

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2012年8月9日

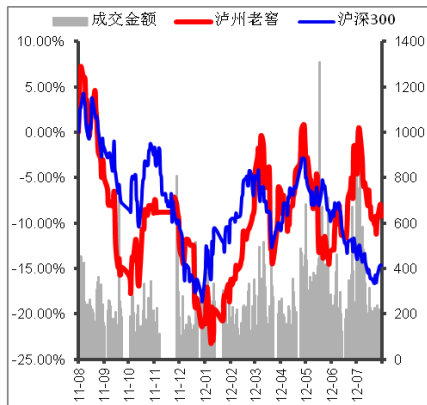
市场数据：2012年8月8日

收盘价(元)	40.19
一年内最高/最低(元)	49.80/33.97
市净率	8.0
市盈率	19.7
流通A股市值(百万元)	56,143

基础数据：2012年6月30日

每股收益(元)	1.437
营业收入(百万元)	5,192.6
净利润(百万元)	2,008.7
总股本/流通A股(百万)	1,398/1,396

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

高端系列增长尚稳, 精细化运作促中端发力

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	19.3
2012E	11,445	35.8	4,144	42.6	2.96	38.1	46.3	13.6
2013E	14,672	28.2	5,402	30.4	3.86	38.8	46.3	10.4
2014E	18,530	26.3	6,878	27.3	4.92	39.1	45.7	8.2

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。**2012年上半年公司共实现营业收入 519,258.42 万元, 同比增长 45.67%; 实现归属上市公司股东的净利润 200,872.53 万元, 同比增长 42.44%; 每股收益 1.437 元, 业绩基本符合预期。

● **高档系列增速尚稳, 精细化运作促中低端发力。**2012年来受宏观经济增速放缓及严控“三公消费”影响, 一线白酒销售受到一定冲击, 价格出现明显调整, 在此背景下公司采取控量保价措施, 对稳定产品价格、确保稳定增长起到一积极作用。上半年在中高档老窖特曲等产品快速增长推动下, 公司高档产品销售收入仍保持了 40%以上的可喜增长。同时, 市场细分与精细化运作促使中低端产品明显发力, 上半年实现销售收入 17.04 亿元, 同比增长 58.26%, 增速比上年同期提升 20 余个百分点。

● **清理品牌产品线更明晰, 国窖奢侈化战略明确。**上半年公司着手对产品线进行了梳理, 共清理和淘汰产品 33 个, 其中“国窖”系列 10 个, “特曲”系列 23 个, 产品线更为明晰。在高档酒方面, 国窖奢侈化战略已较为稳定明确, 继年初推出 33.6 万元超高端奢华白酒后, 7月初公司又发布了“国窖 1573”品牌下另一超高端定制品系“国窖 1573·爱我中华”及其三款新品“中华坛”、“满堂红”和“轩辕黄”, 品牌形象进一步提升。

● **股权激励一期行权, 力保公司长远发展。**6月6日公司完成股权激励计划第一期行权, 当期 142 名激励对象 2011 年绩效考核均已达标, 行权数量 402.9 万份, 占获授股票期权总量的 30%, 行权价格 12.78 元。根据股权激励计划, 公司净利润增速应保持在 12%以上, 净资产收益率应达 30%以上, 激励制度有助于提高管理层积极性, 亦将对未来增长提供有效保障。

● **投资建议:** 华西证券股权转让收益预计将在三季度体现, 我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 2.96、3.86、4.92 元, 对应的动态市盈率分别为 13.6、10.4、8.2, 维持“增持”评级。

表 1：泸州老窖单季利润表

单位：百万元	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	同比变化
<b>一、营业总收入</b>	<b>1,314</b>	<b>1,606</b>	<b>2,071</b>	<b>1,493</b>	<b>2,064</b>	<b>2,800</b>	<b>3,192</b>	<b>2,001</b>	<b>33.96</b>
营业收入	1,314	1,606	2,071	1,493	2,064	2,800	3,192	2,001	33.96
<b>二、营业总成本</b>	<b>696</b>	<b>867</b>	<b>925</b>	<b>849</b>	<b>1,084</b>	<b>1,577</b>	<b>1,408</b>	<b>1,075</b>	<b>26.75</b>
营业成本	400	512	617	541	704	984	1,008	724	33.70
营业税金及附加	125	125	145	119	210	222	193	126	5.88
销售费用	77	98	67	69	67	187	112	132	90.83
管理费用	98	121	96	114	107	184	105	109	(4.25)
财务费用	-4	15	-1	4	-3	-3	-10	-16	(502.48)
资产减值损失	0	-3	0	2	-0	4	0	2	(2.15)
<b>三、其他经营收益</b>	<b>77</b>	<b>106</b>	<b>60</b>	<b>72</b>	<b>-127</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>(43.69)</b>
投资净收益	77	106	60	72	-127	28	30	40	(43.69)
<b>四、营业利润</b>	<b>695</b>	<b>845</b>	<b>1,206</b>	<b>716</b>	<b>853</b>	<b>1,251</b>	<b>1,813</b>	<b>965</b>	<b>34.75</b>
加：营业外收入	8	8	4	-0	22	7	3	24	9038.99
减：营业外支出	0	15	1	2	0	16	8	3	22.69
<b>五、利润总额</b>	<b>702</b>	<b>838</b>	<b>1,210</b>	<b>714</b>	<b>875</b>	<b>1,241</b>	<b>1,808</b>	<b>986</b>	<b>38.20</b>
减：所得税	150	184	278	169	243	298	446	229	35.26
<b>六、净利润</b>	<b>552</b>	<b>654</b>	<b>931</b>	<b>545</b>	<b>631</b>	<b>943</b>	<b>1,362</b>	<b>758</b>	<b>39.11</b>
减：少数股东损益	14	29	35	30	39	46	69	42	38.44
归属于母公司所有者净利润	<b>538</b>	<b>625</b>	<b>896</b>	<b>514</b>	<b>592</b>	<b>897</b>	<b>1,293</b>	<b>715</b>	<b>39.15</b>
<b>七、每股收益：</b>	<b>0.38</b>	<b>0.45</b>	<b>0.64</b>	<b>0.37</b>	<b>0.42</b>	<b>0.64</b>	<b>0.93</b>	<b>0.51</b>	<b>39.15</b>
<b>收入增长率(%)</b>	<b>30.46</b>	<b>38.48</b>	<b>42.44</b>	<b>49.77</b>	<b>57.08</b>	<b>74.33</b>	<b>54.12</b>	<b>33.96</b>	<b>(15.80)</b>
毛利率(%)	69.57	68.15	70.21	63.75	65.90	64.85	68.42	63.82	0.07
营业利润率(%)	52.89	52.59	58.24	47.98	41.35	44.67	56.81	48.26	0.28
净利率(%)	42.02	40.73	44.98	36.47	30.59	33.68	42.67	37.87	1.40
销售费用率(%)	5.88	6.07	3.22	4.62	3.23	6.69	3.52	6.58	1.96
管理费用率(%)	7.46	7.53	4.65	7.60	5.19	6.57	3.28	5.44	(2.17)
归属于母公司净利润增长率(%)	<b>33.32</b>	<b>49.49</b>	<b>31.93</b>	<b>41.48</b>	<b>10.11</b>	<b>43.64</b>	<b>44.33</b>	<b>39.15</b>	<b>(2.33)</b>

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
<b>一、营业总收入</b>	<b>8,427.91</b>	<b>11,444.84</b>	<b>14,671.62</b>	<b>18,529.70</b>
营业收入	8,427.91	11,444.84	14,671.62	18,529.70
<b>二、营业总成本</b>	<b>4,433.95</b>	<b>5,855.89</b>	<b>7,379.30</b>	<b>9,176.05</b>
营业成本	2,846.01	3,700.83	4,638.64	5,761.03
营业税金及附加	695.23	949.92	1,225.08	1,556.49
销售费用	389.55	515.02	630.88	741.19
管理费用	500.65	686.69	880.30	1,111.78
财务费用	-3.15	-4.58	-5.87	-7.41
资产减值损失	5.67	8.01	10.27	12.97
<b>三、其他经营收益</b>	<b>37.89</b>	<b>140.00</b>	<b>180.00</b>	<b>180.00</b>
投资净收益	37.89	140.00	180.00	180.00
<b>四、营业利润</b>	<b>4,031.85</b>	<b>5,728.95</b>	<b>7,472.32</b>	<b>9,533.65</b>
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
<b>五、利润总额</b>	<b>4,044.73</b>	<b>5,738.95</b>	<b>7,482.32</b>	<b>9,543.65</b>
减：所得税	989.13	1,377.34	1,796.37	2,303.46
<b>六、净利润</b>	<b>3,055.60</b>	<b>4,361.61</b>	<b>5,685.95</b>	<b>7,240.19</b>
减：少数股东损益	150.57	218.08	284.30	362.01
归属于母公司所有者的净利润	<b>2,905.03</b>	<b>4,143.53</b>	<b>5,401.65</b>	<b>6,878.18</b>
<b>七、每股收益：</b>	<b>2.08</b>	<b>2.96</b>	<b>3.86</b>	<b>4.92</b>
净利润增长率(%)	<b>31.73</b>	<b>42.63</b>	<b>30.36</b>	<b>27.33</b>

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。