

优势区域再巩固，现金流反映真实业绩更佳

■事件：公司公告 2016 年报和 2017 一季报，2016 年公司实现营业收入 60.17 亿元，同比增长 14.54%，归属于上市公司股东净利润 8.30 亿元，同比增长 15.94%；经营活动产生现金流量净额同比增长 49.76%，每股收益 1.65 元；2017 年 1 季度实现营业收入 21.73 亿元，同比增长 17.88%，归属于上市公司股东净利润 4.08 亿元，同比增长 18.53%。

■一季报收入略低于预期，包材供应有一定影响，预收账款环比接近翻倍，现金流反映真实业绩更佳。1 季度收入和利润增速均不到 20%，略低于市场预期，部分原因系春节前包材价格大幅上涨影响正常供应，从现金流情况来看，需求旺盛。1 季度销售商品收到现金 22.18 亿元，同比增长 26.54%，同时应收票据余额 14.58 亿元，环比 4 季度末增加 9 亿多元，1 季度经营性现金流净额同比增长 36.32%，我们认为这些数据更能反映实际需求情况。预收账款方面，1 季度末预收账款余额 12.25 亿元，环比 4 季度末增加近 1 倍，占 1 季度收入比重超过 50%，主要系销售订单增加所致。

■华中区域贡献增长，优势区域继续巩固。公司销售重心在华中地区，2016 年华中地区销售收入 52.86 亿元，同比增长 19.18%，收入占比提升 3.4 个百分点至 87.84%。华中地区主要为安徽和河南及湖北，收入规模排序为安徽、河南和湖北。通过安徽省内市场调研分析，我们认为公司在省内优势明显，充分受益省内消费升级，产品结构得到有效优化，2016 年华中地区销售毛利率同比提升 3.66 个百分点（白酒业务整体毛利率提升幅度为 3.76 个百分点）。

■黄鹤楼目标高，并表贡献预计会逐步加强。黄鹤楼嫁接公司文化和管理顺利，已经进入高目标发展阶段，我们预计双品牌协同效应会不断增强，后续收入贡献会逐步加大。

■投资建议：维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 61.00 元。我们预计公司 2017-18 年的每股收益分别为 2.06 元和 2.41 元，目标价相当于 2018 年 25.4 倍的动态市盈率。

■风险提示：竞争激烈导致销售增长不达预期，销售费用率难以下降。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	5,253.4	6,017.1	7,233.2	8,182.2	9,212.6
净利润	715.6	829.6	1,037.5	1,211.7	1,438.6
每股收益(元)	1.42	1.65	2.06	2.41	2.86
每股净资产(元)	9.60	11.11	12.48	14.16	16.16
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	36.9	31.8	25.4	21.8	18.3
市净率(倍)	5.5	4.7	4.2	3.7	3.2
净利润率	13.6%	13.8%	14.3%	14.8%	15.6%
净资产收益率	14.8%	14.8%	16.5%	17.0%	17.7%
股息收益率	0.2%	0.2%	1.2%	1.4%	1.6%
ROIC	21.4%	24.8%	23.1%	22.2%	25.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

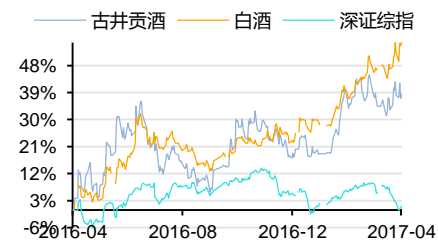
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**61.00 元**
股价 (2017-04-27) **52.37 元**

交易数据

总市值 (百万元)	26,373.53
流通市值 (百万元)	20,089.08
总股本 (百万股)	503.60
流通股本 (百万股)	383.60
12 个月价格区间	37.93/54.85 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.88	17.46	40.48
绝对收益	0.71	16.56	41.44

苏斌

分析师

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

方振

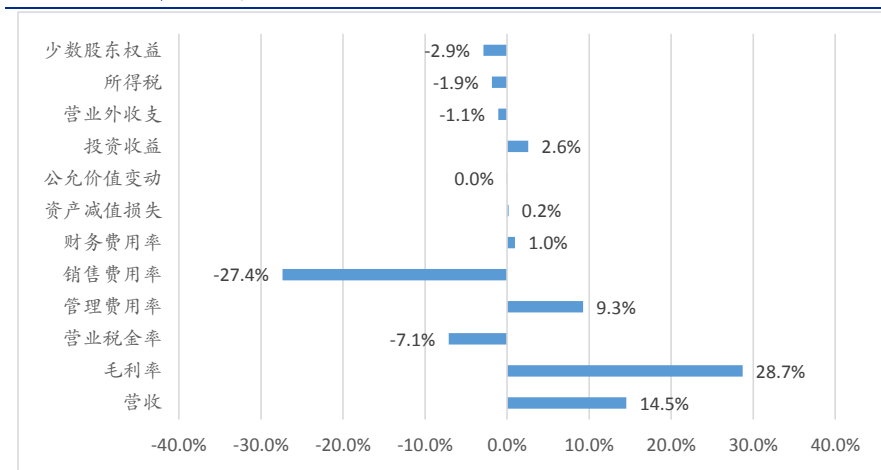
报告联系人

fangzhen@essence.com.cn
021-35082373

相关报告

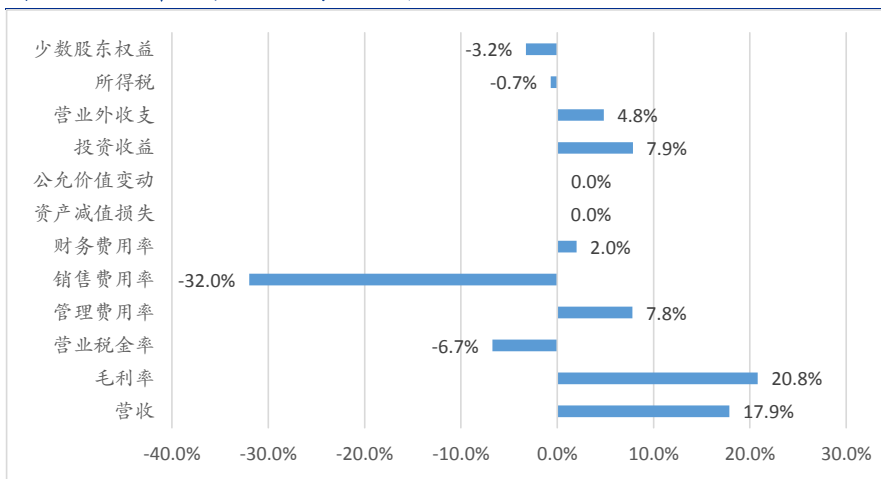
古井贡酒：徽酒蓝筹，新周期勇攀新高峰	2017-04-13
古井贡酒：春节日销过亿，地产酒消费升级典范	2017-02-17
古井贡酒：年份原浆持续发力，显二线龙头风范	2016-08-29
古井贡酒：拟收购黄鹤楼酒业，战略布局省外	2016-03-01

图 1：2016 年公司净利润增速贡献结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图 2：2017 年 1 季度公司净利润增速贡献结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,253.4	6,017.1	7,233.2	8,182.2	9,212.6	成长性					
减:营业成本	1,509.5	1,523.6	1,786.9	1,987.8	2,146.3	营业收入增长率	13.0%	14.5%	20.2%	13.1%	12.6%
营业税费	790.2	956.0	1,142.8	1,292.8	1,455.6	营业利润增长率	20.0%	20.1%	25.7%	16.8%	18.9%
销售费用	1,557.8	1,980.1	2,314.6	2,618.3	2,948.0	净利润增长率	19.9%	15.9%	25.1%	16.8%	18.7%
管理费用	543.8	556.5	651.0	736.4	829.1	EBITDA 增长率	23.0%	18.6%	25.8%	15.6%	16.5%
财务费用	(20.3)	(30.3)	(18.8)	(30.4)	(51.2)	EBIT 增长率	23.3%	19.5%	27.5%	16.2%	17.9%
资产减值损失	11.3	11.6	11.6	11.6	11.6	NOPLAT 增长率	21.8%	19.2%	29.4%	16.6%	18.2%
加:公允价值变动收益	0.0	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	投资资本增长率	2.8%	38.9%	21.6%	3.1%	3.7%
投资和汇兑收益	69.3	97.8	60.0	75.7	77.8	净资产增长率	15.6%	22.9%	12.3%	13.4%	14.1%
营业利润	930.4	1,117.4	1,405.0	1,641.4	1,951.0	利润率					
加:营业外净收支	35.9	33.4	35.9	35.9	35.9	毛利率	71.3%	74.7%	75.3%	75.7%	76.7%
利润总额	966.3	1,150.8	1,441.0	1,677.3	1,987.0	营业利润率	17.7%	18.6%	19.4%	20.1%	21.2%
减:所得税	250.7	300.4	360.2	419.3	496.7	净利润率	13.6%	13.8%	14.3%	14.8%	15.6%
净利润	715.6	829.6	1,037.5	1,211.7	1,438.6	EBITDA/营业收入	20.5%	21.3%	22.3%	22.8%	23.5%
						EBIT/营业收入	17.3%	18.1%	19.2%	19.7%	20.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	117	106	96	89	78
货币资金	1,087.3	532.9	723.3	1,304.0	2,112.5	流动营业资本周转天数	80	83	95	103	99
交易性金融资产	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	流动资产周转天数	296	279	255	274	283
应收账款	13.6	23.1	97.5	38.9	114.7	应收账款周转天数	1	1	3	3	3
应收票据	539.4	534.4	1,365.1	1,502.2	1,715.0	存货周转天数	90	95	85	88	82
预付账款	80.4	74.8	79.9	66.4	67.9	总资产周转天数	466	476	453	448	438
存货	1,396.7	1,786.4	1,633.1	2,345.4	1,856.2	投资资本周转天数	219	231	248	244	224
其他流动资产	1,501.0	1,753.1	1,627.0	1,690.1	1,658.6	投资回报率					
可供出售金融资产	313.9	404.0	404.0	404.0	404.0	ROE	14.8%	14.8%	16.5%	17.0%	17.7%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	10.0%	9.7%	11.4%	11.5%	13.0%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	21.4%	24.8%	23.1%	22.2%	25.4%
投资性房地产	9.7	8.4	8.4	8.4	8.4	费用率					
固定资产	1,691.0	1,865.7	2,010.7	2,043.6	1,969.1	销售费用率	29.7%	32.9%	32.0%	32.0%	32.0%
在建工程	62.6	71.8	120.2	154.2	177.9	管理费用率	10.4%	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%
无形资产	298.4	700.7	682.3	664.0	645.6	财务费用率	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.6%
其他非流动资产	188.9	980.5	704.9	698.5	745.6	三费/营业收入	39.6%	41.7%	40.7%	40.6%	40.4%
资产总额	7,183.1	8,736.2	9,456.9	10,920.0	11,475.9	偿债能力					
短期债务	0.0	0.0	153.9	0.0	0.0	资产负债率	32.7%	32.0%	29.4%	30.7%	24.8%
应付账款	830.4	982.4	1,081.8	1,249.0	1,249.0	负债权益比	48.6%	47.1%	41.7%	44.3%	33.0%
应付票据	93.8	11.3	258.8	109.4	170.9	流动比率	2.02	1.79	2.05	2.14	2.76
其他流动负债	1,358.7	1,640.5	1,199.1	1,887.3	1,304.7	速动比率	1.41	1.11	1.45	1.42	2.08
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	(44.75)	(35.93)	(73.56)	(52.98)	(37.07)
其他非流动负债	66.6	161.3	91.4	106.4	119.7	分红指标					
负债总额	2,349.4	2,795.5	2,785.0	3,352.1	2,844.4	DPS(元)	0.10	0.10	0.62	0.72	0.86
少数股东权益	0.0	345.6	386.7	434.5	491.1	分红比率	7.0%	6.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	503.6	503.6	503.6	503.6	503.6	股息收益率	0.2%	0.2%	1.2%	1.4%	1.6%
留存收益	4,275.6	5,055.4	5,781.6	6,629.8	7,636.8						
股东权益	4,833.7	5,940.7	6,671.9	7,567.9	8,631.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	715.6	850.3	1,037.5	1,211.7	1,438.6	EPS(元)	1.42	1.65	2.06	2.41	2.86
加:折旧和摊销	214.4	246.1	224.9	251.5	269.1	BVPS(元)	9.60	11.11	12.48	14.16	16.16
资产减值准备	(7.8)	11.6	0.0	0.0	0.0	PE(X)	36.9	31.8	25.4	21.8	18.3
公允价值变动损失	(0.0)	0.0	(0.1)	0.0	0.0	PB(X)	5.5	4.7	4.2	3.7	3.2
财务费用	(2.1)	0.9	(18.8)	(30.4)	(51.2)	P/FCF	41.9	-61.4	119.3	29.6	21.4
投资损失	(69.3)	(97.8)	(60.0)	(75.7)	(77.8)	P/S	5.0	4.4	3.6	3.2	2.9
少数股东损益	0.0	20.7	43.2	50.3	59.6	EV/EBITDA	15.5	17.0	15.9	13.4	11.1
营运资金的变动	26.4	(37.1)	(519.7)	(112.8)	(324.3)	CAGR(%)	20.7%	20.6%	21.9%	20.7%	20.6%
经营活动产生现金流量	790.1	1,183.2	707.0	1,294.6	1,314.0	PEG	1.8	1.5	1.2	1.1	0.9
投资活动产生现金流量	(331.4)	(1,541.0)	(339.8)	(224.3)	(122.2)	ROIC/WACC	1.9	2.3	2.1	2.0	2.3
融资活动产生现金流量	(100.7)	(154.7)	(176.8)	(489.6)	(383.3)	REP	2.7	2.2	2.2	2.2	1.8

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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034