

泸州老窖(000568)

业务调整季，股价盘整期

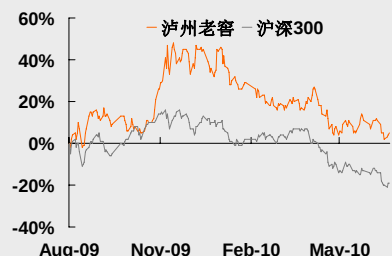
推荐（维持）

现价：34.43 元

主要数据

行业	食品、饮料
公司网址	www.lzlj.com.cn
大股东/持股	泸州老窖集团/4.83%
实际控制人/持股	泸州市国资委 /53.52%
总股本(百万股)	1,394
流通 A 股(百万股)	715
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	480.04
流通 A 股市值(亿元)	246.30
每股净资产(元)	3.55
资产负债率(%)	23.5

行情走势图



相关研究报告

《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》
2010年4月16日

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

研究员

文 献 CFA 食品饮料高级研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁 联络人
S1060110040054
0755-22625697
DINGYUNJIE640@pingan.com

投资要点

■ 1H10 净利增长 22.4%，增速略快于全年增速预期

泸州老窖上半年营收增长 11.2%至 24.5 亿元，净利增长 22.4%至 10.4 亿元，EPS0.75 元。其中，2Q10 营收增长 8.4%，净利增长 13.4%。上半年净利增速略快于市场全年增长 16%的一致预期，但 2Q10 数据显示，公司净利增速正放缓，我们判断全年增速会逐步下降。

■ 净利增长动力主要来自 1573 价量齐升

我们估计 1573 上半年营收增幅约 30%，其中价格和销量作用各半。上半年高档酒营收增长 19.7%，除 1573 外，其中特曲的增幅估计为个位数。中低档酒上半年营收下降了 4.7%。

■ 业务调整季，净利增速放缓概率高

1573 销量增长压力大，未来看点主要是高档酒价格上升和产品结构升级带动均价上升；特曲目前暂难看到价量上升迹象；中低档酒 1H10 表现令人失望；华西证券股权比例将被稀释，且证券业利润率会下降，将给业绩带来负面影响。综上，泸州老窖多项业务均处于调整季，净利增速放缓概率高。

■ 股价盘整期，看好长期增长能力，维持“推荐”评级

泸州老窖净利增速放缓可能导致股价进入盘整期，但我们看好其长期增长能力，原因包括：优秀管理层战略战术把握能力、消费升级推动中高档酒价量齐升、公司营销体系和渠道建设初步完善。预计 10-12 年 EPS 分别为 1.4、1.56 和 1.83 元，以 8 月 18 日 34.43 元的收盘价计算，动态 PE 分别为 25、22 和 19 倍，维持“推荐”评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入（百万元）	2,926.9	3,798.4	4,370.4	4,842	5,446
YoY(%)	51.9	29.8	15.1	10.8	12.5
净利润（百万元）	773.4	1,266.0	1,673.3	1,946	2,168
YoY(%)	139.8	63.7	32.2	16.3	11.4
毛利率(%)	56.9	66.1	66.6	70.2	72.1
净利率(%)	26.4	33.3	38.3	36.8	37.0
ROE(%)	28.6	36.4	39.4	47.0	48.1
EPS(摊薄/元)	0.9	0.9	1.2	1.40	1.56
P/E(倍)	62.1	37.9	28.7	24.7	22.1
P/B(倍)	17.8	13.8	11.3	11.9	9.7

一、中报解读：1573 价量齐升是唯一亮点

上半年净利增速略快于全年增速预期，2Q10 数据显示增速正在下降。泸州老窖上半年营收增长 11.2%至 24.5 亿元，净利增长 22.4%至 10.4 亿元，EPS0.75 元。其中，2Q10 营收增长 8.4%，净利增长 13.4%。上半年净利增速略快于市场全年增长 16%的一致预期，但 2Q10 数据显示，公司净利增速正放缓，从而全年增速应会逐步下降。

净利增长动力主要来自 1573 价量齐升。我们分析，泸州老窖上半年增长主要由 1573 价量齐升推动，我们估计其营收增幅约 30%，价格和销量作用各半。上半年高档酒营收增长 19.7%，但除 1573 外，其中的特曲增幅估计为个位数。中低档酒营收下降了 4.7%，两方面可能因素：一是报表销量下降；二是公司以降低出厂价方式让经销商承担了部分销售费用，这与销售费用大降相符。

2Q10 有部分预收款兑现为当期营收。2Q10 末老窖预收款比 1Q10 末减少 0.45 亿元，这是 09 年二季度以来第一次下降，客观上有助于公司提升当期业绩。

销售费用同比大降 40%，这是因为公司以降低出厂价方式让经销商承担了部分销售费用。扣除股权激励费用后，管理费用同比增长约 8%，合理范围内。

华西证券带来投资收益同比增长 11%，但我们估计，2H09 基数高，加上华西证券股权将被稀释，这部分投资收益今年下半年和 2011 年很可能降低。

■ 图表 1 利润表快读：净利增长动力主要来自1573价量齐升

单位：百万元，元/股

	2Q09	2Q10	QoQ	1H09	1H10	HoH	平安点评
营业收入	920	997	8.4%	2,204	2,451	11.2%	高端白酒增长19.7%，主要来自1573，我们估算1573营收增幅约30%，其中，价格上升和销量增长贡献约各占一半
营业成本	306	338	10.6%	782	732	-6.4%	
毛利率	66.7%	66.1%	-0.7%	64.5%	70.1%	5.6%	
毛利	614	659	7.3%	1,422	1,719	20.9%	高档产品占比上升推高了毛利率
营业税金及附加	61	94	55.8%	118	188	60.1%	我们测算，1H10消费税从价税率约4.2% 由经销商承担了部分费用
销售费用	143	71	-50.4%	253	149	-41.4%	
管理费用	60	99	65.6%	112	171	52.2%	
财务费用	0	-1	-398.8%	1	-3	-325.4%	扣股权激励费用后比率与1H09基本持平
资产减值损失	4	4	21.2%	4	4	20.7%	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	
投资收益	74	82	11.1%	160	168	4.6%	1H10华西证券利润同比小幅上升
营业利润	420	473	12.7%	1,094	1,377	25.9%	
营业利润率	45.6%	47.4%	1.8%	49.6%	56.2%	6.6%	
营业外收入	0	1	91.0%	1	2	284.9%	
营业外支出	0	0	17.2%	2	0	-73.0%	
利润总额	420	474	12.8%	1,093	1,379	26.2%	
所得税	95	94	-1.5%	237	305	28.6%	
所得税率	27.5%	23.9%	-3.6%	25.4%	25.1%	-0.2%	税率基本正常
少数股东权益	4	17	291.7%	4	32	646.6%	应该来自博大酒业
归属于母公司净利润	321	363	13.4%	852	1,043	22.4%	
净利率	35.3%	38.1%	2.8%	38.9%	43.8%	5.0%	
EPS	0.23	0.26	13.4%	0.61	0.75	22.4%	1H10高于市场全年增长16%的一致预期

资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

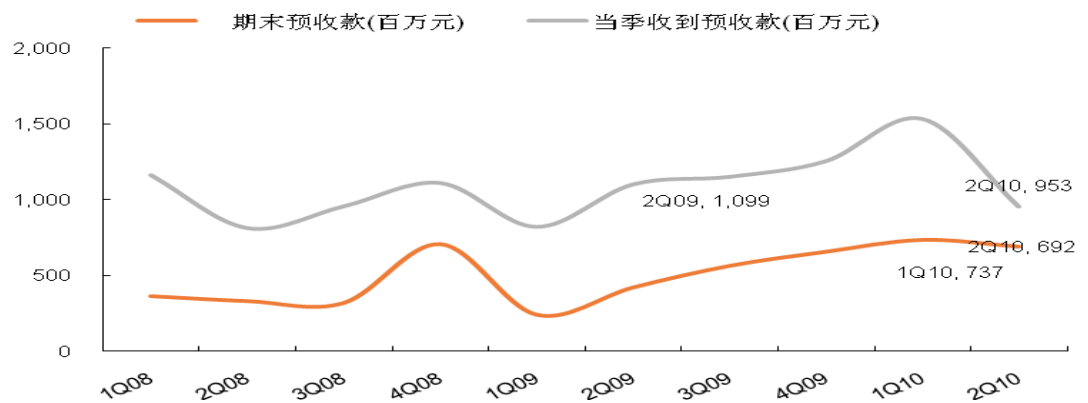
图表 2 1H10老窖高档酒增长19.7%，中低档降4.7%

单位：百万元

	1H2008	2H2008	1H2009	2H2009	1H2010
高档白酒	1,379	1,110	1,340.8	1,298	1,600
同比增长率	68.5%	126.4%	-2.8%	17.0%	19.4%
毛利率	81.2%	81.3%	81.9%	83.0%	85.5%
同比变化	9.0%	-9.7%	0.7%	1.7%	3.6%
中低档白酒	686	515	818	756	779.6
同比增长率	74.3%	-42.5%	19.2%	128.9%	-4.7%
毛利率	31.0%	36.6%	35.8%	43.7%	36.8%
同比变化	0.57%	6.19%	4.81%	7.0%	1.0%
白酒营收合计	2,065	1,625	2,159	2,054	2,380
高档白酒占比	66.8%	68.3%	62.1%	63.2%	67.2%
中低档白酒占比	33.2%	31.7%	37.9%	36.8%	32.8%
高档白酒毛利占比	84.0%	82.7%	78.9%	76.5%	82.7%
中低档白酒毛利占比	16.0%	17.3%	21.1%	23.5%	17.3%

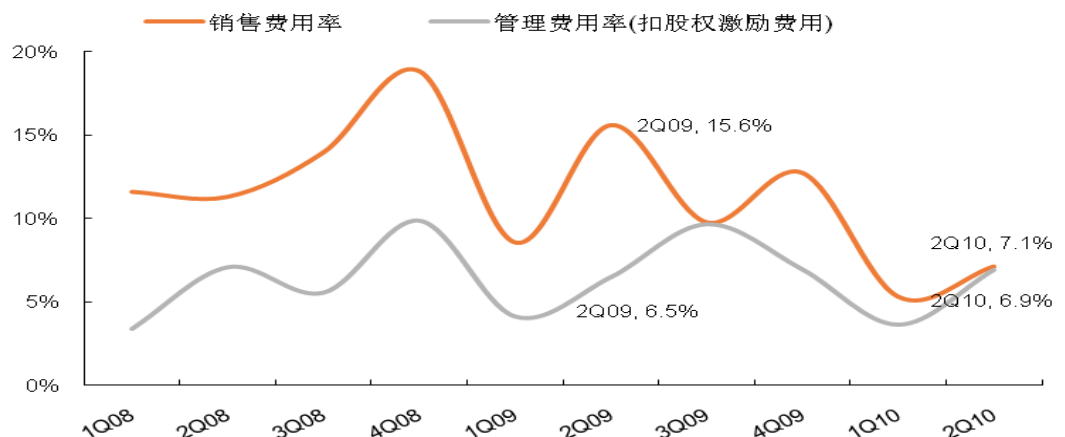
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 2Q10收到预收款同比降1.4亿元，期末预收款较1Q10降0.45亿元 单位：百万元



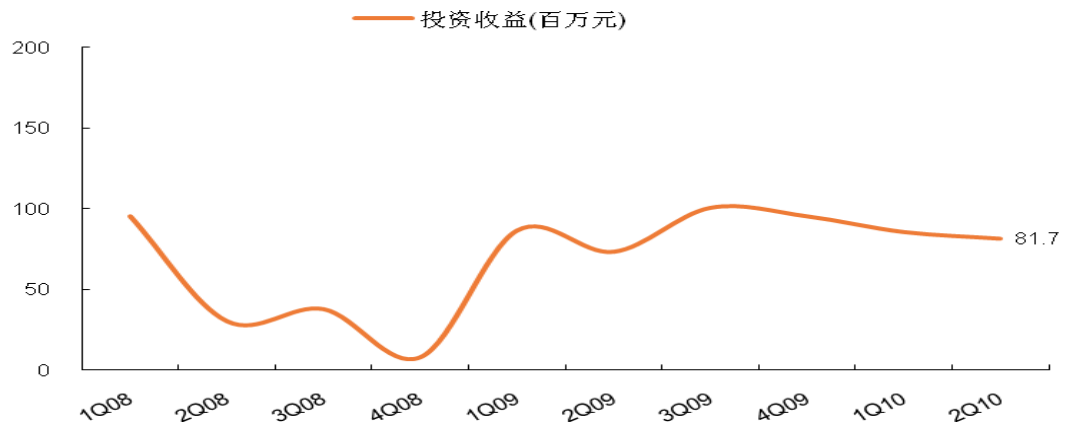
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 2Q10销售费用率同比下降8.5个百分点



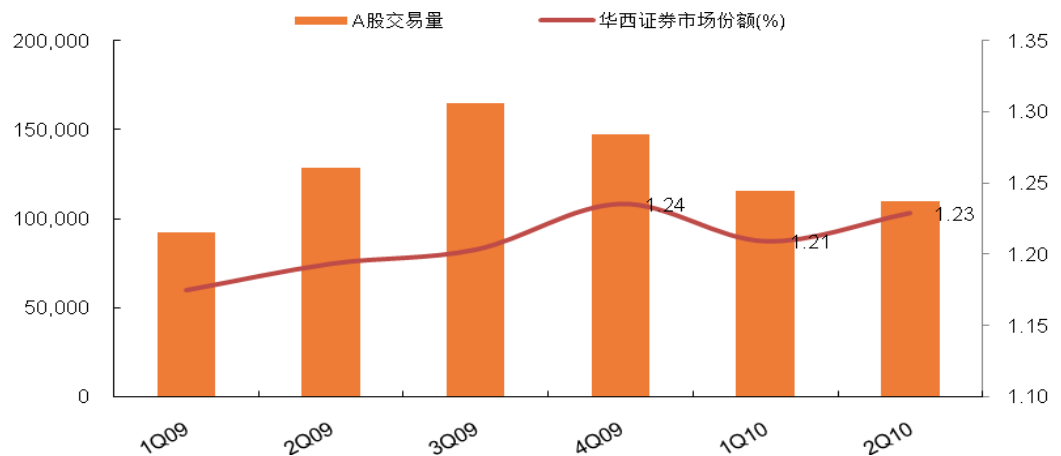
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 2Q10华西证券贡献投资收益约0.82亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 1H10A股成交量同比增2%，华西市场份额小幅上升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、业务调整季，股价盘整期

业务调整季，净利增速放缓概率高。上半年1573销量有2位数增长，应与1H09销量增速为负有关，1573销量增速在2H09逐渐转正，故2H10增长难度会加大。随着茅台和五粮液供应量逐步增加，1573未来销量增长压力不小，这一块亮点主要还是看高档酒价格上升和产品结构升级带来的均价上升；特曲方面，目前暂未看到价量上升的迹象；中低档酒1H10的表现也令人失望；同时，华西证券股权比例将会被稀释，且证券业利润率也将会下降，这一块将给业绩带来负面影响。综合来看，我们认为，老窖多项业务均处于调整季，净利增速放缓概率高。

下调10-12年预测EPS至1.4、1.56和1.83元，幅度分别为-5%、-11%和-13%，同比增幅分别为16%、11%和18%。主要是根据上半年业务发展情况，调整了部分关键假设：上调1573销量增速，下调中低档酒价格和销量增速，下调华西证券投资收益。以8月18日34.43元的收盘价计算，泸州老窖10-12

年动态PE分别为25、22和19倍。

股价短期可能进入盘整期，看好长期增长能力，维持“推荐”评级。受业务调整、股权激励费用等因素影响，我们预计老窖净利增速将放缓，也可能导致在一段时间内股价进入盘整期。但同时我们仍看好老窖持续增长能力，原因包括：优秀管理层战略战术把握能力、消费升级推动中高档酒价量齐升、公司营销体系和渠道建设初步完善。我们维持对公司“推荐”的评级。

图表 7 下调2010年预测EPS至1.4元

单位：元/股，倍

EPS(元/股，调整后)			PE (P=34.43)		
10E	11E	12E	10E	11E	12E
1.40	1.56	1.83	24.7	22.1	18.8
本次调整幅度			EPS 同比增速		
10E	11E	12E	10E	11E	12E
-5%	-11%	-13%	16%	11%	18%

资料来源：平安证券研究所、WIND

图表 8 更预测简表及关键假设

单位：元/股，百万元，吨，元/500ML

		2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	白酒	0.94	1.17	1.38	1.66
	证券投资收益	0.26	0.22	0.17	0.17
	合计(扣股权激励费用)	1.20	1.40	1.56	1.83
	合计(不扣股权激励费用)	1.20	1.45	1.62	1.87
净利润	扣股权激励费用	1,673	1,946	2,168	2,561
	增长		16.3%	11.4%	18.1%
营业收入		4,370	4,842	5,446	6,127
	增长		10.8%	12.5%	12.5%
主要产品假设					
国窖 1573	销量	2,808	3,089	3,243	3,405
	增长		10.0%	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	6,000	6,300	6,615
	增长		0.0%	5.0%	5.0%
	实际出厂瓶酒价(含税)	109	109	115	120
	增长		0.0%	5.0%	5.0%
	名义出厂价(仅指普通特曲)	128	128	128	128
	实际较名义折让	14.7%	14.7%	10.4%	5.9%
中低档白酒	销量	71,400	67,830	71,222	74,783
	增长		-5.0%	5.0%	5.0%
	实际出厂瓶酒价(含税)	12.7	12.7	13.4	14.1
	增长		0.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 9 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	15%	20%	25%
销量				
	5%	1.32	1.36	1.40
	10%	1.36	1.40	1.43
	15%	1.39	1.43	1.47
动态 PE 敏感性				
	价格	15%	20%	25%
销量				
	5%	26.0	25.3	24.6
	10%	25.4	24.7	24.0
	15%	24.8	24.1	23.4

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 10 主要食品饮料公司估值对比

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		8月18日	09A	10E	11E	09A	10E	11E	
双汇发展	000895	49.48	1.50	1.88	2.24	32.9	26.3	22.1	强烈推荐
山西汾酒	600809	53.56	0.82	1.25	1.85	65.3	43.0	28.9	强烈推荐
张裕 A	000869	93.01	2.14	2.71	3.38	43.5	34.4	27.5	强烈推荐
张裕 B	200869	73.11	2.14	2.71	3.38	34.2	27.0	21.6	
贵州茅台	600519	152.84	4.57	5.75	6.81	33.4	26.6	22.4	强烈推荐
五粮液	000858	30.85	0.85	1.15	1.31	36.1	26.8	23.6	中性
泸州老窖	000568	34.43	1.20	1.40	1.56	28.7	24.7	22.1	推荐
青岛啤酒	600600	35.77	0.93	1.20	1.43	38.6	29.8	25.0	推荐
燕京啤酒	000729	21.22	0.52	0.60	0.68	40.9	35.1	31.2	中性
伊利股份	600887	33.58	0.81	0.93	1.12	41.4	36.1	30.0	中性
均值						39.5	31.0	25.4	

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,370	4,842	5,446	6,127	净利润	1,691	2,019	2,254	2,664
YoY	15.1%	10.8%	12.5%	12.5%	折旧摊销	94	96	95	96
营业成本	1,458	1,445	1,520	1,599	营运资金投资	-149	150	-16	50
毛利率	66.6%	70.2%	72.1%	73.9%	经营活动现金净流量	1,067	2,406	2,460	2,896
营业税金及附加	324	364	410	462	资本开支	-104	-86	-103	-102
股权激励费用	0	109	119	72	投资活动现金净流量	-115	-86	-103	-102
销售费用	499	300	337	379	债务融资	0	0	0	0
管理费用	290	315	346	381	股权融资	0	0	0	44
财务费用	0	-6	-14	-24	支付红利	-906	-1,046	-1,216	-1,355
投资净收益	357	311	240	240	融资活动现金净流量	-719	-1,039	-1,202	-1,287
营业利润	2,155	2,627	2,968	3,498	当年现金净流量	234	1,281	1,155	1,507
加：营业外收入	7	7	7	6					
减：营业外支出	10	10	10	8					
利润总额	2,152	2,624	2,965	3,496					
减：所得税	460	605	711	832					
净利润	1,691	2,019	2,254	2,664					
减：少数股东损益	18	73	86	103					
归属母公司所有者净利	1,673	1,946	2,168	2,561					
YoY	32.2%	16.3%	11.4%	18.1%					
销售净利润率	31.6%	36.8%	37.0%	39.6%					
EPS（当年股本）	1.20	1.40	1.56	1.83					
EPS（最新股本摊薄）	1.20	1.40	1.56	1.83					

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	937	2,218	3,373	4,880
应收款项	721	755	873	969
预付款项	126	97	117	115
存货	1,196	1,259	1,286	1,372
其他流动资产	25	27	31	34
流动资产合计	3,004	4,356	5,679	7,371
长期股权投资	1,702	1,702	1,702	1,702
固定资产	866	857	864	869
无形资产	308	307	307	308
其他非流动资产	102	87	95	91
非流动资产合计	2,978	2,953	2,968	2,971
资产总计	5,983	7,309	8,648	10,341
短期借款	0	0	0	0
应付款项	261	290	289	312
预收款项	659	817	869	1,006
应付股利	0	1,216	1,355	1,600
其他流动负债	798	854	985	1,093
流动负债合计	1,717	3,177	3,498	4,012
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1	2	2	2
非流动负债合计	1	2	2	2
负债合计	1,718	3,179	3,500	4,014
归属母公司所有者权益	4,248	4,041	4,973	6,050
其中：实收资本	1,394	1,394	1,394	1,398
少数股东权益	16	89	175	278
股东权益合计	4,264	4,130	5,148	6,328
负债及股东权益总计	5,983	7,309	8,648	10,341

重要指标速览	2009	2010E	2011E	2012E
估值				
PE	28.7	24.7	22.1	18.8
PEG	1.9	1.6	1.3	1.2
PB	11.3	11.9	9.7	8.0
P/S	11.0	9.9	8.8	7.9
EV/EBITDA	25.1	19.8	17.0	14.4
股息收益率	2.2%	2.5%	2.8%	3.3%
经营回报率				
ROE	43.3%	47.0%	48.1%	46.5%
ROA	24.1%	26.1%	25.5%	25.6%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	28.7%	43.5%	40.5%	38.8%
速动比率	1.1	1.0	1.3	1.5
运营效率				
存货周转率	1.22	1.18	1.19	1.20
流动资产周转率	1.58	1.32	1.09	0.94
固定资产周转率	5.10	5.62	6.33	7.07

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

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。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

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

