

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

泸州老窖 (000568)

推荐 (维持)

首季净利增速略超预期，维持“推荐”评级

2010年4月23日	文献	CFA 食品饮料高级研究员	86-755-22627143	wenxian@pasc.com.cn
	丁芸洁	联系人	86-755-22625697	DINGYUNJIE640@pingan.co

事项

4月23日，泸州老窖公布2010年1季报。公司当季实现营收14.5亿元，同比增13.3%；归属母公司股东净利6.79亿元，同比增27.8%，EPS0.49元。

主要观点

老窖2010Q1净利增长27.8%，略高于我们全年22%的增速预期。我们判断增长驱动力来自：通过提价和改革销售激励模式，公司提高了高端产品1573实际出厂价，我们估计幅度最高可接近40%，故营收增长13.3%，成本却下降了17.3%，毛利率同比09Q1提高了10个百分点，比09Q4也提高了3.3个百分点；中低档酒中高价位产品占比上升，如头曲等；集团建设的酒业集中发展区有利于进一步降低生产成本。

2010Q1老窖收到15.3亿元预收款，创历史新高。同时，2010Q1期末预收款余额达到7.37亿元，较年初增加0.78亿元，为剩下来的3个季度留出了余粮。这也符合我们此前判断，即虽然2010年是老窖产品结构和营销政策调整年，但通过提高产品实际出厂均价，公司能保证业绩较快增长。

2010Q1华西证券贡献投资收益约0.86亿元，折合EPS0.06元，与09年同期基本持平。

维持“推荐”评级。我们维持泸州老窖10—12年1.46、1.74和2.11元的EPS预测值，3年动态PE分别为23、20和16倍，在重点公司中处于低位。另外，当前股价较我们计算的2010年合理绝对估值结果折价30%，维持“推荐”评级。

一、2010Q1净利增速略超预期

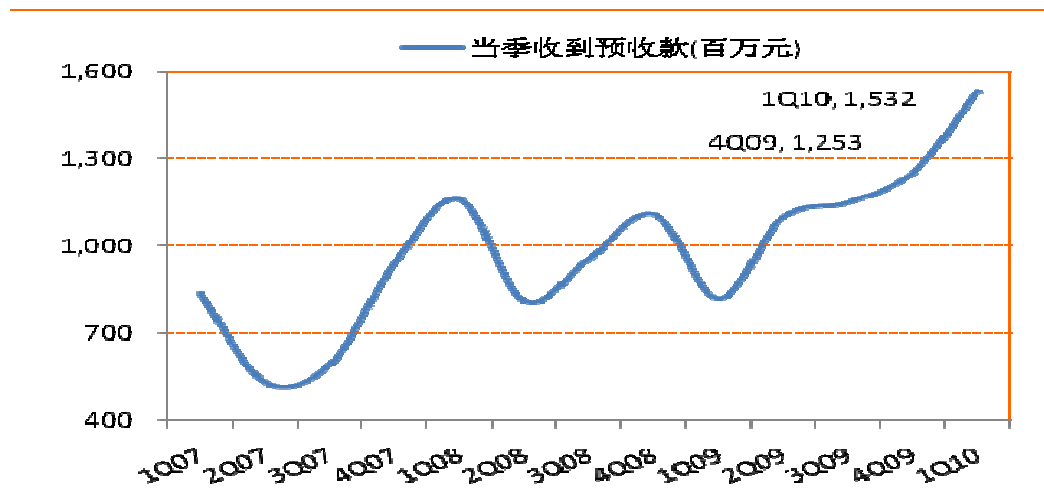
图表 1 2010Q1 营收同比增 13.3%，EPS 同比增 27.8% 单位：百万元，元/股

	1Q09	1Q10	同比变化	平安点评
营业收入	1,284	1,454	13.3%	1 月份起 1573 提价约 11%，考虑取消返点的影响，我们估计实际均价升幅可接近 40 %
营业成本	476	393	-17.3%	
毛利率	63.0%	72.9%	10.0%	受益 1573 实际出厂价上升，和中低档酒中高价位产品占比上升
毛利	808	1,061	31.2%	
营业税金及附加	57	94	64.7%	10Q1 税金比率同比升 2 个百分点至 6.4% 取消 1573 返货补贴，直接以折扣方式支持经销商，其组成的柒泉公司承担部分营销费用 当期摊销股权激励费用 1979 万元，全年估计 1.09 亿元
销售费用	110	77	-29.6%	
管理费用	53	73	37.2%	
财务费用	1	-2	-282.9%	
资产减值损失	0	0	—	华西证券 Q1 贡献投资收益 8559 万元
公允价值变动收益	0	0	—	
投资收益	87	86	-1.0%	
营业利润	674	1,094	62.2%	
营业利润率	52.5%	75.2%	22.7%	
营业外收入	0	1	116.8%	
营业外支出	1	0	-81.6%	
利润总额	673	905	34.5%	
所得税率	21.0%	23.3%	2.3%	10Q1 实际所得税率同比上升 2.3 个百分点
归属于母公司净利润	531	679	27.8%	
销售净利率	41.4%	47.8%	6.4%	EPS：白酒 0.43 元，证券 0.06 元；我们预计 2010 年 EPS 同比增 22%至 1.46 元
EPS	0.38	0.49	27.8%	

资料来源：公司公告，平安证券

2010Q1老窖收到15.3亿元预收款（图表2），创历史新高，表明经营良好。同时，2010Q1期末预收款余额达到7.37亿元，较年初增加0.78亿元，为剩下的3个季度留出了余粮。

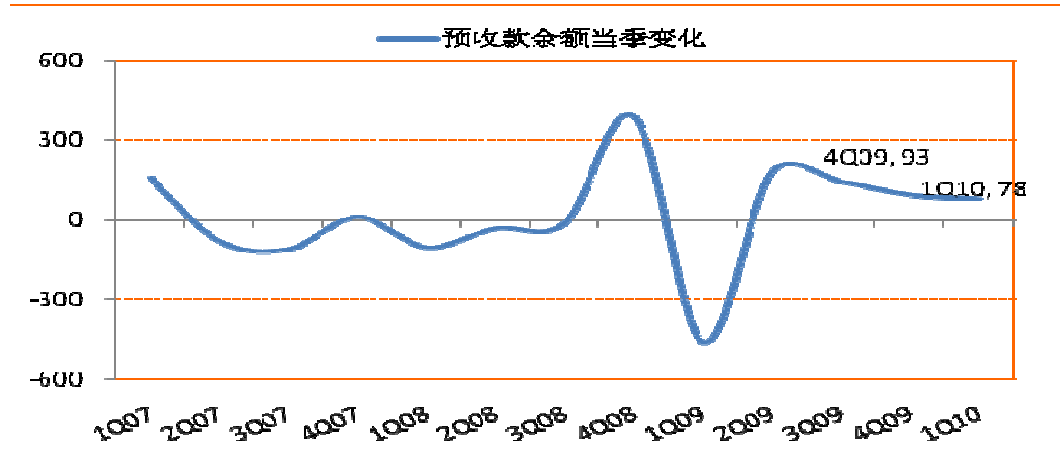
图表 2 2010Q1 收到预收款 15.3 亿元，再创新高 单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券

图表 3 2010Q1 预收款余额增长 0.78 亿元

单位：百万元



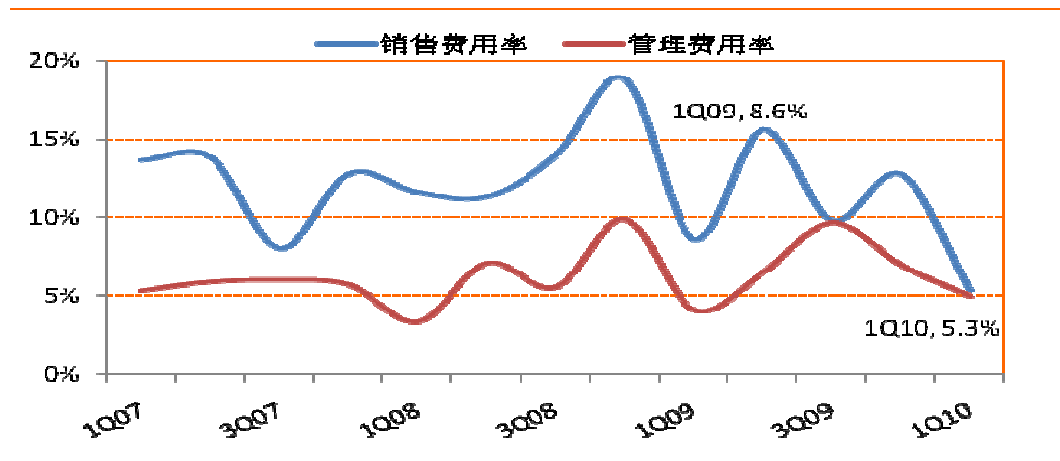
资料来源：公司公告，平安证券

2010Q1，老窖营业税金及附加比率同比提高约2.4个百分点至6.4%，体现了提高消费税计税价格的负面影响，提高幅度比我们全年预测低1个百分点，估计与白酒新涨价部分仍不征消费税有关。

2010Q1，老窖销售费用率同比下降了3.3个百分点(图表4)，降至近3年最低。原因可能包括：减少了对1573经销商的返点，改为直接商业折扣；返点较低的中低档白酒营收占比上升。

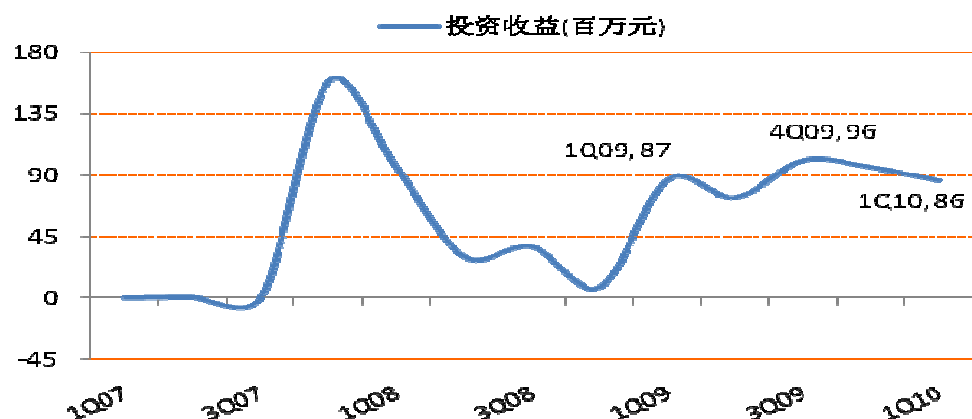
2010Q1华西证券贡献投资收益约0.86亿元(图表5)，与09年同期基本持平。

图表 4 2010Q1 销售费用率同比下降 3.3 个百分点



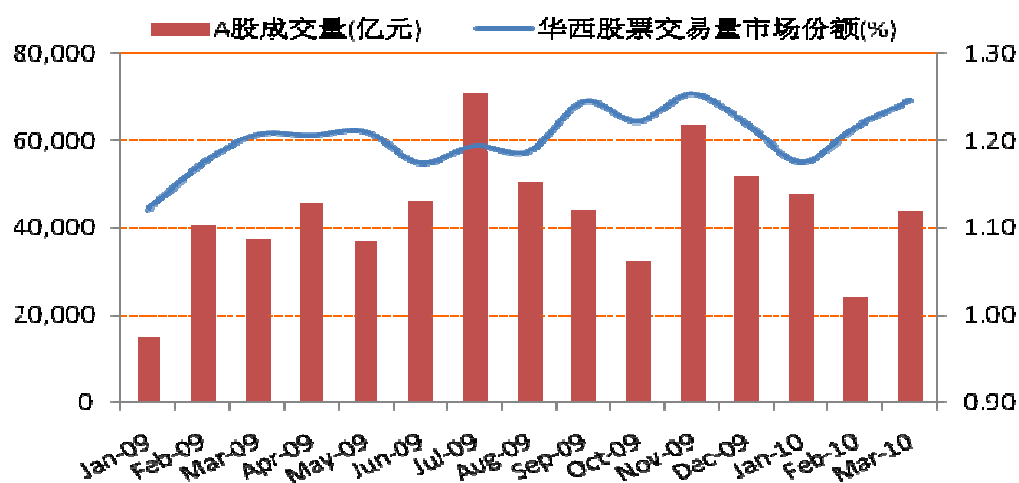
资料来源：公司公告，平安证券

图表 5 2010Q1 华西证券贡献投资收益约 0.86 亿元



资料来源：公司公告，平安证券

图表 6 2010Q1A 股成交量同比 09Q1 增长 12%，华西市占率稳中有升



资料来源：WIND, 平安证券

二、维持“推荐”评级

维持“推荐”评级。我们维持泸州老窖10—12年1.46、1.74和2.11元的EPS预测值，3年动态PE分别为23、20和16倍，在重点公司中处于低位。另外，当前股价较我们计算的2010年合理绝对估值结果折价30%，维持“推荐”评级。

图表 7 预测简表及关键假设

单位:元/股,百万元,吨,元/500ML

		2009/12/31	2010E	2011E	2012E
EPS	白酒	0.94	1.21	1.49	1.85
	证券投资收益	0.26	0.26	0.26	0.26
	合计(扣股权激励费用)	1.20	1.46	1.74	2.11
	合计(不扣股权激励费用)	1.20	1.52	1.81	2.14
净利润	扣股权激励费用	1,673	2,042	2,431	2,943
	增长		22.0%	19.1%	21.1%
营业收入		4,370	5,413	6,243	7,217
	增长		23.9%	15.3%	15.6%
主要产品假设					
国窖 1573	销量	2,808	2,808	2,948	3,096
	增长		0.0%	5.0%	5.0%
	实际出厂瓶酒价(含税)	320	383	422	464
	增长		20.0%	10.0%	10.0%
	名义出厂价	468	519	519	519
	实际较名义折让	31.7%	26.1%	18.7%	10.6%
特曲	销量	6,000	6,300	6,615	7,277
	增长		5.0%	5.0%	10.0%
	实际出厂瓶酒价(含税)	109	120	132	140
	增长		10.0%	10.0%	6.0%
	名义出厂价(仅指普通特曲)	128	128	128	128
	实际较名义折让	14.7%	6.1%	-3.3%	-9.5%
中低档白酒	销量	71,400	78,540	82,467	86,590
	增长		10.0%	5.0%	5.0%
	实际出厂瓶酒价(含税)	12.7	15.3	16.8	18.5
	增长		20.0%	10.0%	10.0%

资料来源:平安证券

图表 8 2010 年 EPS 和 PE 对 1573 销量和价格增幅的敏感性测算

EPS 敏感性					
价格	10%	15%	20%	25%	30%
销量					
-10%	1.33	1.36	1.39	1.43	1.46
-5%	1.36	1.40	1.43	1.46	1.50
0%	1.39	1.43	1.46	1.50	1.53
5%	1.43	1.46	1.50	1.54	1.57
10%	1.46	1.50	1.53	1.57	1.61
动态 PE 敏感性					
价格	10%	15%	20%	25%	30%
销量					
-10%	24.1	23.6	23.1	22.6	22.1
-5%	23.6	23.0	22.5	22.0	21.5
0%	23.1	22.5	22.0	21.4	21.0
5%	22.5	22.0	21.4	20.9	20.4
10%	22.1	21.5	20.9	20.4	20.0

资料来源:平安证券

图表 9 2010 年底合理估值 49.32 元/股

(百万, 元/股)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,413	6,243	7,217	8,120	9,140	10,294	11,334	12,488	13,769	15,193	16,777
增长率	23.9%	15.3%	15.6%	12.5%	12.6%	12.6%	10.1%	10.2%	10.3%	10.3%	10.4%
EBIT	2,310	2,830	3,496	4,093	4,768	5,502	6,145	6,863	7,667	8,567	9,574
其他收入	-2.7	-2.7	-2.2	-1.5	-0.9	-0.5	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
现金税	578	708	874	1,023	1,192	1,376	1,536	1,716	1,917	2,142	2,394
非支现费用	205	215	170	135	102	100	100	101	102	102	103
运营资金变化	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
资本支出	102	105	106	106	107	108	107	108	109	110	111
自由现金流	1,833	2,231	2,684	3,097	3,570	4,118	4,602	5,140	5,743	6,418	7,173
增长率	56.0%	21.7%	20.3%	15.4%	15.3%	15.4%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.8%
FCFF 转换率	107.3%	106.1%	102.3%	100.3%	98.8%	98.6%	98.5%	98.4%	98.4%	98.3%	98.2%
现值	1,833	2,028	2,218	2,327	2,438	2,557	2,597	2,638	2,679	2,722	2,766
核心企业价值	68,287	Y08-20 占比		39.3%	永续占比	60.7%					
非经营性资产	514										
债务	2										
少数股东权益	40										
股权价值	68,759										
每股价值	49.32										
DCF 敏感性分析	WACC	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%	11.00%					
	Exit Mltiple										
	13	48.79	47.03	45.35	43.75	42.22					
	14	50.96	49.10	47.33	45.64	44.03					
	15	53.13	51.18	49.32	47.54	45.84					
	16	55.31	53.26	51.30	49.43	47.65					
	17	57.48	55.33	53.28	51.33	49.46					

资料来源：平安证券

图表 10 重点食品饮料公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		4 月 22 日	09E	10E	11E	09E	10E	11E	
双汇发展	000895	50.48	1.48	1.75	2.01	34.1	28.9	25.2	强烈推荐
贵州茅台	600519	148.56	4.57	6.30	7.42	32.5	23.6	20.0	推荐
五粮液	000858	29.30	0.85	1.27	1.49	34.3	23.1	19.7	中性
泸州老窖	000568	34.15	1.20	1.46	1.74	28.5	23.3	19.6	推荐
张裕 A	000869	77.51	2.14	2.63	3.22	36.3	29.5	24.1	推荐
张裕 B	200869	59.11	2.14	2.63	3.22	27.6	22.5	18.3	
青岛啤酒	600600	37.83	0.93	1.20	1.43	40.8	31.6	26.4	推荐
燕京啤酒	000729	23.52	0.51	0.70	0.79	46.1	33.4	29.6	中性
*ST 伊利	600887	36.78	0.80	0.87	0.95	46.0	42.3	38.7	中性

备注：双汇发展和ST伊利09年EPS是平安预期，其余均为实际值

资料来源：WIND，平安证券

近期相关报告

2010 年 2 月 2 日：《泸州老窖(000568) --供需特征决定企业战略，管理创造价值》

2010 年 4 月 16 日：《泸州老窖（000568）09 年年报点评—产品均价上升中，升 10 年 EPS 22%至 1.46 元，维持“推荐”评级》

附注：财务报表

损益表	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,370	5,413	6,243	7,217	净利润	1,691	2,065	2,459	2,979
YoY	15.1%	23.9%	15.3%	15.6%	折旧摊销	94	96	97	97
营业成本	1,458	1,574	1,655	1,753	营运资金投资	-149	180	9	83
毛利率	66.6%	70.9%	73.5%	75.7%	经营活动现金净流量	1,067	2,511	2,703	3,258
营业税金及附加	324	561	648	750	资本开支	-104	-102	-105	-106
股权激励费用	0	109	119	72	投资活动现金净流量	-115	-102	-105	-106
销售费用	499	499	576	666	债务融资	0	0	0	0
管理费用	290	360	415	480	股权融资	0	0	0	43
财务费用	0	-6	-15	-26	支付红利	-906	-1,046	-1,276	-1,519
投资净收益	357	357	357	357	融资活动现金净流量	-719	-1,039	-1,261	-1,449
营业利润	2,155	2,673	3,202	3,879	当年现金净流量	234	1,371	1,338	1,703
加：营业外收入	7	7	7	6					
减：营业外支出	10	10	10	8	资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E
利润总额	2,152	2,671	3,200	3,877	货币资金	937	2,308	3,645	5,348
减：所得税	460	606	740	898	应收款项	721	844	1,001	1,141
净利润	1,691	2,065	2,459	2,979	预付款项	126	105	127	126
减：少数股东损益	18	23	29	36	存货	1,196	1,371	1,400	1,505
归属母公司股东净利	1,673	2,042	2,431	2,943	其他流动资产	25	30	35	41
YoY	32.2%	22.0%	19.1%	21.1%	流动资产合计	3,004	4,658	6,208	8,160
销售净利润率	30.6%	31.6%	33.7%	36.4%	长期股权投资	1,702	1,702	1,702	1,702
EPS（当年股本）	1.20	1.46	1.74	2.11	固定资产	866	871	878	886
EPS（最新股本摊薄）	1.20	1.46	1.74	2.11	无形资产	308	308	309	310
					其他非流动资产	102	87	95	91
重要指标速览	2009	2010E	2011E	2012E	非流动资产合计	2,978	2,969	2,984	2,989
估值水平					资产总计	5,983	7,627	9,193	11,149
PE	28.5	23.3	19.6	16.2	短期借款	0	0	0	0
PEG	1.4	1.3	1.1	1.1	应付款项	261	316	314	343
PB	11.2	11.7	9.3	7.5	预收款项	659	913	997	1,185
P/S	10.9	8.8	7.6	6.6	应付股利	0	1,276	1,519	1,839
EV/EBITDA	24.9	19.6	16.1	13.2	其他流动负债	798	1,004	1,185	1,350
股息收益率	2.2%	2.7%	3.2%	3.9%	流动负债合计	1,717	3,509	4,015	4,717
经营回报率					长期借款	0	0	0	0
ROE	43.3%	49.1%	52.9%	51.5%	应付债券	0	0	0	0
ROA	24.1%	25.5%	25.2%	25.8%	其他非流动负债	1	2	2	2
资本结构及偿债能力					非流动负债合计	1	2	2	2
资产负债率	28.7%	46.0%	43.7%	42.3%	负债合计	0	3,511	4,017	4,718
速动比率	1.1	0.9	1.2	1.4	归属母公司所有者权益	4,248	4,077	5,108	6,327
运营效率					其中：实收资本	1,394	1,394	1,394	1,398
存货周转率	1.22	1.23	1.19	1.21	少数股东权益	16	40	68	104
流动资产周转率	1.58	1.41	1.15	1.00	股东权益合计	4,264	4,117	5,176	6,431
固定资产周转率	5.10	6.23	7.14	8.18	负债及股东权益总计	5,983	7,627	9,193	11,149

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338 传真：（0755）82449257