

食品饮料行业

泸州老窖 (000568)

评级: 买入

食品饮料行业研究员

王永锋

电话: 010-88086830-722

邮箱: wangyf@rxzq.com.cn

执业证书编号: S0070210070004

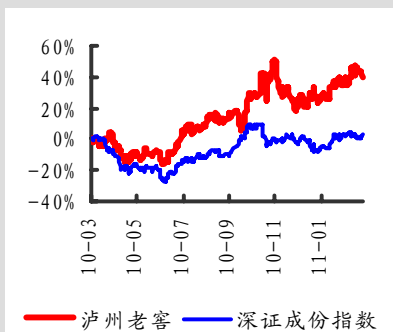
6-12个月目标价: 50-60

最新股价: 44.51

基本资料

总股本(百万)	1394
流通股A股(百万)	715
总市值(亿)	630
每股净资产(元)	3.96
资产负债率%	30.70
流通B股/H股(百万)	-/-

泸州老窖股价与深证成指对比:



相关研究:

《2011年年度投资策略报告: 消费升级背景下的投资机会》2010/12/13

《泸州老窖中报点评: 毛利率提升、期间费用率下滑推动业绩增长》

2010/08/19

《泸州老窖年报点评: 营销模式创新和年份酒的推出是2010年最大看点》

2010/04/16

处于转型期的老窖, 期待经营华丽转身

投资要点

- **2010年业绩略高于市场预期。**泸州老窖2010年实现营业收入53.71亿元, 同比增长22.89%; 归属于母公司净利润22.05亿元, 同比增长31.79%。公司2010年实现EPS1.58元, 略高于市场预期, 拟按每10股派发现金红利10元(含税), 分红达到公司历年最高水平。
- **营业收入增加、毛利率提升、销售费率下滑是业绩超预期的主要原因。**
 - 1、**营业收入增加。**2010年公司酒类收入为51.89亿元, 同比增长23.15%。其中高档酒、中低档酒收入分别为35.19亿元和16.70亿元, 同比分别增长33.33%和6.10%。
 - 2、**毛利率提升。**综合毛利率由上年的66.65%提升为69.41%, 其中高档酒和中低档酒毛利率分别为84.22%和35.94%, 分别较上年提升1.78和-7.14个百分点, 主要是公司高端产品国窖1573价格提升所致。
 - 3、**销售费率下滑。**销售费率由上年的11.43%大幅下滑为6.02%, 公司销售费用2008年最多达5.12亿元, 2010年下降到3.23亿元, 主要在于公司通过渠系模式(将区域内经销商组织起来构建经销商联盟体)创新, 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。
- **公司处于销售转型期。**
 - 1、**老窖特曲。**公司老窖特曲近两年表现不尽如人意, 销量一直维持在6000吨左右, 主要在于老窖特曲提价策略不成功, 价格提升带来销量下滑。随着国窖1573的提价, 公司2010年推出老窖特曲年份酒, 出厂价300多, 终端价538, 用以丰富公司产品线, 填补价格空白。我们非常认同公司直接推出新产品的策略, 看好新产品将来的市场前景。
 - 2、**国窖1573。**公司把国窖1573定位为奢侈品, 出厂价格高出五粮液49元; 同时公司推出国窖1573中国品位, 出厂价1573, 终端价1988。公司将来将对国窖1573控量保价, 同时加大中国品位和世界品味的产量, 提升自身品牌价值。随着公司销售转型完毕, 预计2011年将是公司的业绩拐点之年。
- **行权和“十二五”规划支撑公司2011年业绩高增长。**
 - 1、**期权行权。**2011年公司激励对象的行权条件为: (1) 扣除非经常性损益后净利润比上年增长不低于12%。(2) 净资产收益率不得低于30%且不得低于同行业上市公司75位值。
 - 2、**“十二五”规划。**2011年是公司“十二五”规划的开局之年, 公司计划实现含税销售收入86.41亿元, 为2013年实现含税销售收入130亿元奠定基础。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2011~2013年公司分别实现每股收益2.01/2.53/3.16元, 对应的动态PE分别为22/18/14倍。我们给予公司2011年25-30倍PE, 对应股价50-60元, 给予公司“买入”投资评级。

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5371	6772	8349	10226
同比（%）	22.89%	26.10%	23.29%	22.48%
归属母公司净利润（百万元）	2205	2809	3522	4407
同比（%）	31.79%	27.37%	25.39%	25.13%
毛利率（%）	69.41%	71.44%	73.48%	75.60%
每股收益（元）	1.58	2.01	2.53	3.16

附表 1 利润预测表（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	5371	6772	8349	10226
减：营业成本	1643	1934	2214	2495
营业税金及附加	438	555	685	839
营业费用	323	393	459	552
管理费用	390	481	593	726
财务费用	8	7	8	10
资产减值损失	3	2	2	2
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	351	300	250	200
二、营业利润	2917	3701	4638	5802
加：营业外收入	18	22	27	33
减：营业外支出	16	18	20	22
三、利润总额	2919	3705	4646	5814
减：所得税费用	638	800	1004	1256
四、净利润	2281	2905	3643	4558
归属母公司净利润	2205	2809	3522	4407
少数股东损益	75	96	121	151
五、每股收益（元）	1.58	2.01	2.53	3.16
股本（百万股）	1394	1394	1394	1394

数据来源：公司年报，日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。