

泸州老窖 (000568)

净利年均增30%可期，50元以下可积极买入

强烈推荐 (维持)

现价：44.51 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 /21.52%
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)	620.58
流通 A 股市值(亿元)	318.40
每股净资产(元)	3.96
资产负债率(%)	30.7

行情走势图



相关研究报告

《泸州老窖 (000568) 业绩快报点评：结构调整推动白酒业务超预期 (强烈推荐)》2011年2月22日

《泸州老窖 (000568) 3季报点评 - 3季报释放业务调整积极信号，维持“推荐”》2010年10月23日

研究员

文献 CFA 食品饮料首席研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

投资要点

■ 4Q10 净利同比增长 50%，略超市场预期

2010 年，泸州老窖营收、净利分别增长 22.9%和 31.8%，EPS1.58 元；4Q10 营收、净利分别增长 38.5%和 49.5%，EPS0.45 元，略超市场预期。分配预案为每 10 股派现 10 元，不转增，不送股。

■ 涨价和新品促高档白酒快速增长，成本上升降低档毛利率

我们估算，2010 年 1573 经典装出货量同比增 5%-10%，出厂均价升约 25%。再加上 2H10 推的新品中国品味和年份特曲，老窖高档白酒 2H10 营收增约 48%，全年增约 33%。高档白酒均价和占比上升推动全年毛利率提高 2.8%至 69.6%。2H10，中低档白酒营收增速止跌回升至 17.8%，带动全年增长 6%，但成本上升导致毛利率回落至 35.9%，同比下降 3.6 个百分点。

■ 组织创新显成效，表内费用率大降

2003 年以来，张良一直在推动老窖的组织创新，以在国有体制下尽量提高企业效率，包括生产承包、行政职能外包等等。而 2010 年销售管理外部化是重点。受益于此，老窖 2010 年销售费用率下降 34%，扣股权激励费用后管理费用同比仅增 10%，两项费用率大降至 6.1%和 5.7%。显然，这构成公司核心竞争力。

■ 11-13 净利年均增 30%可期，涨价和新品仍是重头戏

老窖 2011 年含税收入目标是 86 亿，增长来源包括：1573 提价，新品中国品味、年份特曲等放量，中低档组织扩张推动放量。我们预计，11-13 年，1573 经典装实际出厂均价分别增长 22%、17.5%和 15%，再加中国品味和年份特曲，高档产品年均增速能达到 28%。受此推动，老窖 11-13 年净利仍可年均增约 30%。

■ 50 元以下积极买入，11 年底目标价 57 元，强烈推荐

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 2.08、2.68 和 3.43 元，同比分别增 30%、30%和 28%，其中白酒分别为 1.85、2.47 和 3.2 元，同比分别增 40%、33%和 29%。以 3 月 25 日 44.51 元收盘价计算，3 年动态 PE 分别为 22、17 和 13 倍，我们给予 11 年底目标价 57 元，相当于 2012 年白酒业务 EPS22 倍加证券业务 EPS10 倍，建议 50 元以下积极买入，维持“强烈推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,370.4	5,370.9	7,455.0	9,110.5	11,126.5
YoY(%)	15.1	22.9	38.8	22.2	22.1
净利润(百万元)	1,673.3	2,205.2	2,876	3,751	4,807
YoY(%)	32.2	31.8	30.4	30.4	28.2
毛利率(%)	66.6	69.4	69.9%	72.8%	75.2%
净利率(%)	38.3	41.1	36.1%	39.2%	41.7%
ROE(%)	39.4	40.0	53.2%	62.0%	62.3%
EPS(摊薄/元)	1.2	1.6	2.06	2.68	3.43
P/E(倍)	37.1	28.1	21.6	16.6	13.0
P/B(倍)	14.6	11.2	11.7	9.2	7.2

图表 1 年报快读

	4Q09	4Q10	QoQ	FY09	FY10	YoY	
营业收入	1,160	1,606	38.5%	4,370	5,371	22.9%	4Q10 营收增长 38.5%。2H10 高档增长
营业成本	353	512	45.0%	1,458	1,643	12.7%	48%，中低档白酒增长 18%。
毛利率	69.6%	68.1%	-1.4%	66.6%	69.4%	2.8%	4Q10毛利率下降，当季高档占比应有下降
毛利	807	1,094	35.6%	2,913	3,728	28.0%	
营业税金及附加	126	125	-0.6%	324	438	35.2%	4Q10营业税金比率7.8%，全年8.2%，略升
销售费用	148	98	-33.9%	499	323	-35.2%	经销商承担部分费用
管理费用	81	121	50.1%	290	390	34.4%	全年摊销股权激励费用1.09亿元
财务费用	0	15	3356.3%	-0	8	3242.3%	期酒利息支出1300余万
资产减值损失	-2	-3	-44.3%	2	3	43.9%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	96	106	10.8%	357	351	-1.6%	4Q10华西证券利润上升约11%
营业利润	550	845	53.4%	2,155	2,917	35.4%	
营业利润率	47.5%	52.6%	5.1%	49.3%	54.3%	5.0%	
营业外收入	4	8	80.0%	7	18	139.0%	政府补贴增加
营业外支出	1	15	917.6%	10	16	53.7%	捐赠支出增加
利润总额	553	838	51.4%	2,152	2,919	35.7%	
所得税	126	184	45.7%	460	638	38.6%	
所得税率	27.7%	24.8%	-2.9%	25.6%	24.9%	-0.7%	税率基本正常
少数股东损益	9	29	210.4%	18	75	316.3%	主要来自博大酒业
归属于母公司净利润	418	625	49.5%	1,673	2,205	31.8%	4Q10净利增长约50%
净利率	28.4%	34.6%	6.2%	30.6%	35.9%	5.3%	
EPS	0.30	0.45	49.5%	1.20	1.58	31.8%	略高于此前市场预期

资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

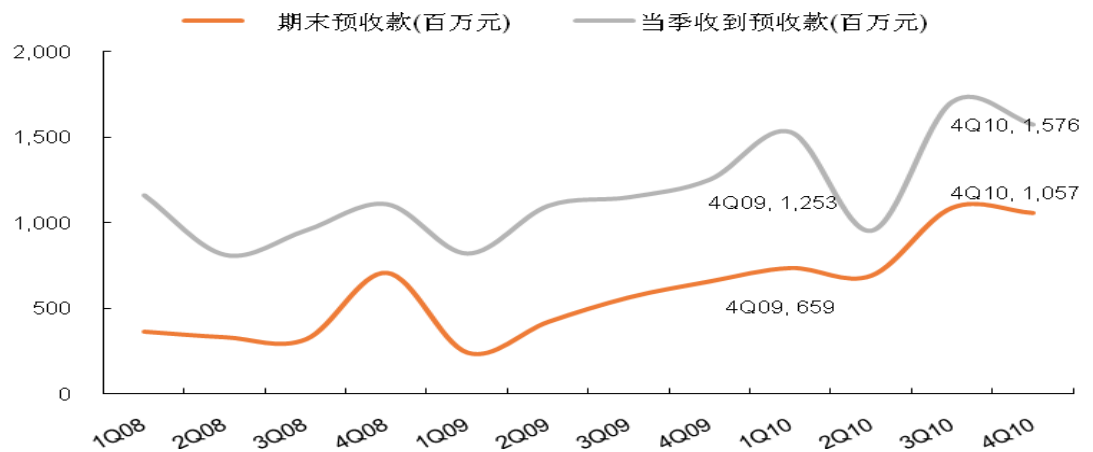
图表 2 2H10老窖高档白酒营收增长47.7%

单位：百万元

	FY2010	2H2010	1H2010	FY2009	2H2009	1H2009
高档白酒营收	3,518.6	1,918.3	1,600.3	2,639.1	1,298.3	1,340.8
同比增长率	33.3%	47.7%	19.4%	6.0%	17.0%	-2.8%
毛利率	84.2%	83.1%	85.5%	82.4%	83.0%	81.9%
同比变化	1.8%	0.2%	3.6%	1.2%	1.7%	0.7%
中低档白酒营收	1,670.1	890.6	779.6	1,574.1	756.1	818.0
同比增长率	6.1%	17.8%	-4.7%	31.1%	128.9%	19.2%
毛利率	35.9%	35.2%	36.8%	39.6%	43.7%	35.8%
同比变化	-3.6%	-8.4%	1.0%	6.17%	7.0%	4.81%
白酒营收合计	5,189	2,809	2,380	4,213	2,054	2,159
高档白酒占比	67.8%	68.3%	67.2%	62.6%	63.2%	62.1%
中低档白酒占比	32.2%	31.7%	32.8%	37.4%	36.8%	37.9%
高档白酒毛利占比	83.2%	83.6%	82.7%	77.7%	76.5%	78.9%
中低档白酒毛利占比	16.8%	16.4%	17.3%	22.3%	23.5%	21.1%

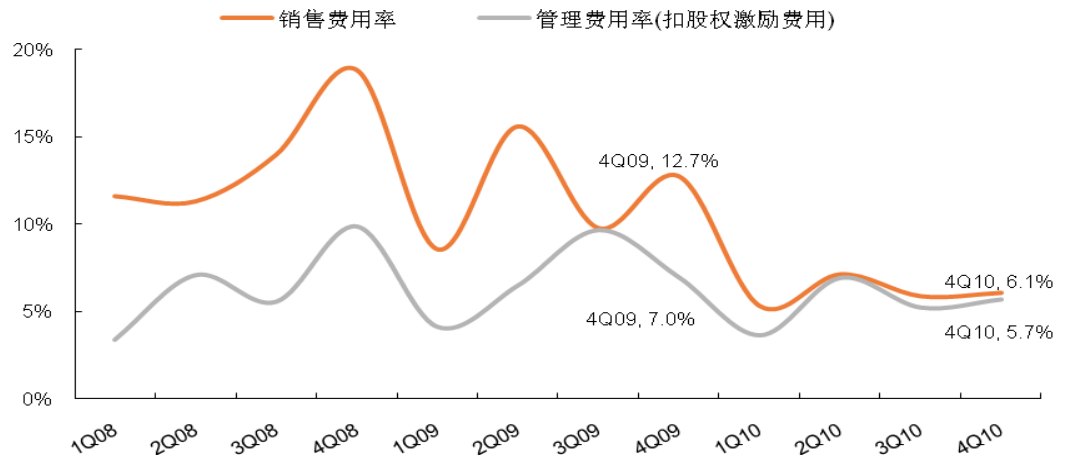
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 4Q10收到预收款同比增3.2亿元，期末预收款余额环比略降



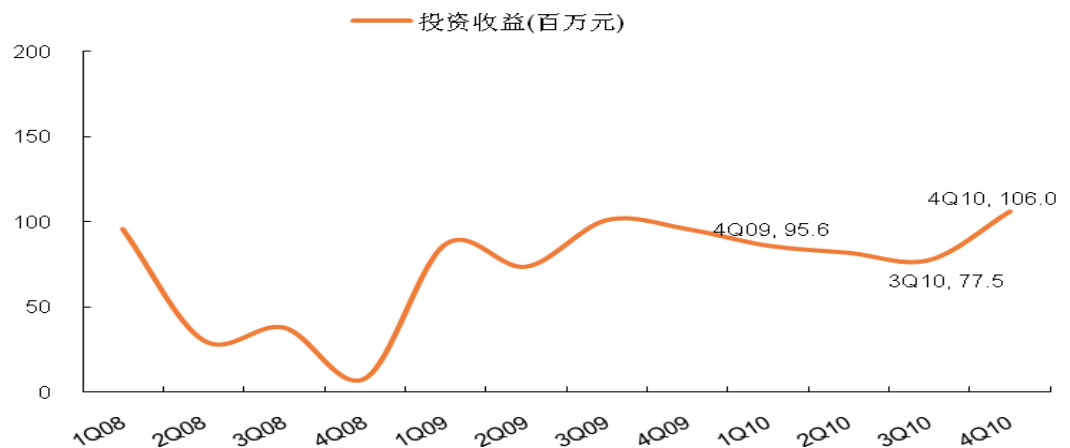
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 4Q10销售费用率同比下降6.6个百分点，组织裂变提高费用效率作用明显



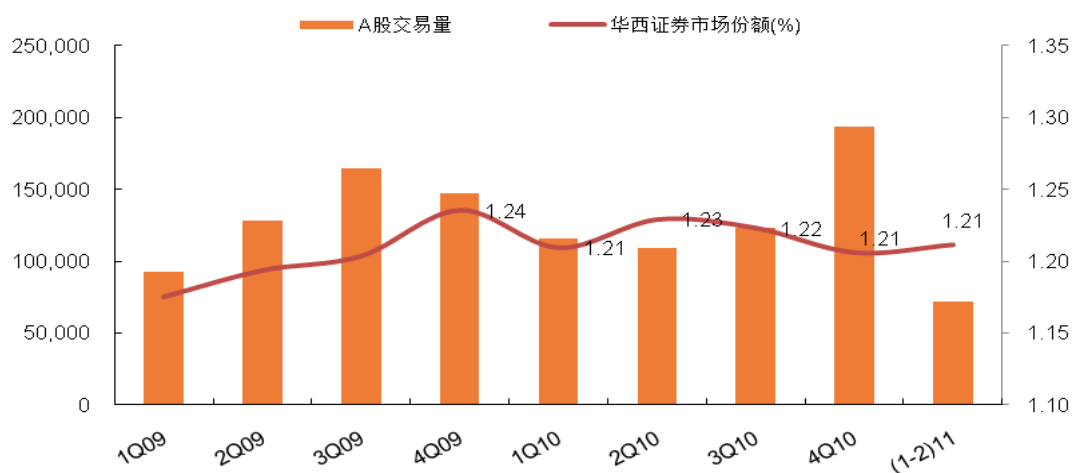
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 4Q10华西证券贡献投资收益约1.06亿元，同比升10.8%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 4Q10A股成交量同比升31%，华西市场份额稳定



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 7 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		3月25日	2009	10E	11E	2009	10E	11E	
双汇发展	000895	77.94	1.50	2.34	3.00	51.9	33.3	26.0	强烈推荐
山西汾酒	600809	62.44	0.82	1.14	1.94	76.1	54.8	32.2	强烈推荐
张裕 A	000869	88.29	2.14	2.60	3.26	41.3	33.9	27.1	强烈推荐
张裕 B	200869	68.58	2.14	2.60	3.26	32.1	26.3	21.0	
贵州茅台	600519	183.43	4.57	5.35	8.25	40.1	34.3	22.2	强烈推荐
五粮液	000858	32.37	0.85	1.15	1.54	37.9	28.1	21.0	推荐
泸州老窖	000568	44.51	1.20	1.58	2.06	37.1	28.1	21.6	强烈推荐
青岛啤酒	600600	32.83	0.93	1.14	1.32	35.4	28.8	25.0	推荐
燕京啤酒	000729	19.59	0.52	0.60	0.68	37.8	32.4	28.8	中性
伊利股份	600887	36.05	0.81	0.88	1.24	44.5	40.8	29.2	推荐
均值						43.4	34.1	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）	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,371	7,455	9,111	11,127	净利润	2,281	2,981	3,891	4,990
YoY	22.9%	38.8%	22.2%	22.1%	折旧摊销	92	103	105	106
营业成本	1,643	2,245	2,483	2,758	营运资金投资	-755	30	-406	21
毛利率	69.4%	69.9%	72.8%	75.2%	经营活动现金净流量	1,351	3,355	3,724	5,221
营业税金及附加	438	612	750	918	资本开支	-188	-123	-116	-120
股权激励费用	0	119	72	37	投资活动现金净流量	-222	-123	-116	-120
销售费用	323	598	731	892	债务融资	0	0	0	0
管理费用	390	310	341	416	股权融资	0	0	42	35
财务费用	8	4	-14	-36	支付红利	-1,046	-1,394	-1,818	-2,371
投资净收益	351	291	291	321	融资活动现金净流量	-987	-1,405	-1,762	-2,299
营业利润	2,917	3,859	5,039	6,462	当年现金净流量	143	1,827	1,846	2,801
加：营业外收入	18	18	18	18					
减：营业外支出	16	16	16	16					
利润总额	2,919	3,861	5,041	6,464					
减：所得税	638	880	1,150	1,474					
净利润	2,281	2,981	3,891	4,990					
减：少数股东损益	75	105	141	183					
归属母公司所有者净利	2,205	2,876	3,751	4,807					
YoY	31.8%	30.4%	30.4%	28.2%					
销售净利率	37.0%	36.1%	39.2%	41.7%					
EPS（当年股本）	1.58	2.06	2.68	3.43					
EPS（最新股本摊薄）	1.58	2.06	2.68	3.43					
	5,371	7,455	9,111	11,127					
重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
估值					货币资金	1,079	2,906	4,752	7,553
PE	28.1	21.6	16.6	13.0	应收款项	1,846	1,896	2,724	3,078
PEG	0.9	0.8	0.8	0.9	预付款项	116	177	186	211
PB	11.2	11.7	9.2	7.2	存货	1,486	1,936	2,192	2,407
PS	11.6	8.3	6.8	5.6	其他流动资产	62	64	91	104
EV/EBITDA	23.1	16.8	12.8	10.0	流动资产合计	4,589	6,978	9,945	13,353
股息收益率	2.2%	2.9%	3.8%	4.9%	长期股权投资	1,984	1,984	1,984	1,984
经营回报率					固定资产	972	989	1,000	1,012
ROE	45.2%	53.2%	62.0%	62.3%	无形资产	352	354	355	357
ROA	28.0%	29.5%	30.3%	30.7%	其他非流动资产	129	116	122	119
资本结构及偿债能力					非流动资产合计	3,437	3,444	3,462	3,472
资产负债率	30.7%	47.7%	47.2%	45.9%	资产总计	8,026	10,422	13,407	16,825
速动比率	1.3	1.0	1.2	1.4	短期借款	0	0	0	0
运营效率					应付款项	294	402	445	494
存货周转率	1.23	1.31	1.20	1.20	预收款项	1,057	1,295	1,688	1,997
流动资产周转率	1.41	1.29	1.08	0.96	应付股利	0	1,818	2,371	3,039
固定资产周转率	5.85	7.60	9.16	11.06	其他流动负债	1,104	1,455	1,818	2,187
					流动负债合计	2,455	4,970	6,321	7,717
					长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					其他非流动负债	9	2	2	2
					非流动负债合计	9	2	2	2
					负债合计	2,464	4,972	6,323	7,719
					归属母公司所有者权益	5,517	5,299	6,793	8,633
					其中：实收资本	1,394	1,394	1,398	1,402
					少数股东权益	45	150	291	474
					股东权益合计	5,562	5,450	7,084	9,107
					负债及股东权益总计	8,026	10,422	13,407	16,825

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）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

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：

此报告旨在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 2011 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

传真：(0755) 8244 9257