

食品饮料行业

报告原因：年报点评

2012年4月20日

市场数据：2012年4月19日

收盘价(元)	40.01
一年内最高/最低(元)	50.08/33.97
市净率	8.0
市盈率	19.7
流通A股市值(百万元)	57,177

基础数据：2011年12月31日

每股收益(元)	2.08
营业收入(百万元)	8,427.9
净利润(百万元)	2,905.0
总股本/流通A股(百万)	1,394/1,394

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)

增持

高中低档全线高增长, 转让华西股权可增 EPS0.14 元 维持评级

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
2011A	8,428	56.9	2,905	31.7	2.08	36.3	42.3	19.7
2012E	11,186	32.7	3,920	34.9	2.81	36.9	36.4	14.6
2013E	14,487	29.5	5,100	30.1	3.66	37.1	32.1	11.2
2014E	18,282	26.2	6,464	26.7	4.64	37.2	28.9	8.8

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年公司共计销售白酒14.29万吨;实现营业收入842,791.00万元,同比增长56.92%;实现归属上市公司所有者的净利润290,502.72万元,同比增长31.73%;每股收益2.08元,业绩基本符合预期。分红方案:拟每10股派现金红利14元(含税)。

● **高中低档全线开花,增长喜人。**2011年受提价放量因素推动,1573系列增长迅速,中国品味上市市场推广成功,预计1573系列及以上产品税前收入可超40亿。同时,在中端白酒景气高企、全面发展的背景下,中档老窖特曲系列等实现较大突破。全年高档泸州老窖特曲及其以上产品增速高达60%以上,中低档白酒收入亦有55.15%。高、中、低档实现全线开花式增长,态势喜人。

● **延续“大招商,招大商”思路,2012专卖店建成1000家。**公司将延续“大招商,招大商”的经销商策略,推广完善柒泉公司模式,由于柒泉模式使得经销商与公司利益更为统一,且销售体系与营销体系更为扁平化,公司的销售费用率持续下降,盈利能力显著增强。未来,公司还将加快专卖店建设,拟在2012年建成专卖店1,000家,并建立起300人的国窖1573品牌顾问队伍,营销体系有望得到持续优化。

● **转让华西12%股权,助力2012盈利增长。**2011年12月公司公告拟将所持有的12%的华西证券股权转让给泸州老窖集团,转让后公司持股比例降至12.99%,不再为其第一大股东。此举有助于公司专注白酒主业,权益评估价为10.85亿元,以2011年年末账面价值推算,转让股权约可一次性增加公司收益1.93亿元,折合每股收益0.14元。

● **投资建议:**我们预计公司2012-2014年的EPS分别为2.81、3.66、4.64元,对应的动态市盈率分别为14.6、11.2、8.8,维持“增持”评级。

● **风险提示:**严控三公消费对高档白酒形成一定负面影响。

表 1：泸州老窖单季利润表

单位：百万元	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	同比变化
一、营业总收入	1,454	997	1,314	1,606	2,071	1,493	2,064	2,800	74.33
营业收入	1,454	997	1,314	1,606	2,071	1,493	2,064	2,800	74.33
二、营业总成本	636	606	696	867	925	849	1,084	1,577	81.85
营业成本	393	338	400	512	617	541	704	984	92.36
营业税金及附加	94	94	125	125	145	119	210	222	77.22
销售费用	77	71	77	98	67	69	67	187	91.97
管理费用	73	99	98	121	96	114	107	184	51.89
财务费用	-2	-1	-4	15	-1	4	-3	-3	(121.53)
资产减值损失	-0	4	0	-3	0	2	-0	4	(221.12)
三、其他经营收益	86	82	77	106	60	72	-127	28	(73.48)
投资净收益	86	82	77	106	60	72	-127	28	(73.48)
四、营业利润	904	473	695	845	1,206	716	853	1,251	48.06
加：营业外收入	1	1	8	8	4	-0	22	7	(13.43)
减：营业外支出	0	0	0	15	1	2	0	16	6.90
五、利润总额	905	474	702	838	1,210	714	875	1,241	48.21
减：所得税	211	94	150	184	278	169	243	298	62.64
六、净利润	694	380	552	654	931	545	631	943	44.17
减：少数股东损益	15	17	14	29	35	30	39	46	55.25
归属于母公司所有者净利润	679	363	538	625	896	514	592	897	43.64
七、每股收益：	0.49	0.26	0.38	0.45	0.64	0.37	0.42	0.64	43.64
收入增长率(%)	13.26	8.40	30.46	38.48	42.44	49.77	57.08	74.33	35.85
毛利率(%)	72.95	66.06	69.57	68.15	70.21	63.75	65.90	64.85	(3.29)
营业利润率(%)	62.20	47.45	52.89	52.59	58.24	47.98	41.35	44.67	(7.92)
净利率(%)	47.76	38.11	42.02	40.73	44.98	36.47	30.59	33.68	(7.05)
销售费用率(%)	5.33	7.13	5.88	6.07	3.22	4.62	3.23	6.69	0.61
管理费用率(%)	4.99	9.90	7.46	7.53	4.65	7.60	5.19	6.57	(0.97)
归属于母公司净利润增长率(%)	27.82	13.36	33.32	49.49	31.93	41.48	10.11	43.64	(5.84)

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	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	8,427.91	11,185.72	14,487.08	18,282.19
营业收入	8,427.91	11,185.72	14,487.08	18,282.19
二、营业总成本	4,433.95	5,773.54	7,427.29	9,318.54
营业成本	2,846.01	3,700.83	4,764.56	5,985.70
营业税金及附加	695.23	928.41	1,209.67	1,535.70
销售费用	389.55	469.80	579.48	694.72
管理费用	500.65	671.14	869.22	1,096.93
财务费用	-3.15	-4.47	-5.79	-7.31
资产减值损失	5.67	7.83	10.14	12.80
三、其他经营收益	37.89	37.89	37.89	37.89
投资净收益	37.89	37.89	37.89	37.89
四、营业利润	4,031.85	5,450.07	7,097.68	9,001.54
加：营业外收入	32.85	30.00	30.00	30.00
减：营业外支出	19.96	20.00	20.00	20.00
五、利润总额	4,044.73	5,460.07	7,107.68	9,011.54
减：所得税	989.13	1,333.86	1,739.17	2,207.52
六、净利润	3,055.60	4,126.21	5,368.51	6,804.02
减：少数股东损益	150.57	206.31	268.43	340.20
归属于母公司所有者的净利润	2,905.03	3,919.90	5,100.08	6,463.82
七、每股收益：	2.08	2.81	3.66	4.64
净利润增长率(%)	31.73	34.94	30.11	26.74

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。市场有风险，投资需谨慎。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。