

2017年04月19日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

50

泸州老窖(000568.SZ)

BUY 买入

高档酒销量快速增长带动 2016 年净利润同比增 31%，超预期

结论与建议：

泸州老窖 2016 年实现纯利 19.27 亿元，同比增长 31%。好于我们预期。维持此前观点不变，我们认为泸州老窖作为国内传统高端白酒的三甲之一，在本轮高端白酒调整过程中步伐偏慢，但新任管理层的改革成效显著，公司内部管理改善将极有助于公司品牌重回前三甲的队伍。目前股价对应 2017 年和 2018 年 PE 分别为 25 倍和 21 倍，维持买入评级。

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2017/4/18)	43.05		
深证成指(2017/4/18)	10411.44		
股价 12 个月高/低	43.34/22.13		
总发行股数(百万)	1402.25		
A 股数(百万)	1401.77		
A 市值(亿元)	603.46		
主要股东	泸州老窖集团有限责任公司 (28.11%)		
每股净值(元)	7.87		
股价/账面净值	5.47		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	8.2	25.7	88.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-03-03	37.95	买入
2016-10-27	34.59	买入

产品组合

低档酒类	29.7%
中档酒类	29.1%
高档酒	41.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	11.5%
一般法人	57.5%

股价相对大盘走势



■ 公司 2016 年实现营业收 83.04 亿元，同比增长 20.35%；实现归属于上市公司股东净利润 19.27 亿元，同比增长 31%，实现每股收益 1.38 元。好于我们此前的预期。全年毛利率 62.4%，同比大幅增加 13 个百分点，其中 4Q 毛利率达到 63.2%，同比增加 25.3 个百分点，对全年毛利率提升的贡献显著。2016 年底公司预收款为 10.71 亿元，同比下降 33%，主要系公司为减轻经销商的资金压力和确保管道库存处在合理水准，有节奏地对经销商的订货和打款速度进行了控制。

■ 分季度看，4Q 实现营业收入 24.23 亿元，同比增长 28.5%，实现归属于上市公司股东净利润 4.214 亿元，同比增长 181%。

■ 公司高档酒销量快速增长成为带动业绩超预期的主要动力。2016 年高档酒实现营收 29.2 亿元，同比大幅增长 89.4%。2016 年公司高档酒占比为 35%，同比提高近 12 个百分点。同时高档酒产品毛利率提高到 88%，已经回到历史最高的水平。另一方面，中低档酒实现营收 51.53 亿元，同比增长 2.5%。

■ **分红方案：**拟每 10 股派发现金红利 9.60 元。

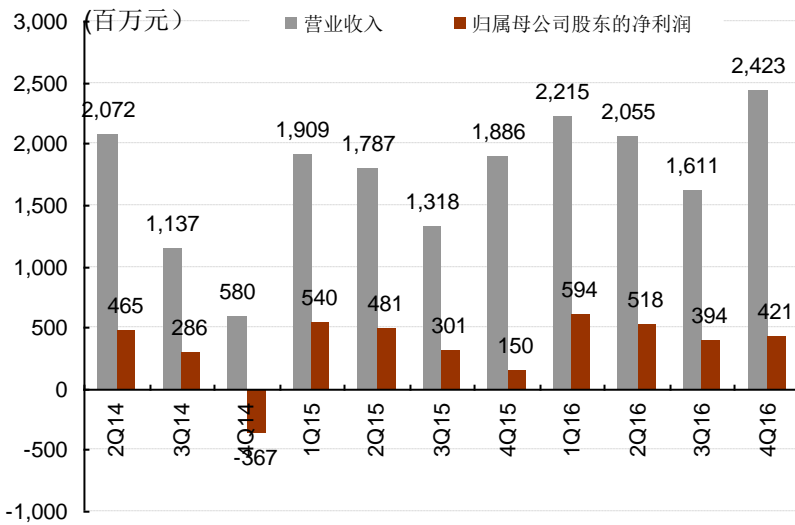
■ 我们认为 2015 年 6 月公司新管理层上任之后进行的改革卓有成效，是 2016 年公司业绩加速释放的主要原因。**价格方面**，鉴于此前“控量保价”政策给公司造成的不利影响，公司目前在价格调整上采取了跟随市场的策略，并未急于提高出厂价格，目前国窖 1573 的一批价格维持在 650 元以上，已成功摆脱连续三年的价格倒挂。**产品方面**，公司大刀阔斧对品牌进行收缩调整，重点打造“国窖 1573”、“窖龄特曲”和“头二曲”三个系列五大单品，并提出要在 3-5 年内使公司传统产品销售恢复到历史最佳水准。**在管道梳理方面**，公司着力去库存和扶植经销商，确保管道库存处在合理水准，有节奏地对经销商的订货和打款速度进行了控制。这也是公司预收款表现低于同业的主要原因。

■ **盈利预测：**综上，假设公司的销量计划能够完成（CAGR 约 20%），我们预计公司 2017 年实现净利润 24.37 亿元，同比增 26.41%，EPS 为 1.74 元；2018 年净利润 29.28 亿元，同比增 20.17%，EPS 为 2.09 元。

..... 接续下页

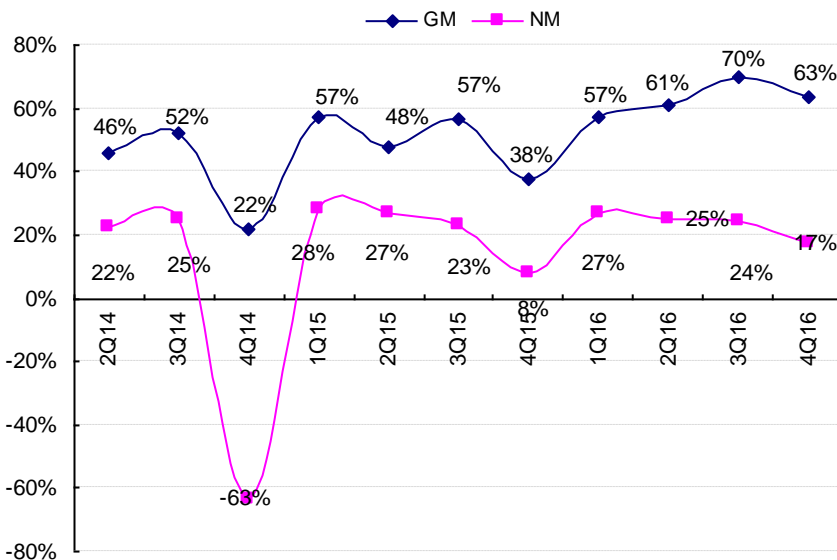
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3438	880	1473	1928	2437	2928
同比增减	%	-21.69	-74.41	67.42	30.87	26.41	20.17
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.45	0.63	1.05	1.38	1.74	2.09
同比增减	%	-21.69	-74.41	67.32	30.95	26.39	20.17
市盈率(P/E)	X	17.56	68.60	41.00	31.31	24.77	20.61
股利 (DPS)	RMB 元	1.25	0.80	0.00	0.96	1.10	1.30
股息率 (Yield)	%	2.90	1.86	0.00	2.23	2.56	3.02

图 1：公司营收及净利润情况 单位元：百万元



资料来源：公司公告、群益证券

图 2：公司利润率情况 单位元：%



资料来源：公司公告、群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	10431	5353	6900	8304	10164	11922
经营成本	4487	2804	3492	3120	3354	3815
营业税金及附加	423	344	518	845	1034	1213
销售费用	680	579	874	1539	1884	2210
管理费用	413	466	439	544	666	781
财务费用	-157	-91	-58	-59	-72	-84
资产减值损失	0	205	1	1	0	0
投资收益	90	145	298	225	88	88
营业利润	4675	1192	1934	2540	3386	4076
营业外收入	25	35	43	42	34	34
营业外支出	21	10	10	52	0	0
利润总额	4680	1218	1967	2530	3420	4110
所得税	1142	241	416	580	855	1028
少数股东损益	100	96	78	22	128	154
归属于母公司所有者的净利润	3438	880	1473	1928	2437	2928

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	5349	4710	3540	4765	6423	8607
应收账款	10	5	12	4	4	5
存货	2415	2827	2860	2488	2737	3011
流动资产合计	10832	9920	9373	9685	10169	10678
长期股权投资	1121	1222	1523	1712	1798	1888
固定资产	1111	1086	1111	1179	1238	1300
在建工程	248	285	183	184	193	203
非流动资产合计	2902	3251	3808	3989	4189	4398
资产总计	13734	13171	13182	13674	14358	15076
流动负债合计	3063	3333	2713	2463	2429	2036
非流动负债合计	33	44	106	86	90	95
负债合计	3097	3377	2819	2549	2519	2131
少数股东权益	69	80	86	94	104	114
股东权益合计	10637	9793	10362	10944	11839	12945
负债及股东权益合计	13734	13171	13182	13674	14358	15076

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	1227	1307	153	2625	3049	3577
投资活动产生的现金流量净额	-241	-143	-110	-236	150	150
筹资活动产生的现金流量净额	-2576	-1825	-1191	-1169	-1542	-1542
现金及现金等价物净增加额	-1593	-662	-1148	1219	1657	2185

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场,或买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。