

食品饮料

2017年04月28日

古井贡酒 (000596)

——受益强势区域增长及消费升级 预收款创新高

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2017年04月28日

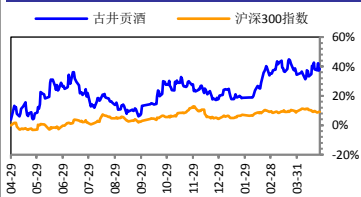
收盘价(元)	49.53
一年内最高/最低(元)	56.4/38.55
市净率	4.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	19000
上证指数/深证成指	3154.66 / 10234.65

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	11.88
资产负债率%	38.51
总股本/流通A股(百万)	504/384
流通B股/H股(百万)	120/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《古井贡酒(000596)深度：省内受益消费升级 省外加速区域扩张 剑指百亿》
2017/03/09

《古井贡酒(000596)点评：消费升级加速 省内春节销售超预期 维持买入》
2017/02/20

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

周彪
(8621)23297818×010-66500562
zhoubiao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

事件：公司发布16年年报、17年1季报。16年营业收入60.17亿，同比增长14.54%，归母净利润8.3亿，同比增长15.94%，EPS为1.65元。收入净利润增长与我们预测基本一致，符合预期。16Q4营业收入15.16亿，同比增长22%，归母净利润2.47亿，同比增长15%。17Q1营业收入21.73亿，同比增长17.88%，归母净利润4.08亿，同比增长18.53%，我们在业绩前瞻中预测收入增长25%，利润增长22%，收入净利润增速略低于我们预期，但现金流情况良好，17Q1经营性现金流净额6.5亿，同比增长36%。

投资评级与估值：维持17-18年盈利预测，17-18年EPS为2.05、2.54元，同比增长25%、24%，新增19年盈利预测，预测19年EPS为3.04元，同比增长20%，目前股价对应17-19年PE为24、20、16，一年目标价61.5元，对应17年30xPE，维持买入。我们看好公司的主要逻辑是：1、古井贡为中国老八大名酒之一，具备深厚的品牌底蕴，拥有优秀的管理团队和先进的渠道营销模式。2、内生增长强劲，受益于安徽省内竞争格局改善和消费升级，产品结构加速升级，品牌影响力扩大后，河南等省外市场加速扩张，净利率中长期具备较大提升空间（15年仅14%）；3、外延，16年收购武汉黄鹤楼酒业，加速全国化布局，黄鹤楼是十七大名酒之一，是湖北当地的中高端品牌，古井接手后积极调整，有望将安徽成功的营销管理模式复制到湖北市场。

收入进一步向强势区域集中 预收款17Q1环比翻倍增长。收入增长主要来自安徽、河南等强势区域。16年华中地区同比增长19.18%，是区域中增长最快的，且收入占比为87.84%，同比提升3.4个百分点，表明公司业绩的增长还是依靠强势区域特别是安徽的拉动。华北地区同比增长16.29%，华南地区同比下降25.94%。16年末预收款6.2亿，同比增长2.53%，但17Q1预收款12.3亿，环比翻倍增长，同比增长23.68%，预收款绝对额达到历年最高。17Q1销售商品提供劳务收到的现金22.18亿，同比增长26.54%，应收票据同比增长5.88%，公司现金回款情况好于收入。

销售费用进一步增加、产品结构升级带动毛利率提升。销售费用16年19.8亿，同比增长27.11%，销售费率32.9%同比提升3.3个百分点。其中广告费4.66亿，同比增长17%；促销费6亿，同比增长43%；样品酒费用2.3亿，同比增长53%。17Q1销售费用7.4亿，同比增长38.43%，销售费率34.1%同比提高5个百分点。表明公司在市场快速扩张中，仍然保持高费用投放，以获得更高的市场份额。管理费用16同比增长2.33%、17Q1同比下降3.56%，管理费率呈下降趋势。营业税金及附加16收入占比15.9%，同比提高0.8个点，17年一季度收入占比16.65%，同比提高1个百分点。16年白酒业务毛利率75.3%，同比提升3.8个百分点。17Q1毛利率77.65%，同比提升3.29个百分点，主要是因为省内受益消费升级，年份原浆收入占比约70%，且5年和8年以上占比不断提升。16年净利率14.13%，同比提升0.51个百分点，17Q1净利率19.28%提升0.62个百分点，主要受益产品结构升级带来的毛利率提升。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,017	2,173	7,283	8,475	9,782
同比增长率(%)	14.54	17.88	21.04	16.37	15.42
净利润(百万元)	830	408	1,033	1,278	1,531
同比增长率(%)	15.94	18.53	24.51	23.72	19.80
每股收益(元/股)	1.65	0.81	2.05	2.54	3.04
毛利率(%)	74.7	77.7	74.9	75.8	76.6
ROE(%)	14.8	6.8	15.7	16.2	16.3
市盈率	30		24	20	16

注：“市盈率”是指目前股价除以每年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

黄鹤楼收入利润贡献仍然较小、古井省内渠道库存恢复良性。16 年年报披露黄鹤楼营业收入 3.5 亿，净利润 0.42 亿，净利润率为 11.8%。黄鹤楼对公司整体的收入利润贡献仍然较小，但黄鹤楼的基本面在逐渐改善，新一届管理团队勤劳务实，我们认为 17 年黄鹤楼会有超预期表现。古井自身省内经过春节超预期的动销，库存已经进入到良性阶段，今年一季度古井贡年份原浆 5 年、8 年销量都非常好，5 年甚至部分地区出现卖断货的情况。我们认为随着省内消费升级的加速，5 年、7 年、8 年等产品会进一步放量，献礼版会逐渐缩量。古井贡酒的产品结构在逐渐上移，公司的净利润水平会进一步提升。

股价表现的催化剂：黄鹤楼改善超预期

核心风险假设：中低档白酒竞争加剧

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,651	5,253	6,017	7,283	8,475	9,782
营业收入同比增长率 (yoy)	1.53%	12.96%	14.54%	-	-	-
减: 营业成本	1,459	1,510	1,524	1,828	2,052	2,284
毛利率 (%)	68.63%	71.27%	74.68%	74.90%	75.80%	76.60%
减: 营业税金及附加	667	790	956	1,187	1,398	1,643
主营业务利润	2,525	2,954	3,538	-	-	-
主营业务利润率 (%)	54.29%	56.22%	58.79%	-	-	-
减: 销售费用	1,304	1,558	1,980	2,243	2,576	2,935
减: 管理费用	579	544	557	655	737	831
减: 财务费用	-38	-20	-30	-17	-31	-30
经营性利润	679	872	1,031	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	-17.45%	28.48%	18.20%	-	-	-
经营性利润率 (%)	14.60%	16.61%	17.14%	-	-	-
减: 资产减值损失	9	11	12	10	0	0
加: 投资收益及其他	105	69	98	70	60	50
营业利润	776	930	1,117	1,446	1,802	2,168
加: 营业外净收入	21	36	33	8	8	8
利润总额	796	966	1,151	1,454	1,810	2,176
减: 所得税	199	251	300	395	499	607
净利润	597	716	850	1,059	1,310	1,570
少数股东损益	0	0	21	26	32	38
归属于母公司所有者的净利润	597	716	830	1,033	1,278	1,531
净利润同比增长率 (yoy)	-4.01%	19.85%	15.94%	-	-	-
全面摊薄总股本	504	504	504	504	504	504
每股收益 (元)	1.19	1.42	1.65	2.05	2.54	3.04
归属母公司所有者净利润率 (%)	12.84%	13.62%	13.79%	-	-	-
ROE	14.28%	14.80%	14.83%	15.70%	16.20%	16.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。