

2017年04月24日

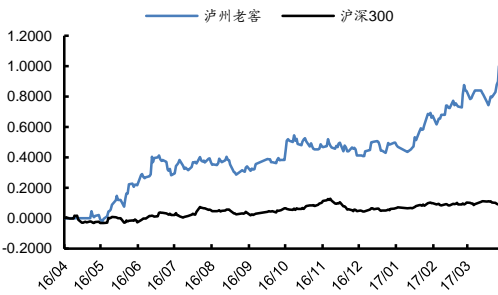
公司研究

评级：买入（维持）

研究所
证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：管嘉琪 S0350116070031
guanjq@ghzq.com.cn

公司改革迎来收获期，中高端白酒最具弹性标的 ——泸州老窖（000568）2016年年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|------|------|------|
| 泸州老窖 | 8.3 | 33.2 | 99.3 |
| 沪深300 | -0.7 | 3.0 | 9.2 |

市场数据

| 市场数据 | 2017-04-21 |
|------------|---------------|
| 当前价格（元） | 45.68 |
| 52周价格区间（元） | 22.13 - 47.18 |
| 总市值（百万） | 64054.89 |
| 流通市值（百万） | 64032.94 |
| 总股本（万股） | 140225.25 |
| 流通股（万股） | 140177.20 |
| 日均成交额（百万） | 335.65 |
| 近一月换手（%） | 16.03 |

相关报告

《泸州老窖（000568）事件点评：公司提高国窖1573建议零售价，继续看好2017年量价齐升可能》——2017-02-27

《泸州老窖（000568）事件点评：腰部产品基本面日益夯实，推行价格双轨制有助品牌塑造》——2017-01-05

《泸州老窖（000568）调研简报：公司改革红利不断释放，继续看好国窖1573量价齐升可能》——2016-12-23

《泸州老窖（000568）深度报告：管理层改革红利不断释放，中高端白酒最具弹性标的》——2016-11-28

事件：

4月18日晚，泸州老窖（000568）公布了2016年年报，2016年公司实现营业收入83.04亿元，同比增长20.34%；实现归属上市公司股东的净利润19.28亿元，同比增长30.89%；基本每股收益1.38元，同比减少30.95%。

单四季度，公司实现营业总收入24.23亿元，同比增长28.44%；实现归属于上市公司股东的净利润4.21亿元，同比增长184.42%。

公司经本次董事会审议通过的利润分配预案为：以1,402,252,476为基数，向全体股东每10股派发现金红利9.60元（含税），送红股0股（含税），不以公积金转增股本。

投资要点：

■ **业绩维持强劲增长趋势，中高端产品占比持续提升** 2016年，公司实现营业收入83.04亿，同比增长20.34%。分产品来看，高档酒（国窖1573）实现营业收入29.20亿，同比增长89.39%，我们预计报表销量约3400吨，终端实际销量约5000吨；中档酒（特曲、窖龄）实现营业收入27.91亿，同比增长72.35%。其中上/下半年分别增长17.80%/166.12%，环比加速改善迹象显著；低档酒（头曲、二曲）实现营业收入23.62亿元，同比减少30.72%。低档酒目前仍在调整过程中，但是下滑速度和在营收中占比进一步降低。由于公司中高端产品占比持续提升，2016年公司销售毛利率为62.43%，同比提升了13.03 pct。我们认为，2017年公司中高档白酒增速仍然会高于低档酒，因此毛利率水平仍有望继续提升。

■ 分地区来看，公司对新兴和空白市场的开拓取得了较大成效，2016年，公司在华北和华中地区分别实现营业收入13.75亿和9.75亿，同比增长39.28%和19.52%；传统优势市场西南地区实现营业收入39.85亿，同比增长14.25%，继续保持稳健增长。

■ **2017年销售费用计划趋于平稳，有望进一步提升净利率** 2016年，公司加快了市场招商速度，加大了广告宣传和市场营销力度。导致公司销售费用高达15.39亿元，同比增长76.14%，从而拉低了净利润增速。但是，2016年公司销售费用计划额为17.44亿，完成比例仅为88.25%，说明公司在销售费用实际使用中没有失控。2017年，公司销售费用计划额19.28亿。我们假设公司完成率100%，则销售费用同比增长25.28%，从而有望进一步提升净利率水平。根据公司年报中披露，2017年，公司计划实

《泸州老窖（000568）2016年三季报点评：国窖1573完成全年计划，提计划外价格再显决心》
——2016-10-27

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

现归母净利润 25.29 亿元，同比增长 31.17%。

- **盈利预测和投资评级：维持公司“买入”评级** 我们预测 2017/18/19 年 EPS 分别为 1.80/2.30/2.81 元（暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响），对应 2016/17/18 年 PE 为 25.33/19.88/16.28 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：** 1) 费用控制不达预期；2) 公司增发实施的不确定性；2) 市场拓展不达预期。

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 8304 | 10128 | 11931 | 13876 |
| 增长率(%) | 20% | 22% | 18% | 16% |
| 净利润（百万元） | 1927.7 | 2529 | 3223 | 3934 |
| 增长率(%) | 31% | 31% | 27% | 22% |
| 摊薄每股收益（元） | 1.37 | 1.80 | 2.30 | 2.81 |
| ROE(%) | 17.33% | 20.83% | 23.98% | 26.19% |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 泸州老窖盈利预测表 (暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响)

| 证券代码: | 000568.SZ | | | | 股价: | 45.68 | 投资评级: | 买入 | | 日期: | 2017-04-21 | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------|-------|----|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 每股指标与估值 | | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | | |
| ROE | 17.33% | 20.83% | 23.98% | 26.19% | EPS | | | | 1.37 | 1.80 | 2.30 | 2.81 |
| 毛利率 | 62% | 65% | 66% | 67% | BVPS | | | | 7.87 | 8.57 | 9.47 | 10.56 |
| 期间费率 | 35% | 35% | 33% | 32% | 估值 | | | | | | | |
| 销售净利率 | 23% | 25% | 27% | 28% | P/E | | | | 33.23 | 25.33 | 19.88 | 16.28 |
| 成长能力 | | | | | P/B | | | | 5.81 | 5.33 | 4.82 | 4.32 |
| 收入增长率 | 20% | 22% | 18% | 16% | P/S | | | | 7.71 | 6.32 | 5.37 | 4.62 |
| 利润增长率 | 31% | 31% | 27% | 22% | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 总资产周转率 | 0.61 | 0.69 | 0.74 | 0.78 | 营业收入 | | | | 8304 | 10128 | 11931 | 13876 |
| 应收账款周转率 | 3.82 | 4.83 | 4.83 | 4.83 | 营业成本 | | | | 3120 | 3596 | 4057 | 4579 |
| 存货周转率 | 1.59 | 1.83 | 1.88 | 1.93 | 营业税金及附加 | | | | 845 | 1030 | 1214 | 1411 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | | | | 1539 | 1884 | 2088 | 2290 |
| 资产负债率 | 19% | 17% | 16% | 16% | 管理费用 | | | | 544 | 689 | 776 | 902 |
| 流动比 | 3.93 | 4.53 | 4.80 | 5.13 | 财务费用 | | | | (59) | (87) | (104) | (127) |
| 速动比 | 2.92 | 3.46 | 3.70 | 4.00 | 其他费用/(-收入) | | | | 225 | 225 | 225 | 225 |
| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 营业利润 | | | | 2540 | 3241 | 4126 | 5046 |
| 现金及现金等价物 | 4765 | 5771 | 6906 | 8496 | 营业外净收支 | | | | (10) | 3 | 9 | 1 |
| 应收款项 | 2176 | 2150 | 2274 | 2200 | 利润总额 | | | | 2530 | 3244 | 4134 | 5047 |
| 存货净额 | 2488 | 2523 | 2803 | 3104 | 所得税费用 | | | | 580 | 687 | 875 | 1068 |
| 其他流动资产 | 255 | 210 | 248 | 288 | 净利润 | | | | 1950 | 2557 | 3259 | 3978 |
| 流动资产合计 | 9685 | 10655 | 12231 | 14088 | 少数股东损益 | | | | 22 | 29 | 37 | 45 |
| 固定资产 | 1179 | 1101 | 1031 | 968 | 归属于母公司净利润 | | | | 1928 | 2529 | 3223 | 3934 |
| 在建工程 | 184 | 194 | 204 | 214 | 现金流量表 (百万元) | | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 无形资产及其他 | 235 | 235 | 212 | 188 | 经营活动现金流 | | | | 2625 | 2877 | 2793 | 3680 |
| 长期股权投资 | 1712 | 1712 | 1712 | 1712 | 净利润 | | | | 1950 | 2557 | 3259 | 3978 |
| 资产总计 | 13674 | 14577 | 16068 | 17849 | 少数股东权益 | | | | 22 | 29 | 37 | 45 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 折旧摊销 | | | | 158 | 141 | 134 | 124 |
| 应付款项 | 485 | 287 | 356 | 405 | 公允价值变动 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 1071 | 1306 | 1539 | 1789 | 营运资金变动 | | | | 496 | 150 | (637) | (467) |
| 其他流动负债 | 907 | 756 | 651 | 551 | 投资活动现金流 | | | | (236) | 68 | 60 | 53 |
| 流动负债合计 | 2463 | 2350 | 2546 | 2746 | 资本支出 | | | | (69) | 68 | 60 | 53 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | | | | (189) | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 86 | 86 | 86 | 86 | 其他 | | | | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 长期负债合计 | 86 | 86 | 86 | 86 | 筹资活动现金流 | | | | (1382) | (1541) | (1964) | (2397) |
| 负债合计 | 2549 | 2436 | 2632 | 2832 | 债务融资 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 1402 | 1402 | 1402 | 1402 | 权益融资 | | | | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 11125 | 12141 | 13436 | 15017 | 其它 | | | | (1387) | (1541) | (1964) | (2397) |
| 负债和股东权益总计 | 13674 | 14577 | 16068 | 17849 | 现金净增加额 | | | | 1006 | 1404 | 889 | 1336 |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。
管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。