

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2011年8月19日

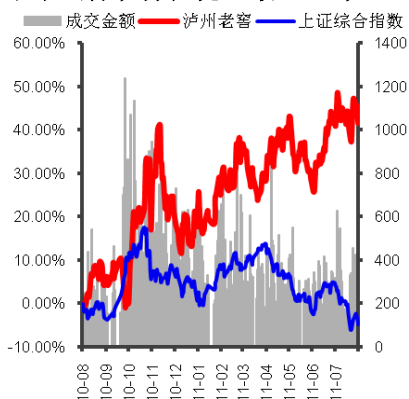
市场数据：2011年8月18日

收盘价（元）	47.1
一年内最高/最低（元）	50.08/32.31
市净率	11.7
市盈率	57.5
流通A股市值（百万元）	33,692

基础数据：2011年6月30日

每股收益（元）	1.011
营业收入（百万元）	3,564.5
净利润（百万元）	1,410.2
总股本/流通A股（百万）	1,394/715

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

泸州老窖 (000568)

销售稳步增长，中端谋得突破

买入

上调评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	5,371	22.9	2,205	31.8	1.58	42.5	41.0	29.8
2011E	7,347	36.8	2,887	30.9	2.07	40.6	34.9	22.7
2012E	9,368	27.5	3,729	29.2	2.67	41.2	31.1	17.6
2013E	11,657	24.4	4,668	25.2	3.35	41.4	28.0	14.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩基本符合预期。**2011年上半年公司共实现营业收入 356,450.87 万元，同比增长 45.42%；实现净利润 141,020.37 万元，同比增长 35.2%；每股收益 1.011 元，业绩基本符合预期。

● **销售稳步增长，费用率大幅下降。**上半年公司保持稳步快速增长态势，收入增速逐季提升。受中低端产品放量增长影响，整体毛利率有所下滑，比上年同期下降 2.64 个百分点，致使公司营业利润率相应下降。不过，由于柒泉模式带来的费用转移，公司销售费用率大幅下降，仅为 3.81%，比上年同期下降 2.25 个百分点，从一定程度上弥补了毛利率下滑影响。

● **1573 锁定超高端，中端产品谋得突破。**在产品系列与品牌运作上，公司继续通过 1573 锁定超高端市场，不断提升国窖 1573 的知名度、美誉度，坚定高端奢侈品之路，同时，通过对市场资源的“拼、抢、夺”加大特曲等中端产品的推广力度，寻求突破。上半年高端产品保持快速增长，增速高达 50%以上，中端产品销售亦已出现转机，一改上年个位数增长的不利局面，一举实现 10 亿元的销售收入，比上年同期增长近四成。

● **“大招商，招大商”，柒泉模式持续推进。**公司定位“大招商，招大商”的经销商策略，加大管理及考核力度，并组建十二支独立运作的公司化狼性营销队伍，力求实现“前端市场狼性化、后端保障精细化、管理运筹系统化”。同时，从 2011 年起公司进一步加速推进柒泉模式，预计组建 3 家公司，届时柒泉公司的总数将升至 8 家。

● **投资建议：**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 2.07、2.67、3.35 元，对应的动态市盈率分别为 22.7、17.6、14.1，考虑到当前估值较低，上调至“买入”评级。

● **风险提示：**中端酒销售情况低于预期。

表 1：泸州老窖单季利润表

单位：百万元	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	同比变化
一、营业总收入	1,007	1,160	1,454	997	1,314	1,606	2,071	1,493	49.77
营业收入	1,007	1,160	1,454	997	1,314	1,606	2,071	1,493	49.77
二、营业总成本	598	705	636	606	696	867	925	849	40.08
营业成本	323	353	393	338	400	512	617	541	59.93
营业税金及附加	80	126	94	94	125	125	145	119	25.71
销售费用	98	148	77	71	77	98	67	69	(3.05)
管理费用	97	81	73	99	98	121	96	114	15.06
财务费用	-2	0	-2	-1	-4	15	-1	4	(374.69)
资产减值损失	0	-2	-0	4	0	-3	0	2	
三、其他经营收益	101	96	86	82	77	106	60	72	9.00
投资净收益	101	96	86	82	77	106	60	72	9.00
四、营业利润	510	550	904	473	695	845	1,206	716	51.44
加：营业外收入	2	4	1	1	8	8	4	-0	(137.70)
减：营业外支出	7	1	0	0	0	15	1	2	
五、利润总额	505	553	905	474	702	838	1,210	714	50.68
减：所得税	98	126	211	94	150	184	278	169	80.61
六、净利润	408	427	694	380	552	654	931	545	43.30
减：少数股东损益	4	9	15	17	14	29	35	30	82.99
归属于母公司所有者净利润	404	418	679	363	538	625	896	514	41.48
七、每股收益：	0.29	0.30	0.49	0.26	0.38	0.45	0.64	0.37	41.48
收入增长率(%)	4.18	60.74	13.26	8.40	30.46	38.48	42.44	49.77	41.37
毛利率(%)	67.90	69.59	72.95	66.06	69.57	68.15	70.21	63.75	(2.30)
营业利润率(%)	50.66	47.46	62.20	47.45	52.89	52.59	58.24	47.98	0.53
净利率(%)	40.50	36.85	47.76	38.11	42.02	40.73	44.98	36.47	(1.65)
销售费用率(%)	9.77	12.73	5.33	7.13	5.88	6.07	3.22	4.62	(2.52)
管理费用率(%)	9.67	6.95	4.99	9.90	7.46	7.53	4.65	7.60	(2.29)
归属于母公司净利润增长率(%)	17.52	130.72	27.82	13.36	33.32	49.49	31.93	41.48	28.12

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	5,370.87	7,346.69	9,367.61	11,657.06
营业收入	5,370.87	7,346.69	9,367.61	11,657.06
二、营业总成本	2,805.02	3,738.49	4,598.38	5,592.28
营业成本	1,643.19	2,152.34	2,599.33	3,104.67
营业税金及附加	437.86	547.33	674.47	839.31
销售费用	323.37	477.54	608.89	757.71
管理费用	390.47	551.00	702.57	874.28
财务费用	7.56	10.29	13.11	16.32
资产减值损失	2.57	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	351.04	280.83	280.83	280.83
投资净收益	351.04	280.83	280.83	280.83
四、营业利润	2,916.90	3,889.03	5,050.07	6,345.61
加：营业外收入	17.57	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	15.52	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	2,918.94	3,887.03	5,048.07	6,343.61
减：所得税	638.24	901.55	1,191.81	1,515.69
六、净利润	2,280.70	2,985.48	3,856.26	4,827.92
减：少数股东损益	75.46	98.82	127.64	159.80
归属于母公司所有者的净利润	2,205.24	2,886.66	3,728.62	4,668.11
七、每股收益：	1.58	2.07	2.67	3.35
净利润增长率(%)	31.79	30.90	29.17	25.20

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。