

公司点评研究报告 ● 食品饮料行业 2011年8月19日

中档酒以产品布点拉动收入增长

泸州老窖 (000568.sz)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司发布 2011 年半年度报告。2011 年上半年, 公司实现销售收入 356450.8 万元, 较去年同期增长 45.42%; 实现归属于上市公司股东的净利润 141020.3 万元, 较去年同期增长 35.20%; 实现每股收益 1.01 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、染泉模式下毛利率和期间费用率同降

高档酒收入同比增长 50.54%, 毛利率同比下降 2.82% 至 83.12%; 中低档酒收入同比增长 38.19%, 毛利率同比下降 7.62% 至 33.96%; 综合毛利率下降 2.6% 至 67.5%。销售费用率同比下降 2.3% 至 3.8%, 管理费用率同比下降 1.1% 至 5.9%。

华西证券净利率下降导致公司投资收益为 1.31 元, 同比下降 3650 万元。销售净利率同比降低 3% 至 39.6%, 源于投资收益减少及少数股东损益增加。

(二)、中档酒以产品布点, 大招商拉动收入增长

公司中档酒采取以产品布点的策略, 通过老窖特曲、窖龄酒、百年老窖、精酿特曲等不同的产品去适应消费。窖龄酒和精酿特曲等产品的快速增长打开中档酒增长空间。

公司在进行大招商, 经销客户的碎片化以及销售扁平化带来更强的渠道推力。中档酒以渠道推动和终端布点的推动, 用三年的时间先在全国形成面, 再做品牌进一步清晰化的安排。

(三)、公司制定收入规模快速增长的三年发展目标

公司经营体制的不断改革和深化带来管理效益的提升和生产成本的降低。公司提出 11 年实现 86 亿 (含税) 销售规模, 13 年实现 130 亿元 (含税) 销售收入的发展目标, 2010-2013 年收入复合增速要达到 31%。

3. 投资建议

我们给予 2011 至 2012 年销售收入分别为 73.83 亿元和 101.51 亿元, 实现 EPS 1.98 和 2.74 元, 维持“推荐”评级。

分析师

董俊峰 (首席)

☎: (8610) 6656 88780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

特此鸣谢

郭怡娴 (8610) 6656 8229

(guoyixian@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.08.18

A 股收盘价(元)	47.10
A 股一年内最高价(元)	50.08
A 股一年内最低价(元)	36.76
上证指数	2559.47
市净率	6.7
总股本 (万股)	139424
实际流通 A 股 (万股)	71534
限售的流通 A 股 (万股)	67890
流通 A 股市值(亿元)	336.93

相关研究

- (1) 泸州老窖 (000568): 染泉模式引领老窖第三次腾飞 20110328
(2) 泸州老窖 (000568): 中档酒以产品布点, 大招商拉动收入增长 20110613

表 1: 财务报表预测

利润表	2010A	2011E	2012E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E
营业总收入	537087	738340	1015100	成长性			
营业总成本	280502	390798	522516	营业收入增长	22.9%	37.5%	37.5%
营业成本	164319	244125	343666	营业成本增长	12.7%	48.6%	40.8%
财务费用	756	-1704	-3868	营业利润增长	35.4%	28.4%	38.7%
销售费用	32337	28795	39589	利润总额增长	35.7%	28.4%	38.7%
管理费用	39047	45039	59891	净利润增长	31.8%	25.0%	38.7%
投资净收益	35104	27000	27000	盈利能力			
营业利润	291690	374541	519584	毛利率	69.4%	66.9%	66.1%
营业外收支	205	200	200	销售净利率	41.1%	37.3%	37.7%
利润总额	291894	374741	519784	ROE	39.6%	32.6%	30.7%
所得税	63824	86191	119550	ROIC	90.2%	79.7%	78.3%
少数股东损益	7546	12985	18011	营运效率			
净利润	220524	275566	382223	销售费用/营业收入	6.0%	3.9%	3.9%
资产负债表 (万元)				管理费用/营业收入	7.3%	6.1%	5.9%
货币资金	107911	330511	664568	投资收益/营业利润	12.0%	7.2%	5.2%
应收帐款	4711	6477	8904	所得税/利润总额	21.9%	23.0%	23.0%
应收票据	179910	247324	340031	应收帐款周转率	138.11	131.99	131.99
存货	148555	244125	343666	存货周转率	1.23	1.24	1.17
流动资产合计	458901	854011	1392894	流动资产周转率	1.41	1.12	0.90
固定资产	97158	101008	103911	总资产周转率	0.77	0.74	0.69
资产总计	802627	1203425	1746811	偿债能力			
短期借款	0	0	0	资产负债率	30.7%	29.6%	28.4%
应付款项	29441	43942	61860	流动比率	1.87	2.40	2.81
流动负债合计	245526	355639	495791	速动比率	1.26	1.71	2.12
长期借款	0	0	0	每股指标 (元)			
负债合计	246391	355639	495791	摊薄 EPS	1.58	1.98	2.74
股本	139424	139424	139424	每股净资产	3.99	6.06	8.93
留存收益	412312	687878	1070101	每股经营现金流	0.97	1.68	2.48
少数股东权益	4499	17484	35494	每股经营现金/EPS	0.6	0.9	0.9
权益合计	556235	844786	1245020	估值	2010	2011E	2012E
负债股东权益总计	802627	1200425	1740811	PE	29.8	23.8	17.2
现金流量表 (万元)				PEG	0.94	0.75	0.54
经营活动现金流	135128	234600	346057	PB	11.8	7.8	5.3
其中营运资本减少	-70473	-62397	-64673	EV/EBITDA	24.62	17.79	13.15
投资活动现金流	-22155	-12000	-12000	EV/SALES	12.23	8.89	6.47
其中资本支出	-25737	-12000	-12000	EV/IC	24.41	15.39	12.29
融资活动现金流	-98716	0	0	ROIC/WACC	8.60	7.59	7.47
净现金总变化	14183	222600	334057	REP	2.84	2.03	1.65

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，食品饮料行业证券分析师。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

郭怡娴，食品饮料行业证券分析师。2008 年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908