



强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
舍得酒业	600702.SH	27.04	买入
山西汾酒	600809.SH	47.64	买入
顺鑫农业	000860.SZ	42.97	买入
贵州茅台	600519.SH	675.04	买入
五粮液	000858.SZ	62.77	买入

资料来源：万得，中银证券

以2018年9月4日当地货币收市价为标准

白酒行业 2018 年半年报综述

中报业绩整体符合预期，高景气可延续

白酒高景气，中报再提速，继续领跑食品饮料。结构继续升级，复苏传导至中低档酒。广告投放力度加大，渠道下沉和全国扩张提速。2Q18白酒基金仓位重新上升。投资建议：悲观预期已得到体现，前期回调带来优质公司建仓机会。重点推荐：舍得酒业、山西汾酒、顺鑫农业、五粮液、贵州茅台。

主要观点及投资建议

- **白酒高景气，中报再提速，继续领跑食品饮料。**2018年上半年白酒上市公司营收、净利分别增29%、40%，营收增速超行业13pct，远高于食品饮料上市公司16%、31%的水平，在主要子行业中营收增速最快，其它酒类表现平淡，葡萄酒、啤酒、黄酒营收增速均低于5%。
- **结构继续升级，复苏传导至中低档酒。**多数企业2018年上半年中高价产品增速明显高于中低价，披露产品结构的12家公司中，9家公司中高价产品增速超20%，2018年上半年行业毛利率同比大升4.7pct。2018年上半年800元以上高端酒、300-800元价位酒均延续了高景气度，同时复苏向100-300元中档酒、100元以下低档酒传导。
- **广告投放力度加大，渠道下沉和全国扩张提速。**随着品牌白酒规模的扩大，同时多家上市公司收回经销商费用，自行投放以提高资金使用效率，因此18年上半年销售费用率同比小幅降0.2pct。2018年上半年来看，上市公司普遍加大了广告宣传费投入，希望从渠道推动转向品牌拉动。2018年上半年经销商数量普遍实现增长，渠道继续扩张，进一步下沉。全国扩张明显提速，大本营外市场增速高于大本营。
- **2Q18白酒基金仓位重新上升。**根据我们估算，2Q18食品饮料板块基金全仓仓位10.7%，环比增2.3pct，白酒全仓仓位板块7.5%，环比增1.8pct。2Q18白酒公司基金重仓家数与市值双升，部分公司增长翻倍。五粮液重仓家数环比增106家，今世缘、顺鑫农业、口子窖、古井贡酒市值环比增335%、187%、187%、167%。
- **投资建议：**悲观预期已得到体现，前期回调带来优质公司建仓机会。重点推荐，舍得酒业、山西汾酒、顺鑫农业、五粮液、贵州茅台。
- **风险提示：**茅台放量导致价格出现明显回落，白酒库存超预期可能影响渠道信心，经济下行对白酒需求产生负面影响。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

目录

白酒高景气，中报再提速，继续领跑食品饮料.....	4
结构继续升级，复苏传导至中低档酒.....	7
广告投放力度加大，渠道下沉和全国扩张提速.....	11
2Q18 白酒基金仓位重新上升.....	14
投资建议：悲观预期已得到体现，前期回调带来优质公司建仓机会	16
风险提示.....	17
附：白酒中报重要信息整理.....	19
泸州老窖.....	22

图表目录

图表 1. 酒类 2017 年、18 年 1 季度、18 年 2 季度和 18 年上半年收入增速变化	4
图表 2. 1H18 白酒行业与上市公司营收增速对比	4
图表 3. 1H18 白酒行业与上市公司利润增速对比	4
图表 4. 白酒上市公司营收增速变化	5
图表 5. 白酒上市公司现金流净额同比增速对比	5
图表 6. 白酒上市公司现金流净额剔除茅五增速对比	5
图表 7. 白酒上市公司预收账款季度环比变化	6
图表 8. 白酒上市公司预收账款剔除茅五季度环比变化	6
图表 9. 白酒上市公司应收账款&应收票据季度环比变化	6
图表 10. 白酒上市公司应收剔除茅五季度环比变化	6
图表 11. 白酒上市公司产品分档次收入增速	7
图表 12. 白酒上半年提价情况梳理	8
图表 13. 18 年上半年白酒上市公司毛利率增 3.9 pct，其中 2Q18 同比增 3.3 pct	9
图表 14. 白酒上市公司 17 年上半年、18 年上半年毛利率对比	9
图表 15. 800 元以上产品报表销量增速估算	9
图表 16. 300-800 元价位产品报表销量增速估算	10
图表 17. 18 年上半年白酒上市公司销售费用率同比降 0.2pct	11
图表 18. 白酒上市公司 18 年上半年广告费用投放对比	11
图表 19. 白酒上市公司销售费用率对比	12
图表 20. 白酒上市公司 18 年上半年经销商数量对比	12
图表 21. 白酒上市公司产品分区域收入增速	13
图表 22. 1H18 白酒股票重仓基金数量	14
图表 23. 全口径基金持仓食品饮料版块估算市值占比	14
图表 24. 全口径基金持仓白酒版块估算市值占比	14
图表 25. 贵州茅台重仓口径基金仓位变化	15
图表 26. 五粮液重仓口径基金仓位变化	15
图表 27. 山西汾酒重仓口径基金仓位变化	15
图表 28. 泸州老窖重仓口径基金仓位变化	15
图表 29. 中国与全球烈性酒 18 年 PE 对比	16
附录图表 29. 报告中提及上市公司估值表	18
图表 30. 白酒上市公司产品策略	19
图表 31. 白酒上市公司营销策略	20
图表 32. 白酒上市公司渠道策略	21
图表 33. 泸州老窖 18 年半年报业绩回顾	23

白酒高景气，中报再提速，继续领跑食品饮料

白酒继续领跑食品饮料板块。18年上半年白酒上市公司营收、净利分别增29%、40%，营收增速超行业13pct，远高于食品饮料上市公司16%、31%的水平，在主要子行业中营收增速最快，其它酒类表现平淡，葡萄酒、啤酒、黄酒营收增速均低于5%。

白酒维持高景气度，中报业绩再提速。其中2季度营收较1季度环比增8pct至34%，净利环比增9pct至46%。若剔除权重较大的茅台和五粮液，18年上半年营收和净利分别增长25%、38%，环比18年1季度、2017年也继续提速。

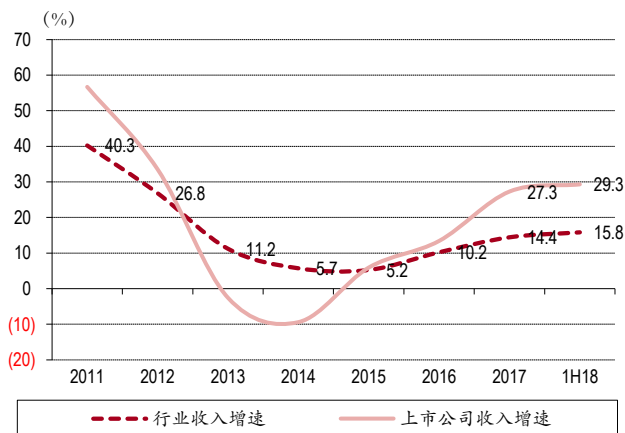
消费习惯和营销模式的变化，推动品牌白酒集中度快速提升，18年上半年上市公司市占率加速上升。2017年上市公司营收增速超行业水平13pct，18年上半年维持13pct高差距。

图表 1. 酒类 2017 年、18 年 1 季度、18 年 2 季度和 18 年上半年收入增速变化

(%)	营收增速				净利增速			
	2017	1Q18	2Q18	1H18	2017	1Q18	2Q18	1H18
食品饮料	14.8	16.5	15.4	16.0	28.3	30.8	30.5	30.7
白酒	27.3	26.2	34.0	29.3	43.5	36.5	45.7	39.9
葡萄酒	6.9	(1.9)	10.2	2.4	(4.2)	(7.8)	7.1	(4.6)
啤酒	1.2	3.6	(0.1)	1.6	10.3	14.5	12.5	13.2
黄酒	6.9	3.9	(0.6)	2.4	21.3	6.8	(5.3)	3.7

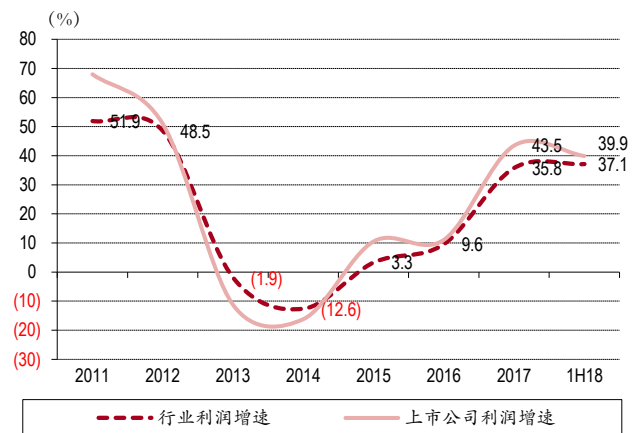
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 1H18 白酒行业与上市公司营收增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 3. 1H18 白酒行业与上市公司利润增速对比



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

复苏范围扩散至中档酒和低档酒。18家上市公司中，2017年15家增速超过10%，2018年上半年达到17家，中档酒和低档酒品牌明显提速，类似于17年的次高端，复苏范围扩散。

白酒上市公司18年中报业绩总体符合预期。其中，顺鑫农业、五粮液、山西汾酒、古井贡酒超市场预期，舍得酒业、酒鬼酒、水井坊低于市场预期。

图表 4. 白酒上市公司营收增速变化

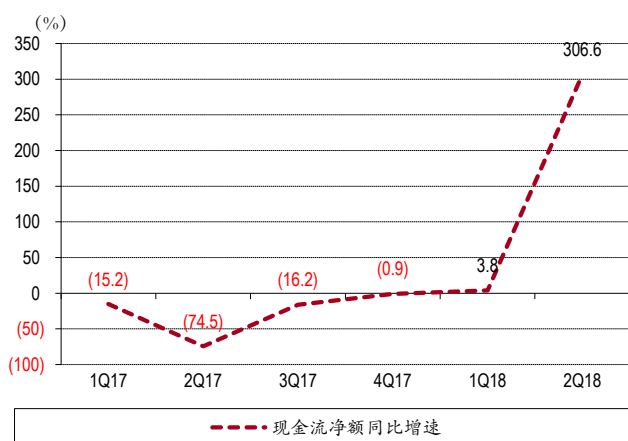
(%)	2017	1Q18	2Q18	1H18
水井坊	74.1	87.7	33.0	59.0
山西汾酒	37.1	48.6	45.3	47.4
酒鬼酒	34.1	46.1	36.6	41.3
贵州茅台	52.1	32.2	45.6	38.3
五粮液	23.0	36.8	37.7	37.1
老白干酒	4.0	6.1	75.1	31.8
今世缘	15.4	31.1	30.5	30.8
古井贡酒	15.8	17.8	48.5	30.3
洋河股份	15.9	25.7	27.0	26.1
泸州老窖	20.5	26.2	24.7	25.5
口子窖	27.3	21.0	27.5	23.7
伊力特	13.3	8.6	36.3	20.4
舍得酒业	12.1	22.0	10.0	15.8
迎驾贡酒	3.3	11.9	8.9	10.8
顺鑫农业	4.8	3.4	20.5	10.5
金徽酒	4.3	5.4	19.1	10.3
青青稞酒	(8.3)	5.0	3.0	4.4
金种子酒	(10.1)	(11.6)	7.3	(4.2)

资料来源：万得，中银证券

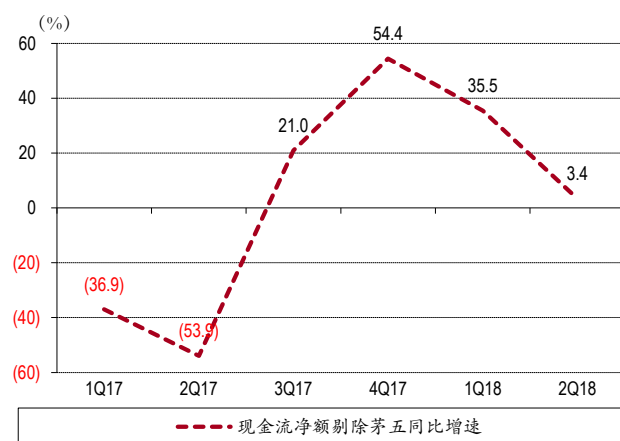
18家上市公司中现金流净额1Q18、2Q18增幅分别为4%、307%，剔除茅台、五粮液后增幅分别为35.5%、3.4%。

18年2季度，预收账款环比降54亿，主要是茅台、五粮液降幅较大。茅台预收款下降主要由于打款政策变化，账期缩短，实际上经销商打款热情很高。五粮液打款政策变化较快，参考意义不大，2季度总体维持高位，因此均无需担心。剔除茅五后环比降8亿，变化不大。

18年1、2季度应收票据+应收账款环比增77亿、2亿，1季度大增主要由于五粮液放宽了银行承兑汇票使用条件，2季度增幅明显减少。

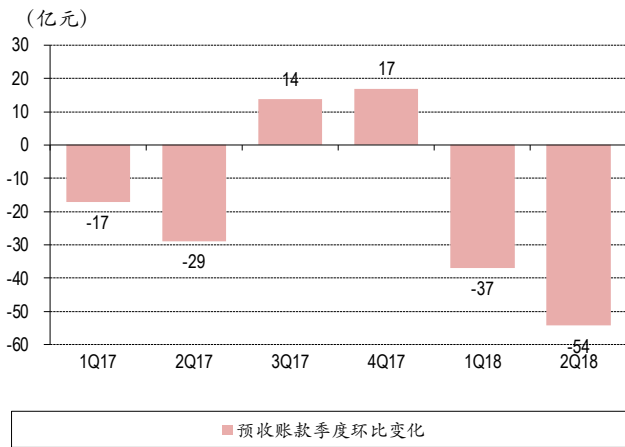
图表 5. 白酒上市公司现金流净额同比增速对比


资料来源：万得，中银证券

图表 6. 白酒上市公司现金流净额剔除茅五增速对比


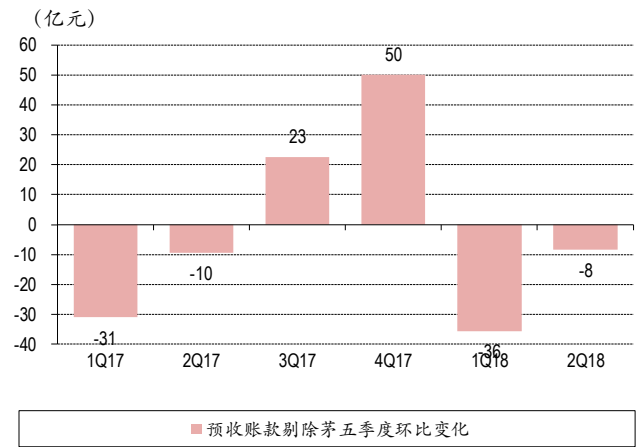
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 白酒上市公司预收账款季度环比变化



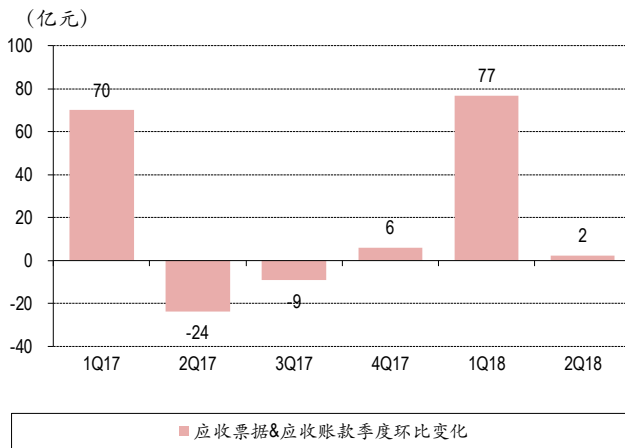
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 白酒上市公司预收账款剔除茅五季度环比变化



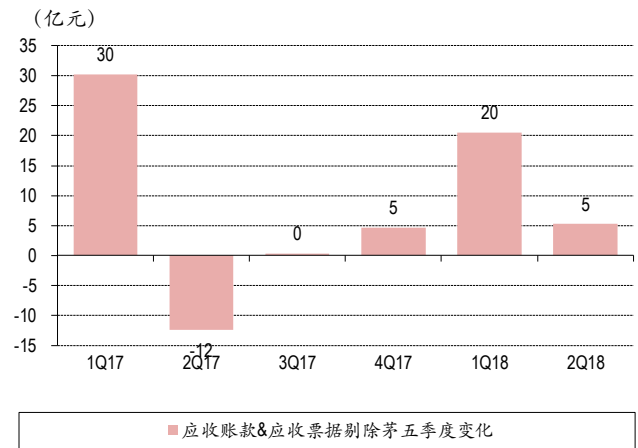
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 白酒上市公司应收账款&应收票据季度环比变化



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 白酒上市公司应收剔除茅五季度环比变化



资料来源: 万得, 中银证券

结构继续升级，复苏传导至中低档酒

多数企业 18 年上半年中高价产品增速明显高于中低价，披露产品结构的 12 家公司中，9 家公司中高价产品增速超 20%。18 年茅台价格总体维持高位，多个品牌白酒上调了出厂价或零售指导价。

图表 11. 白酒上市公司产品分档次收入增速

(%)	2016		2017		18 年 1 季度		18 年 2 季度		备注
	中高档	中低档	中高档	中低档	中高档	中低档	中高档	中低档	
贵州茅台	16	92	43	172	27	81	36	57	茅台酒、系列酒
五粮液	12	9	23	27	-	-	-	-	<120 元/500ml 为中低档
泸州老窖	81	(31)	32	25	-	-	34	6	中高档酒包括 1573、特曲系列等
山西汾酒	1	22	33	47	44	66	34	84	<100 元/升为低档酒
口子窖	10	(11)	30	(10)	24	(33)	26	(22)	低档酒是口子酒系列
迎驾贡酒	11	(2)	12	(6)	11	13	-	-	低档酒为百年迎驾贡系列、古坊系列、糟坊系列
今世缘	92	(6)	18	(13)	36	(34)	34	(27)	C 类和大曲为低档酒
水井坊	45	(81)	69	-	82	-	56	-	
沱牌舍得	45	(22)	33	(46)	26	(61)	18	(69)	低档酒为大曲系列
金徽酒	11	(21)	7	(25)	8	(35)	13	(34)	<30 元/500ml 为低档酒
酒鬼酒	10	-	38	-	-	-	35	-	酒鬼系列为高档、湘泉系列为中档，没有低档 17 年多了内参系列，定位高端人群。
青青稞酒	8	(7)	(6)	(12)	-	-	14	(26)	
伊力特	13	(14)	15	(4)	8	53	21	33	高档酒：王酒、老窖；中档酒：老陈酒、特曲
老白干	2	7	17	(3)	8	(4)	28	5	40 元以下(含 40 元)为低档产品
金种子酒	(17)	(29)	(14)	(15)	-	-	-	-	中高档：柔和系列、和泰系列、金种子系列

资料来源：公司公告，万得，中银证券

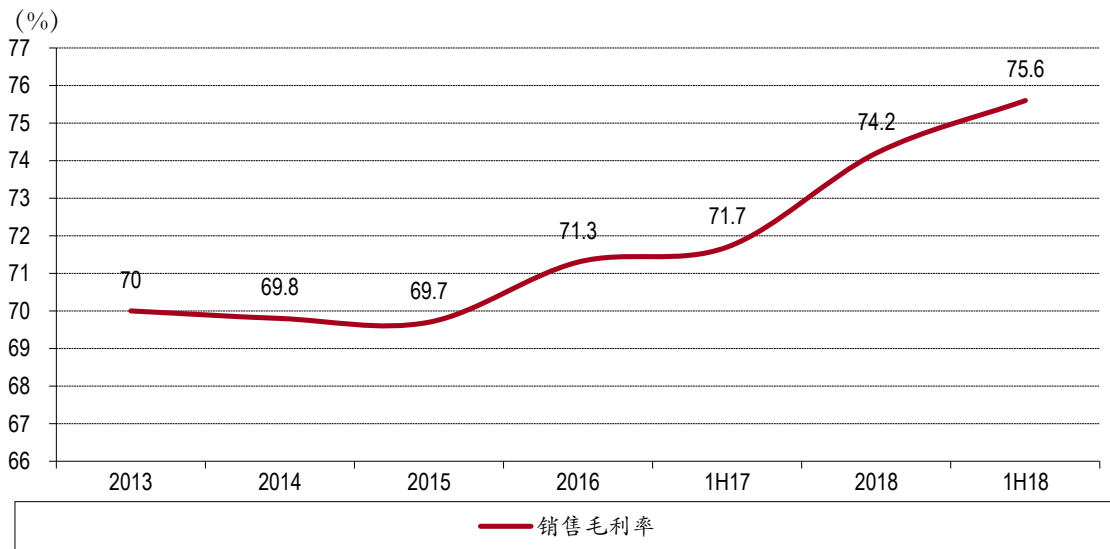
图表 12. 白酒上半年提价情况梳理

公司名称	提价日期	提价情况
贵州茅台	2017.01	出厂价上调 18%。
五粮液	2018.01	普五计划外价格上调至 839 元。
迎驾贡酒	2018.01	生态洞藏 6、洞藏 9 以及洞藏 16 的终端供货价分别上调 5 元/瓶、12 元/瓶以及 15 元/瓶。
郎酒	2018.01.15	53 度 500ml 红花郎 10 年、15 年终端建议零售价分别上调至 458 元、698 元；53 度 500ml 青花郎（20 年）终端建议零售价上调至 1198 元。
洋河股份	2018.02.15	海之蓝、天之蓝供货价每瓶分别提价 4 元、6 元； 梦 3、梦 6、梦 9 商超渠道每瓶分别上调 20 元、40 元、60 元；团购渠道分别上涨 15 元、30 元、60 元； 烟酒店渠道分别上涨 15 元、30 元、60 元。
口子窖	2018.03.01	终端产品提升 10 元/瓶，最高 30 元/瓶。
山西汾酒	2018.04	2013 年 53 度出口玻汾（500ml*12）456 元/箱，38 元/瓶； 2014 年 53 度出口玻汾（500ml*12）408 元/箱，34 元/瓶； 2015 年 53 度出口玻汾（500ml*12）396 元/箱，33 元/瓶。
古井贡酒	2018.05.09	献礼版终端零售价调至 95 元/瓶； 古 5、古 8、古 16 终端零售价分别调至 135 元/瓶、280 元/瓶、420 元/瓶。
西凤酒	2018.05.01	上调全国统一零售价（具体金额还未披露）。
泸州老窖	2018.05.21	总经销商产品结算价提 15%； 华东区域 52 度、38 度国窖 1573 经典装 500ml*6 供货价建议分别为 840 元/瓶、630 元/瓶；团购价建议分别为 880 元/瓶、680 元/瓶。 6 月 19 日 52 度国窖 1573（经典装）线上渠道最新标价 1099 元。
贵州茅台	2017.01	出厂价上调 18%。
五粮液	2018.01	普五计划外价格上调至 839 元。
迎驾贡酒	2018.01	生态洞藏 6、洞藏 9 以及洞藏 16 的终端供货价分别上调 5 元/瓶、12 元/瓶以及 15 元/瓶。
郎酒	2018.01.15	53 度 500ml 红花郎 10 年、15 年终端建议零售价分别上调至 458 元、698 元；53 度 500ml 青花郎（20 年）终端建议零售价上调至 1198 元。
洋河股份	2018.02.15	海之蓝、天之蓝供货价每瓶分别提价 4 元、6 元； 梦 3、梦 6、梦 9 商超渠道每瓶分别上调 20 元、40 元、60 元；团购渠道分别上涨 15 元、30 元、60 元； 烟酒店渠道分别上涨 15 元、30 元、60 元。
口子窖	2018.03.01	终端产品提升 10 元/瓶，最高 30 元/瓶。
山西汾酒	2018.04	2013 年 53 度出口玻汾（500ml*12）456 元/箱，38 元/瓶； 2014 年 53 度出口玻汾（500ml*12）408 元/箱，34 元/瓶； 2015 年 53 度出口玻汾（500ml*12）396 元/箱，33 元/瓶。
古井贡酒	2018.05.09	献礼版终端零售价调至 95 元/瓶； 古 5、古 8、古 16 终端零售价分别调至 135 元/瓶、280 元/瓶、420 元/瓶。

资料来源：公司公告、微酒新闻、中银证券

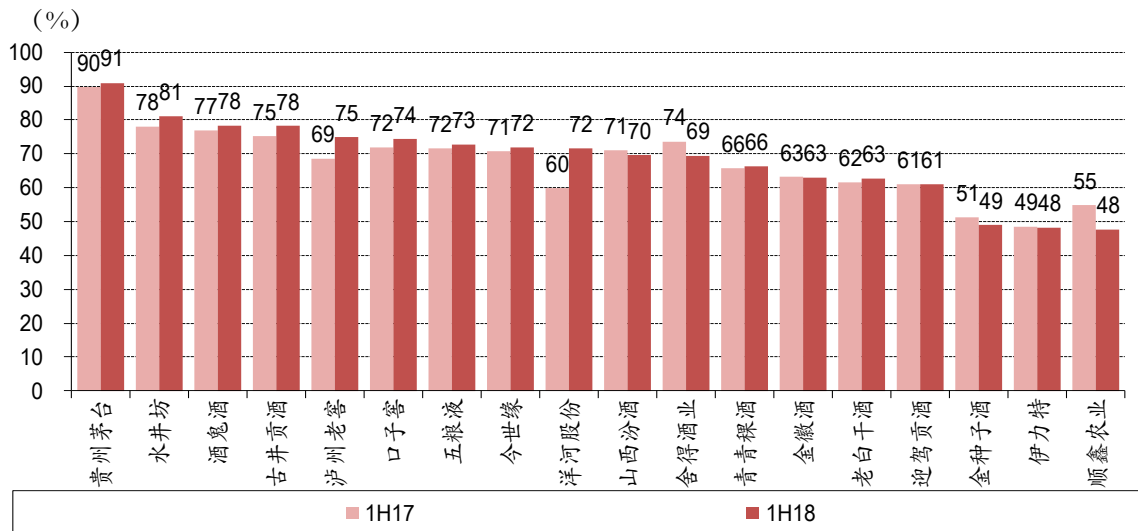
18 年上半年白酒上市公司毛利率同比大幅提升 3.9pct，在消费升级和集中度提升的背景下，预计毛利率将维持上升态势。

图表 13. 18 年上半年白酒上市公司毛利率增 3.9 pct，其中 2Q18 同比增 3.3 pct



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 白酒上市公司 17 年上半年、18 年上半年毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

2018 年上半年 800 元以上高端酒、300-800 元价位酒均延续了高景气度，包括茅台、五粮液、1573、水井坊、山西汾酒、舍得等，同时复苏向 100-300 元中档酒、100 元以下低档酒传导，顺鑫农业、古井贡酒、今世缘、口子窖、洋河股份 18 年中报业绩超预期，复苏范围扩散，类似于 17 年的次高端。

图表 15. 800 元以上产品报表销量增速估算

(%)	2016	2017	1H18
茅台	16	32	13
五粮液	5	12-15	25

资料来源：公司公告、微酒新闻、中银证券

图表 16. 300-800 元价位产品报表销量增速估算

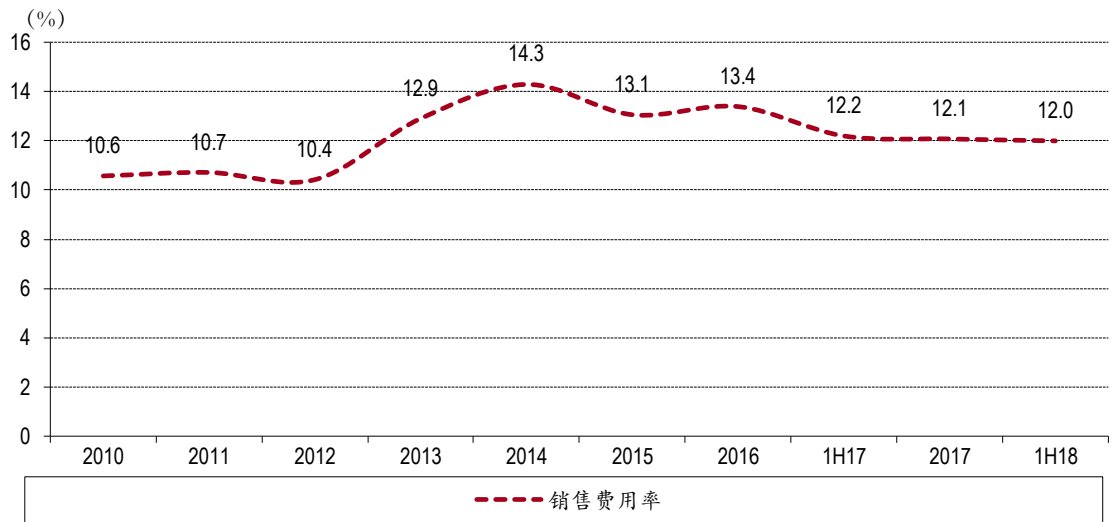
产品	2016	2017	1H18
1573	80-90%	50%	30%
梦之蓝	30%以上	50%以上	50%
品味舍得	60-70%	80%以上	60-70%
水井坊系列	50%	60%以上	40%
青花系列	5%	40-50%	50-60%
汾酒金奖 20 年	10%	50-60%	10%

资料来源：公司公告、微酒新闻、中银证券

广告投放力度加大，渠道下沉和全国扩张提速

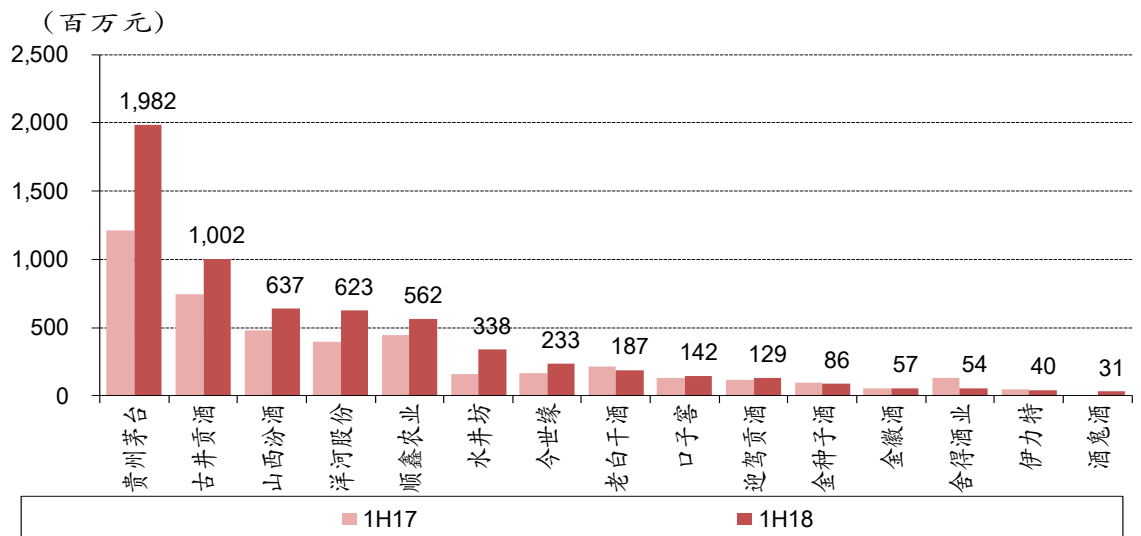
随着品牌白酒规模的扩大，同时多家上市公司收回经销商费用，自行投放以提高资金使用效率，因此18年白酒上市公司销售费用率同比小幅降0.2pct。18年上半年上市公司普遍加大了广告宣传费投入，从渠道推动转向品牌拉动。

图表 17. 18年上半年白酒上市公司销售费用率同比降0.2pct



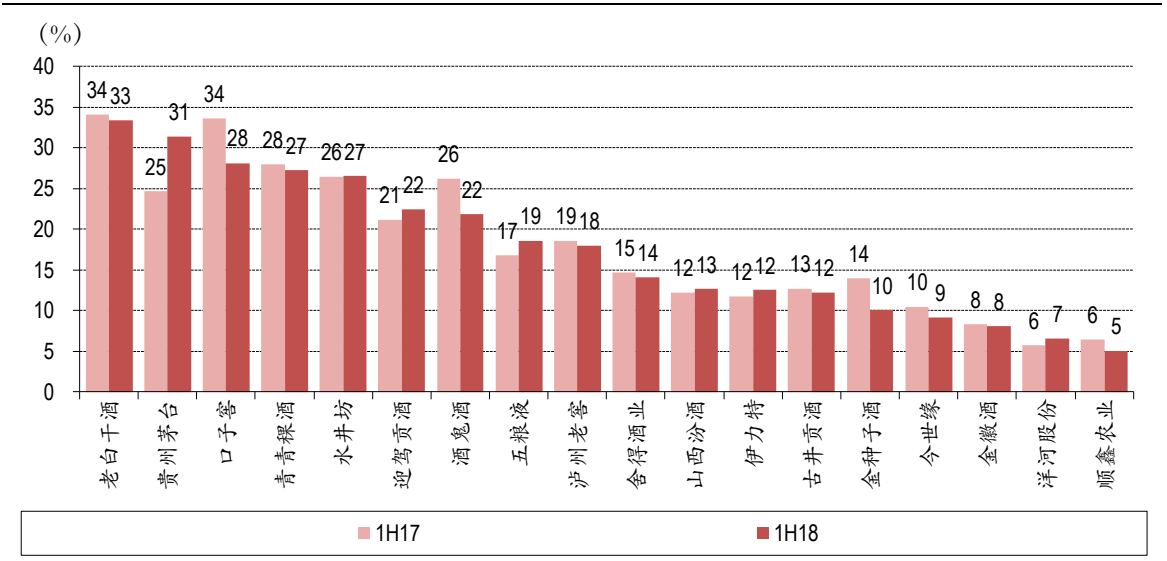
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 白酒上市公司 18年上半年广告费用投放对比



资料来源：万得，中银证券

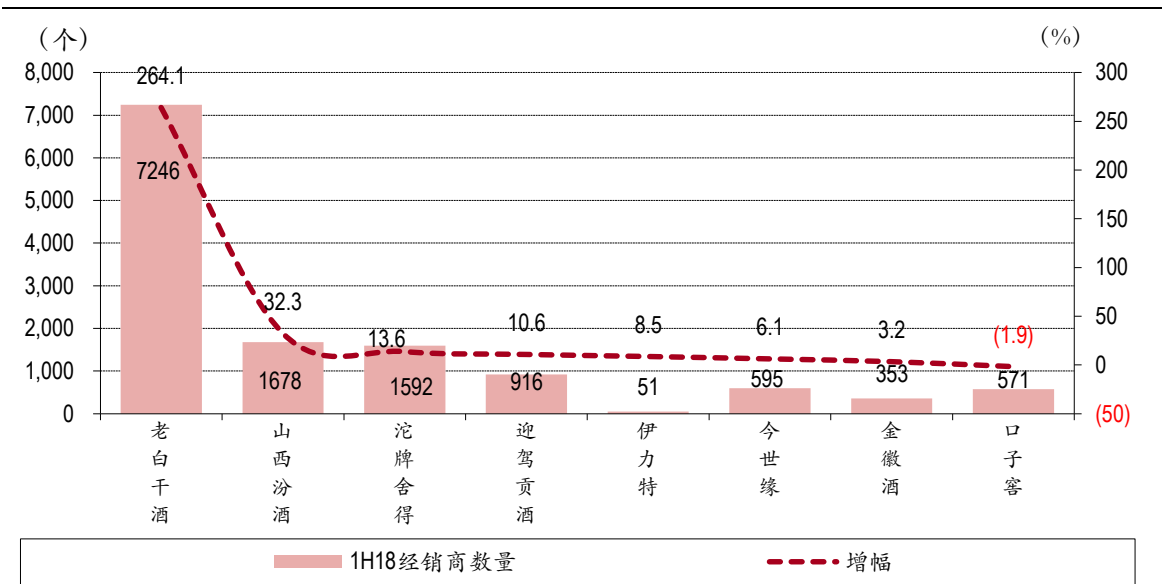
图表 19. 白酒上市公司销售费用率对比



资料来源: 万得, 中银证券

18年上半年经销商数量普遍实现增长, 渠道继续扩张, 进一步下沉。山西汾酒招商速度加快, 18年上半年经销商数量增22%。老白干数量增长最快, 达264%, 主要由于武陵酒等并表。多家白酒上市公司可控终端门店数量大幅增长, 渠道进一步下沉, 包括汾酒、舍得、水井坊等。

图表 20. 白酒上市公司 18年上半年经销商数量对比



资料来源: 万得, 中银证券

全国扩张明显提速。分析 11 家中报披露分区域收入的上市公司, 大本营外市场增速高于大本营。

图表 21. 白酒上市公司产品分区域收入增速

(%)	2016		2017		18 年 1 季度		18 年上半年		备注
	省内 (大本营)	省外	省内 (大本营)	省外	省内 (大本营)	省外	省内 (大本营)	省外	
洋河股份	(3)	22	12	20	—	—	20	30	江苏
泸州老窖	14	30	(7)	49	—	—	—	—	西南
山西汾酒	5	9	46	26	46	52	43	53	山西
古井贡酒	19	(11)	19	6	—	—	—	—	华中
口子窖	18	(19)	31	11	20	34	23	33	安徽
迎驾贡酒	4	6	6	0	11	13	9	12	安徽
今世缘	5	10	15	4	—	—	31	36	江苏
水井坊	33	51	51	80	120	85	64	61	四川
沱牌舍得	3	33	(3)	29	4	22	22	2	川渝
青青稞酒	9	(4)	(7)	(15)	—	—	9	(10)	青海
金徽酒	3	8	5	2	6	3	9	25	甘肃
酒鬼酒	66	(40)	11	99	—	—	47	30	华中
伊力特	10	(20)	13	16	14	1	13	67	新疆
老白干	17	(18)	27	(55)	3	15	—	—	华北

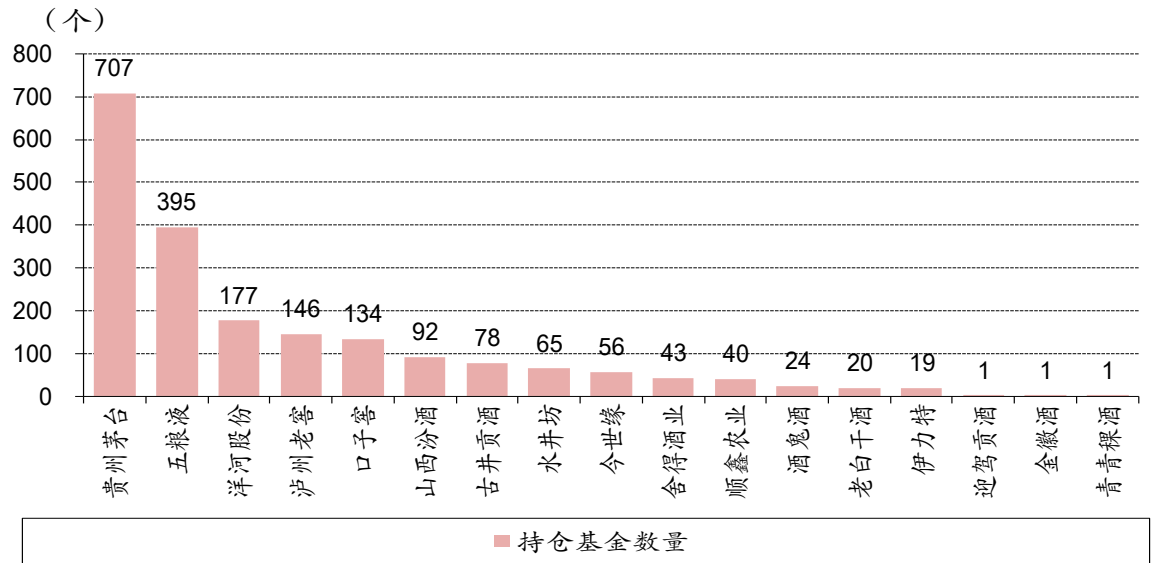
资料来源：公司公告，万得，中银证券

2Q18 白酒基金仓位重新上升

根据我们估算，2Q18 食品饮料板块基金全仓仓位 10.7%，环比增 2.3pct，白酒全仓仓位板块 7.5%，环比增 1.8pct。

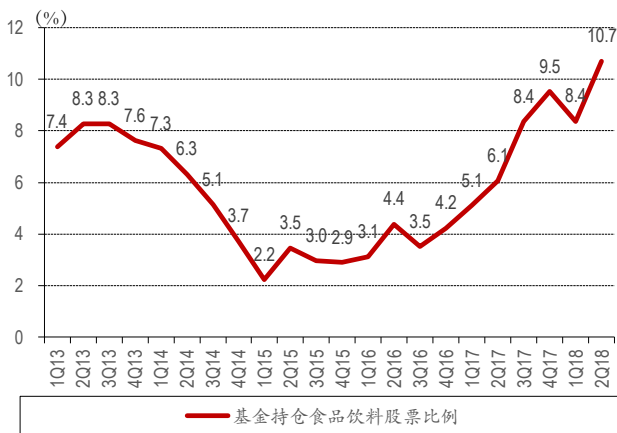
白酒公司市值及重仓家数双升，部分公司增长翻倍。2Q18 白酒公司基金重仓家数与市值双升，部分公司增长翻倍。五粮液重仓家数环比增 106 家，今世缘、顺鑫农业、口子窖、古井贡酒市值环比增 335%、187%、187%、167%。

图表 22. 1H18 白酒股票重仓基金数量



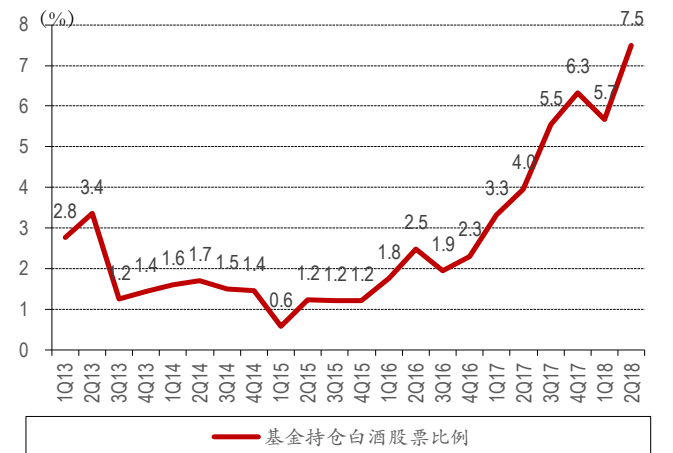
资料来源：万得，中银证券

图表 23. 全口径基金持仓食品饮料板块估算市值占比



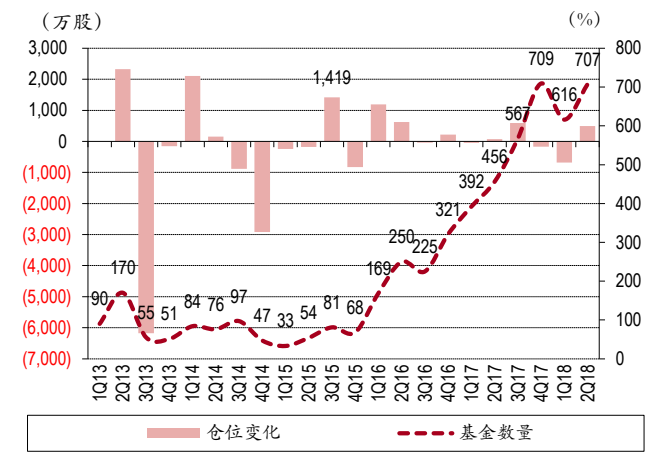
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 全口径基金持仓白酒板块估算市值占比



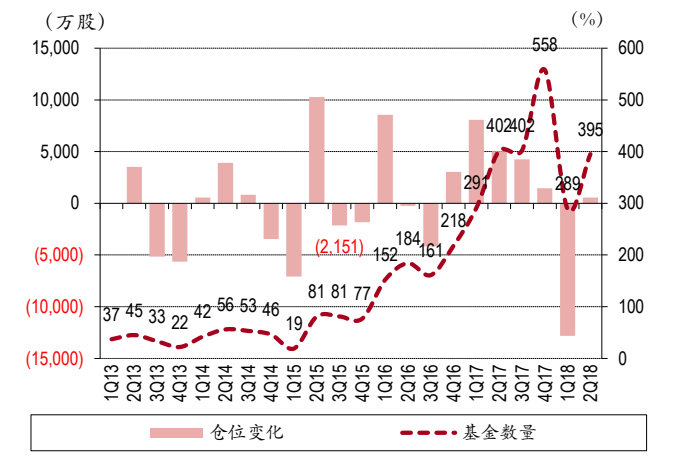
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 贵州茅台重仓口径基金仓位变化



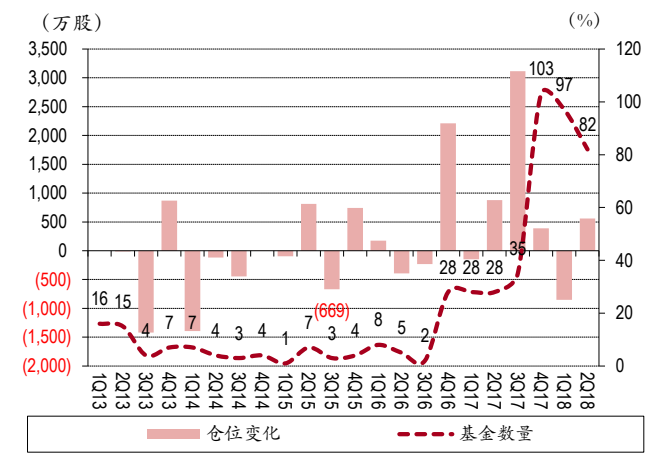
资料来源: 万得, 中银证券

图表 26. 五粮液重仓口径基金仓位变化



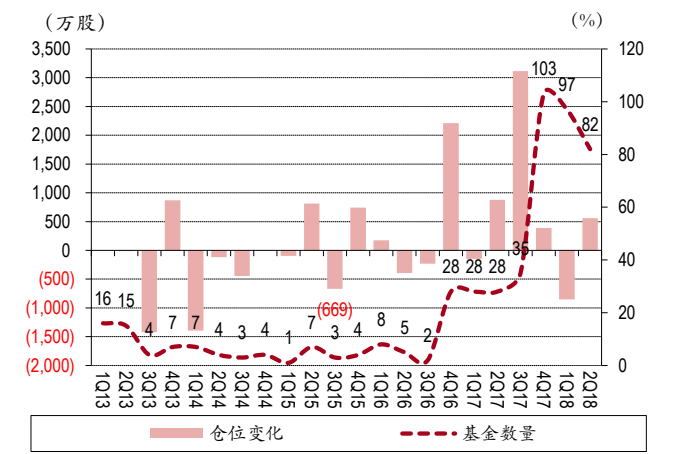
资料来源: 万得, 中银证券

图表 27. 山西汾酒重仓口径基金仓位变化



资料来源: 万得, 中银证券

图表 28. 泸州老窖重仓口径基金仓位变化



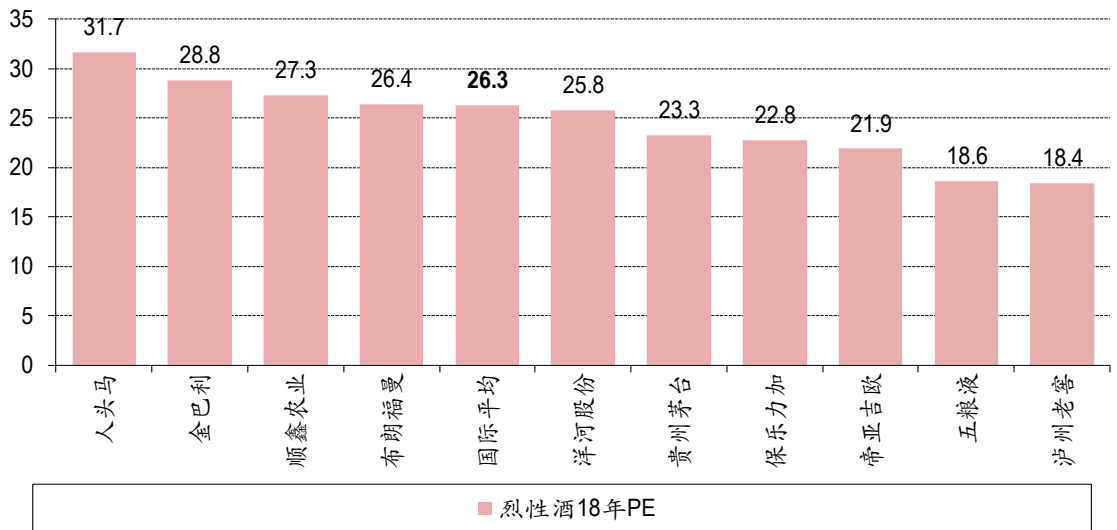
资料来源: 万得, 中银证券

投资建议：悲观预期已得到体现，前期回调带来优质公司建仓机会

财富效应可能引发短期波动，长期因素并未变化，悲观预期已得到体现，前期回调带来优质公司建仓机会。7-8月市场对白酒需求判断较为悲观，一方面社零数据较差，投资者对消费担忧加剧，另一方面，6-8月草根调研反馈不理想。（1）社零数据受到农历节假日提前延后以及电商集中活动的影响，月度波动较大，可以尽量忽略短期波动，把握长期趋势。2018年4-7月社零总额同比增8.9%（增速同比降1.8pct），其中2018年4-7月烟酒类零售额同比增8.0%，降1.2pct，增速虽然放缓，但幅度并不大。从历史数据看，居民人均可支配收入不断提升是居民消费增长的主要驱动力，2Q18全国居民人均可支配收入同比增8.6%（同比降0.6pct），并未出现明显下滑。（2）根据我们6-7月份的白酒渠道草根调研，有白酒经销商反馈消费意愿减弱，我们判断财富效应可能是短期需求波动的主因，年初至今全部A股跌幅较大，同时18年各地房价也表现低迷。但行业增长的长期驱动因素并未发生变化，包括人均收入增长和集中度提升，股价回调反而带来优质公司建仓机会。

重点推荐：舍得酒业、山西汾酒、顺鑫农业、五粮液、贵州茅台。

图表 29. 中国与全球烈性酒 18 年 PE 对比



资料来源：万得，中银证券

注：股价截至2018年9月4日

风险提示

茅台放量导致价格出现明显回落。

白酒库存超预期，可能影响渠道信心。如果跟踪的白酒库存量超预期，可能会影响渠道信心，进而影响白酒行业增长。

经济下行对白酒需求产生负面影响。如果经济出现显著下行，可能会对白酒消费需求，特别是中高端白酒消费需求造成显著影响。

附录图表 29. 报告中提及上市公司估值表

	代码	股价 (元)		每股收益 (元)			市盈率		评级
		2018/9/4	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
贵州茅台	600519.SH	675	21.56	29.01	35.87	31.3	23.3	18.8	买入
五粮液	000858.SZ	62.8	2.49	3.38	4.27	25.2	18.6	14.7	买入
山西汾酒	600809.SH	47.6	1.09	1.90	2.75	43.7	25.1	17.3	买入
洋河股份	002304.SZ	115.1	4.40	5.50	6.65	26.2	20.9	17.3	增持
泸州老窖	000568.SZ	43.3	1.75	2.35	2.86	25.6	18.4	15.1	增持
水井坊	600779.SH	39.9	0.69	1.16	1.56	58.1	34.4	25.6	增持
顺鑫农业	000860.SZ	43.0	0.77	1.22	1.96	55.9	35.3	22.0	买入
舍得酒业	600702.SH	27.0	0.43	1.17	1.80	63.5	23.1	15.0	买入

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2018 年 9 月 4 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

附：白酒中报重要信息整理

图表 30. 白酒上市公司产品策略

公司名称	产品策略
泸州老窖	构建传统中式白酒、以传统中式白酒为基础的养生酒和创新酒类产品“三大品系”；
古井贡酒	加快产品结构上移，向次高端和高端产品发力。
酒鬼酒	主导产品内参酒、酒鬼酒的收入、销量、价格稳中有升，全国性战略单品内参酒、高度柔和红坛酒鬼酒营业收入稳步增长。
五粮液	系列酒品牌“三聚焦”原则加速落地，品牌清理有序推进。系列酒按照“向中高价位产品聚焦、向自营品牌聚焦、向优势品牌聚焦”的原则，加快完善“从次高端到中端到低端”的系列酒重点品牌构建。
顺鑫农业	产品线方面，公司紧紧围绕清香型“二锅头”和浓香型“百年”两大系列进行产品开发，形成了涵盖低、中、高数百余种单品，全力推广百年系列、珍品陈酿等产品，着力打造高中低端系列明星产品集群。
伊力特	继续深化与盛初咨询公司的合作，对伊力特核心价值进行了深度提炼、并将产品价格体系、招商策略、招商布局、渠道支持、经销商的管理等基础工作进行了重新梳理，酝酿打造以“壹号窖”为代表的升级换代产品，固化企业改革决心，为进一步打造伊力特核心单品奠定了基础。
金种子酒	公司白酒产品主要有浓香型白酒金种子系列酒、种子系列酒、和泰系列酒、醉三秋系列酒和颍州系列酒，馥合香型白酒金种子中国力量等。产品结构调整引领营销变革。聚焦金种子中国力量和金种子年份酒，加快产品结构升级；新研发健康酒养小健，开创健康青春小酒新品类。
贵州茅台	上半年，茅台酒市场反应总体符合预期，酱香系列酒持续稳中向好，整体发生了可喜变化。
老白干酒	主要产品为衡水老白干系列酒、承德乾隆醉系列酒、文王贡系列酒、武陵系列酒、孔府家系列酒。
舍得酒业	公司在坚持聚焦的前提下，着眼未来构建品牌矩阵，培育超高端白酒品牌吞之乎、中档白酒品牌陶醉、青春小酒沱小九。
水井坊	2017年公司陆续推出高端产品典藏大师版和超高端产品水井坊菁翠。在此基础上，2018年上半年，公司持续在市场上推动高端化工作。
山西汾酒	公司将汾酒科技开发公司和汾酒创意定制公司联合运营，联合进行产品开发和市场开拓，加速科研成果转化，推进了酒类资源整合；成立汾牌系列酒营销公司与汾牌管理中心，实现了公司个性化品牌生产统一调度、品牌系统运营；公司“汾酒”、“竹叶青”两大品牌在销售队伍、经销网络、资源配置等方面实现了一体化运营，利用汾酒目前品牌、渠道资源优势，有效带动了竹叶青酒的市场复苏。
迎驾贡酒	全面梳理现有价格体系，结合产品定位、市场差异、渠道特点等统筹考虑，合理分配各层级利润；
今世缘	今世缘品牌定位为“中国人的喜酒”，高沟品牌定位为“正宗苏派老名酒”；聚焦主导产品，突出打造了四开国缘大单品，升级了今世缘省内典藏产品，统一了省内外主导产品形象。同时精简区域BC类产品102款，实现了产品聚焦和销售同比的回升，主导产品地位逐渐凸显。
口子窖	口子坊、口子窖系列中高档白酒产品。目前公司形成了高、中、低档全系列的产品序列。
金徽酒	公司主导产品涵盖“金徽年份”、“金徽正能量”、“柔和金徽”、“世纪金徽星级”、“金徽曲酒”等多个系列，产品具有“只有窖香没有泥味”的独特物理属性。
青青稞酒	公司重点打造的形象产品——有机酒金宝，持续不断的针对酒体和包装进行升级优化。作为公司重点培育的大单品小酒“天佑德小黑青稞酒”销售持续增长。

资料来源：公司公告、中银证券

图表 31. 白酒上市公司营销策略

公司名称	营销策略
泸州老窖	继续坚持双品牌战略和五大单品战略不动摇，坚持国窖 1573“浓香国酒，让世界品味中国”和泸州老窖“浓香正宗，中国味道”的定位不动摇；坚定不移地实施打造高端品牌、策划高端宣传、吸附高端群体的品牌塑造策略，强力拉升品牌形象。通过国窖 1573 系列产品抢占高端市场，重塑企业与品牌形象；充分发挥老字号特曲、6080 特曲、窖龄酒各自优势，形成腰部支撑；把握大众产品竞争机遇期，力争实现头二曲大众市场覆盖率第一，强化塔基作用。
古井贡酒	推动数字化营销转型，战略“5.0”进一步落地。
酒鬼酒	实施品牌拉动战略，围绕“生态酒鬼、文化酒鬼、馥郁酒鬼”品牌核心价值链，推动品牌“高端引领、高优结构、高精定位、高效投入、高雅体验”。公司成立接待中心，面向客户组织“酒鬼酒产地文化生态游”，实地体验酒鬼酒独特的生态品质、馥郁品类和文化品位；面向金融证券圈和上市公司进行“品内参”高端圈层体验；面向文化名人和专家学者，通过“内参诗酒文化社”举行主题沙龙分享品牌文化和品牌思想；面向商务和大众消费者，广泛开展宴席餐饮体验和品鉴酒店体验。
五粮液	五粮液品牌推广与宣传成效显著。按照“以核心消费群体培育为中心，打造品牌力”的总体要求，上半年公司启动了公司高层“走访大企业”活动，通过走访，与更多的高端商务消费圈群建立了联系，搭建了良好的互动平台；同时，公司紧紧围绕五粮液“品牌提升和价值重塑”，大幅提升传统户外媒体利用率和覆盖率。
顺鑫农业	公司白酒“牛栏山”在“正宗二锅头，地道北京味”的民酒产品定位下，着力打造成为“民酒”中的“名酒”。上半年，公司发力营销战略创新，有序推进明星工程、梦之蓝梦想汇等各项工作，积极创新品牌传播方式，冠名央视的《经典咏流传》、开展“梦之蓝·敬我最尊敬的人”等活动，推动了梦之蓝等高端品牌形象升级，公司的品牌势能进一步集聚，并助力公司营销业绩稳健增长。
洋河股份	公司入选“2018 世界最具价值品牌 500 强”，排名第 215 位，较去年提升 175 个位次；在“全球烈酒品牌价值 50 强”排行榜上，位列中国第二 全球第三位，正式由中国老八大名酒走向世界新八大名酒。同时，公司连续两年入选“BrandZ2018 最具价值中国品牌 100 强”，位居榜单第 49 位。
伊力特	公司围绕“品牌重生，营销转型”的经营方针。
金种子酒	机构改革推动营销升级。通过内部管理组织架构调整，核心产品事业部运作。同时，定制酒事业部、电商事业部作为新型销售渠道，对公司传统产品的销售起到了良好的补充作用。
贵州茅台	按照“保目标、补短板、强后劲、谋长远”的主线，紧扣生产、销售、管理等重心任务，深入落实年度经营计划。
老白干酒	衡水老白干继续实施聚焦战略，与乾隆醉酒携手深化河北核心区域市场建设，把资源和力量向消费者集中，加快营销转型。公司通过婚宴、商务、地推、大型品牌会销等营销活动，着力构建“企业—消费者”一体化关系，通过免费品尝、品鉴会、演唱会、品牌会销、基地游等形式，形成口碑传播，拉近与消费者的距离，促进了公司白酒市场竞争力的不断提升。
舍得酒业	在白酒销售方面，公司改变 2016 年改制以前重生产轻营销的模式，建立了数千人的专业营销团队，形成了分事业部运作，高度扁平至区县的经销商代理模式。公司不断加强对市场、渠道及消费研究，通过行业首创的自建品牌 IP《舍得智慧讲堂》打造品牌，整合媒介、公关、互联网等多种手段提升品牌知名度和美誉度，不断提升品牌价值。携手央视联合 9 大国家级博物馆，打造大型文博综艺节目《国家宝藏》。创新升级品鉴会，打造行业标杆。2018 年上半年，公司全面升级品鉴会体验，通过“水井坊壹席”，将品鉴会品牌化。升级后的“水井坊壹席”是以“水井坊·典藏大师版”搭配匠心烹制的佳肴，为目标消费者带来专属的宴饮体验，让其感受到“壹席”带来的高端性，并有力拉动了产品销售。继续围绕“600 年，每一杯都是活着的传承”品牌定位，进行更符合消费者洞察的沟通，强化品牌特有印记。
水井坊	深化品牌传播策略，提升立体化品牌建设。陆续在山东济南、河南郑州举办“行走的汾酒”大型主题文化营销活动，通过文化传播、历史解读引导经销商和消费者全面了解汾酒，通过文化助力市场营销；全面开启“汾酒全球品质行”，先后登陆巴菲特股东大会中美投资人会议、哈佛中国论坛、中美企业峰会、波兰国际食品展、中俄品质对话等国际性财经、文化、质量及行业交流平台，在全球范围内引发极大关注、新闻浏览量屡创新高；广泛传播“汾酒新声音”，与央视《国家记忆》《朗读者》《对话》以及凤凰卫视、北京卫视等电视媒体的多个品牌栏目进行深度合作，进一步宣传汾酒品牌形象。
山西汾酒	坚持“品牌引领、资源聚焦、核心区域高占有”的营销战略，以点带面，从线到面，加速布局生态洞藏系列等中高档产品；在平台上开展“迎驾洞藏—我的大学”助梦计划评选等活动，增加与粉丝的互动性；加强消费者互动，策划了“寻找安徽搅蛋王”、“寻找品酒师”、“品生态迎驾，倡绿色出行”等活动，积极筹备各地演唱会，提升消费者对产品和品牌的认知度、记忆度，增加认同感。
迎驾贡酒	公司以“缘”文化为核心，以“酒”为载体，培育今世缘文化体系，打造了独具特色的企业品牌形象。具有“中华缘文化代表品牌”的品牌地位、“中华缘文化传承人”的文化地位，今世缘努力塑造“中国人的喜酒”品牌形象，国缘重新确立了“中国高端中度白酒”的定位。
今世缘	一是实施精准营销，强化“千网工程”，加大核心店、金网店建设，加强对经销商的管理、细化考核方式，维护市场，促进终端动销；二是省内成熟、成长性市场以世纪金徽五星和金徽十八年为主导，省外市场重点打造金徽正能量系列大单品，实现中高端市场大突破，围绕开拓中高端市场聚焦产品线、渠道和核心消费者。
金徽酒	通过中酒云营销系列工具的落地，为传统酒企提供了全产业链“+互联网”的解决方案，将酒企营销的每个环节和步骤进行数据化，从而实现精细化管理和可视化监测。
青青稞酒	

资料来源：公司公告、中银证券

图表 32. 白酒上市公司渠道策略

公司名称	渠道
泸州老窖	扩大区域市场会战规模，统一规划、统一配置、统一调度品牌团队及营销资源，推进市场精耕，整体成效显著。
古井贡酒	筑牢安徽市场，加快河南市场建设。加大战略节点市场推广力度，建立品牌制高点，辐射全国。
酒鬼酒	聚焦核心战略市场，优化市场布局，继续推动渠道下沉，强化直控终端，推进终端核心店和售点网络建设。上半年，核心市场湖南大区销售占比约 41%，战略市场（京津冀、山东、河南）销售占比约 23%，核心及战略市场的核心店实现较快增长，酒鬼酒主要产品紫坛、红坛、黄坛覆盖率稳步提升。
五粮液	“百城千县万店”工程稳步推进。公司继续坚持“以核心终端建设为基础，以核心消费群培育为中心”，持续全面推进“百城千县万店”工程，采取稳步推进策略，更加强调工程建设的质量。3.商家结构得到进一步优化。公司持续实施“优质投放”的计划管理原则，将有限的五粮液产品资源向重点市场、核心终端和“百城千县万店”工程取得成效的市场倾斜，进一步优化商家结构。同时，公司也进一步提高了新商家选择标准。
顺鑫农业	牛栏山已经拥有了包括河北、内蒙、江苏等多达 18 个亿元级省级市场，外埠市场销售收入逐年提高，重点发展的长江三角洲市场，销售收入同比增长 78%；湖南市场，销售收入同比增长 103%；新疆市场，销售收入同比增长 160%，全国化布局成效显著。未来几年，公司将重点打造“样板市场群”，在长三角、珠三角、华北、东北和西北，甄选并培育 5-10 个外阜重点市场，形成 5-10 亿元销售规模的省级样板市场。
伊力特	司紧紧围绕主业做大、做强，不断优化资源配置，加快企业主动走出去的步伐，与微酒联合开展了“区域名酒全国化论坛”；加速构建经销商、直销加线上销售的三足鼎立销售模式，与四川华龙祥酒业、1919、酒仙网等实力资源兼具的经销商达成合作共识；
金种子酒	省内持续渠道下沉，实施市场精细化运作，品牌持续提升；省外加大环安徽拓展，环安徽省份销售网络进一步强化。
老白干酒	2018 年 4 月，公司并购丰联酒业后，加快整合，优化资源配置，充分发挥衡水老白干酒在品牌、管理团队、区域市场优势，并依托丰联酒业在不同区域市场的优势和客户资源，有效整合和共享双方的销售渠道，优化资源配置，充分发挥协同效应，实现优势互补，在不断增强河北省内市场竞争力的同时，有序拓展省外市场，不断的提升公司的市场占有率和综合竞争力，推动公司快速的发展。
舍得酒业	公司加强市场布局，优先推动舍得的全国化布局，全力构建以核心渠道为基础，以消费者培育为中心的营销模式。
水井坊	公司着力开拓河北、山东、江西、陕西和广西五大新兴核心市场，并取得了较为良好的业绩增长。上述五大新兴核心市场与原十大核心市场一起成为水井坊业绩增长的主要来源。而在具体市场拓展方面，公司坚定不移地贯彻“蘑菇战术”，对优势市场精耕细作，并借此带动周边协同发展。
山西汾酒	明确营销系统各级责任、权力和激励政策，对市场费用审批及核报充分授权，坚持以“费用落地”为核心，鼓励各区域做基础建设，提升了产品价格管控能力；夯实核心终端建设，逐步实现市场费用方案网络签批的全国化，不断扩大系统终端管理系统范围，基本实现了对各地终端情况的实时掌控，切实提高了大数据运用及信息分析的能力。
口子窖	省内市场巩固提升基础面，深化渠道基础，紧盯高端市场份额，实现口子窖系列产品全覆盖，同时寻求中档以上产品的全面均衡化发展。省外市场以点带面，点状发展，板块化布局，一批具有实力、队伍的省内经销商进入省外重点区域发展，推进全国化市场的初步布局。
金徽酒	公司销售网络已覆盖甘肃、宁夏、陕西、新疆、西藏等西北市场，进一步巩固公司在西北区域的强势品牌地位。
青青稞酒	2018 年上半年，公司确定“扎根青海、拓展西北、布点全国”策略，不断优化青海省内扁平化管理组织。

资料来源：公司公告、中银证券



000568.SZ

增持

价格: 人民币 42.73

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(32.8)	(11.1)	(36.4)	(18.2)
相对新华富时 A50 指数	(9.3)	(10.5)	(20.3)	3.7

发行股数(百万)	1,465
流通股(%)	96
流通股市值(人民币 百万)	60,697
3个月日均交易额(人民币 百万)	535
净负债比率(%)	(56)
主要股东(%)	
泸州老窖集团有限责任公司	26

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2018年9月4日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

泸州老窖

业绩符合预期, 期待改革推进

泸州老窖公布 18 年半年报。2018 年上半年实现营收 64.2 亿, 同比增 25.5%, 净利 19.7 亿, 同比增 34.1%, 每股收益 1.34 元。2Q18 营收和净利分别为 30.5 亿和 9.1 亿, 营收同比增 24.7%, 净利增 35.7%。公司期末预收款 10.9 亿。业绩符合市场预期。

支撑评级的要点

- 1H18 收入同比增 25.5%, 其中 2Q18 同比增 24.7%, 保持稳健增长。(1) 分产品看, 高档酒 (1573 为主) 和中档酒 (特曲系列等) 收入均实现较快增长, 分别增 33% 和 35%, 低档酒小幅增长 6%。公司通过让世界品味中国之旅、七星盛宴、国窖荟、酒香堂等活动, 加强意见领袖和核心消费者的培育与争取, 1573 维持较快增速。中档酒提速, 估计老字号特曲、窖龄酒稳健增长, 受益于 1-3 吨小型团购商增加, 估计特曲 60 版增速最快。低档酒面临的销售压力加大。(2) 分区域看, 估计新开发的华东、华南市场增速较快, 西南市场稳健增长。
- 1H18 净利增 34%, 其中 2Q18 同比增 36%, 利润率提升主要来自于毛利率上升。上半年高中低档酒毛利率分别同比-0.2、+5、+12pct, 17 年公司高中低档酒均有提价, 不过我们判断 1573 提价部分主要返还给了终端, 而中档酒和低档酒提价对毛利率的正面影响较为明显。
- 期待改革尽快推进, 重新驶入发展的快车道。管理团队 15 年上台后, 对品牌做了重新梳理, 调整销售团队和经销商, 推动营销活动落地, 我们认为团队能力十分优秀。由于五粮液、山西汾酒等同行推进国企改革后, 取得了较好的效果, 希望公司能够尽快推进改革, 完善高管团队激励机制, 重新驶入发展快车道。

评级面临的主要风险

- 茅台价格回落。

估值

- 我们预计 2018-19 年 EPS 分别为 2.35、2.86 元, 同比增 35%、22%。公司品牌价值突出, 管理团队能力优秀, 近期估值回落至较低水平, 首次覆盖给予 **增持** 评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	8,304	10,395	13,152	15,575	18,342
变动(%)	20	25	27	18	18
净利润(人民币 百万)	1,928	2,558	3,446	4,187	5,048
全面摊薄每股收益(人民币)	1.316	1.746	2.353	2.858	3.446
变动(%)	30.9	32.7	34.7	21.5	20.6
全面摊薄市盈率(倍)	32.9	24.8	18.4	15.1	12.6
价格/每股现金流量(倍)	22.6	17.2	19.8	15.6	12.9
每股现金流量(人民币)	1.92	2.52	2.19	2.78	3.36
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.3	16.5	12.2	9.6	7.7
每股股息(人民币)	0.802	0.947	1.276	1.550	1.869
股息率(%)	1.9	2.2	2.9	3.6	4.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 33. 泸州老窖 18 年半年报业绩回顾

(人民币, 百万)	2Q17	2Q18	同比增长(%)	1H17	1H18	同比增长(%)
营业收入	2,446	3,050	24.7	5,116	6,420	25.5
营业成本	814	757	(7.0)	1,608	1,611	0.2
毛利率(%)	66.7	75.2	8.5	68.6	74.9	6.3
毛利	1,632	2,294	40.5	3,508	4,810	37.1
税金及附加	307	376	22.7	535	720	34.7
销售费用	417	578	38.4	860	1,191	38.6
管理费用	134	215	59.7	274	355	29.3
财务费用	(22)	(56)	-	(36)	(105)	-
资产减值损失	2	(3)	(271.7)	1	(2)	(275.0)
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	59	39	(33.7)	78	60	(22.1)
营业利润	858	1,226	42.9	1,957	2,718	38.9
营业利润率(%)	35.1	40.2	5.1	38.3	42.3	4.1
营业外收入	4	6	50.8	11	12	14.5
营业外支出	4	19	337.9	8	23	175.4
利润总额	857	1,213	41.5	1,960	2,708	38.2
所得税	170	288	69.9	450	672	49.3
所得税率(%)	21	24	3.0	24	25	1.3
少数股东权益	18	16	(10.0)	42	69	62.7
归属于母公司净利润	670	908	35.7	1,467	1,967	34.1
净利率(%)	27.4	29.8	2.4	28.7	30.6	2.0
每股收益(元)	0.46	0.62	35.7	1.00	1.34	34.1

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	8,304	10,395	13,152	15,575	18,342
销售成本	(3,120)	(2,918)	(3,349)	(3,783)	(4,270)
经营费用	(2,770)	(4,147)	(5,396)	(6,355)	(7,489)
息税折旧前利润	2,414	3,330	4,407	5,437	6,583
折旧及摊销	158	169	128	186	215
经营利润(息税前利润)	2,256	3,160	4,279	5,250	6,368
净利息收入/(费用)	59	107	375	425	495
其他收益/(损失)	440	282	150	150	150
税前利润	2,530	3,434	4,612	5,604	6,757
所得税	(580)	(832)	(1,107)	(1,345)	(1,622)
少数股东权益	(22)	(44)	(59)	(72)	(87)
净利润	1,928	2,558	3,446	4,187	5,048
核心净利润	1,928	2,558	3,446	4,187	5,048
每股收益(人民币)	1.316	1.746	2.353	2.858	3.446
核心每股收益(人民币)	1.316	1.746	2.353	2.858	3.446
每股股息(人民币)	0.802	0.947	1.276	1.550	1.869
收入增长(%)	20	25	27	18	18
息税前利润增长(%)	43	40	35	23	21
息税折旧前利润增长(%)	39	38	32	23	21
每股收益增长(%)	31	33	35	22	21
核心每股收益增长(%)	31	33	35	22	21

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,530	3,434	4,612	5,604	6,757
折旧与摊销	158	169	128	186	215
净利息费用	(59)	(107)	(183)	(204)	(239)
运营资本变动	320	(546)	(722)	(634)	(724)
税金	(624)	(920)	(1,226)	(1,489)	(1,796)
其他经营现金流	484	1,657	596	612	711
经营活动产生的现金流	2,808	3,687	3,205	4,075	4,923
购买固定资产净值	(237)	(1,416)	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	156	193	140	140	140
其他投资现金流	(108)	(385)	(309)	(365)	(382)
投资活动产生的现金流	(189)	(1,608)	(269)	(325)	(342)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	957	4,380	300	0	0
支付股息	(1,175)	(1,387)	(1,869)	(2,271)	(2,738)
其他融资现金流	(1,175)	(1,387)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(1,393)	1,605	(1,569)	(2,271)	(2,738)
现金变动	1,226	3,684	1,367	1,479	1,843
期初现金	3,540	4,765	8,450	9,816	11,295
公司自由现金流	2,619	2,079	2,936	3,750	4,581
权益自由现金流	3,517	6,352	3,053	3,546	4,342

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	5,021	8,735	10,177	11,723	13,641
应收帐款	2,176	2,722	3,444	4,078	4,803
库存	2,488	2,812	3,227	3,646	4,115
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	9,685	14,269	16,849	19,447	22,559
固定资产	1,363	2,697	2,716	2,749	2,775
无形资产	235	231	219	208	196
其他长期资产	2,391	2,559	2,672	2,784	2,897
长期资产总计	3,989	5,487	5,607	5,742	5,868
总资产	13,674	19,756	22,455	25,188	28,427
应付帐款	485	741	850	960	1,084
短期债务	0	0	300	300	300
其他流动负债	1,978	3,627	4,323	5,007	5,782
流动负债总计	2,463	4,367	5,473	6,267	7,166
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	86	76	66	56	46
股本	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465
储备	9,566	13,707	15,284	17,199	19,509
股东权益	11,031	15,171	16,748	18,664	20,974
少数股东权益	94	141	168	201	241
总负债及权益	13,674	19,756	22,455	25,188	28,427
每股帐面价值(人民币)	7.53	10.36	11.43	12.74	14.32
每股有形资产(人民币)	7.37	10.20	11.28	12.60	14.19
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.25)	(5.77)	(6.50)	(7.51)	(8.76)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	29.1	32.0	33.5	34.9	35.9
息税前利润率(%)	27.2	30.4	32.5	33.7	34.7
税前利润率(%)	30.5	33.0	35.1	36.0	36.8
净利率(%)	23.2	24.6	26.2	26.9	27.5
流动性					
流动比率(倍)	3.9	3.3	3.1	3.1	3.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(42.8)	(55.2)	(56.3)	(58.3)	(60.5)
速动比率(倍)	2.9	2.6	2.5	2.5	2.6
估值					
市盈率(倍)	32.9	24.8	18.4	15.1	12.6
核心业务市盈率(倍)	32.9	24.8	18.4	15.1	12.6
市净率(倍)	5.8	4.2	3.8	3.4	3.0
价格/现金流(倍)	22.6	17.2	19.8	15.6	12.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.3	16.5	12.2	9.6	7.7
周转率					
存货周转天数	117.5	93.1	83.8	80.5	77.2
应收帐款周转天数	102.7	86.0	85.6	88.1	88.4
应付帐款周转天数	17.7	21.5	22.1	21.2	20.3
回报率					
股息支付率(%)	60.9	54.2	54.2	54.2	54.2
净资产收益率(%)	18.1	19.5	21.6	23.6	25.5
资产收益率(%)	12.9	14.3	15.4	16.8	18.1
已运用资本收益率(%)	21.0	23.9	27.5	30.1	32.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371