



买入

28% ↑

目标价格: 人民币55.00

000568.SZ

价格: 人民币 42.95

目标价格基础: 18.6倍12年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 1季报点评; 中低价位酒收入增速更快, 博大酒业表现抢眼
- 毛利率下降, 销售费用率同比微升
- 管理费用率下降较多, 净利率下降2.3个百分点

我们的观点有何不同?

- 对超高端白酒整体保持谨慎乐观
- 维持目标价和买入评级

主要催化剂/事件

- 未来业绩确定性逐步明朗, 高档酒增速仍能保持较高水平

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	19	(2)	17	(7)
相对新华富时A50指数	6	(6)	14	8

发行股数(百万)	1,394
流通股(%)	51.31
流通股市值(人民币 百万)	46,996
3个月日均交易额(人民币 百万)	242
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
泸州老窖集团	21.52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年4月26日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘都

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*苏斌为本报告重要贡献者

泸州老窖

中低价位酒继续放量增长

泸州老窖2012年1季度实现销售收入31.92亿元, 同比增长54.12%; 实现营业利润18.13亿元, 同比增长50.31%; 实现利润总额18.08亿元, 同比增长49.47%; 实现归属上市公司股东净利润12.93亿元, 同比增长44.33%, 符合我们40%-45%业绩增长的预判。每股收益0.93元。1季度中低价位酒仍然保持2011年下半年以来的快速增长态势。维持55.00元目标价和买入评级。

支撑评级的要点

- 建立和坚定“大招商, 招大商”思路, 经销商队伍多元化加快企业市场份额扩张和销售收入增长, 1季度中低价位酒收入继续保持高增长态势, 博大酒业表现抢眼, 以致少数股东损益同比大增94.32%。
- 受原辅材料价格上涨影响, 毛利率下滑1.79个百分点。去年下半年以来, 中低价位酒收入和成本增长加速趋势益发明显。
- 季度末预收账款21.64亿元, 同2011年末25.51亿元预收款相比仅略降不到4亿元, 反映1季度收入增长为有效增长, 也为后续季度收入增长留够余粮。
- 华西证券投资收益对利润贡献弱化。1季度投资收益大幅下降50.46%, 占营业利润比重由上年5.0%下降至1.6%, 2010年1季度为9.5%。

评级面临的主要风险

- 政府严控“三公”消费影响高端白酒消费氛围。
- 经济增长减速导致高端白酒消费下滑。

估值

- 我们维持12-14每股收益预测2.95元、3.76元和4.61元, 目前市价相当于2012年14.5倍市盈率, 维持目标价55.00元, 相当于2012年18.6倍市盈率, 维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	5,371	8,428	11,546	14,766	18,185
变动(%)	22.9	56.9	37.0	27.9	23.2
净利润(人民币 百万)	2,205	2,905	4,117	5,248	6,430
全面摊薄每股收益(人民币)	1.58	2.08	2.95	3.76	4.61
变动(%)	31.8	31.7	41.7	27.5	22.5
市场预期每股收益(人民币)			2.76	3.57	
核心每股收益(人民币)	1.58	2.08	2.95	3.76	4.61
变动(%)	31.8	31.7	41.7	27.5	22.5
全面摊薄市盈率(倍)	27.2	20.6	14.5	11.4	9.3
核心市盈率(倍)	27.2	20.6	14.5	11.4	9.3
每股现金流量(人民币)	0.97	2.85	2.60	3.41	4.27
价格/每股现金流量(倍)	44.3	15.1	16.5	12.6	10.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.5	13.7	9.8	7.5	5.9
每股股息(人民币)	1.00	1.40	1.86	2.38	2.90
股息率(%)	2.33	3.26	4.34	5.53	6.76

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

季报综述

泸州老窖 2012 年 1 季度实现销售收入 31.92 亿元，同比增长 54.12%；实现营业利润 18.13 亿元，同比增长 50.31%；实现利润总额 18.08 亿元，同比增长 49.47%；实现归属上市公司股东净利润 12.93 亿元，同比增长 44.33%，符合我们 40%-45% 业绩增长的预判。每股收益 0.93 元。

1 季度中低价位酒仍然保持 2011 年下半年以来的快速增长态势。从两个方面可以验证：1) 1 季度少数股东损益大幅增长 94.32%，主要是因为控股子公司博大酒业 1 季度销售高速增长，而博大酒业主营金奖特曲等中低档价位酒；2) 营业成本增长显著快于收入增长，1 季度收入增速 54.12%，主营成本增长达到 63.39%，同受原辅材料价格上涨，中低价位酒所受影响更显著，去年下半年以来表现益发明显。从 2011 年度数据看，上半年中低价位酒销售收入同比增长 38.19%，全年增长 55.15%，呈现加速增长态势，2012 年 1 季度这一态势得到延续，大招商战略效果仍旧显著。

图表 1.2011 年度行业高度景气，公司收入增速逐季加快

(%)	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
2010	13.26	8.40	30.46	38.48
2011	42.44	49.77	57.08	74.33
2011 年累计收入增速	42.44	45.42	49.49	56.92
2012	54.12			

资料来源：公司公告

投资收益同比大幅下降。1 季度投资收益 2,963 万元，同比下降 50.46%，主要是今年 1 季度华西证券净利润较去年同期下降并且公司持股比例由去年的 34.86% 下降到今年的 24.99% 所致，报告期内，华西证券对公司净利润的贡献额为 2,933 万元。

图表 2.公司利润表分析

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变动(%)
一、营业总收入	2,071.11	3,191.99	54.12
营业收入	2,071.11	3,191.99	54.12
二、营业总成本	924.61	1,408.39	52.32
营业成本	617.04	1,008.15	63.39
营业税金及附加	145.22	193.30	33.11
销售费用	66.75	112.31	68.26
管理费用	96.21	104.58	8.70
财务费用	(0.61)	(9.95)	1,532.75
三、其他经营收益			
投资净收益	59.80	29.63	(50.46)
四、营业利润	1,206.31	1,813.23	50.31
加：营业外收入	4.40	2.77	(37.09)
减：营业外支出	1.17	8.08	593.14
五、利润总额	1,209.55	1,807.92	49.47
减：所得税	278.05	445.80	60.33
六、净利润	931.49	1,362.12	46.23
减：少数股东损益	35.42	68.82	94.32
归属于母公司所有者的净利润	896.08	1,293.30	44.33
七、每股收益(人民币, 元)	0.64	0.93	

盈利能力(%)		变动百分比
毛利率	70.21	68.42 (1.79)
经营利润率	56.81	58.24 (1.44)
税前利润率	56.64	58.40 (1.76)
净利率	42.67	44.98 (2.30)

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,371	8,428	11,546	14,766	18,185
销售成本	(1,643)	(2,846)	(3,930)	(4,928)	(6,113)
经营费用	(803)	(1,553)	(1,982)	(2,599)	(3,202)
息税折旧前利润	3,016	4,137	5,711	7,324	8,964
折旧及摊销	(92)	(109)	(77)	(85)	(94)
经营利润(息税前利润)	2,924	4,029	5,634	7,239	8,870
净利息收入/(费用)	(8)	3	17	21	27
其他收益/(损失)	2	13	17	15	0
税前利润	2,919	4,045	5,668	7,274	8,897
所得税	(638)	(989)	(1,340)	(1,752)	(2,152)
少数股东权益	(75)	(151)	(211)	(274)	(315)
净利润	2,205	2,905	4,117	5,248	6,430
核心净利润	2,205	2,905	4,117	5,248	6,430
每股收益(人民币)	1.58	2.08	2.95	3.76	4.61
核心每股收益(人民币)	1.58	2.08	2.95	3.76	4.61
每股股息(人民币)	1.00	1.40	1.86	2.38	2.90
收入增长(%)	22.9	56.9	37.0	27.9	23.2
息税前利润增长(%)	35.7	37.8	39.8	28.5	22.5
息税折旧前利润增长(%)	34.2	37.2	38.0	28.2	22.4
每股收益增长(%)	31.8	31.7	41.7	27.5	22.5
核心每股收益增长(%)	31.8	31.7	41.7	27.5	22.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,919	4,045	5,668	7,274	8,897
折旧与摊销	92	109	77	85	94
净利息费用	8	(3)	(17)	(21)	(27)
运营资本变动	(1,024)	797	(1,617)	(1,114)	(1,122)
税金	(638)	(989)	(1,340)	(1,752)	(2,152)
其他经营现金流	(5)	14	852	276	267
经营活动产生的现金流	1,351	3,973	3,623	4,749	5,958
购买固定资产净值	(257)	(182)	(175)	(193)	(212)
投资减少/增加	36	94	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(222)	(88)	(175)	(193)	(212)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	13	14	30
支付股息	(1,394)	(1,952)	(2,597)	(3,313)	(4,047)
其他融资现金流	407	138	17	21	27
融资活动产生的现金流	(987)	(1,814)	(2,567)	(3,279)	(3,990)
现金变动	142	2,070	881	1,277	1,756
期初现金	937	1,079	3,149	4,029	5,307
公司自由现金流	1,130	3,885	3,448	4,556	5,746
权益自由现金流	1,130	3,885	3,460	4,570	5,776

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,079	3,149	4,029	5,307	7,062
应收帐款	1,846	3,499	4,665	5,655	6,583
库存	1,486	2,133	3,144	3,942	4,890
其他流动资产	178	70	197	253	317
流动资产总计	4,589	8,851	12,035	15,157	18,853
固定资产	855	1,012	1,123	1,204	1,303
无形资产	352	327	316	305	295
其他长期资产	2,230	2,287	2,283	2,316	2,344
长期资产总计	3,437	3,626	3,722	3,826	3,941
总资产	8,026	12,477	15,756	18,983	22,793
应付帐款	294	589	943	1,232	1,528
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,161	4,656	5,837	6,553	7,338
流动负债总计	2,455	5,245	6,780	7,785	8,867
长期借款	0	0	13	26	57
其他长期负债	9	8	8	8	8
股本	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
储备	4,123	5,775	7,295	9,230	11,613
股东权益	5,517	7,169	8,689	10,624	13,007
少数股东权益	45	56	267	541	856
总负债及权益	8,026	12,477	15,756	18,983	22,793
每股帐面价值(人民币)	3.96	5.14	6.23	7.62	9.33
每股有形资产(人民币)	3.70	4.91	6.01	7.40	9.12
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.77)	(2.26)	(2.88)	(3.79)	(5.02)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	56.16	49.09	49.46	49.60	49.30
息税前利润率(%)	54.45	47.80	48.80	49.03	48.78
税前利润率(%)	54.35	47.99	49.09	49.27	48.93
净利率(%)	41.06	34.47	35.66	35.54	35.36
流动性					
流动比率(倍)	1.87	1.69	1.77	1.95	2.13
利息覆盖率(倍)	386.6	(1,278.2)	(339.4)	(351.3)	(332.7)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.26	1.28	1.31	1.44	1.57
估值					
市盈率(倍)	27.2	20.6	14.5	11.4	9.3
核心业务市盈率(倍)	27.2	20.6	14.5	11.4	9.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	34.8	26.4	18.6	14.6	11.9
市净率(倍)	10.8	8.3	6.7	5.4	4.3
价格/现金流(倍)	44.3	15.1	16.5	12.6	10.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.5	13.7	9.8	7.5	5.9
周转率					
存货周转天数	101.0	92.4	99.4	97.5	98.2
应收帐款周转天数	3.2	2.6	1.5	1.1	0.7
应付帐款周转天数	65.4	75.5	87.6	91.3	91.3
回报率					
股息支付率(%)	63.22	67.19	63.07	63.13	62.94
净资产收益率(%)	39.65	40.21	45.97	47.01	46.38
资产收益率(%)	27.48	23.28	26.13	27.65	28.21
已运用资本收益率(%)	39.43	41.82	47.12	48.51	47.80

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371