

2017年08月29日

李晓璐

[c0049@capital.com.tw](mailto:c0049@capital.com.tw)

目标价(元)

60

## 泸州老窖(000568.SZ)

HOLD 持有

业绩上升态势不变, 2017H1 纯利同比增长 33%

### 结论与建议:

受益于提价和白酒销量增长, 公司上半年纯利同比增长 33%, 符合预期。我们继续看好新任管理层的改革成效, 认为公司内部管理改善将极有助于公司品牌重回高端白酒前三甲的队伍。目前股价对应 2017 年和 2018 年 PE 分别为 30 倍和 25 倍, 估值合理, 给予持有评级。

### 公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2017/8/28)	54.74		
深证成指(2017/8/28)	10809.74		
股价 12 个月高/低	60.54/28.75		
总发行股数(百万)	1402.25		
A 股数(百万)	1401.77		
A 市值(亿元)	767.33		
主要股东	泸州老窖集团有限责任公司 (27.18%)		
每股净值(元)	7.95		
股价/账面净值	6.89		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-1.1	11.7	80.0

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-07-27	52.00	买入
2017-05-02	46.50	买入

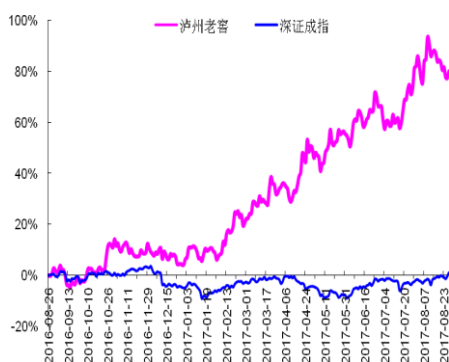
### 产品组合

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	16.9%
一般法人	57.2%

### 股价相对大盘走势



■ 公司发布业绩报告, 2017 年上半年公司实现营业收入 51.16 亿元, 同比增长 19.41%; 实现归属上市公司净利润 14.67 亿元, 同比增长 32.73%; 对应每股收益 1.046 元。符合预期。受益于核心产品两次提价, 上半年毛利率达到 68.6%, 同比大幅提高 9.3 个百分点。继 3 月底“国窖 1573”由 620 元/瓶提高到 680 元/瓶(计划内)后, 7 月“国窖 1573”计划内单瓶价格由 680 元/瓶再次提高到 740 元/瓶, 同时计划外单瓶价格从 740 元/瓶提高到 810 元/瓶。此外, 公司高档酒销量快速增长, 表现亮眼。上半年高档酒实现营收 24.78 亿元, 同比大幅增长 45.4%, 营收占比接近 50%, 同比提高近 9 个百分点, 毛利率也创下历史新高, 达到 91%。

■ 分季度看, 2Q 实现营业收入 24.46 亿元, 同比增长 19%; 实现归属上市公司净利润 6.7 亿元, 同比增长 29%。受益于提价, 2Q 当季毛利率 66.7%, 同比提高 5.5 个百分点。

■ 行业方面, 白酒行业发展态势良好。2017 年上半年白酒总产量 683.52 万千升, 同比增 6.59%; 实现业务收入 3275.47 亿元, 同比增长 13.68%; 累计实现利润总额 492.94 亿元, 同比增长 23.5%。目前茅台的零售价明令不得超过 1299 元/瓶, 但由于市场预期涨价的心理导致囤货, 造成市面货源紧缺。这种局面一定程度上有利于“国窖 1573”的销量。

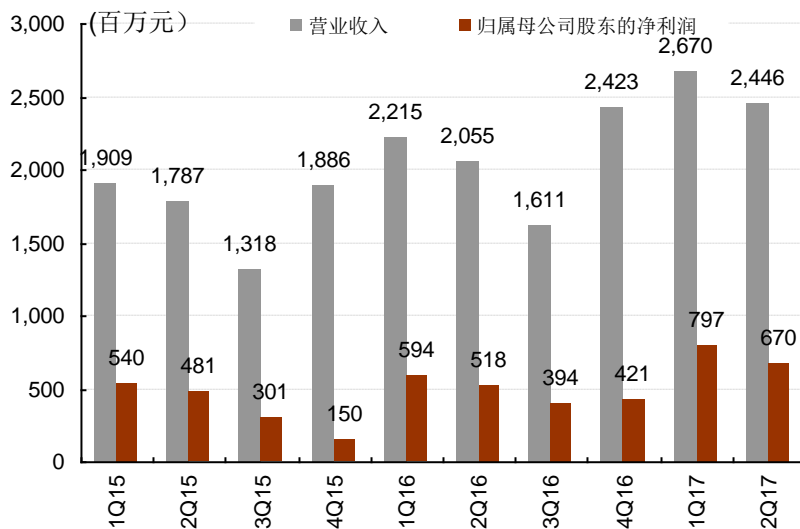
■ 对于公司, 我们认为 2015 年 6 月公司新管理层上任之后进行的改革卓有成效, 是 2016 年以来公司业绩加速释放的主要原因。**价格方面**, 鉴于此前“控量保价”政策给公司造成的不利影响, 公司目前在价格调整上采取了跟随市场的策略。**产品方面**, 公司大刀阔斧对品牌进行收缩调整, 重点打造“国窖 1573”、“窖龄特曲”和“头二曲”三个系列五大单品, 并提出要在 3-5 年内使公司传统产品销售恢复到历史最佳水准。**在管道梳理方面**, 公司着力去库存和扶植经销商, 确保管道库存处在合理水准, 有节奏地对经销商的订货和打款速度进行了控制。这也是公司预收款表现低于同业的主要原因。

■ **盈利预测:** 目前高端白酒复苏态势良好, 公司高档酒显著受益, 预计提价的利好因素会逐步释放, 我们预估公司 2017 年毛利率有望接近 70%。综上, 我们预计公司 2017 年实现净利润 25.42 亿元, 同比增 32%, EPS 为 1.81 元; 2018 年净利润 30.70 亿元, 同比增 21%, EPS 为 2.19 元。

..... 接续下页

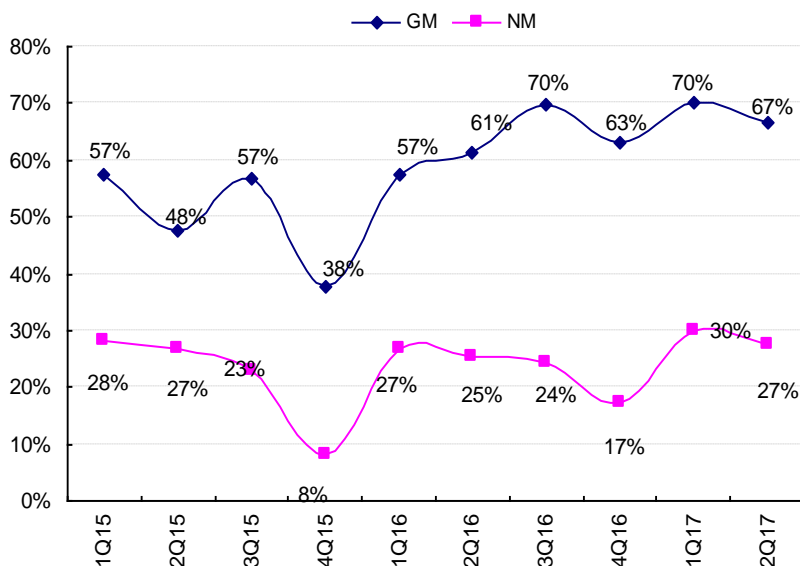
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3438	880	1473	1928	2542	3070
同比增减	%	-21.69	-74.41	67.42	30.87	31.85	20.80
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.45	0.63	1.05	1.38	1.81	2.19
同比增减	%	-21.69	-74.41	67.32	30.95	31.82	20.80
市盈率(P/E)	X	22.32	87.23	52.13	39.81	30.20	25.00
股利 (DPS)	RMB 元	1.25	0.80	0.00	0.96	1.10	1.30
股息率 (Yield)	%	2.28	1.46	0.00	1.75	2.01	2.37

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  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -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	10463	13183
经营成本	4487	2804	3492	3120	3139	3955
营业税金及附加	423	344	518	845	1238	1560
销售费用	680	579	874	1539	2116	2666
管理费用	413	466	439	544	724	912
财务费用	-157	-91	-58	-59	-76	-96
资产减值损失	0	205	1	1	1	0
投资收益	90	145	298	225	118	88
营业利润	4675	1192	1934	2540	3445	4275
营业外收入	25	35	43	42	31	34
营业外支出	21	10	10	52	8	0
利润总额	4680	1218	1967	2530	3468	4309
所得税	1142	241	416	580	827	1077
少数股东损益	100	96	78	22	99	162
归属于母公司所有者的净利润	3438	880	1473	1928	2542	3070

## 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先通知前变更。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j @持意见或立场, 或会买入, 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j @。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。