

白酒  
署名人: 张镭  
S0960209060260  
0755-82026705  
zhanglei@cjis.cn  
参与人: 柯海东  
S0960110080062  
kehaidong@cjis.cn  
0755-82026712

泸州老窖

000568

强烈推荐

主营业务增长超预期, 投资收益拖累净利润

——2011年三季度报点评

老窖三季度报: 1-9月份营收56亿元(+49%), 归属母公司所有者净利润20亿元(+27%), EPS1.44元; 7-9月份营收21亿元(+57%), 归属母公司所有者净利润6亿元(+10%), EPS0.42元, 公司主营业务收入增长略超预期, 但受华西证券投资收益为负拖累短期业绩, 我们维持“强烈推荐”。

投资要点:

业绩回顾

■ 推广新产品, 大招商促成营收持续高增长。1-9月份公司营收比去年同期增加了18.6亿, 预收帐款处于高位达14.7亿元(比年初增4.2亿元)。应收票据比去年同期增加了14.1亿, 增速达113%, 反映了公司今年推广新产品(定制酒、中国品味、年份特曲、窖龄酒、金奖特曲)通过大招商, 给经销商提供信用的方式实现了快速增长。从衡量中低档酒盈利的指标少数股东损益(公司中低档酒主要由持股75%的博大酒业运作)同比增长了128%, 达1.05亿元可见中低档酒增长更快。柴泉模式效应持续, 毛利率、营业费用率同向减少, 但预计营业费用率下降空间已不大。1-9月份公司毛利率同比下降3%至67%, 而营业费用率也下降2.4%至3.59%, 毛利率下降一方面受到中低档产品贡献收入占比提升影响, 另一方面则是由于柴泉模式下公司对柴泉公司销售时降低出厂价、同时降低营业费用投入有关。管理费用率也同比下降1.6%, 使得公司整体费用率下降了近4%, 主营业务净利率保持平稳。投资收益大幅减少拖累公司整体业绩。公司投资收益主要由参股的华西证券贡献, 今年以来华西证券业绩大幅下滑+公司放弃参与华西证券的增资扩股使持股比例从35%降至25%, 这两方面原因导致投资收益同比减少96%, 投资收益对公司利润总额的贡献已不足1%, 剔除掉投资收益, 公司1-9月份利润总额同比增长了52%, 7-9月份利润总额同比增长了60%。1-9月份经营活动产生的现金流量净额达18.02亿元, 同比增长73.23%, 显示了经营情况良好。

未来展望

■ 营收增长势头迅猛, 预计全年完成74亿元(即年初制定的86亿元的含税营收规划)的营收规划无忧, 明年2月份股权激励首次行权值得关注。因招商力度大, 推出的新品多, 明后年业绩仍需紧密跟踪渠道库存变化。

■ 中长期发展战略清晰: 高档酒走奢侈品路线, 中档酒力推新品, 低档酒全国布点成面力图提升市场占有率。公司对国窖1573限量提价, 走奢侈品路线, 我们预计CPI下行趋势确立发改委减少价格干预后, 明年元旦可能会再次提价。中档酒推出的窖龄酒定位在国窖1573之下, 通过大招商, 招大商来运作。中低档酒金奖特曲是在老窖特曲已经萎缩成地方性品牌的情况下新推出的产品, 由销售公司与博大公司分别运作, 使得他们良性竞争, 公司希望用3年时间在全国各地布点成面。低档酒则放量实现市场份额的提高及为中高档酒培育消费群体。

■ 维持强烈推荐。11/12/13年EPS预测为2.04/2.60/3.11元, PE为21/16/13, 维持“强烈推荐”评级。风险提示: 经济下行、政务消费收紧、渠道库存消化情况

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5371	7625	9234	10800
同比(%)	23%	42%	21%	17%
归属母公司净利润(百万元)	2205	2841	3623	4330
同比(%)	32%	29%	28%	20%
毛利率(%)	69.4%	68.8%	69.8%	71.1%
ROE(%)	40.0%	40.8%	41.4%	40.2%
每股收益(元)	1.58	2.04	2.60	3.11
P/E	26.41	20.51	16.08	13.45
P/B	10.56	8.37	6.65	5.40
EV/EBITDA	18	14	11	9

资料来源: 中投证券研究所

12个月目标价: 52.00元

当前股价: 40.80元

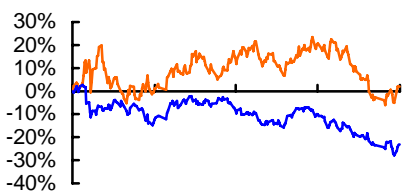
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	10323.29
总股本(百万)	1394
流通股本(百万)	715
流通市值(亿)	292
EPS(TTM)	1.85
每股净资产(元)	3.99
资产负债率	30.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
泸州老窖	3.71	-15.23	-9.07
深证成份指数	-1.20	-14.80	-16.47



2010/10 2011/1 2011/4 2011/7

— 泸州老窖 — 深证成份指数

相关报告

《泸州老窖-集中主业, 决战高端——股东大会、投资者交流会点评》2011-6-11  
《泸州老窖-2011年将重返业绩增长的快车道——2010年业绩年报点评》2011-3-27  
《泸州老窖-业绩超预期, 重返快车道——2010年业绩快报点评》2011-2-22  
《贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011年1季报点评》2011-1-22

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 1 泸州老窖季度关键财务数据

	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q	2011-2Q	2011-3Q
经营活动产生的现金流量净额	170.02	138.76	113.31	348.00	579.27	310.70	384.01	483.23	935.36
预收账款	565.59	658.56	736.59	692.29	1087.25	1056.78	1040.37	1456.61	1473.63
预收帐款 yoy(%)	75.83%	-7.08%	202.19%	63.58%	92.23%	60.47%	41.24%	110.40%	35.54%
季度营业收入(百万元)	1007.04	1159.72	1453.99	997.15	1313.79	1605.94	2071.11	1493.40	2063.76
yoy(%)	4.18%	60.74%	13.26%	8.40%	30.46%	38.48%	42.44%	49.77%	57.08%
毛利率	67.90%	69.59%	72.95%	66.06%	69.57%	68.15%	70.21%	63.75%	65.90%
营业税金率	7.99%	10.84%	6.45%	9.48%	9.48%	7.79%	7.01%	7.95%	10.16%
营业费用率	9.77%	12.73%	5.33%	7.13%	5.88%	6.07%	3.22%	4.62%	3.23%
管理费用	97.35	80.61	72.51	98.70	97.95	121.31	96.21	113.56	107.08
归属于母公司所有者净利润	403.52	417.88	679.21	363.39	537.98	624.67	896.08	514.13	597.51
净利润 yoy(%)	17.52%	130.72%	27.82%	13.36%	33.32%	49.49%	31.93%	41.48%	11.07%
基本每股收益	0.29	0.30	0.49	0.26	0.39	0.45	0.64	0.37	0.43
存货	1105.84	1195.61	1225.59	1317.82	1376.05	1485.55	1457.70	1589.20	1680.17
存货 yoy(%)	8.16%	0.58%	20.39%	23.39%	24.43%	24.25%	18.94%	20.59%	22.10%
预收帐款/营业收入	0.56	0.57	0.51	0.69	0.83	0.66	0.50	0.98	0.71

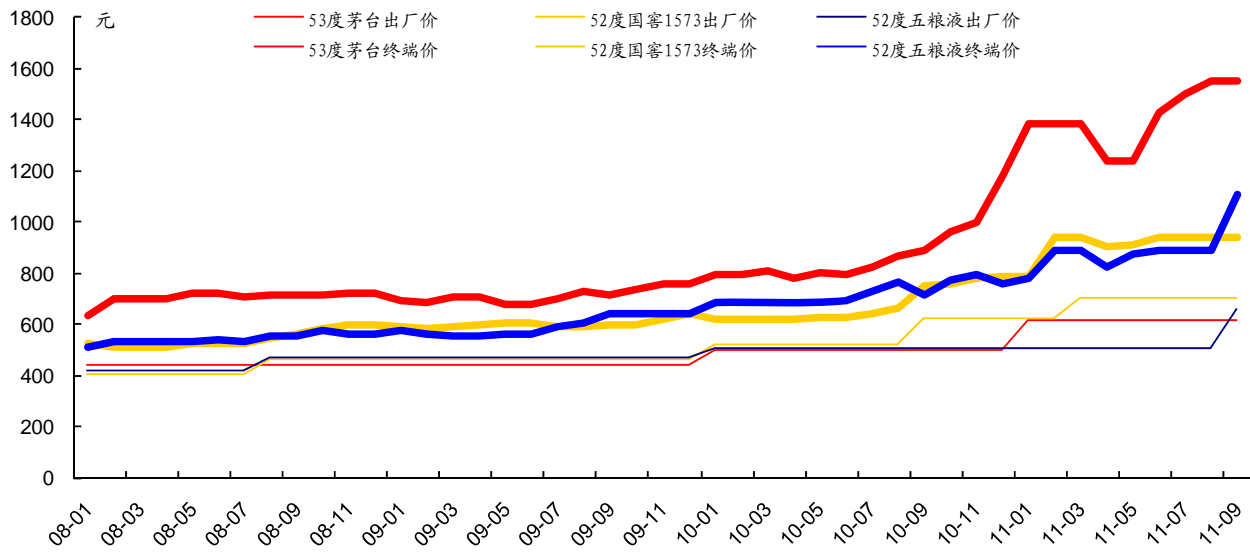
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 泸州老窖股权激励方案

激励股份数量	1344 万股，占泸州老窖股本总额的 0.96%
激励对象	共 143 人，其中包括董事长谢明、总经理张良、营销负责人刘淼、林峰等 11 位高级管理人员和孙跃等 132 名骨干员工。
授予日	2010 年 2 月 10 日
行权价格	12.78 元
有效期	2010 年 2 月 10 日至 2015 年 2 月 10 日
等待期	2010 年 2 月 10 日至 2012 年 2 月 10 日
行权条件	2011—2013 年的 3 个会计年度中，分年度进行绩效考核，每个会计年度考核一次，要求(1)扣除非经常性损益后净利润比上年增长不低于 12%；(2)净资产收益率不得低于 30%且不得低于同行业上市公司 75 位值
行权方案	在等待期满至计划有效期结束止，可行权数量分别为获授股票期权总额的 30%、30%、40%。在行权有效期内，激励对象获取的股权激励收益占本期股票期权授予时薪酬总水平（含股权激励收益）的最高比重不得超过 40%。激励对象已行权的股票期权获得的股权激励实际收益超出上述比重的，尚未行权的股票期权不再行使。
限制条件	激励对象在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%。
影响业绩	2010 年/0.08；2011 年/0.09 元；2012 年/0.05 元；2013 年/0.03 元

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 近三年高档白酒出厂价/终端价情况



资料来源：中投证券研究所

附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告

泸州老窖-主营业务增长超预期，投资收益拖累净利润——2011 年三季度报点评	2011/10/28
水井坊-业绩大幅增长，仍需紧密关注品牌渠道重塑——2011 年三季度报点评	2011/10/26
五粮液-预收款仍处高位保障今年增长，短期控量稳价有利明年持续向好——2011 年三季度报点评	2011/10/26
洽洽食品-利润增速超预期，目前估值偏低	2011/10/25
皇氏乳业-收入持续高增长，利润率有待提升	2011/10/24
双汇发展-三季度环比大幅改善，明年利润率弹性巨大	2011/10/22
山西汾酒-短期业绩波动不改长期品牌复兴趋势——2011 年三季度报点评	2011/10/20
好想你-季报点评：业绩触底的弹性品种	2011/10/20
洽洽食品-传统炒货销量增长加快，利润率高弹性已显现——跟踪报告	2011/10/20
贵州茅台-净利高增长，预收创新高——2011 年三季度报点评	2011/10/17
贵州茅台-新管理层上任有望带来茅台价值重估	2011/10/12
贵州茅台-中档酒经重新定位，将有望成为新利润增长点——2011 年秋季糖酒会经销商大会点评	2011/10/11
白酒-高档酒提价预期延后，行业整体高增长持续——发改委限价座谈会点评	2011/9/25
好想你-调研简报：经销商期权激励政策促进未来持续的高增长	2011/9/23
双汇发展-调研简报：产销量同比已有增长，盈利能力不断提升	2011/9/23
五粮液-基本面持续强劲，十二月末市值有望冲击 5000 亿——深圳投资者交流会纪要	2011/9/8
贵州茅台-中报业绩超预期，印证了今年将是茅台业绩高增长的新起点——2011 年中报点评	2011/8/30
五粮液-提价幅度超市场预期，明年业绩有望继续增长 40%+	2011/8/30
水井坊-中高档酒下滑趋势扭转，控股权稳定后关注如何重塑品牌渠道	2011/8/26
酒鬼酒-定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪	2011/8/24
白酒-高景气度下白酒行业的发展趋势及风险隐患——中投证券白酒行业研讨会会议纪要	2011/8/24
皇氏乳业-成本拐点已现，期待省外扩张	2011/8/22
双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善	2011/8/18
五粮液-基本面强劲大超预期，上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报	2011/8/16
青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/7/07
酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定扎实基础	2011/6/28
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20

五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
<b>泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评</b>	<b>2011/6/10</b>
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
<b>泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评</b>	<b>2011/3/27</b>
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴马火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
<b>泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评</b>	<b>2011/2/22</b>
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28

资料来源：中投证券研究所



## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434