



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