

泸州老窖 (000568.SZ)

白酒行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

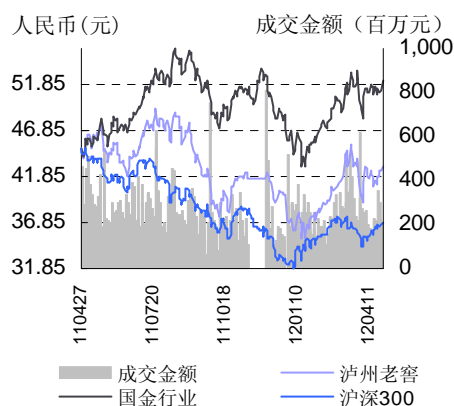
市价(人民币): 42.95元  
目标(人民币): 52.92-58.80元

## 经营成效显著, 业绩逐步兑现

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,394.23
总市值(百万元)	59,882.59
年内股价最高最低(元)	49.40/35.06
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



## 相关报告

1. 《走出整固期, 快速向前行》, 2012.4.20
2. 《走出混沌, 拐点发展, 全线出击》, 2012.3.14
3. 《泸州老窖调研快报》, 2012.3.6

**陈钢** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031  
(8621)61038215  
cheng@gjzq.com.cn

**肖喆** 联系人  
(8621)61038276  
xiaozhe@gjzq.com.cn

**赵晓媛** 联系人  
(8621)61038227  
zhaoxy@gjzq.com.cn

**钟凯锋** 联系人  
(8621)60870959  
zhongkf@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.582	2.084	2.937	3.801	4.730
每股净资产(元)	3.96	5.14	6.61	9.11	12.34
每股经营性现金流(元)	0.97	2.85	1.06	2.71	4.08
市盈率(倍)	25.86	17.90	13.96	10.79	8.67
行业优化市盈率(倍)	76.43	87.71	87.71	87.71	87.71
净利润增长率(%)	31.79%	31.73%	40.97%	29.41%	24.44%
净资产收益率(%)	39.97%	40.52%	44.42%	41.71%	38.32%
总股本(百万股)	1,394.24	1,394.24	1,394.24	1,394.24	1,394.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 泸州老窖公布一季报: 收入 31.93 亿元, 同比 54.12%, 净利 12.93 亿元, 同比 44.33%, EPS 为 0.928 元, 业绩增长符合市场预期。

## 经营分析

## ■ 我们对公司全年业绩增长非常有信心

- 从一季度报表数据来分析, 我们认为公司开局不错。公司 2012 年将继续以定制酒、专卖店、团购等为手段推进 1573 的品牌提升。中档酒主要受益于去年新推的窖龄酒, 今年又新增了特曲老酒, 这一块是公司制定目标中要求增长最多的一块。低档酒这一块目标也是倍增计划, 实际也显示博大公司战斗力, 12 年博大公司的目标 57 亿。2012 年公司销售收入增长主要来自于 1573 的销售渠道深化带来销售增长, 中端酒中窖龄酒以及特曲老酒进一步拓展, 公司招商所带来收入增加等。
- 从跟踪经销商前三个月销售情况来分析, 春节期间经销商已将全年计划的 40% 付给公司, 通过先让经销商打款, 让经销商尽可能多销公司产品, 我们认为全年保持去年增速的可能性较大。市场上比较担心的问题有批发价下降, 目前公司在四川地区批发为 735 元左右, 加上 10% 的市场支持, 经销商还是可以赚钱, 尽管茅台到目前为止没有提价, 但专卖店 1519 元的价格使得公司压力还不算太大。还有就是大家担心的经销商动销问题, 从我们一直以来跟踪情况, 公司在处理库存方面能力越来越强, 同时经销商的承载能力也是在增强, 我们认为均在可承受范围内。
- 关于公司采取了招大商、大招商的运作模式, 而为什么没有选择现在许多企业比较流行的自己为王的深度分销运作, 我们认为这主要跟公司发展历史有关, 公司因为这些年来主推高端 1573, 然后才着力推中低酒, 现在全部推翻以前做法不太实现, 况且我们认为公司在几家老字号国企中市场化运作方面一直处于在领先。

## 投资建议

- 我们预计 12-14 年的 EPS 将分别达到 2.937、3.801 和 4.730 元/股, 同比增长 40.97%、29.41% 和 24.44%。我们维持 2 月份深度报告中的观点, 继续看好公司品牌打造带来业绩的高增长, 维持买入评级, 目标价 52.92-58.80 元。

图表1: 业绩指标一览

单位: 百万元	11Q1	12Q1	同比变化	11累计	12累计	同比变化
<b>资产负债表关键指标</b>						
存货	1,457.70	2,144.42	47.11%	1,457.70	2,144.42	47.11%
预收账款	1,040.37	2,163.65	107.97%	1,040.37	2,163.65	107.97%
<b>利润表关键指标</b>						
营业收入	2,071.11	3,191.99	54.12%	2,071.11	3,191.99	54.12%
营业成本	617.04	1,008.15	63.39%	617.04	1,008.15	63.39%
毛利	1,454.08	2,183.84	50.19%	1,454.08	2,183.84	50.19%
营业税金及附加	145.22	193.30	33.11%	145.22	193.30	33.11%
销售费用	66.75	112.31	68.26%	66.75	112.31	68.26%
管理费用	96.21	104.58	8.70%	96.21	104.58	8.70%
财务费用	-0.61	-9.95	-1532.75%	-0.61	-9.95	-1532.75%
营业利润	1,206.31	1,813.23	50.31%	1,206.31	1,813.23	50.31%
利润总额	1,209.55	1,807.92	49.47%	1,209.55	1,807.92	49.47%
净利润	931.49	1,362.12	46.23%	931.49	1,362.12	46.23%
归属母公司股东的净利润	896.08	1,293.30	44.33%	896.08	1,293.30	44.33%
基本每股收益(元)	0.64	0.93	44.39%	0.64	0.93	44.39%
<b>现金流量表关键指标</b>						
经营活动现金流量净额	384.01	603.79	57.23%	384.01	603.79	57.23%
<b>主要财务指标(%)</b>						
毛利率	70.21%	68.42%	-1.79%	70.21%	68.42%	-1.79%
营业税金率	7.01%	6.06%	-0.96%	7.01%	6.06%	-0.96%
销售费用率	3.22%	3.52%	0.30%	3.22%	3.52%	0.30%
管理费用率	4.65%	3.28%	-1.37%	4.65%	3.28%	-1.37%
财务费用率	-0.03%	-0.31%	-0.28%	-0.03%	-0.31%	-0.28%
三项费用率	7.84%	6.48%	-1.36%	7.84%	6.48%	-1.36%
营业利润率	58.24%	56.81%	-1.44%	58.24%	56.81%	-1.44%
税前利润率	58.40%	56.64%	-1.76%	58.40%	56.64%	-1.76%
所得税率	22.99%	24.66%	1.67%	22.99%	24.66%	1.67%
销售净利率	43.27%	40.52%	-2.75%	43.27%	40.52%	-2.75%

来源: 国金证券研究所, wind

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	7	12	14	14	48
买入	0	3	5	5	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.20	1.22	1.21

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-10-25	买入	40.48	50.88 ~ 50.88
2 2011-03-28	买入	42.76	56.46 ~ 60.35
3 2011-06-13	买入	43.46	N/A
4 2011-08-19	买入	47.30	56.46 ~ 60.35
5 2011-10-30	买入	41.78	N/A
6 2012-03-06	买入	41.50	N/A
7 2012-03-14	买入	43.00	57.56 ~ 57.56
8 2012-04-20	买入	41.88	52.92 ~ 58.80

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金  
融中心 34B