

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

2378807445@qq.com 021-50588666-8036

2017 年——国窖量价齐升，夯实公司增长

——泸州老窖(000568)2017 年 7 月提价点评

证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)
市场数据(2017-07-24)

发布日期: 2017 年 07 月 25 日

收盘价(元)	52.59
一年内最高/最低(元)	53.95/29.32
沪深 300 指数	3743.47
市净率(倍)	6.69
流通市值(亿元)	737.19

基础数据(2017-3-31)

每股净资产(元)	8.42
每股经营现金流(元)	0.10
毛利率(%)	70.25
净资产收益率-摊薄(%)	6.75
资产负债率(%)	16.51
总股本/流通股(万股)	140225.25/140177.2
B 股/H 股(万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现


资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告
投资要点:

- 事件: 公司于 2017 年 7 月 22 日下发《关于调整 52 度国窖 1573 经典装价格体系的通知》, 将国窖 1573 经典装的出厂瓶价由 680 元提升至 740 元, 每瓶增加 60 元, 提价幅度 8.8%; 此外, 计划外和团购的建议价格为 810 元。此次提价是较 2017 年 3 月提价以来的第二次提价: 第一次提价中, 国窖 1573 的出厂瓶价由 560 元提升至 680 元。
- 如果说 2016 年是国窖 1573 稳价增量的一年, 2017 年则是量价齐升、将高增长推行下去的一年。2017 年, 预计国窖 1573 的销量大概 3300 吨, 同比增长 25%; 预计国窖 1573 的出厂吨价大概调整至 148 万元, 年内两次提价后累计升幅 32%。量价齐升作用下, 国窖 1573 的销售收入将会大幅增长: 预计 2017 年达到 48 亿元, 较 2016 年增长 65%, 延续了 2016 年 89% 的高增长态势。我们认为, 国窖 1573 在 2018 年仍然能够保持 20% 以上的消费增速, 达到 3900 吨的销量; 如果 1573 的出厂价格稳定在 740 元, 则收入至少也能保持 20% 以上的较高增速, 达到 58 亿元左右。2016 年, 国窖 1573 为公司贡献了 35% 的收入、超过 50% 的利润; 预计 2017 年, 国窖 1573 可贡献 50% 的收入、接近 60% 的利润。国窖 1573 是公司的最大单品, 在 1573 的高速增长下, 公司的总收入在 2017 年突破百亿元大关, 问题不大。
- 公司的中档白酒窖龄和特曲, 于 2016 年经历了量价齐升的过程: 销量增长近 60%, 价格提升 10%, 收入同比增加超过 70%, 达到 28 亿元。2017 年是一线高档白酒纷纷提价的一年, 提价浪潮尚未轮动至中档价位白酒。所以, 预计公司的窖龄和特曲在 2017 年应不会有提价安排。但是, 鉴于中档白酒消费仍然趋涨, 尤其在家宴和喜宴市场中, 故我们预计 2017 年窖龄和特曲仍在销量和收入方面维持 25% 以上增长。
- 盈利预测: 预计公司 2017、2018、2019 年的 EPS 为 1.90、2.26、2.85 元, 同比分别增长 38.69%、18.95%、26.11%。参照 2017 年 7 月 24 日的收盘价 52.59 元, 对应的 PE 分别为 27.7、23.3、18.4 倍。我们维持对公司的“买入”评级, 给予年内 60 元的目标价格。

风险提示: 宏观环境深刻影响白酒消费; 包材价格飙升对提价效果有所折扣。

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6900.2	8304.0	10268.5	11912.1	13721.9
增长比率	28.9%	20.3%	23.7%	16.0%	15.2%
净利润(百万元)	1473.0	1927.7	2659.0	3171.8	3999.8
增长比率	67.4%	30.9%	37.9%	19.3%	26.1%
每股收益(元)	1.05	1.37	1.90	2.26	2.85
市盈率(倍)	50.1	38.3	27.7	23.3	18.4

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,900.2	8,304.0	10,268.5	11,912.1	13,721.9	成长性					
减: 营业成本	3,491.7	3,119.5	2,837.9	2,994.3	3,243.0	营业收入增长率	28.9%	20.3%	23.7%	16.0%	15.2%
营业税费	518.0	844.6	1,437.6	1,667.7	1,783.8	营业利润增长率	62.2%	31.4%	40.0%	19.6%	26.2%
销售费用	873.9	1,539.3	2,053.7	2,501.5	2,744.4	净利润增长率	67.4%	30.9%	37.9%	19.3%	26.1%
管理费用	438.9	543.9	688.0	810.0	905.6	EBITDA 增长率	62.3%	29.6%	40.8%	19.2%	25.6%
财务费用	-58.3	-58.8	-84.9	-93.3	-101.9	EBIT 增长率	70.3%	32.3%	39.9%	19.8%	26.6%
资产减值损失	0.6	0.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	67.4%	29.3%	36.2%	19.8%	26.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.9%	-6.5%	12.8%	-3.3%	17.1%
投资和汇兑收益	298.2	225.1	220.0	220.0	220.0	净资产增长率	5.8%	7.4%	6.3%	7.6%	8.6%
营业利润	1,933.6	2,540.0	3,556.2	4,251.8	5,367.0	利润率					
加: 营业外净收支	33.5	-10.1	25.0	20.0	20.0	毛利率	49.4%	62.4%	72.4%	74.9%	76.4%
利润总额	1,967.1	2,529.9	3,581.2	4,271.8	5,387.0	营业利润率	28.0%	30.6%	34.6%	35.7%	39.1%
减: 所得税	416.3	580.2	895.3	1,067.9	1,346.7	净利润率	21.3%	23.2%	25.9%	26.6%	29.1%
净利润	1,473.0	1,927.7	2,659.0	3,171.8	3,999.8	EBITDA/营业收入	29.5%	31.8%	36.2%	37.2%	40.5%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	27.2%	29.9%	33.8%	34.9%	38.4%
货币资金	3,539.5	4,765.3	5,134.2	5,662.8	6,174.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	57	50	49	49	40
应收帐款	227.3	223.4	335.6	326.2	436.2	流动营业资本周转天数	130	121	94	86	88
应收票据	2,268.1	1,952.4	3,181.8	2,509.5	3,970.3	流动资产周转天数	503	413	369	343	329
预付帐款	95.0	91.8	144.7	88.2	164.1	应收帐款周转天数	14	10	10	10	10
存货	2,860.0	2,488.3	2,442.3	2,628.6	2,933.6	存货周转天数	148	116	86	77	73
其他流动资产	383.5	163.7	120.0	100.0	100.0	总资产周转天数	687	582	515	475	444
可供出售金融资产	378.3	322.4	380.0	450.0	500.0	投资资本周转天数	280	255	212	190	176
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,522.9	1,712.2	1,712.2	1,712.2	1,712.2	ROE	14.3%	17.5%	22.7%	25.2%	29.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.8%	14.3%	17.1%	20.4%	22.3%
固定资产	1,110.5	1,178.8	1,644.6	1,581.4	1,492.1	ROIC	31.6%	31.5%	45.8%	48.7%	63.7%
在建工程	183.0	183.9	-	-	-	费用率					
无形资产	243.6	235.3	227.1	219.0	210.8	销售费用率	12.7%	18.5%	20.0%	21.0%	20.0%
其他非流动资产	370.0	356.7	388.8	417.2	430.2	管理费用率	6.4%	6.5%	6.7%	6.8%	6.6%
资产总额	13,181.7	13,674.0	15,711.4	15,694.9	18,124.2	财务费用率	-0.8%	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.7%
短期债务	-	-	479.8	-	546.7	三费/营业收入	18.2%	24.4%	25.9%	27.0%	25.9%
应付帐款	706.9	938.1	444.9	924.9	568.1	偿债能力					
应付票据	-	-	162.4	46.6	48.9	资产负债率	21.4%	18.6%	24.7%	18.9%	23.8%
其他流动负债	2,006.6	1,525.2	2,715.5	1,908.2	3,060.1	负债权益比	27.2%	22.9%	32.8%	23.3%	31.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.45	3.93	2.99	3.93	3.26
其他非流动负债	105.9	86.0	78.6	90.2	84.9	速动比率	2.40	2.92	2.34	3.02	2.57
负债总额	2,819.3	2,549.4	3,881.4	2,969.9	4,308.8	利息保障倍数	-32.16	-42.21	-40.90	-44.58	-51.65
少数股东权益	86.2	94.1	121.0	153.0	193.4	分红指标					
股本	1,402.3	1,402.3	1,402.3	1,402.3	1,402.3	DPS(元)	0.80	0.96	1.33	1.70	2.14
留存收益	8,647.8	9,451.5	10,306.8	11,169.8	12,219.7	分红比率	76.2%	69.8%	70.0%	75.0%	75.0%
股东权益	10,362.3	11,124.6	11,830.1	12,725.0	13,815.4	股息收益率	1.5%	1.8%	2.5%	3.2%	4.1%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,550.7	1,949.7	2,659.0	3,171.8	3,999.8	EPS(元)	1.05	1.37	1.90	2.26	2.85
加: 折旧和摊销	161.9	157.9	245.2	271.4	297.5	BVPS(元)	7.33	7.87	8.35	8.97	9.71
资产减值准备	0.6	0.5	-	-	-	PE(X)	50.1	38.3	27.7	23.3	18.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.2	6.7	6.3	5.9	5.4
财务费用	3.2	16.9	-84.9	-93.3	-101.9	P/FCF	964.1	31.8	30.6	25.4	21.2
投资收益	-298.2	-225.1	-220.0	-220.0	-220.0	P/S	10.7	8.9	7.2	6.2	5.4
少数股东损益	77.7	22.0	26.9	32.0	40.4	EV/EBITDA	34.1	25.9	18.4	15.2	12.1
营运资金的变动	-991.0	984.7	-493.1	99.8	-1,178.2	CAGR(%)	27.4%	27.5%	40.1%	27.4%	27.5%
经营活动产生现金流量	152.8	2,625.1	2,133.1	3,261.7	2,837.6	PEG	1.8	1.4	0.7	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-110.3	-236.5	-356.6	-50.0	-30.0	ROIC/WACC	3.0	3.0	4.4	4.7	6.1
融资活动产生现金流量	-1,190.6	-1,169.4	-1,407.5	-2,683.1	-2,295.6	REP	3.8	4.0	2.4	2.3	1.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。