

泸州老窖 (000568)

买入/维持评级

股价: RMB41.01

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8615

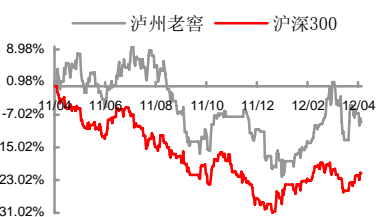
luhy@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	1,394
流通 A 股(百万股)	1,394
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	57,178

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

销量大增推动收入大增, 毛利率下降影响利润

——泸州老窖 2011 年年报点评

- 泸州老窖 2011 年全年实现营业收入 84.28 亿元, 同比增长 56.92%, 实现利润总额 40.45 亿元, 同比增长 38.57%, 实现归属于母公司净利润 29.05 亿元, 同比增长 31.73%, 每股收益 2.08 元, 去除股权激励费用影响之后的 EPS 为 2.12 元, 同比增长 30.72%, 略高于我们之前的预期。2011 年的利润分配方案为每 10 股派现 14 元 (含税)。
- 高中低档各档次产品销量和收入的大幅提升推动公司收入实现超预期增长。2011 年公司共实现白酒销售 14.29 万吨, 其中公司的主要高档产品的销售量达到 4000 吨, 同比增速超过 20%, 出厂价也于去年年底提升 22%; 中档酒中的传统产品老窖特曲系列实现增速的稳步提升, 而新产品窖龄酒系列实现较大突破, 收入达到 10 亿元, 中档酒总销量达到 1 万吨, 同比增速达到 50%。老窖特曲以上产品收入达到 56.41 亿元, 同比增长 60.33%。而老窖特曲以下由博大公司主营销售的低价位产品也持续实现高增长, 收入达到 25.91 元, 同比增长 55.15%。公司 2012 年各类产品将持续放量, 预计收入增速将保持在 50% 以上。
- 成本上升及产品结构变化导致公司毛利率下降使利润增速低于收入增速。2011 年全国性的通胀导致公司产品的成本上升, 另一方面公司中低价位产品的销售增速较前几年有较大提升, 其收入占比也提升影响公司的综合盈利水平。公司的综合毛利率从 69.49% 下降到 66.23%, 下降 3 个百分点。预计今年成本上升对毛利率的影响将减少, 但公司中低价位产品销售及占比可能继续增长, 公司毛利率较难恢复到 2010 年的水平。
- 华西证券贡献的投资收益大幅下降也是利润增速下降的主因, 公司计划继续减少对其持股比例, 完全聚焦白酒行业。由于华西证券利润急剧下降, 以及公司对其持股比例也从 34.85% 下降到 24.99%, 公司的投资收益从 3.51 亿元下降到 0.38 亿元。公司 2011 年底出售华西证券股权, 对其占比将继续提升, 表明公司聚焦白酒行业决心。短期出售收入将增厚 2012 年业绩 0.10 元, 长期看帮助公司聚焦白酒, 减少证券业务对公司业绩的波动。
- 盈利预测和投资建议。我们预计 2012-2013 年的 EPS 分别为 2.99 和 4.00 元, PE 为 14 和 10 倍, 估值处于行业低点, 维持买入。
- 风险提示: 产品销量增长低于预期。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	8427.9	12033.6	16561.7	22171.7
(+/-%)	56.9	42.8	37.6	33.9
归属母公司净利润(百万元)	2905.0	4245.1	5650.1	7430.2
(+/-%)	31.7	46.1	33.1	31.5
EPS(元)	2.08	2.99	4.00	5.30
P/E(倍)	19.7	13.5	10.2	7.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	8851	14065	21597	31922	营业收入	8428	12034	16562	22172
现金	3149	9374	15233	23364	营业成本	2846	3930	5416	7343
应收账款	60	117	159	214	营业税金及附加	695	987	1358	1818
其他应收款	24	106	138	174	营业费用	390	554	795	1109
预付账款	46	217	309	366	管理费用	501	722	961	1219
存货	2133	3337	4499	6119	财务费用	-3	2	3	2
其他流动资产	3440	914	1258	1684	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	3626	1447	1443	1355	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	1997	0	0	0	投资净收益	38	50	50	50
固定资产	1012	1047	1044	959	营业利润	4032	5890	8080	10731
无形资产	327	347	346	346	营业外收入	33	145	17	18
其他非流动资产	289	0	53	49	营业外支出	20	17	19	16
资产总计	12477	15512	23039	33276	利润总额	4045	6018	8077	10732
流动负债	5245	3850	5276	7405	所得税	989	1472	1975	2625
短期借款	0	188	201	211	净利润	3056	4546	6102	8108
应付账款	589	629	944	1322	少数股东损益	151	301	452	678
其他流动负债	4656	3034	4130	5872	归属母公司净利	2905	4245	5650	7430
非流动负债	8	0	0	0	EBITDA	4137	6072	8291	10964
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.08	2.99	4.00	5.30
其他非流动负	8	0	0	0					
负债合计	5252	3850	5276	7405	主要财务比率				
少数股东权益	56	357	809	1486	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	1394	1394	1394	1394	成长能力				
资本公积	604	494	494	494	营业收入	56.9%	42.8%	37.6%	33.9%
留存收益	5171	9416	15066	22496	营业利润	38.2%	46.1%	37.2%	32.8%
归属母公司股	7169	11304	16954	24385	归属母公司净利	31.7%	43.6%	33.7%	32.5%
负债和股东权	12477	15512	23039	33276	获利能力				
					毛利率(%)	66.2%	67.3%	67.3%	66.9%
					净利率(%)	34.5%	35.3%	34.1%	33.5%
					ROE(%)	40.5%	37.6%	33.3%	30.5%
					ROIC(%)	161.8	179.8	223.5	298.3
					偿债能力				
					资产负债率(%)	42.1%	24.8%	22.9%	22.3%
					净负债比率(%)	0.00%	4.89%	3.81%	2.85%
					流动比率	1.69	3.65	4.09	4.31
					速动比率	1.28	2.79	3.24	3.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.86	0.86	0.79
					应收账款周转率	129	127	120	119
					应付账款周转率	6.44	6.46	6.89	6.48
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	2.08	2.99	4.00	5.30
					每股经营现金流	2.85	3.12	4.31	5.89
					每股净资产(最	5.14	8.11	12.16	17.49
					估值比率				
					P/E	20	14	10	8
					P/B	8.00	5.08	3.38	2.35
					EV/EBITDA	13	9	6	5

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司