

古井贡酒(000596)/饮料制造

预收账款靓丽, 百亿目标更进一步

评级: 买入(维持)

市场价格: 52.37

目标价格: 62.5

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

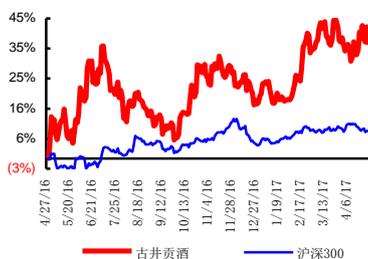
联系人: 龚小乐

电话: 021-20315138

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	504
流通股本(百万股)	384
市价(元)	52.37
市值(百万元)	234,00
流通市值(百万元)	201,00

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 古井贡酒(000596.SZ)_跟踪报告: 冠名春晚效果渐显, 徽酒王者志存高远
- 古井贡酒(000596.SZ)_公司点评: 价格管控能力有效提升, 春节旺销启动良好开端
- 古井贡酒(000596.SZ)_公司点评: 停止发货意在提升渠道价格, 冠名 2017 年春晚有望加速收入增长

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,253.41	6,017.14	7,350.28	8,469.69	9,558.75
增长率 yoy%	12.96%	14.54%	22.16%	15.23%	12.86%
净利润	715.58	829.63	1,051.26	1,257.04	1,466.54
增长率 yoy%	19.85%	15.94%	26.71%	19.57%	16.67%
每股收益(元)	1.42	1.65	2.09	2.50	2.91
每股现金流量	1.57	2.35	3.08	2.87	3.39
净资产收益率	14.80%	14.83%	16.64%	17.40%	17.64%
P/E	25.69	27.62	25.09	20.98	17.98
PEG	1.29	1.73	0.94	1.07	1.08
P/B	3.80	4.10	4.17	3.65	3.17

备注:

投资要点

- 事件: 古井贡酒公布 2016 年年报, 报告期内公司实现营业收入 60.17 亿元, 同比增长 14.54%; 归属于上市公司股东的净利润 8.30 亿元, 同比增长 15.94%, 扣非后归属于上市公司股东的净利润 7.93 亿元, 同比增长 16.08%, 基本每股收益 1.65 元, 同比增长 16.20%, 每 10 股派发现金红利 6.0 元(含税)。同时公布 2017 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 21.73 亿元, 同比增长 17.88%; 归属于上市公司股东的净利润 4.08 亿元, 同比增长 18.53%, 扣非后归属于上市公司股东的净利润 3.57 亿元, 同比增长 5.05%。
- 预收账款大幅增长, 整体业绩符合预期。2016Q4 公司实现收入 15.12 亿元, 同比增长 22.00%, 环比提高 9.77pct, 预收账款为 6.24 亿元, 环比下降 33.97%, 这与去年 11 月公司完成全年计划后停贷去库存策略相符。全年公司实现营业收入 60.17 亿元, 同比增长 14.54%; 分产品来看, 古井自身收入 55.21 亿元, 同比增长 7.85%, 预计年份原浆系列达到两位数增长; 黄鹤楼收入 3.55 亿元; 黄鹤楼并表后贡献收入 3.55 亿元。分市场来看, 华中收入 52.86 亿元, 同比增长 19.18%; 华北收入 3.46 亿元, 同比增长 16.29%, 华南收入 3.84 亿元, 同比减少 25.94%。2016Q4 公司实现净利润 2.47 亿元, 同比增长 14.99%; 全年实现净利润 8.30 亿元, 同比增长 15.94%, 其中古井自身净利润 8.09 亿元, 同比增长 12.99%, 黄鹤楼并表贡献净利润 0.21 亿元, 我们认为利润增速快于收入增速主要得益于毛利率的明显提升。17Q1 公司实现收入 21.73 亿元, 同比增长 17.88%, 预计黄鹤楼短期收入贡献仍不大, 预收账款为 12.25 亿元, 环比大幅增长 96.31%, 同比增长 23.61%, 考虑预收款一季度收入同比增长 24.23%, 无论是增速还是回款额(销售口径)均与我们前期判断一致, 验证渠道打款积极性高涨(详细参考 2017 年 4 月 6 日公司跟踪报告《冠名春晚效果渐显, 徽酒王者志存高远》)。17Q1 公司实现净利润 4.08 亿元, 同比增长 18.53%, 扣非净利润 3.57 亿元, 同比增长 5.05%, 扣非后净利润增速较低的原因在于费用投入的大幅上扬。
- 毛利率持续提升, 费用率跟随上移。2016 年公司毛利率为 74.68%, 同比提高 3.41pct; 其中 Q4 毛利率为 75.92%, 同比提高 1.87pct, 主要得益于年份原浆系列产品结构升级。2016 年公司期间费用率为 41.65%, 同比提高 2.03pct; 其中销售费用率为 32.91%, 同比提高 3.26pct, 主要是公司冠名春晚等广告投入力度加大导致; 管理费用率为 9.25%, 同比下降

1.10pct；财务费用率为-0.50%，同比下降 0.11pct，主要是理财产品利息增加所致；2016 年公司净利率为 14.13%，同比提高 0.51pct。公司现金流良好，全年经营活动产生的现金流量净额为 11.83 亿元，同比增长 49.75%。17Q1 公司毛利率为 77.65%，同比提高 3.29pct，主要得益于古井 8 年等高端品的快速增长；期间费用率为 39.16%，同比提高 3.51pct，其中销售费用率为 34.11%，同比大幅提高 5.06pct，主要是市场促销活动增加所致，管理费用率为 5.56%，同比下降 1.24pct，财务费用率为-0.51%，同比下降 0.31pct；净利率为 19.28%，同比提高 0.62pct；经营活动产生的现金流量净额为 6.49 亿元，同比增长 36.34%。

- **冲刺集团百亿目标，全年收入有望实现更快增长。**2017 年是古井集团收入百亿目标的落地年，渠道走访显示多地市场均签下军令状，强化考核执行力，我们期盼古井迈向百亿规模这一时刻的到来。具体来看，古井自身仍是冲刺百亿目标的主力，品牌力在持续提升，产品上积极引导 5 年和 8 年结构升级，淡季库存良性水平基础上实施小幅提价策略，省内尽享消费升级、省外聚焦河南延伸苏浙沪，预计全年收入可达两位数增长。黄鹤楼主打陈香新品和年份原浆系列升级版，古井入主后管理体制和渠道体系得到有效梳理，今年市场以湖北为主、安徽和河南为辅，我们认为全年收入（含税）8 亿元承诺目标完成压力不大，乐观有望达到 10 亿元。综合古井和黄鹤楼双名酒推进步伐，我们认为全年公司收入增速有望达到 20% 以上。
- **投资建议：目标价 62.5 元，维持“买入”评级。**管理层志向高远，徽酒龙头全国化进程加速推进，中长期成长空间充足，品牌持续提升后费用率存在一定下行空间，利润弹性有待充分释放。我们预计 2017-2019 年公司实现营业收入 73.50、84.70、95.59 亿元，同比增长 22.16%、15.23%、12.86%；实现净利润 10.51、12.57、14.67 亿元，同比增长 26.71%、19.57%、16.67%，对应 2017-19 年的 EPS 分别为 2.09、2.50、2.91 元。12 个月目标价 62.5 元，对应 2018 年 25xPE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**三公消费限制力度继续加大、中高端酒动销不及预期、食品安全事件风险。

图表 1: 古井贡酒三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,651	5,253	6,017	7,350	8,470	9,559
增长率	1.53%	13.0%	14.5%	22.2%	15.2%	12.9%
营业成本	-1,459	-1,510	-1,524	-1,793	-1,992	-2,211
%销售收入	31.4%	28.7%	25.3%	24.4%	23.5%	23.1%
毛利	3,192	3,744	4,494	5,557	6,478	7,348
%销售收入	68.6%	71.3%	74.7%	75.6%	76.5%	76.9%
营业税金及附加	-667	-790	-956	-1,128	-1,311	-1,482
%销售收入	14.3%	15.0%	15.9%	15.3%	15.5%	15.5%
营业费用	-1,304	-1,558	-1,980	-2,573	-2,880	-3,202
%销售收入	28.0%	29.7%	32.9%	35.0%	34.0%	33.5%
管理费用	-579	-544	-557	-588	-707	-812
%销售收入	12.5%	10.4%	9.2%	8.0%	8.4%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	641	852	1,001	1,268	1,580	1,852
%销售收入	13.8%	16.2%	16.6%	17.3%	18.7%	19.4%
财务费用	38	20	30	27	52	71
%销售收入	-0.8%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-9	-11	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	105	69	98	130	80	80
%税前利润	13.2%	7.2%	8.5%	8.9%	4.6%	3.9%
营业利润	776	930	1,117	1,425	1,712	2,003
营业利润率	16.7%	17.7%	18.6%	19.4%	20.2%	21.0%
营业外收支	21	36	33	32	33	33
税前利润	796	966	1,151	1,457	1,745	2,036
利润率	17.1%	18.4%	19.1%	19.8%	20.6%	21.3%
所得税	-199	-251	-300	-377	-453	-528
所得税率	25.0%	25.9%	26.1%	25.9%	26.0%	26.0%
净利润	597	716	850	1,080	1,292	1,507
少数股东损益	0	0	21	29	35	41
归属于母公司的净利润	597	716	830	1,051	1,257	1,467
净利率	12.8%	13.6%	13.8%	14.3%	14.8%	15.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	718	1,087	533	2,167	2,024	4,103
应收款项	518	553	557	732	829	932
存货	1,227	1,397	1,786	1,692	1,922	2,147
其他流动资产	1,542	1,582	1,828	1,837	1,850	1,859
流动资产	4,006	4,619	4,705	6,427	7,625	9,041
%总资产	62.5%	64.3%	53.9%	62.2%	65.3%	68.3%
长期投资	120	324	412	412	412	412
固定资产	1,786	1,754	1,937	1,855	1,760	1,662
%总资产	27.8%	24.4%	22.2%	18.0%	15.1%	12.6%
无形资产	438	426	1,273	1,227	1,471	1,709
非流动资产	2,408	2,564	4,031	3,903	4,052	4,192
%总资产	37.5%	35.7%	46.1%	37.8%	34.7%	31.7%
资产总计	6,414	7,183	8,736	10,331	11,677	13,233
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,409	1,533	1,618	2,004	2,269	2,535
其他流动负债	777	750	1,016	1,472	1,614	1,774
流动负债	2,186	2,283	2,634	3,476	3,883	4,309
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	46	67	161	161	161	161
负债	2,232	2,349	2,795	3,637	4,044	4,470
普通股股东权益	4,181	4,834	5,995	6,319	7,224	8,312
少数股东权益	0	0	346	375	410	450
负债股东权益合计	6,414	7,183	8,736	10,331	11,677	13,233

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.186	1.421	1.647	2.087	2.496	2.912
每股净资产 (元)	8.302	9.598	11.110	12.548	14.344	16.506
每股经营现金净流 (元)	0.769	1.569	2.350	3.083	2.875	3.387
每股股利 (元)	0.200	0.100	0.600	0.650	0.700	0.750
回报率						
净资产收益率	14.28%	14.80%	14.83%	16.64%	17.40%	17.64%
总资产收益率	9.31%	9.96%	9.50%	10.18%	10.76%	11.08%
投入资本收益率	14.36%	18.33%	14.47%	22.22%	27.12%	31.42%
增长率						
营业总收入增长率	1.53%	12.96%	14.54%	22.16%	15.23%	12.86%
EBIT增长率	-17.32%	32.87%	17.47%	26.72%	24.56%	17.19%
净利润增长率	-4.01%	19.85%	15.94%	26.71%	19.57%	16.67%
总资产增长率	10.26%	12.00%	21.62%	18.25%	13.04%	13.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5
存货周转天数	288.0	317.2	381.3	344.4	352.2	354.4
应付账款周转天数	106.0	94.6	86.1	92.3	90.6	90.4
固定资产周转天数	117.4	118.6	107.9	91.8	77.3	65.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.19%	-22.50%	-8.98%	-32.38%	-39.62%	-46.83%
EBIT利息保障倍数	-17.0	-41.9	-33.1	-47.0	-30.4	-26.0
资产负债率	34.81%	32.71%	32.00%	35.20%	34.63%	33.78%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	597	716	850	1,080	1,292	1,507
少数股东损益	0	0	0	29	35	41
非现金支出	172	206	257	208	228	246
非经营收益	-128	-66	-122	-162	-113	-113
营运资金变动	-253	-65	198	426	41	65
经营活动现金净流	387	790	1,183	1,582	1,483	1,746
资本开支	386	238	168	48	343	354
投资	-544	-167	-1,454	0	0	0
其他	95	73	81	130	80	80
投资活动现金净流	-836	-331	-1,541	82	-263	-274
股权筹资	0	0	0	0	0	0
债权筹资	0	0	0	0	0	0
其他	-176	-101	-155	0	-327	-353
筹资活动现金净流	-176	-101	-155	0	-327	-353
现金净流量	-625	358	-513	1,663	892	1,120

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。