

评级：强烈推荐（维持）
食品饮料饮料
公司季报点评
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): 业绩在增长, 估值要修复, 维持“强烈推荐”

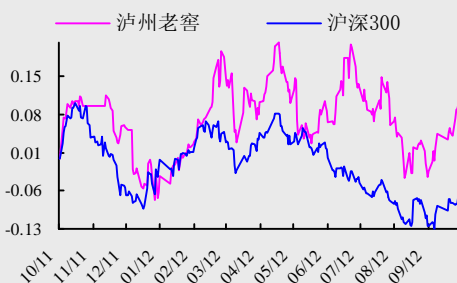
预测价格区间(元) 57 ~ 60

交易数据

上一日交易日股价(元)	40.43
总市值(百万元)	56,532
流通股本(百万股)	1,397
流通股比率(%)	99.90

资产负债表摘要(09/12)

股东权益(百万元)	8,270
每股净资产(元)	5.91
市净率(倍)	6.84
资产负债率(%)	36.77

公司与沪深300指数比较

相关报告
事件:

10月18日, 泸州老窖发布2012年三季报, 营业收入增长42.30%, 归属上市股东净利润增长47.12%, 基本每股收益2.11元, 单3季度, 营业收入增长36.48%, 净利润增长58.17%。

同时, 全年业绩预增50-60%, 每股收益3.12-3.33元

点评:

- 3季报基本符合45-50%的业绩预期, 全年业绩超出之前的市场预期。今年高档酒市场表现平淡的情况下, 通过招大商、大招商和渠道的下沉, 次高端的窖龄酒、中高端的特曲保持高增长, 前3季窖龄、特曲的收入已超过去年全年, 窖龄酒的增长在1倍以上; 加强国窖1573的团购来弥补传统经销商渠道计划量的下调, 全年仍有增长; 中低档酒继续保持高增长。公司产品线齐全, 覆盖高端到低端, 腰部和中低档产品的增长有力防御了今年经济和政策对市场的影响。
- 2、3季度收入增长34%、36.5%, 营业费用率分别上升2、2.2个百分点。2、3季度的收入相比1季度以前(增长50%以上)已有明显放缓, 反应高端酒市场的调整下, 公司高端产品增长明显放缓, 在“控量保价”下, 有力维护了国窖1573的高端品牌和树立浓香高端的价格标杆, 并拉动了腰部产品的持续高增长。销售费用较去年同期增长96.47%, 营业费用率的上升也反映了市场调整下, 企业竞争的加剧, 公司新产品的投放, 市场投入期的费用高。
- 投资收益大增, 但对净利润的贡献不大。3季度的投资收益1.62亿, 去年同期为-1.22亿。主要是转让华西证券12%股权取得1.57亿投资收益, 在计提所得税1.37亿后, 增加公司净利润0.21亿, 增加每股收益0.015元。不考虑投资收益的影响, 分别对去年业绩的负影响和今年正影响, Q1-3白酒主业的净利润增长46.8%, Q2、Q3分别增长52.6%、28.5%。
- 营业税金率下降提升净利润率。单3季度营业税金率下降4个百分点, 对当季净利润率回升4.7个百分点的贡献最大。12年公司营业税金率的明显下降能否保持值得关注。



- **经营现金流状况良好。**3 季度销售商品收到的现金为 35.6 亿，大幅超出单季收入（3 季度收入 28.2 亿），同比增长 59%。3 季度，应收票据从 19.3 亿下降到 16.1 亿，预收账款基本持平为 23.8 亿，其它应付款从 4.7 亿增加到 5.5 亿。
- **腰部产品高增长，坚持控制力型发展，维持“强烈推荐”。**高端酒消费不振的情况下，公司控量保价，有力维护了国窖 1573 的高端品牌和树立浓香高端的价格标杆，并拉动了腰部产品的持续高增长，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。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。

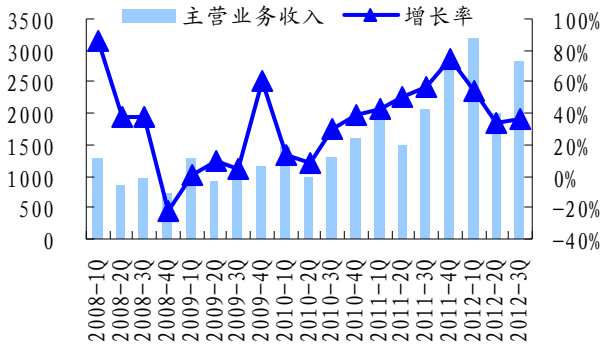
上调盈利预测（之前预测 12、13 年为 3.07、3.82 元），预计 12 至 13 年每股盈利分别为 3.18、4.00 元，对应 PE 为 12.7、10.1 倍，公司品牌力在提升，腰部产品保持高增长，收入结构进一步优化，市场对于公司成长性的担忧已反应过度，公司目前估值水平严重偏低，中长期的合理估值水平有 20%以上的提升空间，给予 12 年 PE18 倍，13 年 15 倍，维持目标价 57-60 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1、持续正利率，消费需求和库存需求双双下降。经济下滑，出现通缩是白酒行业最大的宏观风险，实际利率为正，投资低迷，白酒行业的提价预期消失，而渠道的融资成本升高，消费需求和库存需求均将遭受严重打击；

2、十八大之后政府的“三公消费”限制继续从严。

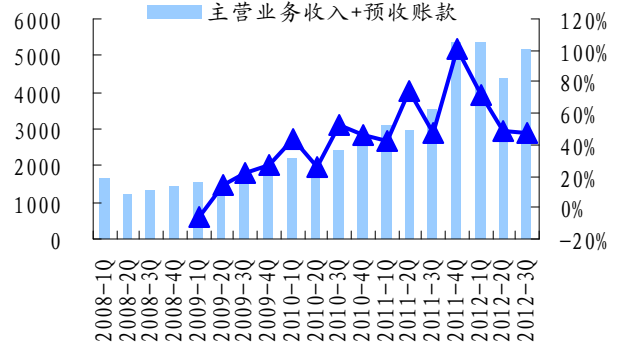


图1 Q2、Q3 收入分别增长 34%、34.1%、



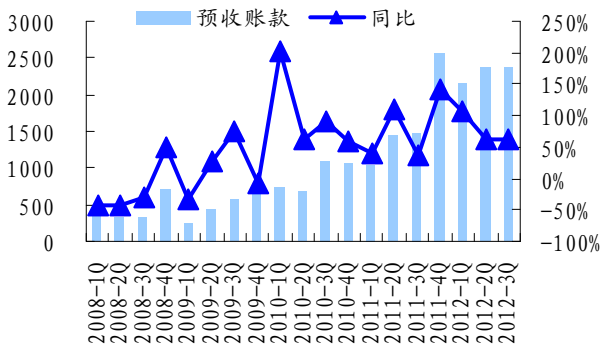
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图2 Q2、Q3 主营收入+预收分别增长 48.5%、46.9%、



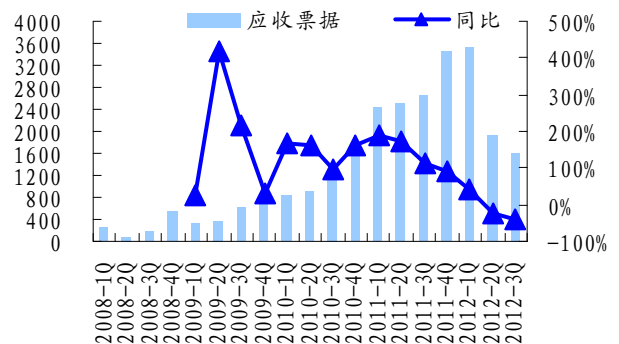
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图3 Q3 预收账款环比持平



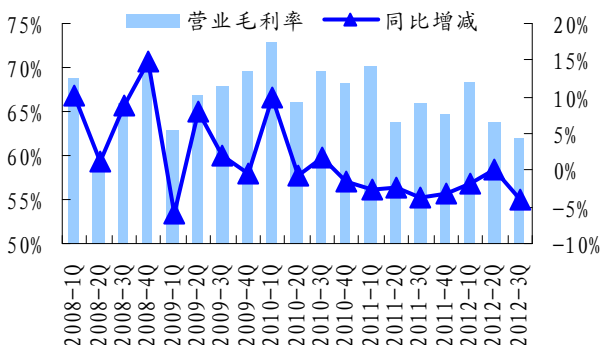
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图4 Q3 应收票据环比下降 3.2 亿



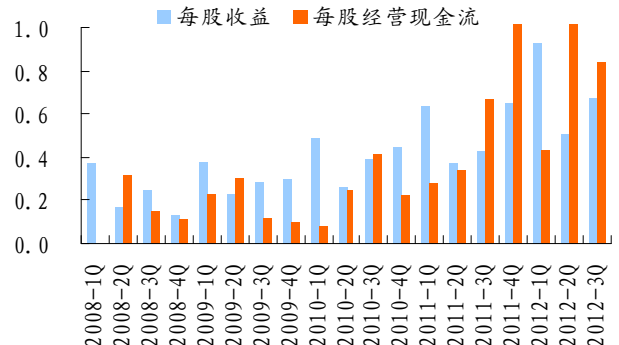
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图5 Q2、Q3 毛利率分别变化 0.1、-3.9 个百分点



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

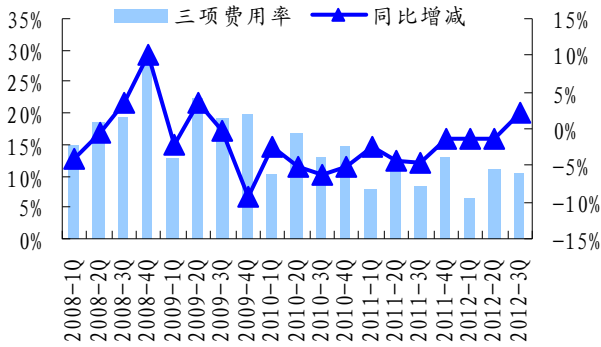
图6 Q3 每股经营现金流 0.84 元, 每股收益 0.68



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

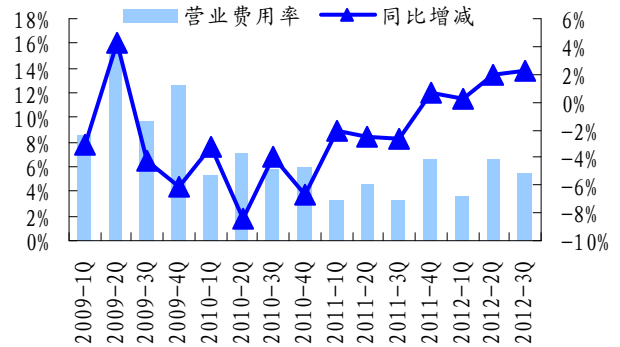


图 7 Q2、Q3 三项费用率分别变化-1.3、2.2 个百分点



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 8 Q3 营业费用率上升 2.2 个百分点



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

表 1 2012 年三季报、12 年 Q2、Q3 泸州老窖财务数据比较分析

	2011Q1-3	2012Q1-3	2011Q2	2011Q3	2012Q2	2012Q3	2012 中报业绩变化说明
营业收入	5628.27	8009.25	1493.40	2063.76	2000.59	2816.67	
同比(+/-%)	49.49%	42.30%	49.77%	57.08%	33.96%	36.48%	增长 42.3%，Q2、Q3 分别增长 34%、36.5%
营业成本	1862.04	2803.46	541.31	703.69	723.74	1071.57	
销售毛利率(%)	66.92%	65.00%	63.75%	65.90%	63.82%	61.96%	下降 1.9 个百分点，高档酒毛利率下降、中低档酒上升；Q3 下降 4 个百分点；
营业税金率(%)	8.41%	5.84%	7.95%	10.16%	6.29%	5.27%	下降 2.6 个百分点，Q3 下降 4.9 个百分点
营业费用率(%)	3.59%	4.96%	4.62%	3.23%	6.58%	5.45%	上升 1.4 个百分点，Q3 上升 2.3 个百分点
管理费用率(%)	5.63%	4.49%	7.60%	5.19%	5.44%	5.19%	下降 1.1 百分点，Q3 持平
财务费用率(%)	0.00%	-0.39%	0.27%	-0.16%	-0.81%	-0.19%	下降 0.4 百分点，Q3 持平
三项费用合计	519.20	725.49	186.54	170.31	224.12	294.43	
三项费用率(%)	9.22%	9.06%	12.49%	8.25%	11.20%	10.45%	下降 0.2 个百分点，Q2、Q3 分别下降 1.3、上升 2.3 个百分点
投资净收益	9.79	231.48	71.61	-121.63	40.32	161.53	转让华西证券获利 1.6 亿
营业利润	2781.35	4242.48	716.49	858.54	965.46	1463.80	
/营业收入(%)	49.42%	52.97%	47.98%	41.60%	48.26%	51.97%	上升 3.6 个百分点，扣除投资净收益下降的影响，上升 0.8 个百分点，Q3 上升 10 个百分点
同比(+/-%)	34.21%	52.53%	51.44%	23.56%	34.75%	70.50%	
利润总额	2803.28	4256.08	713.73	880.00	986.37	1461.78	
同比(+/-%)	34.69%	51.82%	50.68%	25.31%	38.20%	66.11%	
所得税率(%)	24.64%	26.69%	23.70%	27.66%	23.19%	31.55%	上升 2 个百分点，Q3 上升 3.9 个百分点
净利润	2112.64	3120.34	544.60	636.55	757.61	1000.61	
净利润率(%)	37.54%	38.96%	36.47%	30.84%	37.87%	35.52%	上升 1.4 个百分点，Q3 上升 4.7 个百分点
同比(+/-%)	29.88%	47.70%	43.30%	15.30%	39.11%	57.19%	净利润增速高于收入增速 5.4 个百分点
少数股东损益/利润总额(%)	3.74%	3.91%	4.27%	4.44%	4.28%	3.80%	上升 0.2 个百分点，控股 75% 的博大销售公司、90% 的贵宾公司净利润增长较快
归属母公司净利润	2007.72	2953.84	514.13	597.51	715.43	945.11	
同比(+/-%)	27.02%	47.12%	41.48%	11.07%	39.15%	58.17%	净利润增长 47.1%，Q2、Q3 分别增长 39.2、58.2%
每股收益	1.44	2.12	0.37	0.43	0.51	0.68	
每股收益-扣除投资收益	1.43	2.10	0.32	0.52	0.48	0.66	不考虑投资收益，主业净利润增长 47.1%，Q2、Q3 分别增长 52.6%、28.5%

数据来源: 公司公告 第一创业研究所



表2 泸州老窖盈利预测表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	5370.87	8427.91	12049.71	15447.14	19802.48
同比(+/-%)	22.9%	56.9%	43.0%	28.2%	28.2%
销售毛利率(%)	69.4%	66.2%	65.4%	64.0%	64.5%
营业税金率(%)	8.2%	8.2%	5.9%	5.9%	6.0%
营业费用率(%)	6.0%	4.6%	4.7%	4.2%	3.9%
管理费用率(%)	7.3%	5.9%	4.8%	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	1055.06	1227.85	1406.92
三项费用率(%)	13.4%	10.5%	8.8%	7.9%	7.1%
利润总额	2918.94	4044.73	6362.88	7814.28	10242.90
所得税	638.24	989.13	1686.16	1933.57	2540.72
净利润	2280.70	3055.60	4676.72	5880.71	7702.17
同比(+/-%)	34.8%	34.0%	53.1%	25.7%	31.0%
少数股东损益	75.46	150.57	248.15	304.76	399.47
归属母公司净利润	2205.24	2905.03	4428.56	5575.95	7302.70
同比(+/-%)	31.8%	31.7%	52.4%	25.9%	31.0%
每股收益(元)	1.58	2.08	3.18	4.00	5.24

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
流动资产	8851	11866	15751	20682	营业收入	8428	12050	15447	19802
现金	3149	4024	5260	7338	营业成本	2846	4165	5568	7039
应收账款	60	112	140	181	营业税金及附加	695	711	911	1188
其他应收款	24	79	96	125	营业费用	390	566	649	772
预付账款	46	143	157	213	管理费用	501	578	695	792
存货	2133	3386	4493	5626	财务费用	-3	-90	-116	-157
其他流动资产	3440	4121	5606	7198	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	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	250	80	80
固定资产	1012	1140	1240	1287	营业利润	4032	6363	7814	10243
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
资产总计	12477	16053	20418	25757	利润总额	4045	6363	7814	10243
流动负债	5245	6103	7688	9228	所得税	989	1686	1934	2541
短期借款	0	0	0	0	净利润	3056	4677	5881	7702
应付账款	589	823	1118	1406	少数股东损益	151	248	305	399
其他流动负债	4656	5280	6570	7822	归属母公司净利润	2905	4429	5576	7303
非流动负债	8	0	0	0	EBITDA	4137	6401	7849	10257
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.08	3.18	4.00	5.24
其他非流动负债	8	0	0	0					
负债合计	5252	6103	7688	9228	主要财务比率				
少数股东权益	56	304	609	1008	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	1394	1394	1394	1394	成长能力				
资本公积	604	604	604	604	营业收入	56.9%	43.0%	28.2%	28.2%
留存收益	5171	7647	10123	13523	营业利润	38.2%	57.8%	22.8%	31.1%
归属母公司股东权益	7169	9646	12122	15521	归属于母公司净利润	31.7%	52.4%	25.9%	31.0%
负债和股东权益	12477	16053	20418	25757	获利能力				
					毛利率(%)	66.2%	65.4%	64.0%	64.5%
					净利率(%)	34.5%	36.8%	36.1%	36.9%
					ROE(%)	40.5%	45.9%	46.0%	47.1%
					ROIC(%)	161.8%	140.1%	130.6%	131.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	42.1%	38.0%	37.7%	35.8%
					净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	1.69	1.94	2.05	2.24
					速动比率	1.28	1.39	1.46	1.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.84	0.85	0.86
					应收账款周转率	129.49	130.54	122.43	123.24
					应付账款周转率	6.44	5.90	5.74	5.58
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.08	3.18	4.00	5.24
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.85	2.29	3.42	4.54
					每股净资产(最新摊薄)	5.14	6.92	8.69	11.13
					估值比率				
					P/E	19.4	12.7	10.1	7.7
					P/B	7.9	5.8	4.7	3.6
					EV/EBITDA	12.4	8.0	6.6	5.0

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