

泸州老窖 (000568)

## 白酒保持快速增长，华西拖累业绩增速

——2011 年中报点评

胡春霞  
021-38676186  
huchunxia@gtjas.com  
编号 S0880511010015

## 本报告导读：

泸州老窖白酒收入、利润均大幅增长，淡季不淡，预收账款继续上升。3 季度受制于华西证券投资的损失。

## 投资要点：

- ◆ 泸州老窖上半年收入、净利润分别为 35.6、14.1 亿元，分别同比增长 45.42%、35.42%，Eps1.01 元，预收账款 14.6 亿，环比上升 4.2 亿。
- ◆ 净利润增速低于收入增速的两个因素：毛利率下降 2.3 个百分点至 67.94%、华西证券投资收益下降。毛利率下降，公司表示主要因为成本上升，不过考虑到去年产品大幅提价，我们分析认为，毛利率下降应该存在成本的期间配置原因。华西证券上半年贡献利润 0.09 元，比去年低 0.03 元，剔除华西影响，白酒利润增速 46%，略高于收入。
- ◆ 高档、中低档酒收入分别增 51%、39%，结构仍向高档倾斜，同时，低档产品盈利翻倍。公司上半年 1573 销售增速不错，去年推出新品中，高档产品 60 年、90 年窖龄酒销售也很旺盛，加上中国品味的铺货，推动产品结构继续高档化。此外，可以作为博大公司盈利指标的少数股东权益翻倍也显示了低档酒盈利增长非常好。
- ◆ 对华西证券持股比例下降的资产评估带来 3 季度报表利润损失 1.6 亿元。11 年 7 月 28 日，华西证券增资，公司在华西证券的持股比例由 34.86%下降至 24.99%，新的资产评估带来损失 1.6 亿元。
- ◆ 预收账款 14.6 亿，环比上升 4.2 亿。联想到五粮液的预收款在淡季也是上升的，今年国内白酒行业销售情况应该非常好，持续超预期。
- ◆ 销售费用率、管理费用率分别下降 2.2%、1.1%。上半年公司销售费用率仅 3.8%，继一度以来继续维持了远低于同业的费用率水平，除了收入增长的因素外，更多应该是来自泉聚公司这一销售体制。
- ◆ 中报基本在预期内，波澜不惊，受益行业增长，继续看好公司未来两年的收入、盈利增长。维持 11、12 年 Eps 1.99、2.63 的业绩预测，估值不高，维持增持评级

| 财务摘要 (百万元)  | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入        | 4,370 | 5,371 | 7,190 | 8,986 | 10,922 |
| (+/-)%      | 15%   | 23%   | 34%   | 25%   | 22%    |
| 经营利润 (EBIT) | 1,799 | 2,576 | 3,607 | 4,652 | 5,794  |
| (+/-)%      | 19%   | 43%   | 40%   | 29%   | 25%    |
| 净利润         | 1,673 | 2,205 | 2,774 | 3,662 | 4,543  |
| (+/-)%      | 32%   | 32%   | 26%   | 32%   | 24%    |
| 每股净收益 (元)   | 1.20  | 1.58  | 1.99  | 2.63  | 3.26   |
| 每股股利 (元)    | 0.75  | 1.00  | 1.20  | 1.60  | 2.20   |

| 利润率和估值指标    | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 41.2% | 48.0% | 50.2% | 51.8% | 53.1% |
| 净资产收益率 (%)  | 39.4% | 40.0% | 41.9% | 45.5% | 47.7% |
| 投入资本回报率 (%) | 55.2% | 56.2% | 53.3% | 54.4% | 55.6% |
| EV/EBITDA   | 32.1  | 22.7  | 16.2  | 12.5  | 9.9   |
| 市盈率         | 36.9  | 28.0  | 22.3  | 16.9  | 13.6  |
| 股息率 (%)     | 1.7%  | 2.3%  | 2.7%  | 3.6%  | 5.0%  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：59.00

上次预测：59.00

当前价格：47.10

2011.08.19

## 交易数据

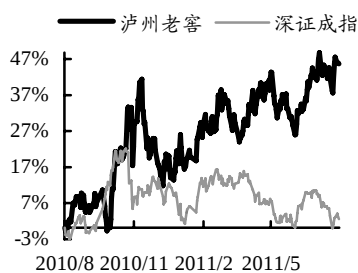
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 32.31-50.08 |
| 总市值 (百万元)        | 65,669      |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 1,394/715   |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 51%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 6           |
| 日均成交值 (百万元)      | 276         |

## 资产负债表摘要

|            |       |
|------------|-------|
| 股东权益 (百万元) | 6,443 |
| 每股净资产      | 4.62  |
| 市净率        | 10.2  |
| 净负债率       | 0%    |

| EPS (元) | 2010A | 2011E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.49  | 0.64  |
| Q2      | 0.26  | 0.38  |
| Q3      | 0.39  | 0.47  |
| Q4      | 0.45  | 0.50  |
| 全年      | 1.58  | 1.99  |

## 52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M | 12M |
|--------|-----|----|-----|
| 绝对升幅   | -1% | 0% | 42% |
| 相对指数   | 8%  | 7% | 41% |

## 相关报告

|                     |            |
|---------------------|------------|
| 《高档酒奢侈品化 多品牌打造中档酒》  | 2011.06.15 |
| 《收入增长再提速》           | 2011.04.17 |
| 《老窖焕发新活力 再次迎来超常规发展》 | 2011.03.27 |
| 《哑铃型增长驱动业绩超预期 建议增持》 | 2011.02.22 |
| 《为 2011 年作准备》       | 2011.01.06 |

模型更新时间: 2011.08.18

## 股票研究

必需消费

食品饮料

## 泸州老窖 (000568)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 59.00

上次预测: 59.00

当前价格: 47.10

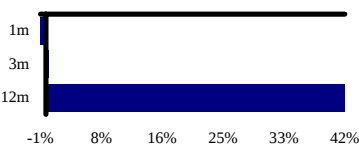
公司网址

www.lzlj.com.cn

### 公司简介

公司是具有 400 多年酿酒历史的国有控股上市公司。公司拥有我国建造最早（始建于公元 1573 年）、连续使用时间最长、保护最完整的老窖池群，1996 年经国务院批准为全国重点文物保护单位，被誉为“中国第一窖”。公司主导产品有国窖·1573、百年泸州老窖及泸州老窖特曲等。泸州老窖特曲是中国最古老的四大名酒，蝉联历届中国名酒称号，被誉为“浓香鼻祖”、“酒中泰斗”。公司持有 3.5 亿股华西证券股权，持股比例达到 34.86%，为控股股东，为公司带来了新的利润增长点。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

32.31-50.08

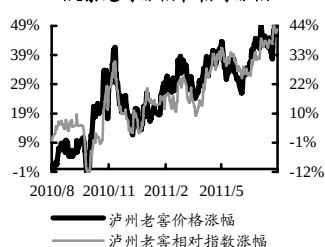
市值 (百万)

65,669

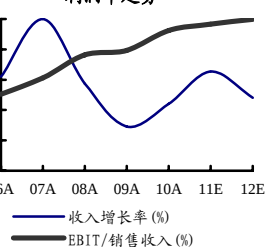
### 财务预测 (单位: 百万元)

| 损益表           | 2006A  | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入         | 1,926  | 2,927  | 3,798  | 4,370  | 5,371  | 7,190  | 8,986  |
| 营业成本          | 841    | 1,261  | 1,289  | 1,458  | 1,643  | 2,070  | 2,527  |
| 税金及附加         | 153    | 217    | 263    | 324    | 438    | 586    | 732    |
| 销售费用          | 294    | 352    | 513    | 499    | 323    | 435    | 539    |
| 管理费用          | 134    | 168    | 227    | 290    | 390    | 493    | 535    |
| EBIT          | 505    | 929    | 1,506  | 1,799  | 2,576  | 3,607  | 4,652  |
| 公允价值变动收益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益          | -6     | 159    | 172    | 357    | 351    | 51     | 176    |
| 财务费用          | 11     | 14     | 2      | 0      | 8      | -14    | -19    |
| 营业利润          | 493    | 1,063  | 1,676  | 2,155  | 2,917  | 3,670  | 4,846  |
| 所得税           | 170    | 291    | 387    | 460    | 638    | 803    | 1,060  |
| 少数股东损益        | -1     | -2     | 1      | 18     | 75     | 95     | 126    |
| 净利润           | 323    | 773    | 1,266  | 1,673  | 2,205  | 2,774  | 3,662  |
| 资产负债表         |        |        |        |        |        |        |        |
| 货币资金、交易性金融资产  | 779    | 444    | 704    | 937    | 1,079  | 1,659  | 2,087  |
| 其他流动资产        | 0      | 0      | 0      | 0      | 35     | 0      | 0      |
| 长期投资          | 101    | 811    | 1,343  | 1,702  | 1,984  | 1,470  | 1,628  |
| 固定资产合计        | 708    | 941    | 848    | 866    | 972    | 1,135  | 1,327  |
| 无形及其他资产       | 192    | 183    | 299    | 308    | 352    | 363    | 373    |
| 资产合计          | 3,458  | 4,492  | 5,093  | 5,983  | 8,026  | 9,475  | 11,820 |
| 流动负债          | 1,207  | 1,779  | 1,599  | 1,717  | 2,455  | 2,713  | 3,501  |
| 非流动负债         | 6      | 2      | 2      | 1      | 9      | 3      | 3      |
| 股东权益          | 2,232  | 2,704  | 3,478  | 4,248  | 5,517  | 6,618  | 8,049  |
| 投入资本(IC)      | 2,423  | 1,900  | 2,150  | 2,562  | 3,578  | 5,289  | 6,688  |
| 现金流量表         |        |        |        |        |        |        |        |
| NOPLAT        | 330    | 675    | 1,154  | 1,414  | 2,013  | 2,818  | 3,635  |
| 折旧与摊销         | 84     | 73     | 84     | 94     | 92     | 105    | 128    |
| 流动资金增量        | -28    | 410    | 58     | -140   | -723   | -1,038 | -770   |
| 资本支出          | -135   | -280   | -127   | -118   | -256   | -277   | -327   |
| 自由现金流         | 251    | 877    | 1,169  | 1,251  | 1,125  | 1,607  | 2,665  |
| 经营现金流         | 357    | 1,229  | 814    | 1,067  | 1,351  | 2,045  | 2,968  |
| 投资现金流         | -120   | -1,256 | -67    | -115   | -222   | 288    | -310   |
| 融资现金流         | 244    | -306   | -487   | -719   | -987   | -1,753 | -2,231 |
| 现金流净增加额       | 481    | -333   | 260    | 234    | 143    | 580    | 428    |
| 财务指标          |        |        |        |        |        |        |        |
| 成长性           |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入增长率         | 32.2%  | 51.9%  | 29.8%  | 15.1%  | 22.9%  | 33.9%  | 25.0%  |
| EBIT 增长率      | 208.5% | 84.2%  | 62.0%  | 19.5%  | 43.2%  | 40.0%  | 29.0%  |
| 净利润增长率        | 598.5% | 139.8% | 63.7%  | 32.2%  | 31.8%  | 25.8%  | 32.0%  |
| 利润率           |        |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率           | 56.4%  | 56.9%  | 66.1%  | 66.6%  | 69.4%  | 71.2%  | 71.9%  |
| EBIT 率        | 26.2%  | 31.8%  | 39.6%  | 41.2%  | 48.0%  | 50.2%  | 51.8%  |
| 净利润率          | 16.7%  | 26.4%  | 33.3%  | 38.3%  | 41.1%  | 38.6%  | 40.8%  |
| 收益率           |        |        |        |        |        |        |        |
| 净资产收益率(ROE)   | 14.5%  | 28.6%  | 36.4%  | 39.4%  | 40.0%  | 41.9%  | 45.5%  |
| 总资产收益率(ROA)   | 9.3%   | 17.2%  | 24.9%  | 28.0%  | 27.5%  | 29.3%  | 31.0%  |
| 投入资本回报率(ROIC) | 13.6%  | 35.5%  | 53.7%  | 55.2%  | 56.2%  | 53.3%  | 54.4%  |
| 运营能力          |        |        |        |        |        |        |        |
| 存货周转天数        | 519    | 357    | 344    | 299    | 298    | 280    | 300    |
| 应收账款周转天数      | 7      | 7      | 4      | 2      | 3      | 3      | 4      |
| 总资产周转天数       | 579    | 496    | 461    | 463    | 476    | 444    | 432    |
| 净利润现金含量       | 1.11   | 1.59   | 0.64   | 0.64   | 0.61   | 0.74   | 0.81   |
| 资本支出/收入       | 7%     | 10%    | 3%     | 3%     | 5%     | 4%     | 4%     |
| 偿债能力          |        |        |        |        |        |        |        |
| 资产负债率         | 35.1%  | 39.7%  | 31.4%  | 28.7%  | 30.7%  | 28.7%  | 29.6%  |
| 净负债率          | -22.6% | -16.4% | -20.2% | -22.1% | -19.6% | -25.1% | -25.9% |
| 估值比率          |        |        |        |        |        |        |        |
| PE            | 119.7  | 49.9   | 48.8   | 36.9   | 28.0   | 22.3   | 16.9   |
| PB            | 17.3   | 14.3   | 17.8   | 14.5   | 11.2   | 9.3    | 7.7    |
| EV/EBITDA     | 64.7   | 38.1   | 38.4   | 32.1   | 22.7   | 16.2   | 12.5   |
| P/S           | 20.0   | 13.2   | 16.3   | 14.1   | 11.5   | 8.6    | 6.9    |
| 股息率           | 0.8%   | 1.3%   | 1.5%   | 1.7%   | 2.3%   | 2.7%   | 3.6%   |

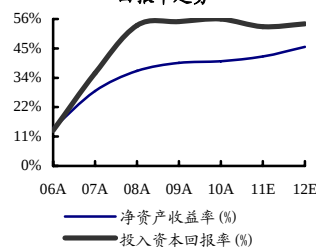
股票绝对涨幅和相对涨幅



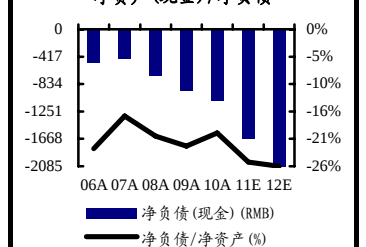
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



**作者简介:****胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业七年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名，2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |