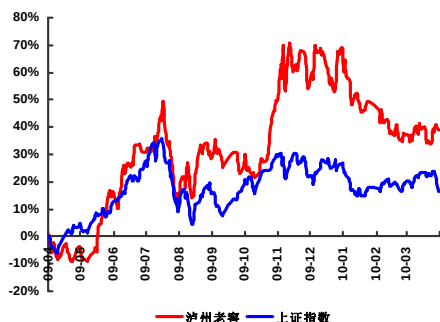


2010 年 4 月 23 日

评级: 推荐

52 周走势



报告作者

国联证券研究所综合组

组长 强系壁

执业证书编号: S0590208070088

联系人

周纪庚

电话: 021-58766036-208

Email: zhouljg@glsc.com.cn

相关报告

高管获授期权数骤降, 行权条件放宽

 ——泸州老窖股票激励计划点评
 主业稳步增长, 投资收益大放光彩

——泸州老窖 09 年三季报点评

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

泸州老窖 (000568) 2010 年一季报分析

✧ **事件:** 公司 2010 年一季度实现收入 14.54 亿元, 同比增长 13.26%; 利润总额 9.05 亿元, 同比增长 34.47%, 归属于母公司的净利润 6.79 亿元, 同比增长 27.82%, 实现每股收益 0.49 元。

✧ **一季度经营情况值得关注的点:** 1) 销售形势继续走好, 1573 顺利实现提价 10%, 中低价位酒快速增长。2) 毛利率继续提升, 综合毛利率达到 73%, 创出历史新高。3) 费用率创出新低, 三项费用率不超过 10%, 销售费用出现负增长; 管理费用由于期权费用摊销 1900 万元, 增长较快, 未来四年公司期权摊销费用分别为 1.28 亿元、1.28 亿元、0.79 亿元和 0.4 亿元。

✧ **特曲年份酒和柒泉模式成为公司新亮点:** 2010 年公司推出定位 300-500 元的特曲年份酒, 利用老窖的品牌优势占领 1573 提价后留下的空间, 并可以加快提升特曲的市场定位和均价水平。柒泉模式将经销商和销售骨干利益捆绑, 将有效降低销售费用, 同时提价分享制度将减轻经销商对提价的阻力, 有利于未来产品实施新的提价。

✧ **收入目标短期难度不大, 中期将依靠外延式扩张:** 2010 年和 2013 年计划实现收入 50 亿元和 110 亿元。短期目标在股权激励的因素影响下, 实现起来难度不大。中期目标还需要老窖特曲的量价齐升。此外, 不排除公司整合二线优质白酒来实现“超常规拼搏型第三次创业”。

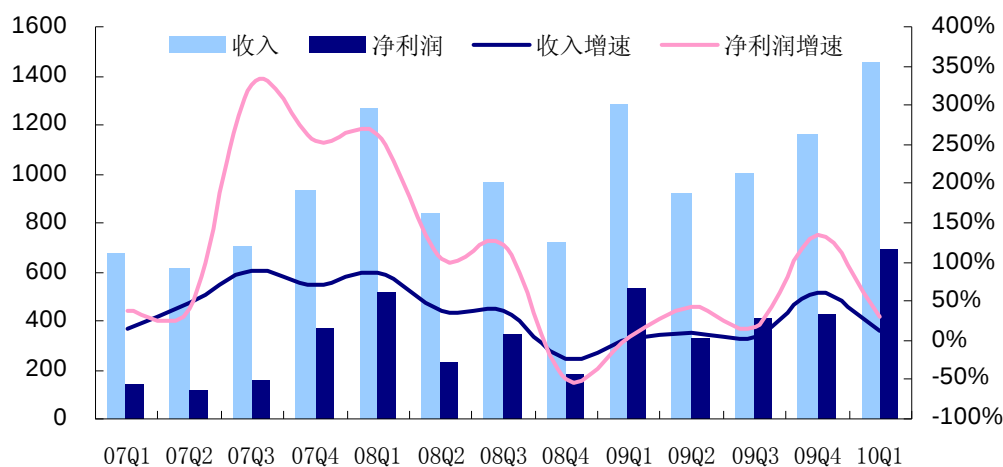
✧ **合理价格 42 元, 维持推荐评级:** 预计公司 10~12 年 EPS 分别为 1.41 元、1.81 元和 2.22 元 (其中华西证券投资收益每年贡献 0.2 元 EPS)。考虑到公司未来几年 25% 以上的复合增长率, 公司的合理估值可以给到 30 倍, 合理价格在 42 元, 维持“推荐”评级。

财务数据与估值

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,370	5,436	7,058	8,566
YOY	15.1%	24.4%	29.8%	21.4%
营业利润	2,155	2,605	3,312	4,014
归属母公司净利润	1,673	2,010	2,556	3,097
EPS(元)	1.20	1.44	1.83	2.22
ROA(%)	28.0%	26.8%	26.5%	25.6%
ROE(%)	39.4%	36.9%	36.6%	35.0%
P/E	26.4	22.0	17.3	14.3
P/B	10.4	8.1	6.3	5.0

数据来源: 国联证券研究所

图表 1: 公司单季度收入和净利润变化情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司单季度利润表及主要指标

单位: 百万元	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
一、营业总收入	704	929	1267	843	967	721	1284	920	1007	1160	1454
二、营业总成本	469	662	661	570	593	470	696	574	598	705	636
其中: 营业成本	303	415	396	347	331	215	476	306	323	353	393
营业税金及附加	55	73	76	66	75	46	57	61	80	126	94
销售费用	56	119	147	95	135	136	110	143	98	148	77
管理费用	42	53	43	60	54	71	53	60	97	81	73
财务费用	13	4	(1)	2	(1)	2	1	0	(2)	0	(2)
资产减值损失	(1)	(2)	0	1	(1)	(1)	0	4	0	(2)	(0)
三、其他经营收益											
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	158	96	30	38	8	87	74	101	96	86
四、营业利润	235	425	702	304	411	260	674	420	510	550	904
加: 营业外收入	1	2	1	1	1	8	0	0	2	4	1
减: 营业外支出	0	2	0	27	0	6	1	0	7	1	0
五、利润总额	235	425	703	278	411	262	673	420	505	553	905
减: 所得税	81	61	190	49	67	80	142	95	98	126	211
六、净利润	155	363	513	229	344	182	531	325	408	427	695
减: 少数股东损益	0	(1)	(0)	0	1	1	0	4	4	9	15
七、归属母公司所有者净利润	155	365	513	229	343	181	531	321	404	418	679
EPS	0.18	0.42	0.59	0.16	0.25	0.13	0.38	0.23	0.29	0.30	0.49
收入增长率	90%	72%	86%	37%	37%	-22%	1%	9%	4%	61%	13%
毛利率	57%	55%	69%	59%	66%	70%	63%	67%	68%	70%	73%
营业利润率	33%	46%	55%	36%	43%	36%	53%	46%	51%	47%	62%
净利润率	22%	39%	40%	27%	36%	25%	41%	35%	41%	37%	48%

销售费用率	8%	13%	12%	11%	14%	19%	9%	16%	10%	13%	5%
管理费用率	6%	6%	3%	7%	6%	10%	4%	6%	10%	7%	5%
所得税率	11%	7%	15%	6%	7%	11%	11%	10%	10%	11%	23%
净利润增长率	327%	255%	262%	104%	123%	-50%	4%	42%	19%	135%	31%

资料来源：WIND 国联证券研究所

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期:

10-04-22

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,370	5,436	7,058	8,566
营业成本	1,458	1,703	2,203	2,625
营业税金及附加	324	397	515	625
销售费用	499	652	847	1,028
管理费用	278	408	494	557
EBIT	1,812	2,264	2,986	3,719
财务费用	0	-5	-9	-13
资产减值损失	-2	0	0	0
投资净收益	357	282	282	282
营业利润	2,155	2,551	3,277	4,014
营业外净收入	-23	0	0	0
利润总额	2,152	2,551	3,277	4,014
所得税	460	561	721	883
净利润	1,691	1,990	2,556	3,131
少数股东损益	18	21	28	34
归属母公司净利润	1,673	1,968	2,528	3,097

主要财务比率	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	15.1%	24.4%	29.8%	21.4%
营业利润	28.5%	18.4%	28.5%	22.5%
净利润	32.2%	17.6%	28.5%	22.5%
获利能力				
毛利率(%)	66.6%	68.7%	68.8%	69.4%
净利率(%)	38.7%	36.6%	36.2%	36.5%
ROE(%)	39.4%	36.3%	36.4%	35.2%
ROA(%)	28.0%	26.2%	26.2%	25.7%
偿债能力				
流动比率	1.75	2.08	2.31	2.61
速动比率	1.05	1.42	1.65	1.94
资产负债率%	28.7%	27.3%	27.5%	26.3%
营运能力				
总资产周转率	73.1%	72.4%	73.2%	71.2%
应收账款周转天数	62.25	62.25	62.25	62.25
存货周转天数	244.98	244.98	244.98	244.98
每股收益	1.20	1.41	1.81	2.22
每股净资产	3.05	3.89	4.98	6.31
P/E	26.4	22.4	17.5	14.3
P/B	10.4	8.1	6.4	5.0

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
现金	937	1,820	2,949	4,422
应收款项净额	745	927	1,204	1,461
存货	1,196	1,353	1,767	2,124
其他流动资产	126	157	203	247
流动资产总额	3,004	4,257	6,124	8,254
固定资产	808	785	718	640
无形资产	308	295	283	271
长期股权投资	1,702	2,062	2,422	2,781
其他长期资产	102	102	102	102
资产总额	5,983	7,505	9,639	12,036
短期借款	0	0	0	0
应付款项	261	295	386	464
其他流动负债	1,456	1,751	2,261	2,702
流动负债	1,717	2,046	2,647	3,166
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	0	0
负债总额	1,718	2,047	2,647	3,166
少数股东权益	16	29	46	66
股东权益	4,248	5,429	6,946	8,804
负债和股东权益	5,983	7,505	9,639	12,036

现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
税后利润	1,673	1,968	2,528	3,097
加: 少数股东损益	8	13	17	20
公允价值变动	2	0	0	0
折旧和摊销	0	96	98	98
营运资金的变动	-221	-42	-137	-140
经营活动现金流	1,463	2,035	2,506	3,076
短期投资	0	0	0	0
长期股权投资	-360	-360	-360	-360
固定资产投资	53	-5	-5	-5
投资活动现金流	-307	-365	-365	-365
股权融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	-913	-787	-1,011	-1,239
其它融资现金流	904	0	0	0
融资活动现金流	-922	-787	-1,011	-1,239
现金净变动额	234	883	1,129	1,473

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。