

机制改革出成效，业绩保持高增长

事件：

公司公布年报：2010年1—12月，公司实现营业收入53.71亿元，同比增长22.89%，营业利润29.17亿元，同比增长35.38%，实现归属母公司净利润22.05亿元，同比增长31.79%，实现每股收益1.58元。

年度利润分配预案：以2010年12月31日总股本为基数，向全体股东每10股派发10元（含税）现金股利。

研究结论：

- 年度业绩略超预期6%，原因：一是柒泉公司的营销模式降低营业费用超预期，二是“中国品味”在下半年表现超预期。2010年，公司业绩表现是非常不错的，从分季度来看，呈现逐季提升的态势，四季度收入增速分别达到13%、8%、30%和67%，净利润增长分别为28%、13%、33%和61%。我们认为高端酒是最主要的贡献者，特别是升级产品“中国品味”的成功投放和扩量，使公司业绩表现优异。从2009年5月开始，公司的经销商分别出资在泸州设立经销商联盟体，公司与经销商联盟体采用离厂价结算，经销商联盟体与各片区经销商采用送达价结算，通过经销商联盟体销售的业务，销售费用中的仓储费等主要由经销商联盟体承担，这就是我们讲的“柒泉公司模式”，这是报告期内公司营业费用下降35%的重要原因，同时增厚了公司的利润。
- 年报中公司提到：2011年实现含税收入目标为86.41亿元，为2013年实现130亿元的含税收入打下基础。我们认为，公司要实现经济指标的跨越并非难事，因为国窖1573的成功为公司打造酒业提供了强大的信心，特别是中国品味有望在2011年实现快速放量，也为目标收入的实现确定了基础。
- 华西证券依旧贡献可观的利润：报告期内，华西证券有限责任公司实现主营业务收入25.48亿元，实现净利润10.26亿元，对公司2010年净利润的贡献率约为15.90%，贡献公司3.51亿元的归属母公司所有者净利润，贡献EPS为0.25元，我们预计未来三年华西证券公司的EPS分别为0.18元。
- 盈利预测和评级：根据年报情况，我们提升公司盈利预测，预计2011—2013年EPS分别为2.12、2.70和3.44元，其中白酒业务贡献EPS分别为1.94、2.52和3.26元。公司估值处于较低水平，且考虑到公司未来三年业绩较快增长，我们维持对公司的“买入”评级。我们继续建议加仓白酒股。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

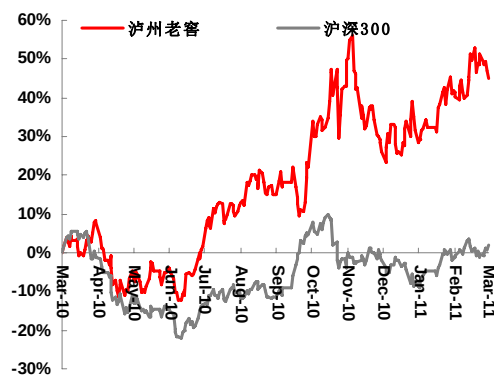
8621-63325888×6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价(2011年3月25日)	44.51元				
目标价格	53.00元				
总股本/A股(亿股)	13.94/13.94				
A股市值(亿元)	621				
国家/地区	中国				
行业	食品饮料				
报告发布日期	2011年3月28日				

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5371	7393	9142	11224
同比%	22.9%	37.7%	23.6%	22.8%
归属母公司净利润	2205	2954	3769	4790
同比%	31.8%	34.0%	27.6%	27.1%
毛利率(%)	69.4%	74.0%	76.2%	78.1%
ROE(%)	40.0%	39.0%	36.6%	34.1%
EPS(元)	1.58	2.12	2.70	3.44
P/E(倍)	28	21	16	13

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

聚焦白酒，淡化华西证券业务

2010年8月17日，公司临时股东会通过了《关于将华西证券有限责任公司增资扩股认购权让渡给泸州老窖集团有限责任公司行使的议案》，2011年1月15日，公司发布了《关于对四川明星电力股份有限公司拟转让华西证券有限责任公司股权放弃行使优先购买权的公告》，公司本有望进一步提升对华西证券的持股比例，但由于公司业务的定位，我们认为公司逐步淡化证券业务，虽然该业务对公司贡献15%左右的利润。

2010年8月的公告，将降低公司持有华西证券的股权比例，我们认为对公司业绩影响是短期的，长期有利于公司更好地聚焦白酒主业。公司拟将华西证券增资扩股认购权让渡给泸州老窖集团公司行使，由集团公司出资参与华西证券的增资扩股。华西证券增资扩股后，公司持有华西证券的股权比例将从34.86%降为24.92%，仍为第一大股东，集团将持有9.87%，成为第三大股东。我们认为，公司后续退出华西证券控股地位的可能性存在。

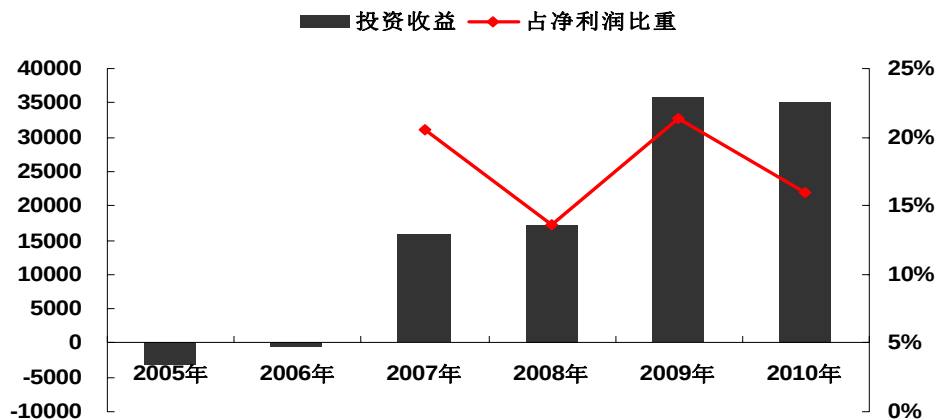
虽然短期内降低华西证券持股比例降影响公司的业绩，但是，公司在更好聚焦白酒主业的情况下，完全可以弥补这部分利润的缺失，且，长期看更有利于公司业绩表现的稳健性。

我们预计随着华西证券持股比例的下降和证券业务利润周期性变动的影响，对公司未来三年EPS贡献将为0.18元左右，随着公司白酒业务的快速增长，华西证券对公司净利润贡献的比重将会逐年下降。

表 1：华西证券增资扩股前，前五大股东持股情况

股东	持股数量（万股）	持股比例
泸州老窖股份有限公司	35316.48	34.86%
四川华能太平驿水电有限责任公司	13000	12.83%
四川剑南春（集团）有限责任公司	8000	7.90%
成都电业局都江堰电力公司	8000	7.90%
四川省宜宾五粮液酒厂	5000	4.94%
重庆市涪陵投资集团公司	5000	4.94%

资料来源：东方证券研究所

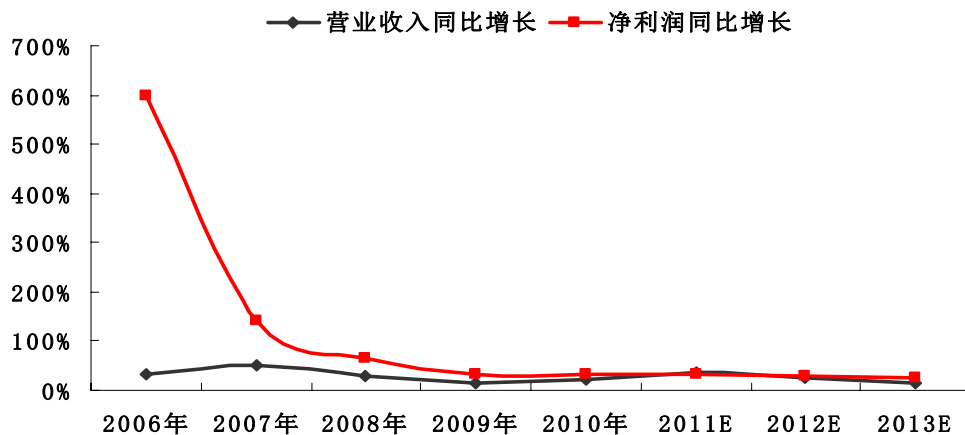
图 1：华西证券对公司业绩贡献显著


资料来源：东方证券研究所

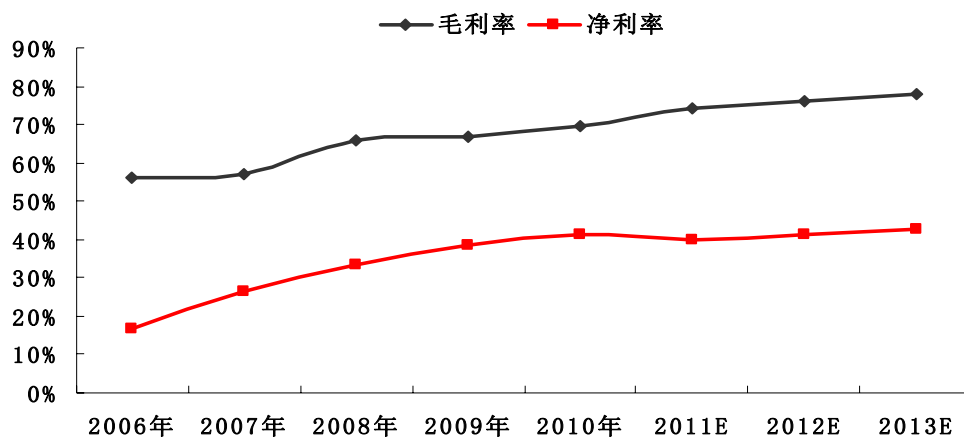
“中国品牌”放量，高档和中高档产品并举

公司年报中提出，2011 年收入规模要达到含税 86.41 亿元，2013 年达到 130 亿元，这就意味着三年时间内，公司收入水平较 2010 年要实现翻倍的增长，三年复合增长率至少要在 30% 以上。

我们认为，要实现收入的较快增长，公司产品的发展重点必须要高档酒和中高档酒并举，其中高档酒国窖 1573 和“中国品味”需要继续放量增长，且，保持每年提价。另外，由于近些年来公司将发展重点一直放在高档酒上，老窖特曲等中高档酒市场开拓遇到困难，随着公司资金实力的增强，公司有足够的能力进行两项业务并举，从而实现收入的目标。由博大营销公司经销的老窖特曲推出了铁盒装特曲，有望在今年实现较好的增长。

图 2：公司历年收入和利润增速


资料来源：东方证券研究所

图 3：公司盈利水平不断提高


资料来源：东方证券研究所

表 2：2010 年各项产品的财务指标（万元）

产品	营业收入	营业成本	毛利率%	收入同比增长%	毛利率同比增加（百分点）
高档酒	351,860.26	55,513.65	84.22	33.33	1.78
中低档酒	167,012.09	106,982.29	35.94	6.1	-7.14
合计	518,872.35	612,495.94	68.68	23.15	2.27

注：高档酒包含泸州老窖特曲及其以上产品；中低档酒为泸州老窖特曲以下产品。

资料来源：东方证券研究所

表 3：主营业务按地区的划分情况（万元）

地区	营业收入	同比增长%
华北地区	160,277	55.91
华中地区	80,887	44.43
西南地区	143,286	60.31
其他地区	134,422	-22.52
合计	518,872	23.15

资料来源：东方证券研究所

表 4：公司分季度经营数据

项目	2010 年全年			第四季度			第一季度			第二季度			第三季度		
	2009 年	2010 年	增速	2009 年	2010 年	增速	2009 年	2010 年	增速	2009 年	2010 年	增速	2009 年	2010 年	增速
一、营业总收入	43.70	53.71	22.89%	12.94	21.60	67.00%	12.84	14.54	13.26%	9.20	9.97	8.40%	10.07	13.14	30.46%
其中：营业收入	43.70	53.71	22.89%	12.94	21.60	67.00%	12.84	14.54	13.26%	9.20	9.97	8.40%	10.07	13.14	30.46%
二、营业总成本	29.29	28.05	-4.25%	9.41	6.76	-28.19%	7.83	7.21	-7.87%	6.47	6.87	6.21%	6.99	7.74	10.81%
其中：营业成本	14.58	16.43	12.73%	3.84	5.38	40.19%	4.76	3.93	-17.30%	3.06	3.38	10.61%	3.23	4.00	23.68%
毛利率	0.67	0.69	2.76	0.70	0.75	4.77	0.63	0.73	9.99	0.67	0.66	-0.68	0.68	0.70	1.67
营业税金及附加	3.24	4.38	35.24%	1.06	2.40	126%	0.57	0.94	64.69%	0.61	0.94	55.78%	0.80	1.25	54.88%
销售费用	4.99	3.23	-35.24%	1.22	-0.28	-123%	1.10	0.77	-29.59%	1.43	0.71	-50.38%	0.98	0.77	-21.53%
管理费用	2.90	3.90	34.45%	1.34	1.81	34.43%	0.53	0.73	37.18%	0.60	0.99	65.60%	0.97	0.98	0.93%
财务费用	0.00	0.08		0.00	0.08		0.01	-0.02	-283%	0.00	-0.01	-399%	-0.02	-0.04	121%
三项费用	7.90	7.21	-8.63%	2.57	1.61	-37.44%	1.64	1.48	-9.34%	2.03	1.68	-17.24%	1.94	1.71	-11.73%
三项费用率	0.18	0.13	-4.63	0.20	0.07	-12.40	0.13	0.10	-2.54	0.22	0.17	-5.23	0.19	0.13	-6.22
资产减值损失	0.02	0.03	43.87%	0.02	-0.01	-178%	0.00	0.00	#DIV/0!	0.04	0.04	21.20%	0.00	0.01	330%
投资收益	3.57	3.51	-1.62%	1.93	0.90	-53.41%	0.87	0.86	-1.00%	0.74	0.82	11.12%	1.01	0.77	-23.22%
三、营业利润	21.55	29.17	35.38%	7.38	13.13	77.91%	6.74	9.04	34.12%	4.20	4.73	12.74%	5.10	6.95	36.20%
加：营业外收入	0.07	0.18	139%	0.04	0.15	241%	0.00	0.01	748%	0.00	0.01	90.89%	0.02	0.08	212%
减：营业外支出	0.10	0.16	53.68%	-0.18	0.07	-139%	0.01	0.00	-81.54%	0.00	0.00	17.31%	0.07	0.00	-95.75%
四、利润总额	21.52	29.19	35.65%	7.60	13.20	73.76%	6.73	9.05	34.53%	4.20	4.74	12.80%	5.05	7.02	38.92%
减：所得税费用	4.60	6.38	38.64%	1.54	3.04	97.47%	1.42	2.11	48.92%	0.95	0.94	-1.54%	0.98	1.50	53.84%
所得税率	0.21	0.22	0.47	0.20	0.23	2.76	0.21	0.23	2.25	0.23	0.20	-2.88	0.19	0.21	2.07
五、净利润	16.91	22.81	34.84%	6.06	10.17	67.74%	5.31	6.94	30.69%	3.25	3.80	17.00%	4.08	5.52	35.35%
归属于母公司															
所有者的净利	16.73	22.05	31.79%	5.88	9.50	61.40%	5.31	6.79	27.82%	3.21	3.63	13.36%	4.04	5.38	33.32%
润															
少数股东损益	0.18	0.75	316%	0.18	0.67	280%	0.00	0.15		0.04	0.17	292%	0.04	0.14	223%
六、每股收益：															
基本每股收益	1.20	1.58	31.79%	0.42	0.68	61.40%	0.38	0.49	27.82%	0.23	0.26	13.36%	0.29	0.39	33.32%

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4589	7109	10367	14766	营业收入	5371	7393	9142	11224
现金	1079	2848	5275	8703	营业成本	1643	1919	2175	2459
应收账款	47	66	81	100	营业税金及附加	438	603	740	909
其他应收款	26	43	53	65	营业费用	323	532	658	808
预付账款	116	134	152	172	管理费用	390	682	815	923
存货	1486	1574	1784	2016	财务费用	8	13	13	13
其他流动资产	1834	2445	3022	3709	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	3437	3464	3455	3434	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1984	1991	1991	1991	投资净收益	351	250	250	250
固定资产	855	925	953	955	营业利润	2917	3892	4987	6359
无形资产	352	354	349	344	营业外收入	18	18	18	18
其他非流动资产	246	194	162	143	营业外支出	16	16	16	16
资产总计	8026	10573	13822	18199	利润总额	2919	3894	4989	6361
流动负债	2455	2850	3245	3713	所得税	638	896	1147	1463
短期借款	1	0	0	0	净利润	2281	3056	3899	4955
应付账款	294	345	392	443	少数股东损益	75	101	130	165
其他流动负债	2160	2504	2854	3270	归属母公司净利润	2205	2954	3769	4790
非流动负债	9	8	8	8	EBITDA	3016	4006	5116	6501
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.58	2.12	2.70	3.44
其他非流动负债	9	8	8	8					
负债合计	2464	2858	3253	3721	主要财务比率				
少数股东权益	45	146	276	441		2010	2011E	2012E	2013E
股本	1394	1394	1394	1394	成长能力				
资本公积	463	463	463	463	营业收入	22.9%	37.7%	23.6%	22.8%
留存收益	3660	5708	8432	12176	营业利润	35.4%	33.4%	28.1%	27.5%
归属母公司股东权益	5517	7566	10290	14034	归属于母公司净利润	31.8%	34.0%	27.6%	27.1%
负债和股东权益	8026	10570	13819	18196	获利能力				
					毛利率(%)	69.4%	74.0%	76.2%	78.1%
现金流量表					净利率(%)	41.1%	40.0%	41.2%	42.7%
					ROE(%)	40.0%	39.0%	36.6%	34.1%
					ROIC(%)	95.0%	106.8%	119.0%	132.2%
经营活动现金流	1351	2528	3347	4349	偿债能力				
净利润	2281	3056	3899	4955	资产负债率(%)	30.7%	27.0%	23.5%	20.4%
折旧摊销	92	102	116	129	净负债比率(%)	0.08%	0.03%	0.03%	0.03%
财务费用	8	13	13	13	流动比率	1.87	2.49	3.19	3.98
投资损失	-351	-250	-250	-250	速动比率	1.26	1.94	2.64	3.43
营运资金变动	-653	-390	-430	-498	营运能力				
其他经营现金流	-25	-2	0	0	总资产周转率	0.77	0.80	0.75	0.70
投资活动现金流	-222	160	138	138	应收账款周转率	136	129	123	122
资本支出	257	109	110	110	应付账款周转率	6.38	6.00	5.90	5.90
长期投资	0	9	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	36	277	248	248	每股收益(最新摊薄)	1.58	2.12	2.70	3.44
筹资活动现金流	-987	-919	-1059	-1059	每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.81	2.40	3.12
短期借款	1	-1	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.96	5.43	7.38	10.07
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	28.14	21.01	16.46	12.96
资本公积增加	110	0	0	0	P/B	11.25	8.20	6.03	4.42
其他筹资现金流	-1098	-918	-1059	-1059	EV/EBITDA	20	15	12	9
现金净增加额	142	1769	2427	3429					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn