3.00%	-3.90%	-3.30%	-2.80%	-2.00%	-0.10%	0.70%

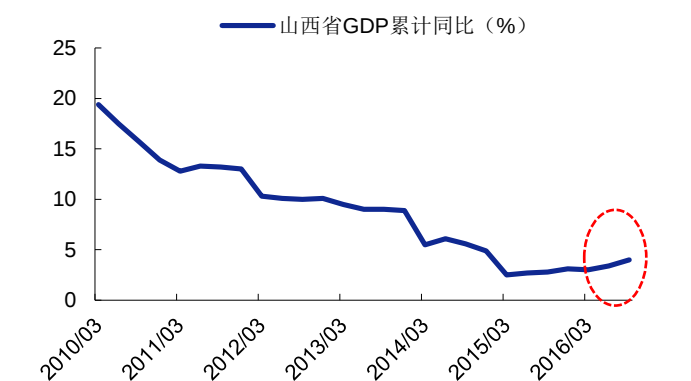
资料来源：wind、统计局、安信证券研究中心

另一方面，2014 年开始山西政坛持续地震，山西政坛生态重塑过程较长，也影响了经济发展的稳定。2016 年 6 月，山西省委书记再次调整，新任省委书记骆惠宁强调加快山西省经济转型升级，省内政治已趋稳定，发展经济成为核心关切。

2015 年下半年以来，GDP 增速基本触底回升，规模以上工业增加值降幅收窄，截至 11 月累计增幅已经由负转正。今年前三季度山西省 GDP 增速为 4.0%，高于上年同期和上年全年。

从重点煤炭产业来看，今年以来，煤炭价格持续上行，以动力煤为例，数据显示秦皇岛山西产动力煤价格已从年初的 300 多元/吨上涨至目前的 600 多元/吨水平，有效带动了整体经济。分行业来看，山西省煤焦冶电四大行业税收收入全面增收，推动了税收收入累计降幅不断收窄。统计局数据显示，1-11 月份，山西煤焦冶电四大行业分别完成 250.8 亿元、7.4 亿元、24.7 亿元、39.8 亿元，合计完成税收收入 322.7 亿元，占税收收入的 33.8%。其中，煤炭、电力 11 月底扭负为正，分别增长 5.1%和 0.4%，结束了今年以来累计增幅连续负增长的局面。

图 1：2016 前三季度山西省 GDP 同比增长 4%，有所好转



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2：山西产动力煤市场价上涨至 600 元/吨

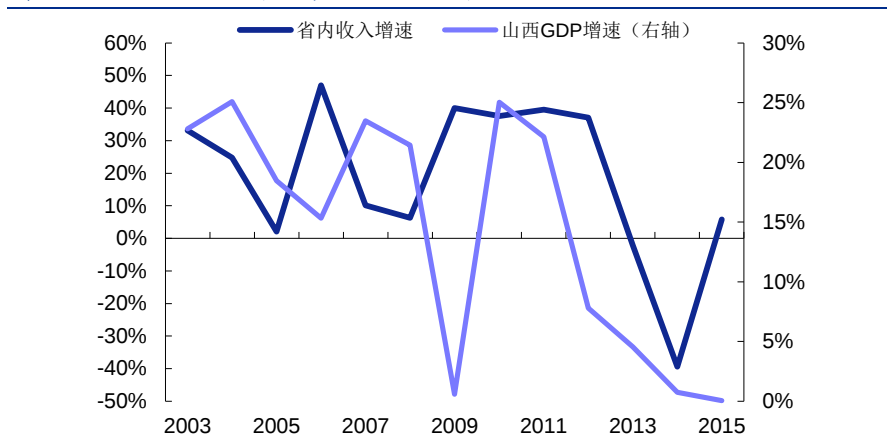


资料来源：Wind、安信证券研究中心

我们通过统计 2003 年以来山西省 GDP 增速、固定资产投资增速、煤炭行业收入增速与公司省内收入增速的数据，发现公司省内市场收入表现与省内 GDP 增速等指标具有一定相关性。当前山西省经济形势逐步转好，全省 GDP 增速触底回升，煤炭价格带动煤炭相关产业复苏，

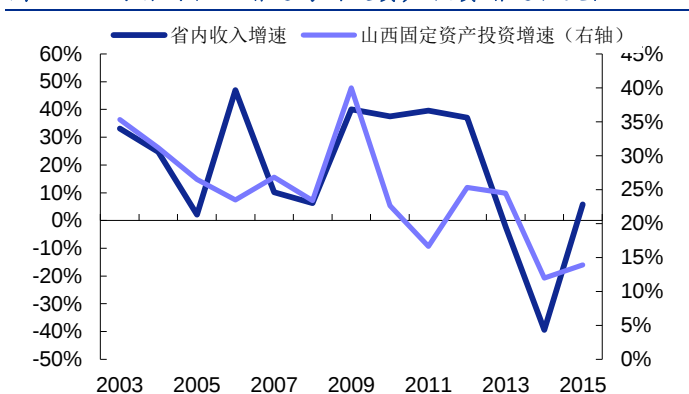
省内大本营市场白酒消费有望直接受益。

图 3：公司省内收入增速与山西 GDP 增速的相关性



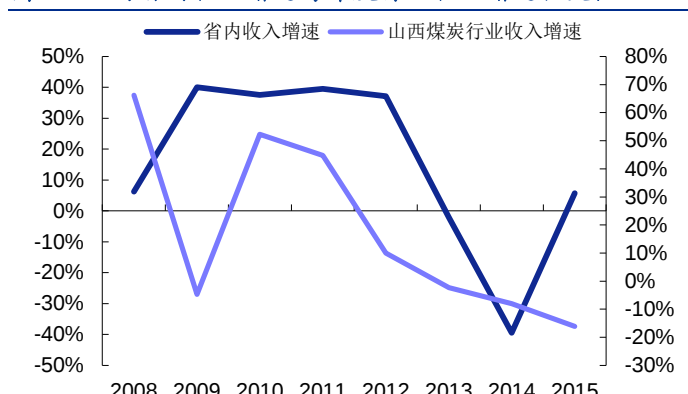
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：公司省内收入增速与固定资产投资增速相关性



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 5：公司省内收入增速与煤炭行业收入增速相关性



资料来源：Wind、安信证券研究中心

1.2. 高端白酒趋势明确向好，次高端迎 2013 年以来最佳时间窗口

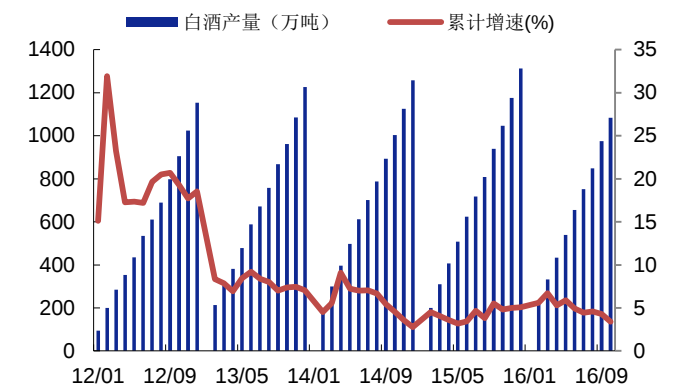
1.2.1. 白酒复苏态势良好，进入新周期

白酒行业整体产量增速趋缓，但收入增速触底反弹，以优势白酒企业群体为样本，板块复苏趋势基本确立。

国家统计局数据显示，2016 年 1-10 月，白酒行业累计产量 1084 万吨，同比增长 3.4%，增速继续趋缓。白酒行业收入增速于 2014 年触底，2015 年以来整体趋于回升。

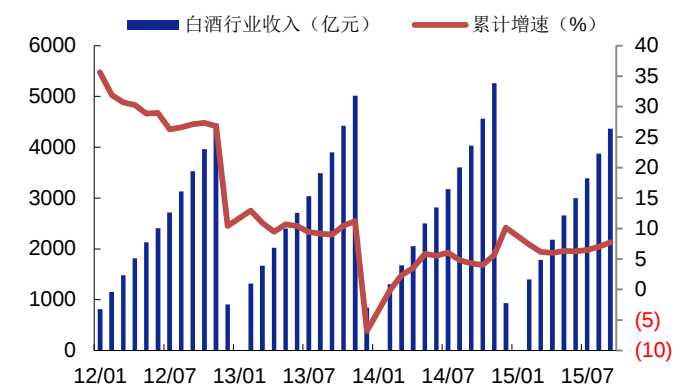
从白酒板块（以白酒上市公司样本）的业绩表现来看，白酒行业已确定复苏进入新的增长周期。2016 年前 3 季度，白酒板块收入、利润同比增速分别为 12.7% 和 10.9%，增速在所有食品饮料子行业中也排名靠前，收入增速较上半年继续提升，在所有子行业中趋势最好。

图 6：白酒行业产量及增速



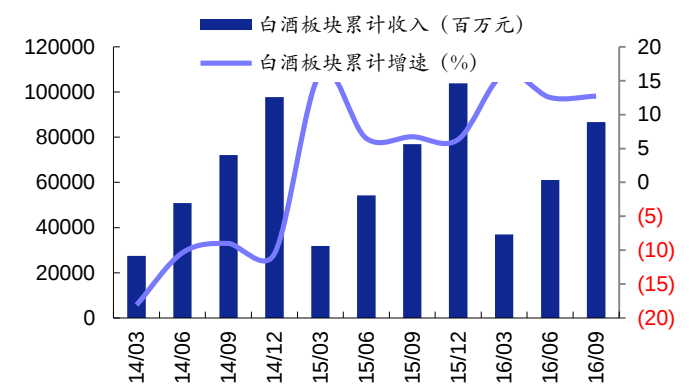
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：白酒行业主营业务收入及增速



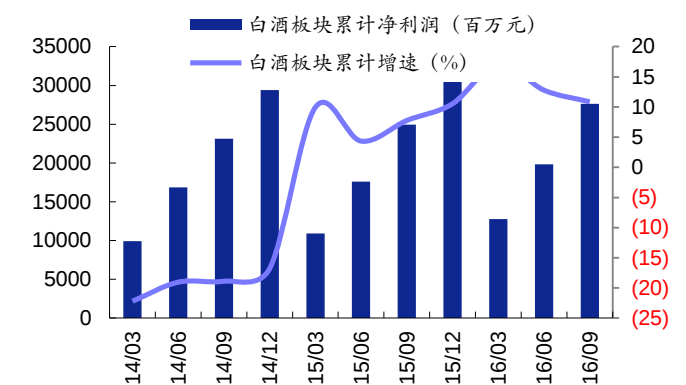
资料来源：Wind、安信证券研究中心 注：统计局统计的白酒制造行业 2015 年前 10 月收入同比增长 7.8%，此后数据尚未更新。

图 8：白酒板块累计收入规模及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 9：白酒板块累计净利润规模及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

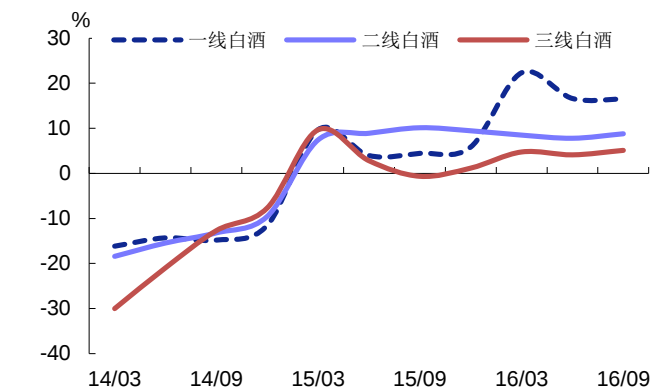
一线白酒今年以来景气度不断提升，业绩趋势继续向好。今年以来一线白酒在整体供需偏紧以及大众消费升级的带动下，呈现出景气度不断提升的发展态势。根据公司公告，贵州茅台、五粮液、泸州老窖前三季度收入增速分别为 16.0%、17.0%和 17.3%，净利润增速分别为 9.1%、10.8%和 13.9%，业绩基本保持不错的增长。一线白酒量价表现良好，渠道价格走势反映中高端白酒景气度提升现状，今年以来茅台酒厂供给相对有限，但下游需求持续强劲，一批价稳步上行，从年初 840 元上升至目前的 1100 元左右；五粮液在出厂价连续提升至 739 元之后，一批价目前也上行至 700 元以上，经销商已完成全年打款任务；国窖 1573 前三季度动销持续优异，中秋节完成全年销售任务后开始控货挺价，目前一批价也提升至 630 元左右，后续品牌价值仍有望继续回归。

二线白酒龙头收入增长也表现出很强的稳健性。二线白酒龙头总体表现良好，根据公司公告，洋河股份、古井贡酒和山西汾酒 16Q1-Q3 收入增速分别为 7.4%、12.2%和 10.6%，净利润增速分别为 8.5%、16.4%和 23.5%。二线龙头在继续稳定省内大本营市场份额的同时，逐步加快省外扩张，开始践行扩张战略。古井收购黄鹤楼酒业整合速度快，据酒业媒体报道，黄鹤楼酒业 1-9 月收入翻番，古井优秀的渠道能力嫁接后，有望实现黄鹤楼业绩较快提升，从而贡献公司的收入和业绩弹性。

三线白酒仍有分化，水井坊和沱牌舍得基本面相对较好，能够实现持续增长。三线白酒逐步呈现分化趋势，根据公司公告，水井坊、沱牌舍得基本面表现居前，16Q1-Q3 收入增速分别为 28.4%和 34.7%，净利润增速高达 110.6%和 1287.1%（15 年同期基数较低），业绩增速位居行业前两位（剔除 ST 皇台）。水井坊核心单品持续放量，核心市场不断开拓。沱牌舍得

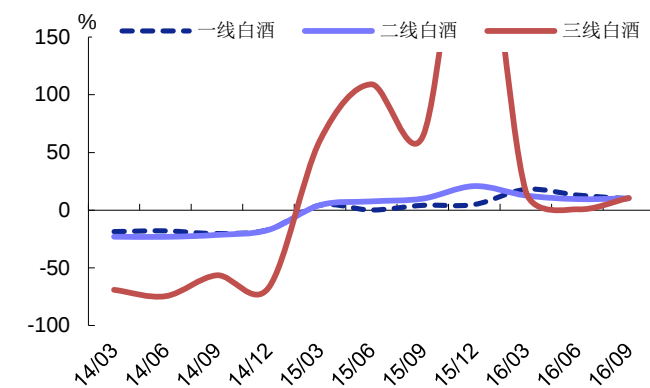
营销调整效果显现，后续改制深化释放红利值得高度重视。与此同时，金种子酒、青青稞酒等三线区域白酒公司业绩大幅下滑，酒鬼酒前三季度业绩增速有所恢复，但预计短期仍处经营调整期。

图 10：一线白酒前三季度收入增速为 16.5%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 11：白酒板块利润增速普遍回升，个别三线白酒仍处调整



资料来源：Wind、安信证券研究中心

二三线酒企跟随提价，反映行业生态继续转好。年初以来，一线白酒在整体高端酒供需偏紧的局面下，整体量价表现良好。今年以来茅台酒厂供给相对有限，但下游需求持续强劲，一批价从年初 840 元开始稳步上行，目前稳定在 1100 元以上。五粮液在出厂价连续提升至 739 元之后，一批价目前也稳定在 700 元以上（1218 大会以后已经渐渐站稳 730）。国窖 1573 全年动销持续优异，近期继续控货挺价，连续提升计划外价格，目前一批价也稳定在 630 元以上。明年高端酒价格有望保持稳中有升态势。

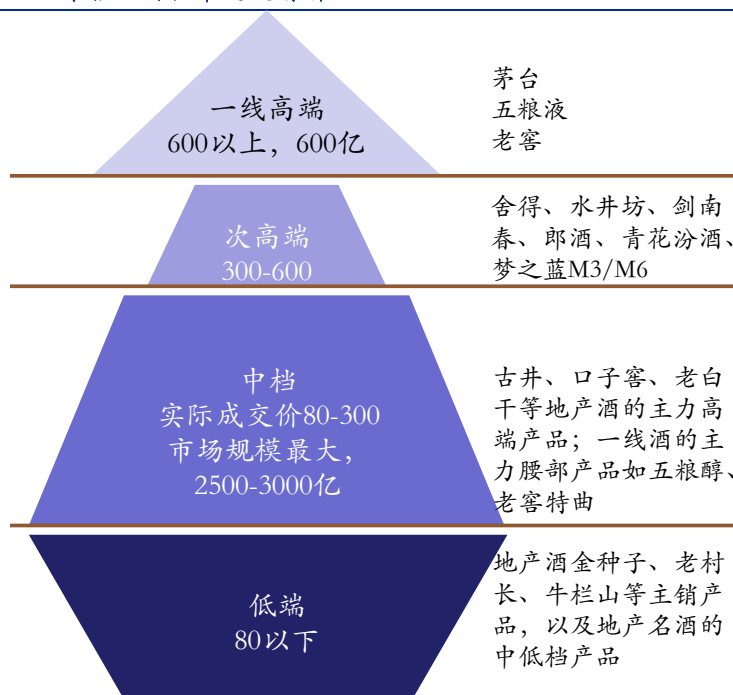
对于二三线酒企而言，上半年经济温和通胀，白酒行业在高端酒复苏增长的带动下，生态逐步好转，高端酒提价也打开了二三线白酒品牌的调价空间。年初以来，洋河海之蓝、天之蓝每瓶分别提价 2 元和 4 元，汾酒青花 20 年也低调提价 20 元/瓶。此后，徽酒古井贡酒年份原浆、口子窖 6 年核心单品以及宣酒都进行提价。11 月，水井坊旗下臻酿 8 号、井台装系列提价 10 元/瓶，老窖特曲涨价约 25 元/瓶。二三线优势酒企跟随提价，有利于更好地梳理渠道价格体系，促进经销商合理利润回归，后续产品提价对业绩的正面影响将逐渐显现。

1.2.2. 白酒价格带更趋清晰

本轮“三公反腐”引发的高端、次高端价格泡沫挤出之后，白酒核心价格带更加清晰，反映了白酒消费结构特征。一线高端品牌高度集中，高端的量占比不高（约 4.5-5 万吨，行业占比 0.35%-0.4%左右），收入占比要高（10%-12%之间）。次高端主要为老八大名白酒品牌及其创新子品牌，全国化影响力的次高端品牌数量不多，相对也比较集中，市场规模小于高端。中档是大众消费主流，是地产酒主销价格带，规模最大，预计高达 2500-3000 亿，行业占比 45%-54%之间，在地域文化认同的基础上，地产酒在这一价格带具有极强竞争力。

白酒上市公司数量众多，分布各个价格带，从上市公司样本基本可以看出白酒核心几个价格带的表现。一线高端恢复态势最好，次高端弹性较大，中档地产酒品牌较稳。

图 12：三个核心价格带越发清晰



资料来源：公司公告、安信证券研究中心整理

1.2.3. 次高端扩张核心逻辑

2016 年次高端白酒之所以拥有更好增长表现，我们认为主要有几个方面内在因素，2017 年这些内在因素仍将发挥作用。

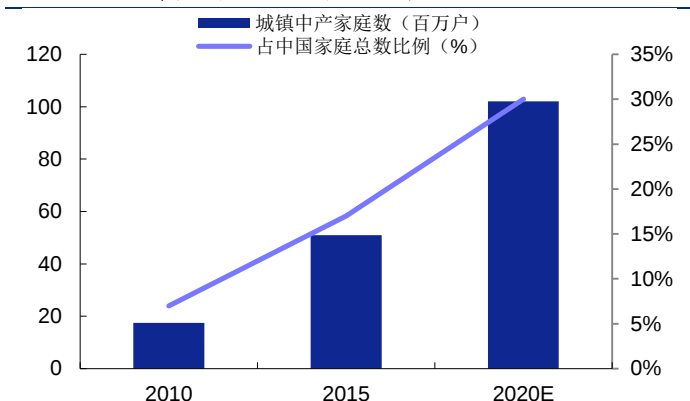
高端酒价格继续上涨背景下，次高端品牌凸显性价比。次高端主要是脱离一线高端阵营的名酒厂，如剑南春、郎酒、汾酒，还有名酒厂出击高端的子品牌如水井坊、品味舍得、梦之蓝等，自带名酒基因，同一线高端茅台五粮液 700 以上价位相比，具有更好性价比，一线高端价格越坚挺，次高端性价比越突出。

消费升级带动部分大众及商务消费进入次高端价格带，地产白酒短期无法满足。居民白酒消费升级趋势仍在持续，大众日常聚饮以及商务餐饮场景下的白酒消费水平正逐步提升，一部分大众和商务白酒消费将从原先中低端区域进入到次高端区域。地产酒主力价格带在 50-300 元，其中 80-200 元（如安徽市场的年份原浆献礼版（85 元）和 5 年（139 元））的消费区间是中档主流，向上升级始终存在，而且较容易向 200-300 区间升级（古井 8 年（249 元）、洋河天之蓝（289 元）），为次高端培育消费者。

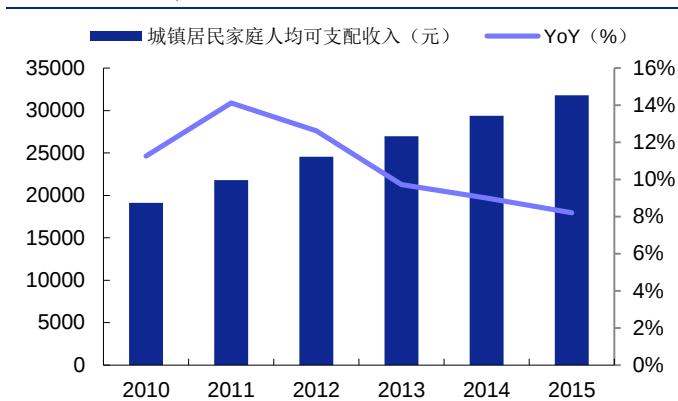
次高端整体基数较小，在 2013-2014 年大幅调整情况下，低基数下的增长会有更好表现，水井坊已经是现实案例。

1.2.4. 次高端价格带将保持较快增长，未来五年扩容可观

中产阶级群体稳步扩大，消费升级将持续加速。根据波士顿咨询报告预测，未来 5 年国内消费增长将主要由快速扩大的上层中产阶层（家庭可支配月收入为 12500-24000 元）和富裕阶层（家庭可支配月收入在 24000 元以上）所拉动。到 2020 年，上层中产及富裕家庭数量将翻一番，达到 1 亿户，占中国家庭总数的比例也将从现在的 17% 提高到 30% 左右。中产阶层群体的稳步扩大，家庭人均可支配收入预计也将继续保持增长，消费升级趋势将持续加速。

图 13：城镇中产阶层家庭群体不断扩大


资料来源：BCG、安信证券研究中心

图 14：2015 年家庭人均可支配收入增长 8.2%


资料来源：Wind、安信证券研究中心

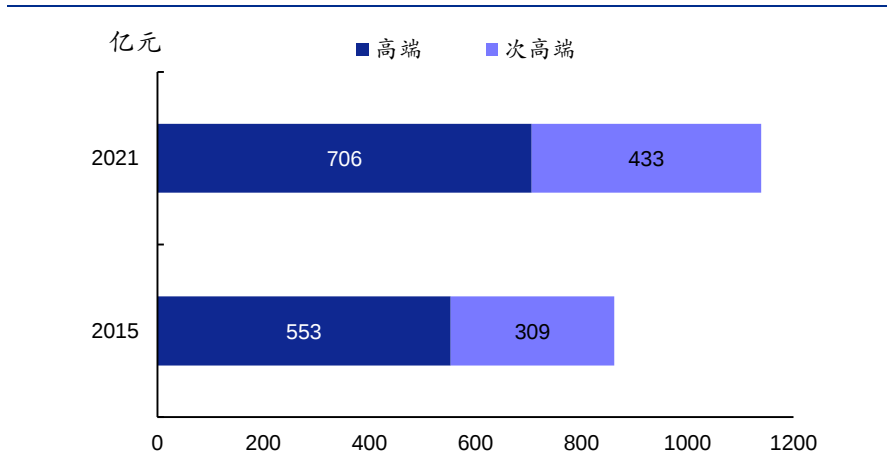
我们研究认为，高端白酒价格（一批价/实际成交价）加速上涨阶段，是次高端扩容放量的最好时间窗口。2016 年三大高端白酒茅五泸集体实质性成交价（一批价）提升，使得次高端有望迎来类似 2010-2012 年的高景气阶段。

表 2：2010-2012 年，山西汾酒等次高端白酒企业收入及利润增速情况

公司	营业收入增速 (%)			净利润增速 (%)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
山西汾酒	40.7	48.8	44.4	39.3	57.8	70.0
水井坊(整体)	8.6	-18.5	10.4	-26.6	36.1	5.4
水井坊(酒类)	0.6	22.1	16.5	-	-	-
酒鬼酒	53.6	71.6	71.8	35.8	142.5	157.2
沱牌舍得	23.7	41.9	54.4	42.2	155.2	89.5

资料来源：Wind、安信证券研究中心 注：水井坊 2010 年开始剥离全兴大曲。

根据水井坊公司报告行业分析数据显示，保守估计国内次高端白酒市场规模将从 2015 年的 309 亿增长到 2021 年的 433 亿元，整个高端和次高端白酒规模未来 5 年内将有接近 300 亿元的市场扩容。

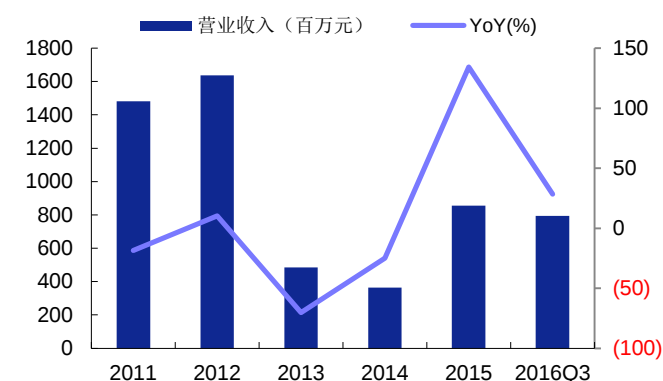
图 15：2015-2021 年国内高端白酒市场规模预测


资料来源：水井坊公司分析报告、安信证券研究中心

1.2.5. 水井坊：次高端产品线清晰，本轮复苏周期率先受益

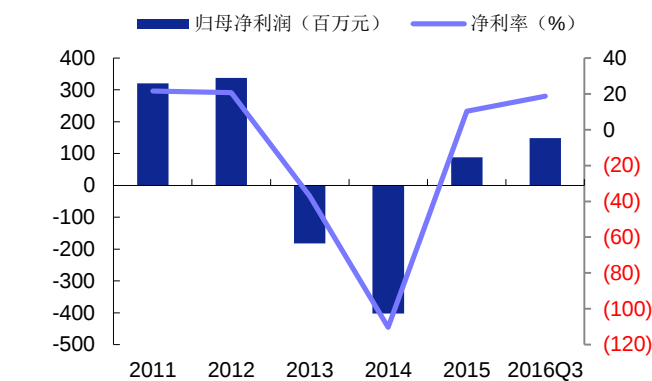
以水井坊为例，公司 2013-14 年进入深度调整期，产品调整一开始以推出偏中低档的天号陈为主要举措，不成功，推出定位次高端的臻酿 8 号才成功，同时井台装价格也做了大幅调整，井台装、臻酿 8 号核心单品均处于 300-500 元次高端核心价格带。受益于白酒消费升级和次高端品牌性价比大幅凸显，公司核心单品持续放量，实现业绩快速增长。前三季度实现营业收入 7.95 亿元，同比增长 28.4%，净利润 1.49 亿元，增长达 110.6%。净利率水平快速恢复，前三季度已提升至 18.77%，逐步接近 2012 年高峰水平。从市场区域看，根据公司公告等数据，公司目前在全国 25 个省份均有团队进行市场运作，其中 23 个省份前三季度收入增长超 20%，12 个省份市场收入增长超 50%。

图 16：水井坊收入实现较快增长



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 17：水井坊净利率快速恢复，接近 2012 年水平



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

与水井坊产品线对比，公司中高端产品线也较为齐全，价格定位较为清晰。公司青花系列中的青花 30、青花 20 价格定位也在 300-500 元次高端价格带，老白汾系列中的金奖陈酿 20 年单品终端价格在 250-280 元左右。

图 18：水井坊与汾酒中高端产品线对比



资料来源：公司网站、京东网、安信证券研究中心

2. 清香型白酒龙头，不会缺席白酒复苏新周期

2.1. 清香型白酒龙头

山西汾酒是中国传统的历史名酒，清香型白酒的典型代表。汾酒获 1915 年巴拿马万国博览会甲等金质大奖章，在五届全国酒评会上均被评为国家名酒，仅茅台、泸州老窖和汾酒连续获得五届名酒称号。

目前公司主营汾酒、竹叶青酒及其系列酒的生产销售，主导产品包括青花瓷系列、老白汾系列、普通汾酒系列以及竹叶青系列。汾酒是清香型白酒的典型代表，酒体晶莹饱满、清香纯正，素以入口绵、落口甜、饮后余香、风味独特而著称。

表 3：清香型与浓香型、酱香型等工艺对比

白酒香型	清香型	酱香型	浓香型
典型代表	汾酒、宝丰、红星、牛栏山、黄鹤楼	茅台、郎酒、武陵	五粮液、泸州老窖、洋河、剑南春、水井坊、沱牌舍得
口感	酒色清亮透明，口味特别净，清香纯正，后味很甜	酒色微黄而透明，酱香、焦香、糊香配合协调，口味细腻、优雅，空杯留香持久	窖香浓郁，口味丰满，入口绵甜干净，纯正
酿造工艺	高粱为主，大麦（青稞）豌豆为曲料，经一个月发酵、蒸馏而成	二种原料（高粮、小麦）。分八次生产，每次历时一个月；总耗时一年	五种原料（高粱、小麦、稗子、玉米、谷子）经一个月发酵蒸馏而成
发酵场所	固态地缸分离发酵	石壁泥底窖池	肥泥窖，强调百年老窖
出酒率	45%	43%，高端酒出酒率更低	25%，品质好的原酒在 10% 左右
贮存时间	1 年	3 年以上	1 年

资料来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

表 4：汾酒连续五届被评为名酒

时间	评选届次	获奖名单
1952 年	第一届	茅台酒、汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
1963 年	第二届	茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979 年	第三届	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984 年	第四届	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989 年	第五届	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

2.2. 历史发展概况

上世纪 90 年代初曾经的汾老大，随后行业地位有所下滑。90 年代初期，汾酒曾经是全国收入规模最大的白酒企业。1994 年公司成为白酒行业首家上市公司。但随后公司提出名酒变民酒战略，行业地位逐步下滑，被五粮液等浓香型名酒快速赶超。1998 年春节爆发山西朔州假酒案，虽然与汾酒无关，但也受到严重波及，当年收入下滑 45% 至仅 2.5 亿元，净利润大幅下滑 92%。随后几年，公司业绩逐步恢复，但与一线名酒的规模差距被逐步拉大。

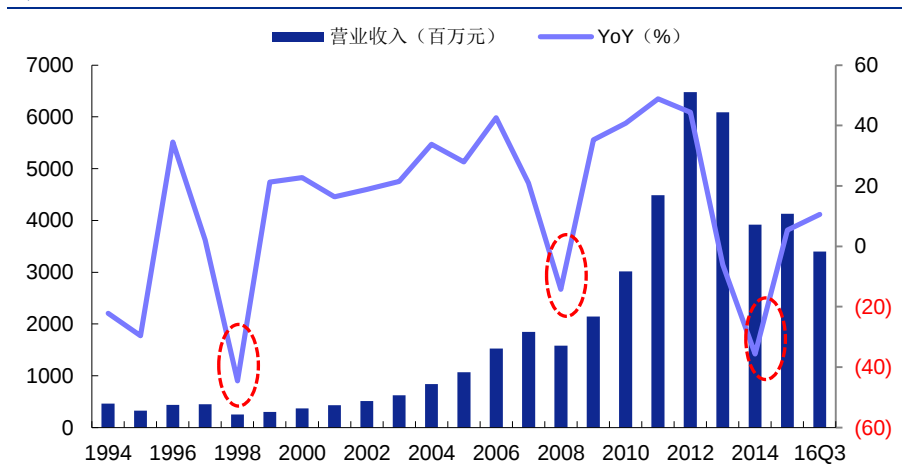
2003 年起，白酒行业产量逐步扩大，行业景气度不断提升，公司也进入快速增长阶段。公司通过加强市场开发和品牌宣传，运作推出高端国藏和青花瓷系列产品，同时积极开发经销商品牌，扩大销售规模。2003-2007 年，公司收入从 6.3 亿元增长至 18.5 亿元，复合增速达 31%；净利润从 4219 万元增长至 3.6 亿元，复合增速高达 71%。

2008 年公司自身营销改革带来业绩下滑，2012 年收入达历史高峰水平。2008 年公司进行大力度营销改革，包括清理开发品牌，收回所有开发品牌的包装权等举措，当年业绩出现下滑。但短期内部调整之后，公司业绩再次呈现快速增长态势，2012 年收入达 64.8 亿元，净

利润达 13.3 亿元，均处于历史高峰水平。

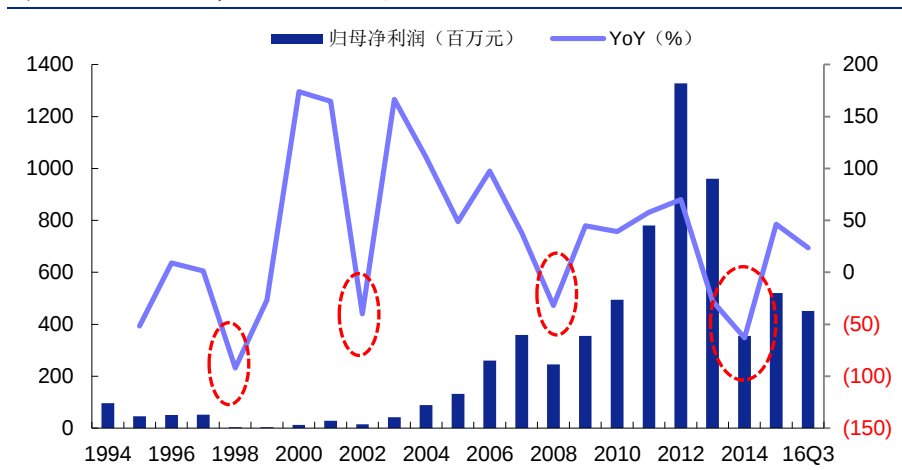
2013 年起受行业影响进入调整期，2015 年开始业绩逐步回升。2013 年以来，白酒行业受打击三公消费等影响进入调整期，高端白酒需求快速下滑，价格去泡沫。公司受整体行业调整以及省内经济持续低迷等影响，业绩也受到较大压力，2014 年收入下降 36% 至 39 亿元，净利润下降 63% 至 3.6 亿元。从 2015 年起，在行业逐步弱复苏的背景下，公司积极开展渠道去库存以及销售改革等工作，业绩逐步恢复。2016 年 1-9 月，公司实现营业收入 34 亿元，净利润 4.5 亿元，同比增长 10.6% 和 23.5%，业绩继续稳步回升。

图 19：公司历史收入规模及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 20：公司历史净利润规模及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.3. 产品结构以中高端为主，次高端青花系列识别度高

公司产品系列主要分为汾酒和配制酒两块，其中汾酒收入占比高达 96%，配制酒业务以竹叶青保健酒产品为主，公告数据显示 2015 年收入规模 1.6 亿元。

汾酒产品线中，高端为国藏汾酒，次高端为青花系列，中端以老白汾系列为主，低端以玻汾系列为主。次高端青花系列一直是公司持续打造的核心产品，全国化品牌基础较好，品牌识别度高。

产品结构上，青花瓷和老白汾等中高端产品收入占比较高，预计在 70% 左右。产品增速上，青花系列目前仍处恢复性增长，明年有望增速回升开始发力。老白汾系列中的金奖陈酿 20 年单品省内增长较快，对中端酒收入增长贡献较大。低端玻汾在省内及周边河南等市场快速

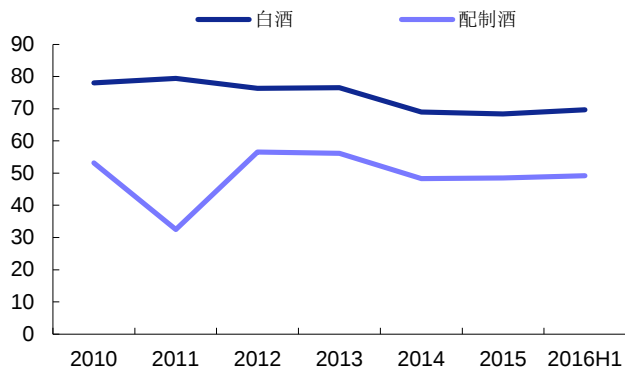
放量，收入增长较快。

表 5：公司核心产品线

产品定位	系列名称	主要品牌	规格	终端价（元）
高端	国藏汾酒	53 度国藏	53° 500ml	-
次高端	青花瓷	青花瓷 30 年	53° 500ml	458
		青花瓷 20 年	53° 500ml	318
		金奖陈酿 20 年	53° 475ml	268
中端	老白汾	老白汾 20 年	52° 475ml	269
		老白汾 15 年	53° 475ml	145
		老白汾 10 年	53° 475ml	109
低端	玻汾	黄盖玻汾	53° 475ml	35
		红盖玻汾	42° 475ml	35
		竹叶青 10 年精酿	42° 500ml	168
配制酒	竹叶青	金象竹叶青	38° 500ml	78
		牧童竹叶青	45° 475ml	49
		玻璃竹叶青	45° 500ml	30

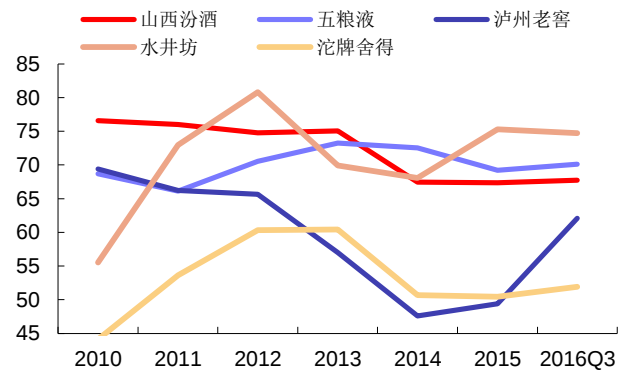
资料来源：公司官网、京东网、安信证券研究中心

图 21：公司白酒和配制酒业务毛利率情况（%）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 22：公司毛利率与可比公司对比（%）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.4. 公司省内地位稳固，省外市场已多点开花

在调整期内，公司采取“一去一降三调”即去库存、降成本、调产品结构、调经销商队伍、调营销模式等重要举措。今年初公司新任总经理常建伟上任，在市场开拓、营销改革等方面均进行主动调整，实现业绩逐步改善。

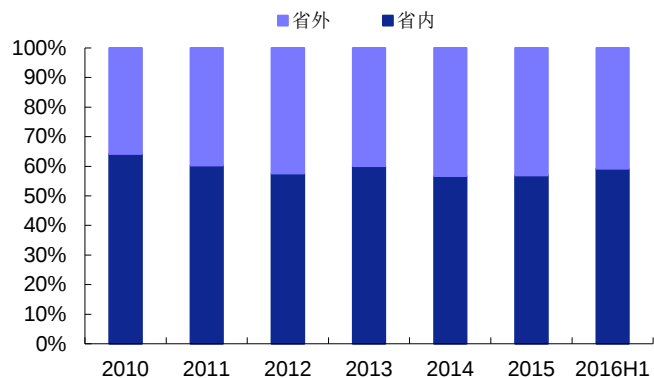
2.4.1. 省内市场基础继续夯实，省外聚焦环山西优势市场

公司在省内消费基础十分稳固，品牌认知度高，省内缺乏强劲的对手，因此过去省内市场表现一直比较稳定，收入占比在 60% 左右，2013 年起受行业调整及省内经济低迷双重影响，收入下滑较快，2014 年省内市场收入 22 亿元，同比下降 39.4%。此后，公司在省内市场积极开展渠道下沉和终端建设，推行省内百县千镇计划，扩大省内市场覆盖率，低端玻汾酒实现良好增长表现。此外，公司在实行产品区隔和加强市场管理后串货情况得到较好控制，省内老白汾系列中的金奖陈酿 20 年单品增长较好。2015 年及 2016 年上半年，省内市场收入分别同比增长 5.8% 和 8.3%，呈现增速回升态势，省内市场基础继续得到夯实。

公司省外市场目前分成五大事业部和三个大区，过去依靠团购渠道实现青花系列省外市场的较快发展，但调整期省外模式单一的缺陷暴露，产品销量大幅下滑，省外增速也快速回落。

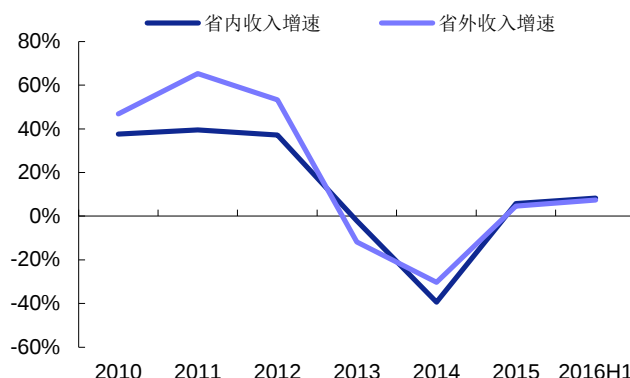
当前公司开始逐步聚焦环山西优势市场，凭借品牌认知度和渠道建设推动，在环山西周边积极打造样板市场，以点带面逐步拓展。今年以来，周边河南、内蒙古等省份市场均实现较快增长。

图 23：公司目前省内收入占比约 60%



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 24：今年以来，公司省内省外收入增速已逐步回升



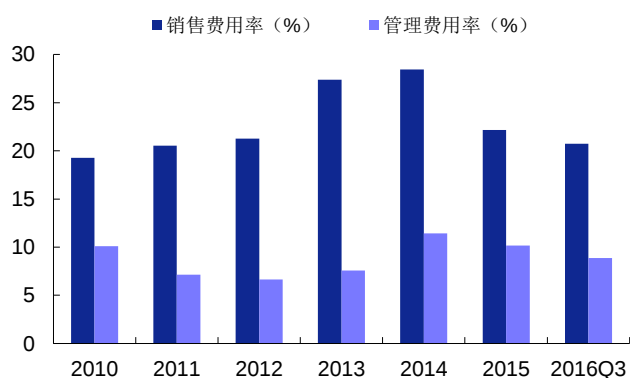
资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.4.1. 渠道管控有所改善，营销模式积极转型

实行产品区隔，加强串货管理和价格管控。过去公司由于省内外费用投入不一致，导致省外产品流入省内的串货现象较为普遍。公司逐步加强串货管理，对核心产品进行规格和价格上的区隔处理，省内加强市场管理，目前串货情况已有所改善。如去年起，省内主推 42 度玻汾、老白汾 10 年、金奖陈酿等产品，省外则主推高度数产品，形成产品区隔，有效防止省外回流。产品价格管控上，对老白汾、玻汾等产品逐步实行半控价或全控价模式，对青花 20 年实现全控价模式，加强渠道价格管控，保证经销商合理盈利空间。费用投入上，公司从今年起根据区域销售结构决定费用组合投入力度，重点聚焦青花、玻汾、老白汾三大核心单品，同时加强公司对费用的主动权，有效解决费用不落地等问题。

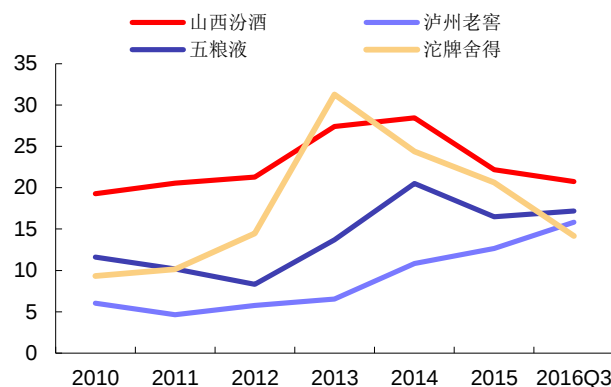
省内加快渠道下沉，省外积极引导经销商转型。渠道模式上，公司在省内加大晋北薄弱市场开发，渠道终端下沉到村镇市场。在省外则引导经销商结构转型，从团购渠道为主向以终端市场为主转型。

图 25：公司销售/管理费用率变动情况 (%)



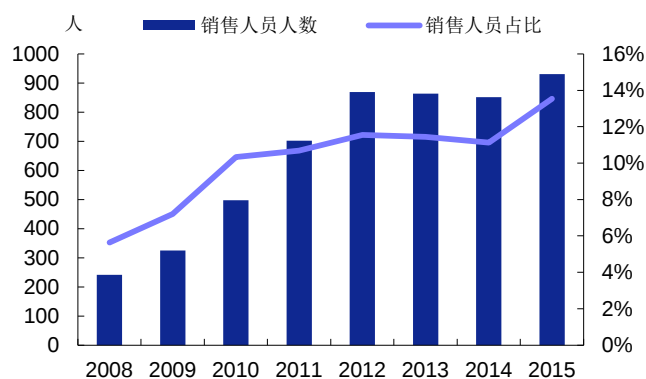
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 26：公司销售费用率与可比公司对比 (%)



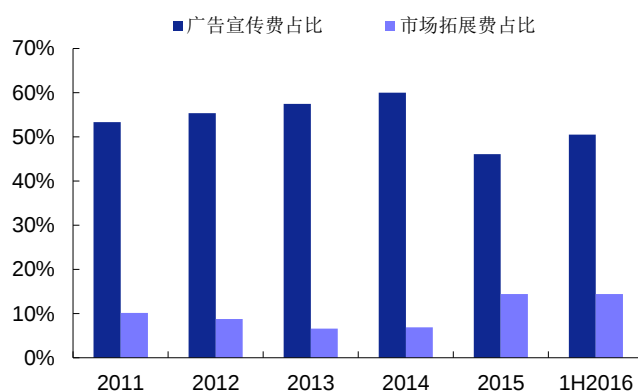
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 27：公司销售人员规模



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 28：公司广告宣传及市场拓展费用占比 (%)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3. 公司核心投资逻辑

3.1. 省内政治经济前景改善，白酒消费回升

山西政坛动荡最剧烈，但已翻来新篇章，民生和经济发展成为核心关切。

经济方面，多维数据已经显示 2015 年下半年以来山西省经济呈现向好发展态势。省内白酒消费大环境改善，龙头受益。

3.2. 清香品类龙头受益清香消费升级

白酒消费升级持续，香型区隔下，清香白酒同样存在消费升级。从全国市场来看，汾酒是清香消费升级的核心标的。

在清香品类当中，汾酒作为曾经的“汾老大”和前期持续全国化“中国酒魂”的品牌传播，占据了全国化清香消费升级的制高点。

从主要清香型白酒企业比较看，牛栏山低端产品销售区域较广，中高端产品主销以北京地区，老白干酒品牌高度不如汾酒，300 元以上产品主要为形象产品，销售区域较窄，清香消费升级，从全国范围看，汾酒次高端产品更为受益。

表 6：清香型白酒主要中高端产品比较

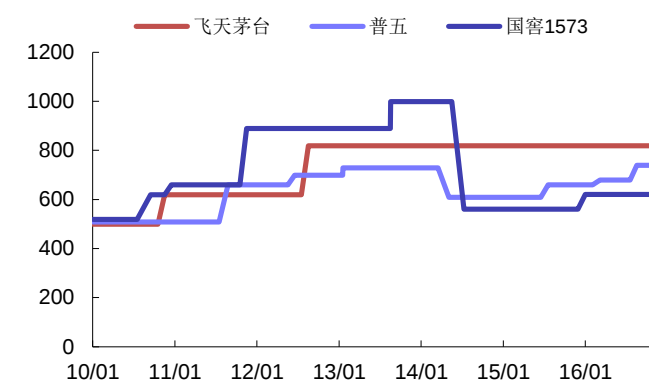
价格带	汾酒		老白干		牛栏山	
	品名	价格	品名	价格	品名	价格
500 元以上	-	-	老白干古法 20 年	500	牛栏山至尊经典装	558
300-500 元	青花 30	458	十八酒坊 15 年	478	牛栏山经典黄龙瓷	378
	青花 20	318	十八酒坊 12 年	360		
200-300 元	金奖陈酿 20	268	老白干古法 10 年	268	-	-
	老白汾 20 年	269				

资料来源：公司网站、京东网、安信证券研究中心

3.3. 高端价格整体上移，次高端压力纾解，性价比提升

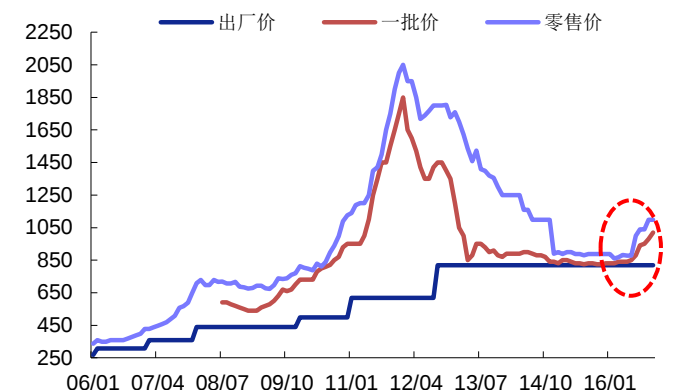
当前茅台批价站稳 1100 元/瓶，较年初增长了 260 元/瓶，增幅 30% 左右，而 260 元几乎就是部分次高端产品的出厂价（含市场支持费用）。因此全国化品牌较为集中的次高端性价比空前突出。。

图 29：五粮液出厂价年内提至 739 元



资料来源：公司公告、安信证券研究中心整理

图 30：今年以来，飞天茅台一批价与零售价持续走高



资料来源：公司公告、安信证券研究中心整理

3.4. 次高端产品放量的弹性贡献大

公司青花瓷系列产品是实质性的次高端定位，在省内及省外北方地区具有良好消费基础。其中青花 30 年为全国化产品，青花 20 年为省外产品，青花 15 年为省内补位产品。2015 年以来青花系列收入规模已逐步恢复增长，目前收入规模在 10 亿左右，高峰期收入规模接近 20 亿元。当前次高端青花系列渠道价格系列逐步梳理优化，在加强串货管理和费用管控下，渠道盈利空间继续改善，经销商尤其省外经销商积极性提升，渠道推力将带来次高端产品放量。以水井坊为例，次高端产品的渠道利润具备竞争优势，经销商积极性高，今年以来省外市场多点开花，实现放量增长。

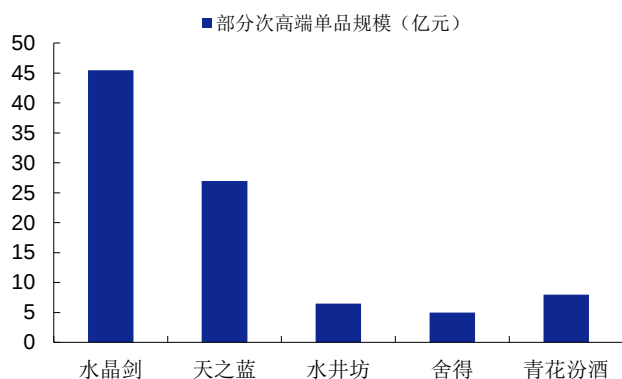
次高端青花单品具备全国化潜力，省外市场仍有较大开拓空间。目前次高端白酒当中已逐步形成全国化布局的品牌较少，主要以剑南春、洋河蓝色经典等为主。一些次高端品牌如青花瓷、水井坊、沱牌舍得等，逐步具备一定的全国性品牌基础。如青花汾酒在北方环山西市场有着良好市场基础，预计省内收入规模在 5 亿元以上。我们认为，未来通过加大营销投入塑造良好全国化品牌形象，逐步加强渠道建设和市场管理，次高端青花单品具备全国化布局潜力，公司整体省外市场开拓仍有较大成长空间。

表 7：目前次高端白酒主流品牌概况

价格带	品牌/公司	主力产品	目前规模体量	优势市场
次高端 (300-600 元)	剑南春	水晶剑南春	50 亿左右	全国性
	梦之蓝	梦之蓝 M3	接近 20 亿元	全国性
	天之蓝	天之蓝	接近 30 亿元	全国性
	郎酒	红花郎 15 年	15 亿左右	全国性
	水井坊	臻酿 8 号、井台装	7 亿左右	河南、江苏、湖南、四川、广东等地
	品味舍得	品味舍得	5-6 亿左右	华中、东北、山东等地
	青花瓷	青花瓷 20 年	8-10 亿左右	山西、河南、北京等北方市场

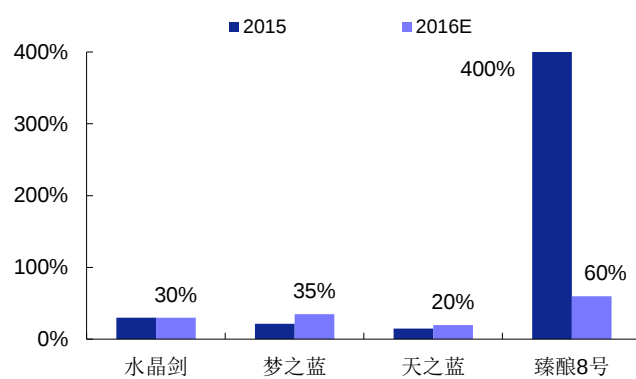
资料来源：糖酒快讯、公司公告、安信证券研究中心整理

图 31：部分次高端主流单品收入规模（2015 年）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心预测

图 32：部分次高端主流品牌预计今年实现收入较快增长



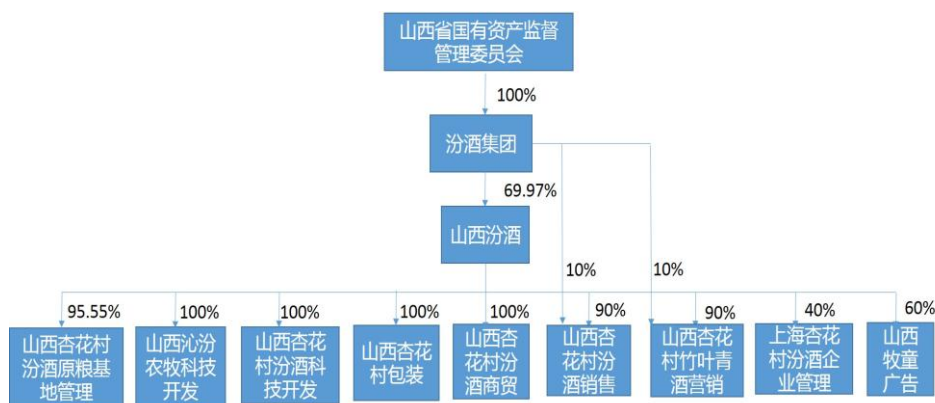
资料来源：公司公告、安信证券研究中心预测

3.5. 省政府关注，混改预期渐起

公司控股股东为汾酒集团，集团持有公司 69.97% 股权，汾酒集团由山西省国资委全资控股，因此公司实际控制人为山西省国资委。汾酒集团层面也涉足白酒业务，主要生产销售“杏花村”系列产品，定位偏低端。

公司旗下子公司包括汾酒销售公司等 8 家控股子公司，涉足白酒原料、研发、生产、包装及销售全产业链。其中公司持股份酒销售公司和竹叶青酒营销公司各 90% 股权，其余 10% 股权目前仍由集团公司持有。上海杏花村汾酒企业管理公司系此前 2014 年公司在上海成立销售子公司试点混改，公司持股 40%，其余股权由经销商、核心经营团队等持股。

图 33：公司股权结构图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

混改方面，公司前期在销售公司层面有一定探索。2014 年 9 月在上海成立汾酒销售公司试点混改，持股比例为 40%，引进经销商、核心经营团队等持股。2015 年 6 月，调整竹叶青保健酒贸易有限公司股权结构，竹叶青营销公司仅持股 10%，山西任泽药业持股 90%。

近期有微酒等酒业媒体报道省政府考察汾酒集团，拟将其作为省国企改革试点。汾酒集团董事长李秋喜在近期经销商大会上也提及，要借助山西成为国家级深化转型综改试验区的宝贵机遇，紧抓汾酒作为全省国企改革试点的契机，加快汾酒步伐，力争 2017 年实现汾酒集团销售目标 200 亿元。

我们认为，白酒企业推进国企改革将构成重大利好，白酒作为高毛利率品牌文化性产品，管理层动力对企业业绩增长和释放有重大影响。

表 8：部分白酒上市公司改制进展情况

公司	改制方案及情况	时间	改制后经营层面变化（或预期变化）
五粮液	通过实施定增方案实现员工及经销商持股	2015.10 公告定增预案 2016.12 定增获证监会审核通过	绑定员工及经销商利益，有助于释放经营活力
沱牌舍得	天洋集团受让射洪县政府持有的沱牌集团 70% 股权，并对沱牌集团增资扩股，从而实现对沱牌舍得的实际控制	2015.11 签署股权转让及增资扩股协议 2016.7 完成交割	推进营销改革和产品调整，营销方面强调市场化激励，强化费用管控，产品方面打造舍得大单品，中低端酒树立产品体系，推出沱牌曲酒新品系列
老白干酒	通过实施定增方案实现员工及经销商持股	2015 年已完成混改	-
山西汾酒	1. 此前在上海成立合资销售子公司开展混改试点 2. 媒体报道称山西省政府将开展汾酒集团混改试点工作	2014.9 设立上海销售公司进行混改探索 2015.6 调整竹叶青保健品贸易公司股权结构	销售公司层面经销商参与持股，经营积极性明显改善，有利于开拓省外薄弱市场
贵州茅台	茅台集团公司承诺 2017 年 12 月底前推进制定对公司管理层和核心技术团队的股权激励事宜	-	-

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.6. 近期重要新闻

3.6.1. 控货和提价

近期公司发文通知，低端玻汾四款主打产品上调销售价格，调整幅度为 1 元/瓶，高端青花 30 年系列产品暂停供货。低端玻汾小幅提价有利于避免产品价格透明化带来的渠道盈利下滑的问题，高端青花 30 作为公司品牌标杆产品，公司希望通过控货提价方式使其回归到应有的品牌价值上来。

表 9：今年以来白酒产品提价梳理表

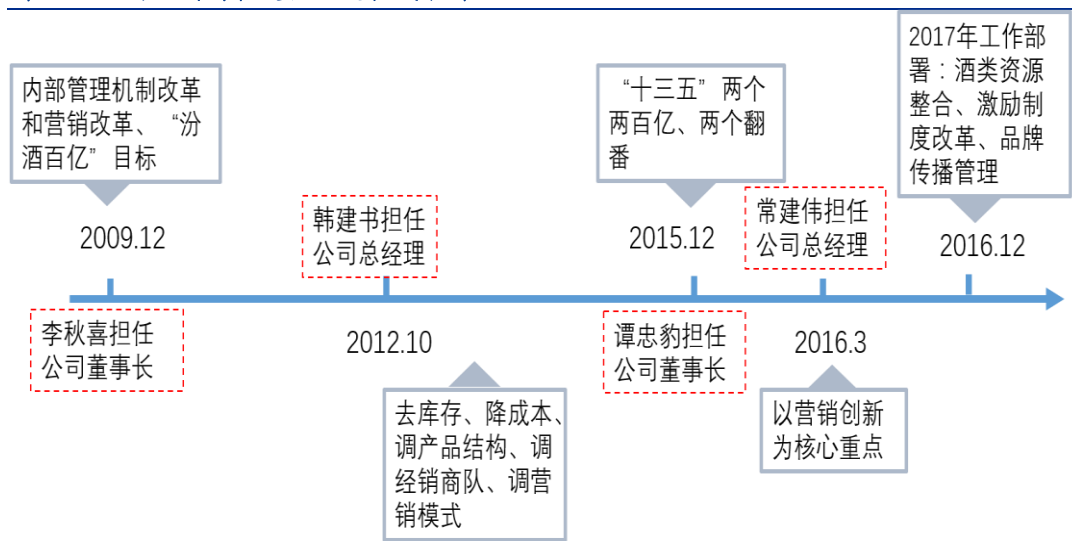
时间	产品	公司	提价
2016.1	红花郎	郎酒	提价 15%
2016.1	水晶剑南春	剑南春	提价 40 元/瓶
2016.2	海之蓝、天之蓝	洋河股份	分别提价 2 元、4 元/瓶
2016.3	青花 20 年	山西汾酒	开票价提升 20 元/瓶
2016.3	普五	五粮液	出厂价提至 679 元/瓶
2016.4	年份原浆	古井贡酒	上调年份原浆系列产品价格，终端实际成交价同比上调
2016.5	牛栏山陈酿	顺鑫农业	终端涨价 12 元/件
2016.5	宣酒系列	宣酒	出厂价和零售价提价 5 元/瓶，并要求终端最低零售价不得低于 70 元
2016.5	口子窖 6 年	口子窖	提价 10 元至 138 元/瓶
2016.8	普五	五粮液	出厂价提至 739 元/瓶
2016.9	国窖 1573	泸州老窖	计划外价格提至 660 元/瓶
2016.9	西风系列	陕西西风	国典西风涨幅约为 5%；旗帜西风约为 30%；七彩西风约为 10%；红西风和西风 6 年进行微调
2016.11	臻酿 8 号、井台装	水井坊	媒体报道，分别提价 10 元/瓶，鸿运系列和晶莹装系列也做相应调整
2016.11	泸州老窖特曲	泸州老窖	特曲老字号涨价 148 元/件，实施终端配额制
2016.12	玻瓶汾酒	山西汾酒	低端玻汾四款主打产品上调销售价格，调整幅度为 1 元/瓶；此外，高端青花 30 年系列产品暂停供货

资料来源：糖酒快讯、微酒等网站、安信证券研究中心

3.6.2. 2017 年集团目标 200 亿

2015 年底，谭忠豹接替李秋喜担任公司董事长，汾酒集团十三五规划提及“两个 200 亿，两个翻番”目标，即集团营业收入和资产规模分别超过 200 亿，白酒销售收入和利润翻番。2016 年 3 月，常建伟接替韩建书担任公司总经理，并以营销创新为核心重点开展工作。2016 年底，公司提出计划用两年左右的时间，使汾酒标杆产品“青花 30”的市场表现价格回归到品牌价值上来，并实施酒类资源整合、激励制度改革、品牌传播管理三大举措。根据 2016 年汾酒集团经销商大会公开报道，集团 2016 年销售收入预计将达 167 亿元，目标 2017 年销售收入实现 200 亿元，2020 年收入目标达 300 亿元。

图 34：公司主要高管更换及发展战略情况



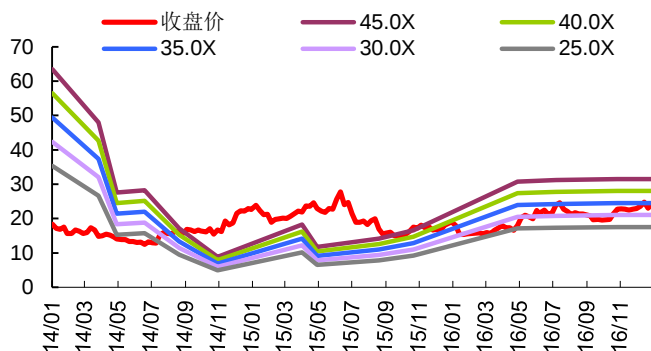
资料来源：公司公告、微酒网站、安信证券研究中心

4. 投资建议

我们预计公司 2016-2018 年分别实现营业收入为 45.5/56.9/70.9 亿元，分别同比增长 10.2%/25.1%/24.6%；实现归属母公司净利润 6.4/8.8/11.9 亿元，分别同比增长 23.1%/37.2%/34.8%，对应 EPS 分别为 0.74/1.02/1.37 元。

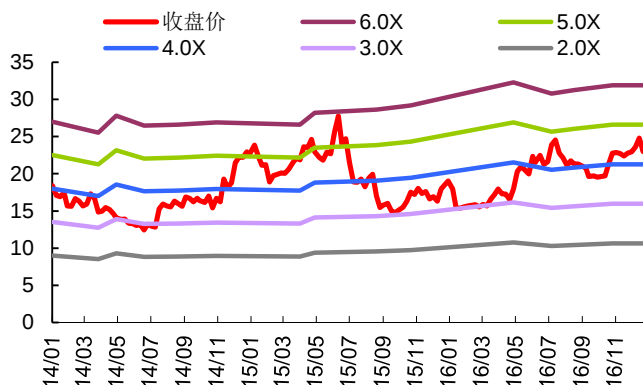
我们认为，公司业绩改善趋势逐步明确，看好未来次高端单品增速提升带来整体业绩弹性，省内煤炭经济回暖也将积极带动省内市场继续较快增长，此外公司国企改革推进可期。首次覆盖给予公司买入-A 投资评级，6 个月目标价 35.7 元，对应 2017 年 PE 为 35 倍左右。

图 35：公司 PE-Bands (TTM)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 36：公司 PB-Bands (TTM)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

5. 风险提示

次高端白酒恢复低于预期；国企改革进展低于预期等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,916.1	4,128.6	4,551.4	5,694.3	7,094.1	成长性					
减:营业成本	1,275.2	1,347.2	1,470.1	1,731.9	2,039.8	营业收入增长率	-35.7%	5.4%	10.2%	25.1%	24.6%
营业税费	587.6	682.3	725.2	900.9	1,141.7	营业利润增长率	-65.7%	51.7%	24.0%	32.7%	33.6%
销售费用	1,114.1	915.5	969.4	1,241.4	1,532.3	净利润增长率	-63.0%	46.3%	23.1%	37.2%	34.8%
管理费用	447.8	420.0	432.4	558.0	697.0	EBITDA 增长率	-62.6%	47.9%	19.3%	31.3%	32.1%
财务费用	-16.6	-13.1	-14.3	-16.5	-24.3	EBIT 增长率	-65.9%	54.2%	24.3%	33.0%	33.5%
资产减值损失	-1.0	4.9	10.0	7.4	8.7	NOPLAT 增长率	-62.7%	46.7%	20.3%	36.9%	35.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.3%	9.9%	-0.6%	25.9%	-3.3%
投资和汇兑收益	0.0	0.4	-1.0	-	-	净资产增长率	1.5%	14.2%	9.3%	13.0%	15.6%
营业利润	508.8	772.1	957.6	1,271.2	1,698.9	利润率					
加:营业外净收支	-31.5	-12.2	-6.4	-4.0	-4.8	毛利率	67.4%	67.4%	67.7%	69.6%	71.2%
利润总额	477.4	759.9	951.3	1,267.2	1,694.1	营业利润率	13.0%	18.7%	21.0%	22.3%	23.9%
减:所得税	119.5	218.0	294.9	367.5	474.3	净利润率	9.1%	12.6%	14.1%	15.4%	16.7%
净利润	355.8	520.6	641.0	879.2	1,185.0	EBITDA/营业收入	14.4%	20.2%	21.9%	23.0%	24.3%
						EBIT/营业收入	12.6%	18.4%	20.7%	22.0%	23.6%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	72	100	119	92	71
货币资金	756.5	1,046.1	1,472.8	1,274.1	2,278.0	流动营业资本周转天数	109	96	81	94	96
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	363	352	345	331	324
应收账款	12.3	28.2	22.4	40.9	38.0	应收帐款周转天数	1	2	2	2	2
应收票据	1,076.4	1,227.4	998.8	2,071.2	1,679.9	存货周转天数	173	166	149	140	132
预付帐款	61.6	37.3	113.1	53.3	131.5	总资产周转天数	533	545	536	481	442
存货	1,898.2	1,917.8	1,839.1	2,586.7	2,626.0	投资资本周转天数	260	271	257	231	203
其他流动资产	1.6	7.3	3.0	4.0	4.8	投资回报率					
可供出售金融资产	3.8	11.8	5.2	7.0	8.0	ROE	9.1%	11.8%	13.3%	16.1%	18.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.2%	8.1%	9.6%	10.7%	13.5%
长期股权投资	-	4.0	4.0	4.0	4.0	ROIC	13.7%	18.3%	20.0%	27.5%	29.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	769.6	1,523.6	1,476.8	1,430.0	1,383.3	销售费用率	28.5%	22.2%	21.3%	21.8%	21.6%
在建工程	758.2	490.8	490.8	490.8	490.8	管理费用率	11.4%	10.2%	9.5%	9.8%	9.8%
无形资产	234.7	229.3	223.9	218.4	213.0	财务费用率	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
其他非流动资产	213.2	183.1	200.7	198.7	193.8	三费/营业收入	39.5%	32.0%	30.5%	31.3%	31.1%
资产总额	5,786.1	6,706.6	6,850.6	8,379.0	9,050.9	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	32.0%	33.0%	28.3%	33.7%	29.1%
应付帐款	580.9	854.0	406.3	1,217.4	727.1	负债权益比	47.0%	49.2%	39.4%	50.9%	41.1%
应付票据	242.9	229.5	205.0	359.5	301.5	流动比率	2.06	1.93	2.30	2.13	2.57
其他流动负债	1,026.6	1,126.0	1,325.1	1,249.9	1,604.6	速动比率	1.03	1.06	1.35	1.22	1.57
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-29.66	-58.00	-65.92	-76.00	-68.97
其他非流动负债	-	1.9	0.6	0.9	1.1	分红指标					
负债总额	1,850.4	2,211.4	1,937.0	2,827.7	2,634.3	DPS(元)	-	0.32	0.22	0.30	0.41
少数股东权益	43.8	70.5	85.9	106.5	141.2	分红比率	0.0%	53.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	865.8	865.8	865.8	865.8	865.8	股息收益率	0.0%	1.3%	0.9%	1.2%	1.6%
留存收益	2,999.2	3,519.8	3,961.9	4,579.0	5,409.5						
股东权益	3,935.7	4,495.3	4,913.6	5,551.3	6,416.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	357.9	541.8	641.0	879.2	1,185.0	EPS(元)	0.41	0.60	0.74	1.02	1.37
加:折旧和摊销	72.0	75.4	52.2	52.2	52.2	BVPS(元)	4.49	5.11	5.58	6.29	7.25
资产减值准备	-1.0	4.9	-	-	-	PE(X)	60.9	41.6	33.8	24.6	18.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.6	4.9	4.5	4.0	3.5
财务费用	-	1.5	-14.3	-16.5	-24.3	P/FCF	273.4	94.8	32.8	510.4	16.4
投资损失	-0.0	-0.4	1.0	-	-	P/S	5.5	5.2	4.8	3.8	3.1
少数股东损益	2.1	21.2	15.4	20.6	34.7	EV/EBITDA	33.5	18.6	20.2	15.5	11.2
营运资金的变动	-195.5	-81.8	-50.5	-886.9	87.5	CAGR(%)	36.0%	31.1%	-12.7%	36.0%	31.1%
经营活动产生现金流量	416.3	427.8	644.8	48.5	1,335.1	PEG	1.7	1.3	-2.7	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	-297.8	-180.8	5.6	-1.7	-1.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-311.4	5.5	-223.7	-245.5	-330.2	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034