

白酒
署名人: 柯海东
S0960512080001
0755-82026712
kehaidong@cjis.cn

6-12个月目标价: 45.00元

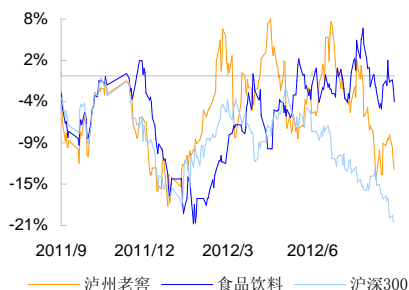
当前股价: 36.06元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2067.83
总股本(百万)	1394
流通股本(百万)	1394
流通市值(亿)	503
EPS	2.08
每股净资产(元)	5.14
资产负债率	42.10%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
泸州老窖	-7.75	-9.39	-20.42
食品饮料	-3.43	-9.91	-9.35
沪深300指数	-2.91	-12.98	-14.38



相关报告

泸州老窖-主营业务增长超预期, 投资收益拖累净利润——2011年三季度报点评
2011-10-30

泸州老窖

000568

强烈推荐

5.6%预期股息收益率且明年增长仍是大概率事件的公司还能跌到哪里去?

近期我们调研了公司及部分渠道终端, 认为今明两年公司持续增长仍有较强保障, 当前股价对应的预期股息收益率高达 5.6%, 价值凸显, 跌无可跌, 维持“强烈推荐”。

投资要点:

- **旺季来临, 公司高端酒控量渐缓, 预计下半年业绩增速高于上半年。** 国窖 1573 在 5 月份开始控量削减全年计划量 1300 吨, 实际上是公司应对需求下滑采取及时得当的措施, 保障了价格体系, 有利于长期发展。公司通过贵宾公司大力发展团购及发展经销商直供专卖店来弥补控量对业绩的影响。上半年贵宾公司团购收入达 4 亿+, 同比翻番。在经销商直供专卖店方面, 公司今年目标开到 1000 家(目前已开 600 多家), 按每家 100 万(每家销售额门槛 200 万+, 但是上市公司会返还部分支持经销商的投入)保守的销售额计算, 则可以完成 10 亿(据此测算至少消化 800 吨国窖 1573), 公司通过严格管控专卖店销售范围、销售对象的手段防止其与传统渠道的冲突。近期步入销售旺季后公司的高端酒控量渐缓, 考虑到去年下半年基数较低(受华西证券投资收益影响), 今年下半年业绩增速高于上半年是大概率事件。近期柒泉公司取消了给经销商的计划内价格, 意味着计划内外价格统一至 889 元, 此次提价对公司业绩没影响, 但对提振渠道信心有一定作用。
- **中档酒产品体系逐步梳理, 窖龄酒凭借独特的品牌概念及招商模式异军突起, 有望逐步减少资本市场的忧虑, 或能提升估值。** 公司持续梳理庞杂的产品体系, 半年报显示, 上半年共清理和淘汰产品 33 个, 其中国窖系列 10 个, 特曲系列 23 个。另外窖龄酒上量明显, 全年有望冲击 5000 吨销量(对应 20 亿收入)。窖龄酒的成功归结于概念比较好, 比年份概念更契合浓香型白酒的特点, 并且与高端酒 1573 有机衔接起来, 同时窖龄酒的成功也跟公司大招商、招大商策略有关, 众多业外资本加入, 有望充分挖掘行业的团购市场容量。随着产品体系的梳理, 主力产品开始突出, 未来公司从国窖 1573、窖龄酒、特曲到中低档酒的产品线日渐清晰, 有望逐步减少资本市场对公司中档酒体系过多的忧虑。
- **投资建议:** 我们认为公司多年来未曾让市场失望过, 今年 EPS 达到 3 元概率较大, 按 3 元计算, 假设保持去年 67%的分红率, 当前股价对应的分红收益率达 5.6%, 且明年业绩仍有望实现增长, 价值凸显。**风险提示:** 经济下行、中档酒竞争激烈

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8428	12299	14467	16578
收入同比(%)	57%	46%	18%	15%
归属母公司净利润	2905	4178	4991	5806
净利润同比(%)	32%	44%	19%	16%
毛利率(%)	66.2%	63.3%	64.7%	65.5%
ROE(%)	40.5%	36.8%	33.2%	29.7%
每股收益(元)	2.08	3.00	3.58	4.16
P/E	17.18	11.95	10.00	8.60
P/B	6.96	4.40	3.32	2.56
EV/EBITDA	11	8	7	6

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	8851	12812	16882	21624
现金	3149	3892	6644	9971
应收账款	60	98	116	133
其他应收款	24	61	72	83
预付账款	46	226	256	286
存货	2133	3615	4007	4521
其他流动资产	3440	4920	5787	6631
非流动资产	3626	3495	3964	4388
长期投资	1997	1485	1485	1485
固定资产	1012	1453	1856	2206
无形资产	327	347	367	387
其他非流动资产	289	210	256	309
资产总计	12477	16307	20846	26012
流动负债	5245	4896	5753	6417
短期借款	0	0	0	0
应付账款	589	451	511	573
其他流动负债	4656	4445	5242	5845
非流动负债	8	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	8	2	2	2
负债合计	5252	4898	5755	6419
少数股东权益	56	62	68	76
股本	1394	1394	1394	1394
资本公积	604	604	604	604
留存收益	5171	9349	13024	17519
归属母公司股东权益	7169	11347	15023	19517
负债和股东权益	12477	16307	20846	26012

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	3973	831	4629	5190
净利润	3056	4184	4998	5814
折旧摊销	109	137	194	251
财务费用	-3	-11	-16	-25
投资损失	-38	-104	-104	-104
营运资金变动	938	-3586	-472	-763
其他经营现金流	-88	211	29	17
投资活动现金流	-88	-72	-577	-578
资本支出	182	650	651	652
长期投资	-49	-504	0	0
其他投资现金流	45	74	74	74
筹资活动现金流	-1814	-16	-1299	-1286
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	141	0	0	0
其他筹资现金流	-1955	-16	-1299	-1286
现金净增加额	2070	743	2753	3326

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8428	12299	14467	16578
营业成本	2846	4513	5112	5725
营业税金及附加	695	1009	1186	1359
营业费用	390	529	723	829
管理费用	501	785	902	1042
财务费用	-3	-11	-16	-25
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	38	104	104	104
营业利润	4032	5579	6664	7752
营业外收入	33	10	10	10
营业外支出	20	10	10	10
利润总额	4045	5579	6664	7752
所得税	989	1395	1666	1938
净利润	3056	4184	4998	5814
少数股东损益	151	6	7	8
归属母公司净利润	2905	4178	4991	5806
EBITDA	4137	5705	6842	7978
EPS (元)	2.08	3.00	3.58	4.16

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	56.9%	45.9%	17.6%	14.6%
营业利润	38.2%	38.4%	19.5%	16.3%
归属于母公司净利润	31.7%	43.8%	19.5%	16.3%
获利能力				
毛利率	66.2%	63.3%	64.7%	65.5%
净利率	34.5%	34.0%	34.5%	35.0%
ROE	40.5%	36.8%	33.2%	29.7%
ROIC	161.8	70.5%	72.8%	72.3%
偿债能力				
资产负债率	42.1%	30.0%	27.6%	24.7%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.69	2.62	2.93	3.37
速动比率	1.28	1.88	2.24	2.67
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.85	0.78	0.71
应收账款周转率	129	126	108	107
应付账款周转率	6.44	8.68	10.62	10.57
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	2.08	3.00	3.58	4.16
每股经营现金流(最新摊薄)	2.85	0.60	3.32	3.72
每股净资产(最新摊薄)	5.14	8.14	10.77	14.00
估值比率				
P/E	17.18	11.95	10.00	8.60
P/B	6.96	4.40	3.32	2.56
EV/EBITDA	11	8	7	6

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

2011-10-30	泸州老窖-主营业务增长超预期，投资收益拖累净利润——2011 年三季度报点评
------------	--

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

柯海东, 中投证券研究所食品饮料行业分析师(酒类), 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434