

买入 维持
泸州老窖 (000568)
2011 年 6 月 13 日

缩减对外投资，白酒业务快速增长依旧

食品饮料行业分析师: 赵 勇
SAC 执业证书编号: S0850209090682
zhaoyong@htsec.com
0755-82775282

联系人: 齐 莹
qiy@htsec.com
021-23219166

2011 年 6 月 10 日收盘价 45.19 元，价格区间 68-80 元

1. 公司产品体系还将进一步调整丰满，高档酒维持总量突出差异化个性需求，中高档酒大招商积极覆盖价格空白点，中低档酒持续放量抢占市场份额。公司将始终不渝的坚持国窖 1573 总产能 3000 吨水平（商品量大概 4500-5000 吨），未来将通过直接提价和开发更多个性化产品来提高吨酒价格，我们认为若这个理念能长期坚持，将确保其始终落在高端白酒阵营，日积月累，其品牌底蕴将会越来越深刻。近几年，公司在中高档酒市场上下足了功夫。包括陆续开发很多系列，如泸州老窖特曲年份酒，百年泸州老窖窖龄酒（30 年、60 年和 90 年）等等，目前来看，公司似乎实施了全价位综合覆盖，但给我们的担忧是其品项会否太多太杂。不过，短期可能仅仅是试验阶段，待时机成熟时，其突出品项可能会逐步浮出水面。

2. 公司绩效考核方法发生翻天覆地变化，极大调动员工积极性。公司表示今年 1 季度国窖 1573 市场实际消费量增长较快，并带动白酒收入快速增长，主要在于其出厂价和零售价具有较强价格优势，其次在于公司组织架构调整，激励考核带动员工积极性使得公司在高档酒市场上具有较强市场竞争力。公司在年初提出“放大‘超额业绩’的绩效”承诺法考核模式，指出超额奖金对员工收入是倍数关系，但落实到公司利润则是指数关系。以北京市场为例，高档酒前 4 月份销售已经超过去年全年水平。

3. 渠道下沉经销商扁平化仍将持续进行，运作模式主要在柒泉公司这个平台上，根据不同渠道和不同产品系列寻找经销商，但公司将会大规模招聘销售人员帮助经销商管理终端客户。公司发展柒泉公司的模式不是以资金股权作为控制纽带，而主要是以无形资产，或者说品牌资源这个资产专用性来解决股份公司与柒泉公司的控制权问题。公司计划在今年还将组建 3-4 家柒泉公司，今后三年组建速度还将提速。今后总部主要执行策划、规划、管理和服务问题，更多是战略层面。战术层面主要落脚到柒泉公司，公司将会高度放权，对柒泉公司总经理实行充分信任。我们认为这种权利下放也有助于提高公司对终端市场的敏感度和反应速度，获取更多市场竞争优势。

3. 我们认为 2-3 年内，公司白酒主业仍将维持高速增长。公司目前已经将产品方向、管理基调确定好。未来只需加大资源投入，确保执行力。未来几年，公司仍将大规模招聘新员工，包括强化对“80”后大学生的培养，每年都将大量引进硕博研究生，计划到 2013 年，公司中层销售骨干培养起来之后，未来中长期发展将不是什么大问题。

表 1 盈利预测：公司动态估值便宜，维持“买入”评级，价格区间 68-80 元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	4370	5371	7631	10960	13375
同比增长(%)	15.1	22.9	42.1	43.6	22.0
营业利润(百万元)	2155	2917	3755	5413	6739
同比增长(%)	28.5	35.4	28.7	44.2	24.5
净利润(百万元)	1673	2205	2838	4089	5091
同比增长(%)	32.2	31.8	28.7	44.1	24.5
每股收益(元)	1.20	1.58	2.04	2.93	3.65
P/E(倍)	37	28	22	15	12
P/B(倍)	15	11	10	7	5
PEG(倍)	0.155	0.356	0.518	0.662	0.938

资料来源：海通证券研究所

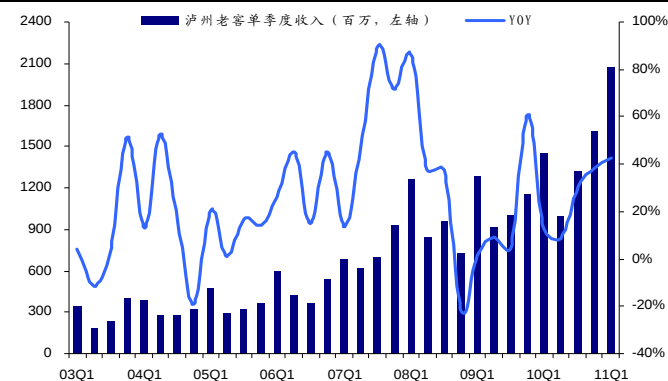
4. 股份公司放弃华西证券配售权，在华西证券增资扩股方案实施完成后，公司公告导致其下半年净利润减少 1.4-1.6 亿，折合 EPS 为 0.1-0.115 元。公司放弃华西配股权，主要在于华西作为金融类公司需要持续不断补充资本金。其次，股份公司也为满足资本市场的诉求，将资金资源聚焦到白酒主业。

5. 公司还计划退出对湖南武陵酱酒增资扩股的投资，聚焦自身的白酒主业。2010 年湖南武陵年销售额不到 1 个亿，还出现了亏损。同时，股份公司也无法满足地方政府要求追加投资的要求。公司公告 2011 年 5 月 31 日，湖南武陵酒有限公司经审计的净资产为 8559.11 万元，评估值约为 12076.4 万元。为集中精力做强做大公司主导品牌，会议同意在评估值的基础上再溢价 30%（约相当于 1.66 元/股），向联想控股有限公司定向发行股份 7843 万股（占湖南武陵酒有限公司增资扩股后总股本的 39%），向黄星耀（自然人）定向发行股份 2815 万股（占湖南武陵酒有限公司增资扩股后总股本的 14%）。在武陵公司本次增资扩股完成后，老窖公司持股比例将下降至 32.9%。

盈利预测：考虑到华西证券对股份公司业绩的影响，我们调低了 2011-13 年的盈利预测，我们预计 EPS 分别为 2.04 元、2.93 元和 3.65 元，分别增长 28.7%、44%和 25%。尽管如此，我们仍旧预计公司收入分别为 76.3 亿，109.6 亿和 133.8 亿，分别增长 42%、44%和 22%。我们预计公司 2011-2013 年期间费用将仍有下降态势，至少是持平态势。因此我们预计公司白酒主业 2011 年 EBIT 仍旧维持高位增长，达到 43.4%。我们认为，资本市场应专注对其白酒主业进行估值，当前估值水平仍旧便宜，2011 年仅为 22.2 倍，考虑到公司今后几年高速增长，我们维持“买入”评级，目标价格区间应在 68-80 元。

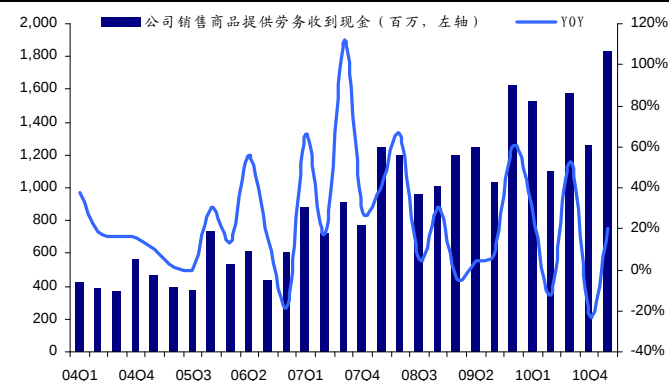
主要风险：宏观经济波动带来的高档白酒消费需求下降风险，政府限价等行政干预持续的风险，食品安全假酒风险，公司中高档白酒受到激烈竞争而不能实现目标等风险。

图 1 公司单季度收入增长强劲攀升



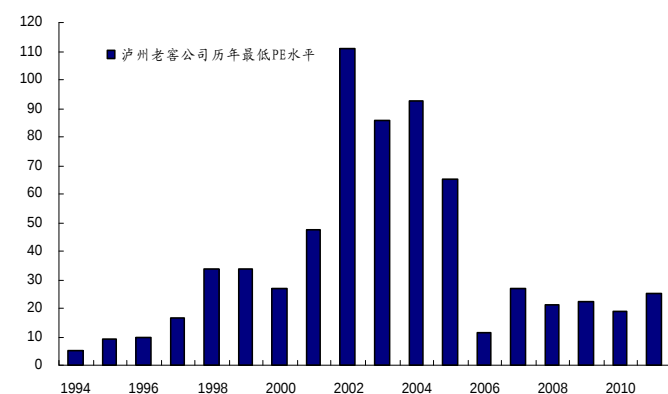
资料来源：海通证券研究所

图 2 销售商品收到现金保持稳定增长



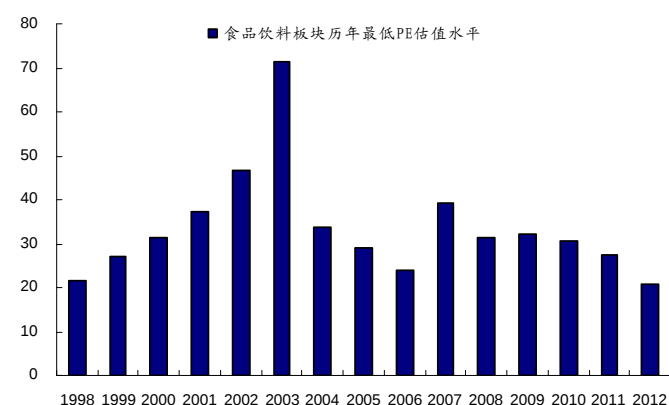
资料来源：海通证券研究所

图 3 泸州老窖目前处于历年估值底部具有安全边际



资料来源：海通证券研究所，wind

图 4 当前食品饮料行业 2011 年动态估值为 28 倍



资料来源：海通证券研究所，wind

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2010	2011E	2012E	2013E
P/E	28.5	22.1	15.3	12.3
P/B	11.4	10.1	7.3	5.5
P/S	11.7	8.2	5.7	4.7
EV/EBITDA	43.4	30.3	20.9	16.9

偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
负债权益比率	0.31	0.32	0.29	0.26
借款/股东权益	0	0	0	0
已获利息倍数	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.9	2.0	2.5	3.1
速动比率	1.3	1.3	1.7	2.2
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.3

盈利能力指标（%）	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	69.41	70.70	71.70	72.70
息税摊销折旧利润率	49.67	50.04	50.56	51.35
净利润率	41.06	37.19	37.31	38.07
净资产收益率	39.97	45.81	47.90	44.57
资产回报率	27.48	30.58	32.78	31.84
投资回报率	74.53	81.50	81.33	77.74

经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	2.64	2.09	1.63	1.75
存货周转天数	298	286	284	305
总资产周转率（%）	66.92	82.22	87.85	83.64
固定资产周转率（%）	97.34	123.19	128.39	117.08

盈利增长（%）	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入增长率	22.89	42.09	43.62	22.03
主营利润增长率	27.07	43.12	45.95	23.98
EBIT 增长率	43.17	43.41	46.50	24.51
EBITDA 增长率	40.91	43.13	45.12	23.94
净利润增长率	31.79	28.70	44.08	24.51

利润表（百万）	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	5371	7631	10960	13375
主营业务成本	1643	2236	3102	3651
主营业务利润	3290	4708	6872	8520
营业费用	323	459	660	805
管理费用	390	555	800	976
利润总额	2919	3757	5413	6739
EBIT	2576	3694	5412	6738
折旧摊销	92	124	129	130
EBITDA	2668	3818	5541	6868
投资收益	351	60	0	0
其他营业外收入	18	18	0	0
所得税	638	821	1183	1474
少数股东损益	75	97	140	174
归属于母公司的净利润	2205	2838	4089	5091
每股收益（元）	1.58	2.04	2.93	3.65

资产负债表（百万）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1079	971	2148	4275
应收款项	47	40	58	70
存货	1486	2021	2804	3301
流动资产	4589	5835	9027	12540
固定资产	855	932	919	907
总资产	8026	9281	12476	15992
应付帐款	294	401	556	654
长期借款	0	0	0	0
长期负债	9	0	0	0
总负债	2464	2944	3658	4111
少数股东权益	45	142	282	456
股东权益	5517	6195	8536	11425
付息负债	0	0	0	0
每股净资产（元）	3.96	4.44	6.12	8.19

现金流量表（百万）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2205	2838	4089	5091
折旧摊销	92	124	129	130
营运资金变动	705	861	1313	941
经营活动现金流	1351	2134	3057	4462
固定资产投资	22	50	50	50
无形资产投资	54	54	54	54
资本支出	242	133	133	133
投资活动现金流	-222	-133	-133	-133
公司自由现金流	1158	2013	2924	4330
股权自由现金流	1150	2013	2925	4331
债务变化	746	480	714	453
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	-987	-2109	-1747	-2202
现金净流量	1079	971	2148	4275
每股经营性现金流（元）	0.97	1.53	2.19	3.20

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵勇：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。