

**评级：强烈推荐（维持）**
**食品饮料饮料**
**公司半年报点评**
**证券研究报告**

分析师 李镜池 S1080511060001

电话：0755-82481099

邮件：lijingchi@fcsc.cn

## 泸州老窖(000568): 腰部及以下产品发力, 柒泉销售体系在细化, 维持“强烈推荐”

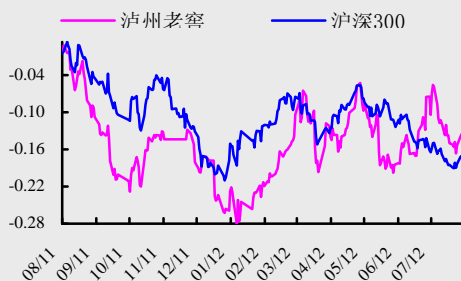
**预测价格区间(元)** 55 ~ 60

**交易数据**

上一日交易日股价(元)	40.19
总市值(百万元)	56,196
流通股本(百万股)	1,397
流通股比率(%)	99.90

**资产负债表摘要(06/12)**

股东权益(百万元)	7,308
每股净资产(元)	5.23
市净率(倍)	7.69
资产负债率(%)	41.25

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**

泸州老窖(000568): 坚持控制力型发展, 品牌力提升是关键-李镜池 20120703

泸州老窖(000568): 营销体系见效, 规模加速扩张, 维持“强烈推荐”

**事件:**

8月8日, 泸州老窖发布 2012 年中报, 上半年营业收入增长 45.67%, 归属上市股东净利润增长 42.44%, 基本每股收益 1.44 元, 不考虑投资收益, 白酒主业净利润增长 51.16%。

**点评:**

- 公司中报业绩基本符合预期。高档酒增速相比去年出现回落, 中低档酒保持高增长, 显示在宏观经济下滑和政府三公消费限制下, 高档酒市场景气度下滑, 而对中低档酒的影响有限。
- 少数股东损益 1.11 亿, 同比增长 68%, 反映了公司在中低端市场的进一步下沉带来的盈利提升。高端酒国窖 1573 坚持控量保价的策略, 受公司去年底提价幅度大和高端酒消费不振的影响, 预计全年的放量空间有限。预计下半年旺季到来, 收入增速相比 2 季度会有所回升, 但恢复到去年下半年、今年 1 季度增速的可能性不大, 预计全年收入增速 40%。
- 现金回款状况良好。1、2 季度销售商品收到的现金分别为 32.1 亿、42.0 亿, 大幅超出收入, 同比增长 76%、108%。2 季度, 应收票据从 35.3 亿下降到 19.3 亿, 预收账款从 21.6 亿上升到 23.8 亿。
- 区域性销售组织进一步细化。从柒泉公司收入看, 主要柒泉公司的收入同比出现下降, 主要是公司将区域性柒泉销售组织进一步细化, 在原有销售区域裂变产生新的柒泉公司, 在缺少股权约束的情况下, 采取裂变细化销售组织有利于公司加强对柒泉公司的控制力。如新近成立了川南柒泉、京城柒泉、陕西柒泉公司, 未来公司将组建以省为单位的柒泉公司销售体系。
- 减少 2 家销售公司, 新设立 1 家。泸州老窖盛世浓香酒业销售有限公司、泸州紫砂陶大曲营销有限公司清算注销, 博大酒业营销有限公司出资成立全资子公司泸州老窖博盛恒祥酒类销售有限公司, 主要运营公司中低端产品。
- 看好公司齐全的产品线, 营销力、控制力的提升, 维持“强烈推荐”。高端酒消费不振的情况下, 公司在次高端的窖龄酒、特曲老酒, 中高端的特曲系列以及中低端三个点同时发力。分别建立了高端、中高端、中低端、总经销四大产品销售体系,



柒泉公司销售体系进一步细化，对经销商的控制力增强。我们预计 12 至 14 年每股盈利分别为 3.07、3.82、4.85 元，对应 PE 为 13.1、10.5、8.3 倍，公司的腰部及以下产品在发力，营销力、控制力在增强，增长有可持续性，市场对公司的长期成长性有过多的担忧，公司的合理估值水平可看高一线，给予 12 年 PE18 倍，13 年 15 倍，目标价 55-60 元，维持“强烈推荐”评级。

- 风险提示：1、负利率转正，固定资产投资增速大幅下降；2、政府“三公消费”限制。



**1、公司中报业绩基本符合预期。**中期收入增长 45.67%，归属上市股东净利润增长 42.44%，不考虑投资收益，白酒主业净利润增长 51.16%。单 2 季度，公司收入、净利润分别增长 33.96%、39.15%。

其中高档酒增长 41.3%，中低档酒 58.3%，高档酒增速相比去年出现回落，中低档酒保持高增长，显示在宏观经济下滑和政府三公消费限制下，高档酒市场景气度下滑，而对中低档酒的影响有限。单季度 Q1、Q2 分别增长 54.1%、34%，主要受高端酒景气度下滑影响，2 季度收入增速出现放缓。

**少数股东损益 1.11 亿，同比增长 68%。**少数股东损益的漏出主要是博大公司，反映了公司在中低端市场的进一步下沉带来的盈利提升，中低档酒的销售保持着高增长。高端酒国窖 1573 坚持控量保价的策略，受公司去年底提价幅度大和高端酒消费不振的影响，全年进一步放量空间有限。预计下半年旺季到来，收入增速相比 2 季度会有所回升，但恢复到去年下半年、今年 1 季度增速的可能性不大，预计全年收入增速 40%。

图 1 Q1、Q2 收入分别增长 54.1%、34%

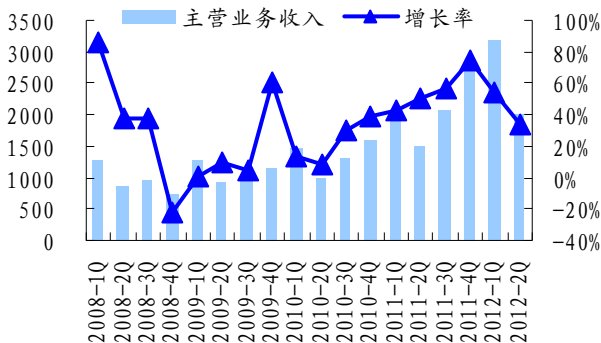
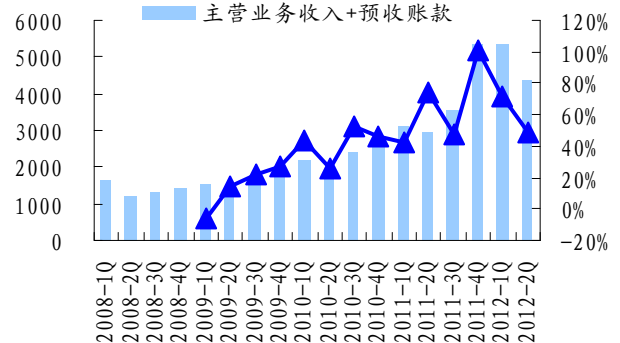


图 2 Q1、Q2 主营收入+预收分别增长 72.1%、48.5%



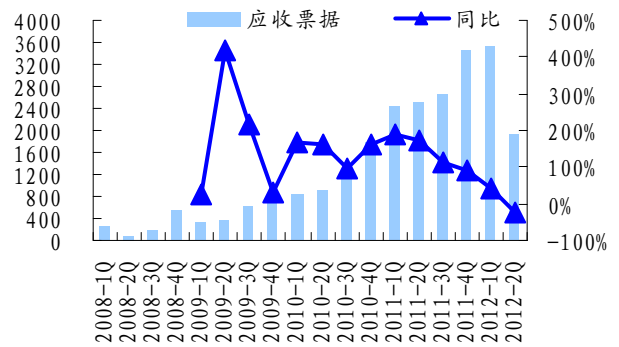
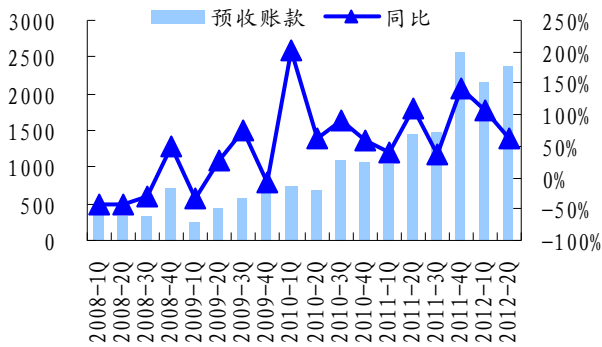
数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

**2、现金回款状况良好。**1、2 季度销售商品收到的现金分别为 32.1 亿、42.0 亿，大幅超出收入，同比增长 76%、108%。2 季度，应收票据从 35.3 亿下降到 19.3 亿，预收账款从 21.6 亿上升到 23.8 亿，经营活动净现金流为 16.7 亿。

图 3 Q2 预收账款环比上升 2 亿

图 4 Q2 应收票据大幅下降，环比下降 16 亿



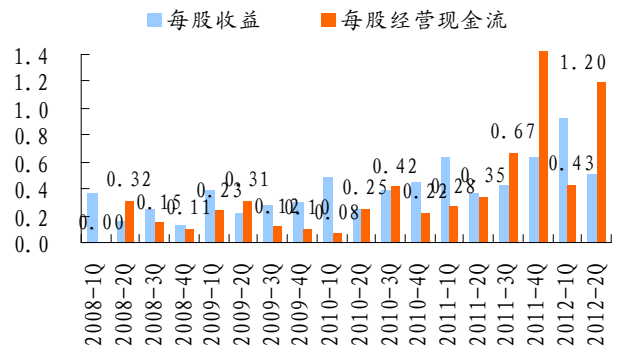
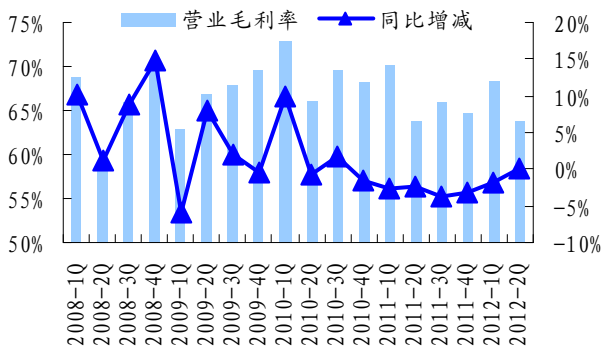
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

**3、毛利率下降 0.7 个百分点，延续了 11 年以来的趋势，2 季度开始出现改善。**2011 年以来，公司毛利率同比一直在下降，尤其是中低端酒，11 年整体毛利率（66.2%）下降 3.2 个百分点，1 季度毛利率（68.4%）同比下降 1.8 个百分点，2 季度同比微升 0.1 个百分点。过去 1 年毛利率下降主要是受中低档产品毛利率的下降的影响，原材料价格和人力成本上升等因素，上半年中低档酒毛利率有所回升，同比上升 2.7 个百分点，高档酒毛利率下降 2.2 个百分点，主要受高端产品结构的变化，中高端特曲系列的增长要快于国窖系列的增长。

图 5 Q1、Q2 毛利率分别变化-1.8、0.1 个百分点

图 6 Q2 每股经营现金流 1.2 元，同比增长 245%



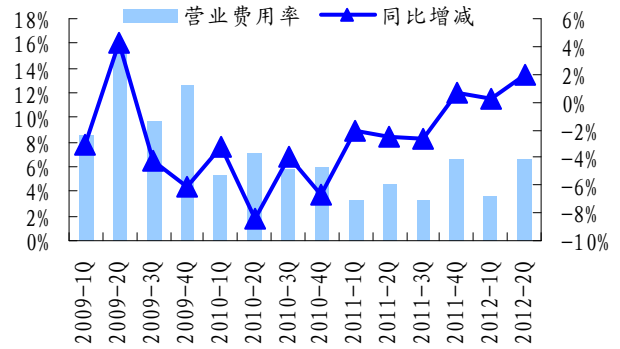
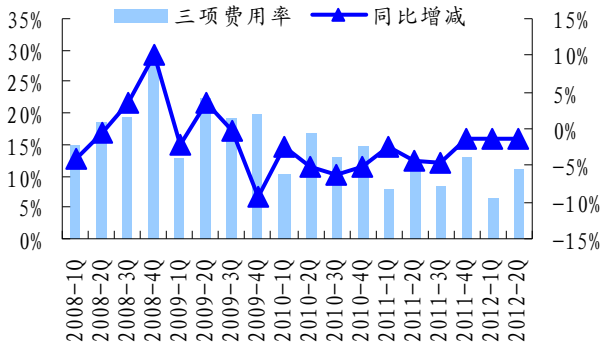
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

**4、三项费用率继续下降。**营业费用率上升 0.9 个百分点，Q1、Q2 分别上升 0.3、2 个百分点，公司营业费用率已处于很低的水平，主要是柒泉公司承担较多的费用所致，2 季度营业费用率的大幅上升反映了在市场景气下滑下，竞争更为激烈，市场的投入加大，费用上升。管理费用率下降 1.8 个百分点，财务费用率下降 0.6 个百分点。



图7 Q1、Q2 三项费用率分别变化-1.4、-1.3 百分点 图8 Q2 营业费用率上升 2 个百分点



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

**5、区域性销售组织进一步细化。**从柒泉公司收入看，主要柒泉公司的收入同比出现下降，主要是公司将区域性柒泉销售组织进一步细化，在原有销售区域裂变产生新的柒泉公司，在缺少股权约束的情况下，采取裂变细化销售组织有利于公司加强对柒泉公司的控制力。如新近成立了川南柒泉、京城柒泉、陕西柒泉公司，未来公司将组建以省为单位的柒泉公司销售体系。

表一 泸州老窖前五位柒泉公司的收入比较分析

	2012年中报	2011年中报	同比变化
泸州老窖柒泉营销华北酒业股份有限公司	684, 926, 613. 82	777, 118, 709. 41	-12%
泸州老窖柒泉营销西南酒业股份有限公司	372, 334, 692. 49	474, 554, 858. 78	-22%
泸州老窖柒泉营销华中酒业股份有限公司	281, 739, 100. 02	406, 784, 419. 58	-31%
泸州老窖柒泉聚成酒业销售有限公司	276, 027, 137. 82	167, 999, 013. 83	64%
泸州老窖柒泉营销山城酒业股份有限公司	67, 208, 191. 36	118, 994, 847. 02	-44%
合计	1, 682, 235, 735. 51	1, 945, 451, 848. 62	-14%

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

**6、减少 2 家销售公司，新设立 1 家。**与去年同期相比，2012 年减少合并单位 2 家，泸州老窖盛世浓香酒业销售有限公司于 2012 年 3 月清算注销；泸州紫砂陶大曲营销有限公司于 2012 年 1 月清算注销。盛世浓香酒业、泸州紫砂陶大曲营销公司注册资本均为 500 万元，是负责品牌管理运营的销售公司，盛世浓香、紫砂陶大曲是公司中档酒品牌，原子公司注销后，品牌将并入其他公司继续运营。

2012 年 5 月 17 日，泸州老窖博大酒业营销有限公司出资成立全资子公司泸州老窖博盛恒祥酒类销售有限公司，从 2012 年 6 月开始纳入合并报表范围，主要运营公司中低端产品。



**看好公司齐全的产品线，营销力的提升，维持“强烈推荐”。**  
 高端酒消费不振的情况下，公司在次高端的窖龄酒、特曲老酒，中高端的特曲系列以及中低端三个点同时发力。分别建立了高端、中高端、中低端、总经销四大产品销售体系，柒泉公司销售体系进一步细化，对经销商的控制力增强。我们预计 12 至 14 年每股盈利分别为 3.07、3.82、4.85 元，对应 PE 为 13.1、10.5、8.3 倍，公司的腰部及以下产品在发力，营销控制力在增强，增长有可持续性，市场对公司的长期成长性有过多的担忧，公司的合理估值水平可看高一线，给予 12 年 PE18 倍，13 年 15 倍，目标价 55-60 元，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**1、负利率转正，固定资产投资增速大幅下降；2、政府“三公消费”限制。

表 2 2012 年中报、12 年 Q1、Q2 泸州老窖财务数据比较分析

	2011H1	2012H1	2011Q1	2011Q2	2012Q1	2012Q2	2012中报业绩变化说明
营业收入	3564.51	5192.58	2071.11	1493.40	3191.99	2000.59	增长 45.67%，高档酒 41.3%，中低档酒 58.3%，Q1、Q2 分别增长 54.1%、34%
营业成本	1158.35	1731.89	617.04	541.31	1008.15	723.74	
销售毛利率(%)	67.50%	66.65%	70.21%	63.75%	68.42%	63.82%	高档酒下降 2.2 个百分点，中低档酒上升 2.7 个百分点；Q1 下降 1.8 个，Q2 微升 0.1 个百分点
营业税金率(%)	7.41%	6.14%	7.01%	7.95%	6.06%	6.29%	下降 1.3 个百分点
营业费用率(%)	3.81%	4.70%	3.22%	4.62%	3.52%	6.58%	上升 0.9 个百分点，Q1、Q2 分别上升 0.3、2 个百分点
管理费用率(%)	5.89%	4.11%	4.65%	7.60%	3.28%	5.44%	下降 1.8 个百分点，Q1、Q2 分别下降 1.4、2.2 个百分点
财务费用率(%)	0.10%	-0.50%	-0.03%	0.27%	-0.31%	-0.81%	下降 0.6 个百分点，Q1、Q2 分别下降 0.3、1.1 个百分点
三项费用合计	348.89	431.07	162.35	186.54	206.94	224.12	
三项费用率(%)	9.79%	8.30%	7.84%	12.49%	6.48%	11.20%	下降 1.5 个百分点，Q1、Q2 分别下降 1.4、1.3 个百分点
投资净收益	131.42	69.95	59.80	71.61	29.63	40.32	华西证券利润下降，持股比例下降
营业利润	1922.80	2778.69	1206.31	716.49	1813.23	965.46	
/营业收入(%)	53.94%	53.51%	58.24%	47.98%	56.81%	48.26%	下降 0.4 个百分点，扣除投资净收益下降的影响，上升 1.9 个百分点，Q2 上升 3 个百分点
同比(+/-%)	39.59%	44.51%	33.39%	51.44%	50.31%	34.75%	
利润总额	1923.28	2794.30	1209.55	713.73	1807.92	986.37	
同比(+/-%)	39.46%	45.29%	33.59%	50.68%	49.47%	38.20%	
所得税率(%)	23.25%	24.14%	22.99%	23.70%	24.66%	23.19%	上升 0.9 个百分点，Q1、Q2 上升 1.67、-0.5 个百分点
净利润	1476.09	2119.73	931.49	544.60	1362.12	757.61	
净利润率(%)	41.41%	40.82%	44.98%	36.47%	42.67%	37.87%	下降 0.6 个百分点
同比(+/-%)	37.37%	43.60%	34.12%	43.30%	46.23%	39.11%	净利润增速低于收入增速 2 个百分点
少数股东损益/利润总额(%)	3.43%	3.97%	2.93%	4.27%	3.81%	4.28%	上升 0.6 个百分点，Q1、Q2 上升 0.9、0 个百分点，控股 75% 的博大销售公司净利润增长较快
归属母公司净利润	1410.20	2008.73	896.08	514.13	1293.30	715.43	
同比(+/-%)	35.26%	42.44%	31.93%	41.48%	44.33%	39.15%	净利润增长 42.4%，Q1、Q2 分别增长 44.3%、39.2%
每股收益	1.01	1.44	0.64	0.37	0.93	0.51	
每股收益-扣除投资收益	0.92	1.39	0.60	0.32	0.91	0.48	不考虑投资收益，主业净利润增长 51.6%，Q1、Q2 分别增长 51.1%、52.6%

数据来源：公司公告 第一创业研究所



表3 泸州老窖盈利预测表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	5370.87	8427.91	11843.69	14925.04	18808.05
同比(+/-%)	22.9%	56.9%	40.5%	26.0%	26.0%
销售毛利率(%)	69.4%	66.2%	65.8%	65.3%	65.3%
营业税金率(%)	8.2%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
营业费用率(%)	6.0%	4.6%	4.7%	4.0%	4.0%
管理费用率(%)	7.3%	5.9%	5.5%	4.5%	4.0%
财务费用率(%)	0.1%	0.0%	-0.7%	-0.8%	-0.8%
三项费用合计	721.40	887.04	1119.39	1154.22	1351.76
三项费用率(%)	13.4%	10.5%	9.5%	7.7%	7.2%
利润总额	2918.94	4044.73	5942.97	7473.54	9501.33
所得税	638.24	989.13	1430.74	1848.39	2355.33
净利润	2280.70	3055.60	4512.23	5625.16	7146.00
同比(+/-%)	34.8%	34.0%	47.7%	24.7%	27.0%
少数股东损益	75.46	150.57	237.72	298.94	380.05
归属母公司净利润	2205.24	2905.03	4274.51	5326.21	6765.95
同比(+/-%)	31.8%	31.7%	47.1%	24.6%	27.0%
每股收益(元)	1.58	2.08	3.07	3.82	4.85

数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所



## 主要财务指标预测

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
<b>流动资产</b>	8851	11613	15176	19563	<b>营业收入</b>	8428	11844	14925	18808
现金	3149	3944	5208	7023	营业成本	2846	4048	5178	6525
应收账款	60	110	135	172	营业税金及附加	695	947	1194	1505
其他应收款	24	78	92	119	营业费用	390	557	597	752
预付账款	46	139	146	197	管理费用	501	651	672	752
存货	2133	3290	4178	5215	财务费用	-3	-89	-114	-153
其他流动资产	3440	4051	5416	6836	资产减值损失	6	6	6	6
<b>非流动资产</b>	3626	4187	4667	5075	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1997	2404	2804	3204	投资净收益	38	220	80	80
固定资产	1012	1140	1240	1287	<b>营业利润</b>	4032	5943	7474	9501
无形资产	327	310	292	274	营业外收入	33	0	0	0
其他非流动资产	289	333	330	309	营业外支出	20	0	0	0
<b>资产总计</b>	12477	15800	19843	24638	<b>利润总额</b>	4045	5943	7474	9501
<b>流动负债</b>	5245	6015	7425	8802	所得税	989	1431	1848	2355
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	3056	4512	5625	7146
应付账款	589	800	1039	1303	少数股东损益	151	238	299	380
其他流动负债	4656	5215	6385	7499	<b>归属母公司净利润</b>	2905	4275	5326	6766
<b>非流动负债</b>	8	0	0	0	EBITDA	4137	5982	7510	9520
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.08	3.07	3.82	4.85
其他非流动负债	8	0	0	0					
<b>负债合计</b>	5252	6015	7425	8802	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	56	294	593	973	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	1394	1394	1394	1394	<b>成长能力</b>				
资本公积	604	604	604	604	营业收入	56.9%	40.5%	26.0%	26.0%
留存收益	5171	7493	9827	12865	营业利润	38.2%	47.4%	25.8%	27.1%
归属母公司股东权益	7169	9491	11826	14863	归属于母公司净利润	31.7%	47.1%	24.6%	27.0%
<b>负债和股东权益</b>	12477	15800	19843	24638	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	66.2%	65.8%	65.3%	65.3%
					净利率(%)	34.5%	36.1%	35.7%	36.0%
					ROE(%)	40.5%	45.0%	45.0%	45.5%
					ROIC(%)	161.8%	138.6%	132.6%	130.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	42.1%	38.1%	37.4%	35.7%
					净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	1.69	1.93	2.04	2.22
					速动比率	1.28	1.38	1.48	1.63
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.82	0.84	0.84	0.85
					应收账款周转率	129.49	129.66	121.49	122.32
					应付账款周转率	6.44	5.83	5.63	5.57
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	2.08	3.07	3.82	4.85
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.85	2.26	3.36	4.22
					每股净资产(最新摊薄)	5.14	6.81	8.48	10.66
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.3	13.1	10.5	8.3
					P/B	7.8	5.9	4.7	3.8
					EV/EBITDA	12.4	8.5	6.8	5.4

数据来源:公司公告 第一创业研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135