



000568.SZ

**增持**

原评级: 增持

市场价格: 人民币 38.06

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

■ 3季报点评

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(40.9)	(19.9)	(31.0)	(35.1)
相对深证成指	(7.9)	(9.0)	(12.5)	(1.2)

发行股数(百万)	1,465
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	55,572
3个月日均交易额(人民币 百万)	569
净负债比率(%) (2018E)	(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, 聚源及中银证券  
以2018年10月31日收市价为标准

**相关研究报告**

《泸州老窖: 业绩符合预期, 期待改革推进》

20180915

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

## 招商效果体现, 业绩超预期, 期待改革推进

泸州老窖公布18年3季报。2018年1-3季度实现营收92.6亿, 同比增27.2%, 净利27.5亿, 同比增37.7%, 每股收益1.88元。3Q18营收和净利分别为28.4亿和7.7亿, 营收同比增31.4%, 净利增45.5%。公司期末预收款14.1亿。营收和净利符合我们预期。

**支撑评级的要点**

- 上半年招商效果体现, 3Q18 营收增速 31.4%, 好于其他一线白酒。根据酒说新闻, 公司4-5月份进行了五大单品招商, 且招商的经销商大部分来自之前与公司合作的分销商, 推动了3季度业绩提速。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, 3Q18 1573 预计维持较快增速。公司加大特曲品牌培育的投入, 17年进行的价格调整产生效果, 因此我们判断老字号特曲增速较快, 同时受益于小型团购商增加, 特曲60版可能放量, 3Q18 中档酒可继续提速。低档酒仍面临一定销售压力。3Q18 预收款14.1亿, 环比增3.2亿, 为下一段的发展留出了余粮。
- 3Q18 净利增 45.5%, 环比提速, 主要来自于营业税金率、所得税率下降。3Q18 毛利率小幅提升0.2pct, 升幅小于1H18。营业税金率同比降2.7pct, 所得税率降3.6pct。估计公司加大了广告和促销力度, 销售费用率同比升3.6pct。

**评级面临的主要风险**

- 茅台价格下行挤压1573的上升空间。

**估值**

- 我们维持18年业绩预测, 预计2018-19年EPS分别为2.35、2.86元, 公司品牌价值突出, 管理团队能力优秀, 期待公司能够尽快推进改革, 完善高管团队的激励机制, 驶入发展的快车道。维持**增持**的投资评级。

**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)	28.9	21.8	16.2	13.3	11.0
价格/每股现金流量(倍)	19.9	15.1	17.4	13.7	11.3
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)	21.1	14.2	10.5	8.2	6.5
每股股息(人民币)	0.802	0.947	1.276	1.550	1.869
股息率(%)	2.1	2.5	3.4	4.1	4.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 泸州老窖 3 季报业绩回顾

	3Q17	3Q18	同比	1-3Q17	1-3Q18	同比
营业收入	2,164	2,843	31.4	7,280	9,263	27.2
营业成本	406	527	29.8	2,014	2,137	6.1
<b>毛利率(%)</b>	81.2	81.5	0.2	72.3	76.9	4.6
毛利	1,758	2,316	31.7	5,266	7,126	35.3
税金及附加	317	339	7.0	852	1,059	24.4
销售费用	603	891	47.9	1,463	2,083	42.4
管理费用	144	169	18.0	418	489	16.9
研发费用	0	22	-	0	34	-
财务费用	(29)	(60)	104.0	(65)	(165)	152.6
资产减值损失	3	1	(49.4)	4	(0)	(112.6)
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	20	30	48.7	98	91	(7.4)
营业利润	745	997	33.9	2,702	3,728	38.0
<b>营业利润率(%)</b>	34.4	35.1	0.7	37.1	40.2	3.1
营业外收入	9	13	43.5	20	25	27.8
营业外支出	10	4	(57.2)	19	27	45.2
利润总额	743	1,006	35.3	2,703	3,726	37.9
所得税	201	236	17.4	651	908	39.5
<b>所得税率(%)</b>	28	24	(3.4)	25	25	(0.0)
少数股东权益	12	(2)	(115.8)	54	67	23.9
归属于母公司净利润	530	772	45.5	1,997	2,751	37.7
<b>净利率(%)</b>	24.5	27.1	2.6	27.4	29.7	2.3
EPS	0.36	0.53	45.5	1.36	1.88	37.7

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)	28.9	21.8	16.2	13.3	11.0
核心业务市盈率(倍)	28.9	21.8	16.2	13.3	11.0
市净率(倍)	5.1	3.7	3.3	3.0	2.7
价格/现金流(倍)	19.9	15.1	17.4	13.7	11.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.1	14.2	10.5	8.2	6.5
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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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。

本报告期内含保密信息，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，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。所有本报告期内使用的商标、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