本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

证券研究报告

2013 年 8 月 22 日

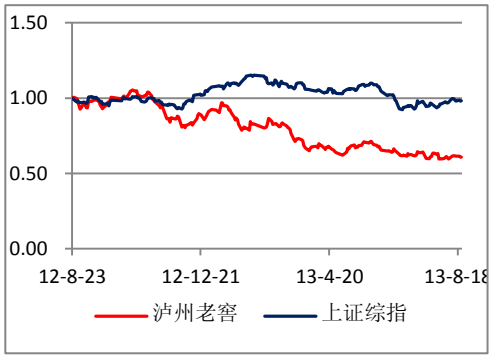
泸州老窖半年报点评

评级：持有

公司事件点评

太平洋证券股份有限公司
已获业务资格：证券投资咨询
研究员：王学谦
电　话：010-83121966
Email：wangxq@ tpyzq.com.cn
执业证书编号：S1190511120001

走势比较



相关报告

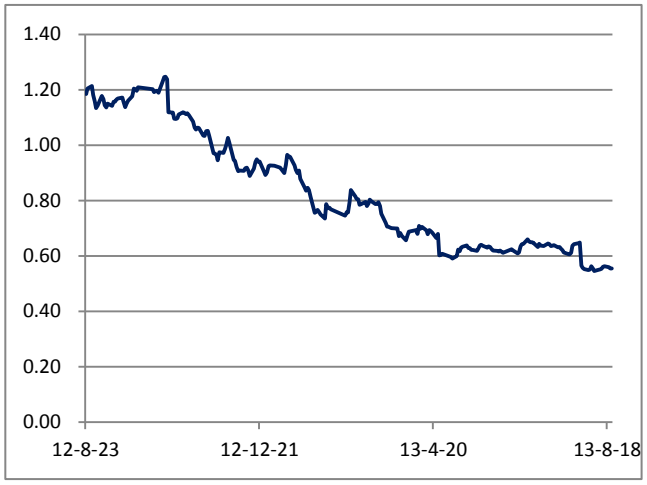
事件：泸州老窖公布 2013 年半年报

- 上半年，泸州老窖实现营业收入 52.56 亿元，同比增长 1.22%；营业利润 21.83 亿元，同比减少 10.65%；利润总额 24.88 亿元，同比减少 10.96%；归属上市公司股东的净利润 18.16 亿元，同比减少 10.59%；基本每股收益 1.30 元，同比减少 9.88%；加权平均净资产收益率 24.26%，下降 9.86 个百分点。
- 上半年，泸州老窖白酒产品毛利率 59.44%，同比下降 7.21 个百分点。其中高档酒毛利率 74.43%，下降 6.47 个百分点，中低档酒毛利率 32.73%，下降 3.95 个百分点。毛利率的大幅度下降主要是由于产品结构的变化，高档酒的销售同步出现负增长，中低档酒的销售增长虽然也在放缓，但是仍然维持了正增长。西南地区的销售收入同比增长 35.13%，增长速度大幅度下降，华北、华中和其他市场收入出现负增长。
- 上半年， 泸州老窖的销售费用率 5.07%，同比上升 0.38 个百分点。管理费用率 4.15%%，同比上升 0.04 个百分点。毛利率的下降和费用率的上升使得净利润率下降 4.1 个百分点，降至 35.92%。
- 上半年高端白酒消费受到很大冲击，白酒行业面临的四场环境严峻。泸州老窖力图通过在商务和个人消费市场以及定制酒市场加强推广来弥补高端酒消费萎缩的不利影响。但是预计短期内行业景气难以恢复，不利影响短期内难以消除。
- 因此下调对泸州老窖评级至“持有”。
- 风险提示：泸州老窖的利润主要来源于高档产品，高档酒消费受经济环境影响较大，而且市场竞争激烈，对于其风险应予以充分关注。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

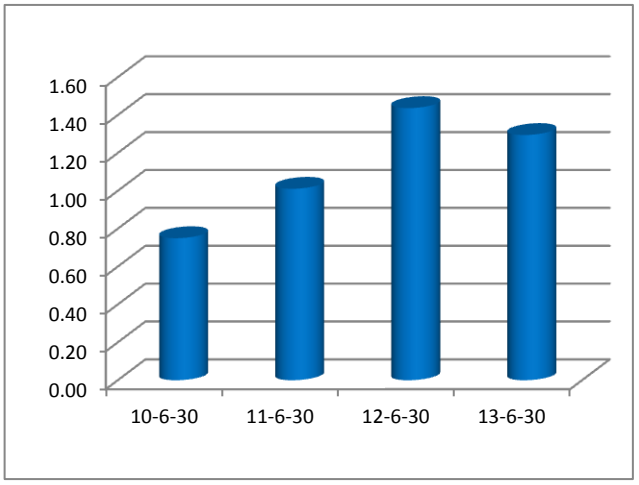
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图 1、相对估值水平溢价变动情况



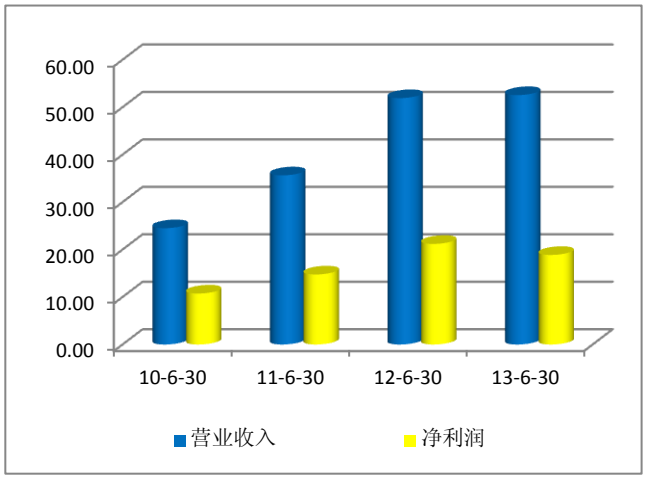
资料来源：太平洋研究院整理

图 2、EPS 变动 单位：元



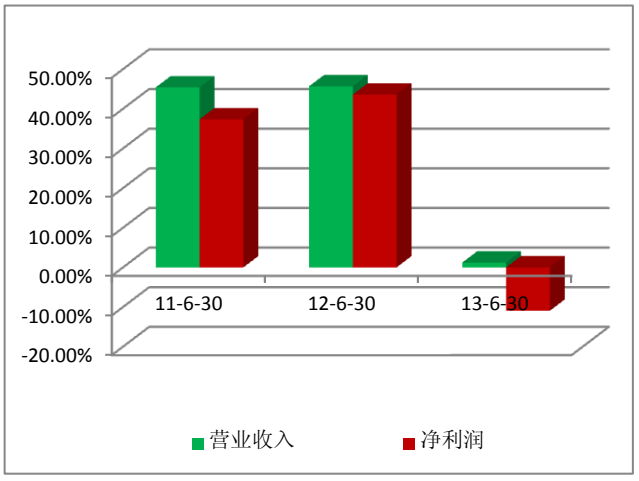
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 3、营业收入及净利润变动 单位：亿元



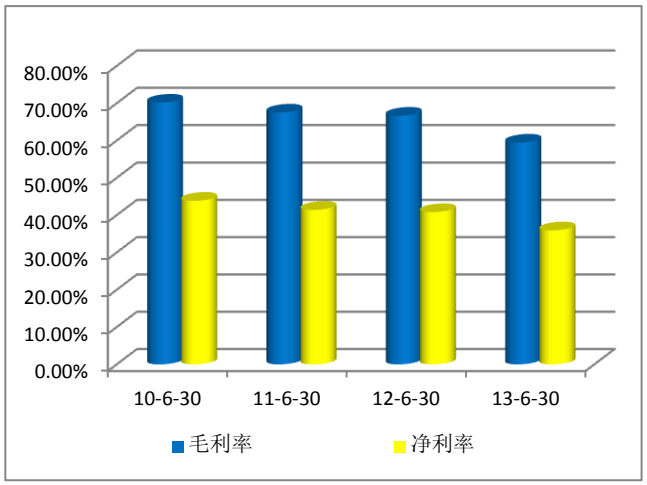
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 4、营业收入及净利润同比增长率



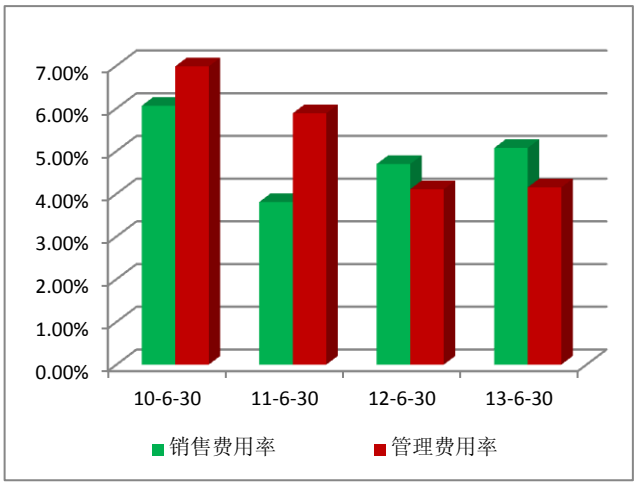
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 5、毛利率、净利率变动情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 6、销售费用、管理费用变动情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

利润表

项目（百万元）	2011A	2012A	2013E
一、营业总收入	8,428	11,556	11,441
减：营业成本	2,846	3,970	4,805
营业税金及附加	695	717	526
销售费用	390	665	629
管理费用	501	533	492
财务费用	(3)	(37)	(30)
资产减值损失	6	(1)	0
加：投资收益	38	378	200
二、营业利润	4,032	6,089	5,219
加：营业外收支净额	13	63	30
三、利润总额	4,045	6,152	5,249
减：所得税费用	989	1,610	1,312
四、净利润	3,056	4,543	3,936
归属于母公司的利润	2,905	4,390	3,799
五、基本每股收益（元）	**2.08**	**3.14**	**2.71**

主要财务指标

项目（百万元）	2011A	2012A	2013E
EV/EBITDA	**/**	**/**	**5.19**
成长能力:			
营业收入同比	56.9%	37.1%	-1.0%
营业利润同比	38.2%	51.0%	-14.3%
净利润同比	34.0%	48.7%	-13.3%
营运能力:			
存货周转率	4.66	4.58	3.51
总资产周转率	0.82	0.82	0.65
盈利能力与收益质量:			
毛利率	66.2%	65.7%	58.0%
净利率	34.5%	38.0%	33.2%
总资产净利率 ROA	29.8%	32.4%	22.4%
净资产收益率 ROE	47.8%	53.5%	33.5%
资本结构与偿债能力:			
流动比率	1.69	2.21	2.77
资产负债率	42.1%	37.3%	31.4%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:			
每股收益	2.08	3.14	2.71
每股经营现金流量	0.00	0.00	2.47
每股净资产	0.00	0.00	9.78

资产负债表

项目（百万元）	2011A	2012A	2013E
货币资金	3,149	6,942	10,430
应收票据	3,440	2,790	2,860
应收账款	60	80	80
预付账款	46	16	11
其他应收款	24	12	11
存货	2,133	2,912	3,604
其他流动资产	0	0	0
流动资产合计	8,851	12,752	16,997
长期股权投资	1,997	1,052	1,052
固定资产	1,012	998	1,081
在建工程	61	185	245
无形资产	327	281	267
其他非流动资产	0	0	0
非流动资产合计	3,626	2,821	2,645
资产总计	**12,477**	**15,573**	**19,642**
短期借款	0	0	0
应付票据			
应付账款	589	626	721
预收账款	2,551	2,963	3,604
其他应付款	399	411	30
应交税费	1,224	1,258	1,300
其他流动负债	6	9	0
流动负债合计	5,245	5,772	6,135
长期借款	0	0	0
其他非流动负债	8	30	30
非流动负债合计	8	30	30
负债合计	**5,252**	**5,802**	**6,165**
股本	1,394	1,398	1,402
资本公积	604	702	698
留存收益	5,171	7,603	11,402
少数股东权益	56	68	205
所有者权益合计	**7,225**	**9,771**	**13,707**
负债和股东权益合计	**12,477**	**15,573**	**19,872**

现金流量表

项目（百万元）	2011A	2012A	2013E
经营活动现金流量	3,973	4,781	3,458
投资活动现金流量	(88)	1,184	0
筹资活动现金流量	(1,814)	(2,171)	30
现金及等价物净增加	2,070	3,793	3,488

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远 企业号 D 座
电话： (8610) 88321528
传真： (8610) 88321566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。