

泸州老窖 (000568)

收入和业绩增速回升

— 泸州老窖 2010 年 3 季报点评

买入 / 维持评级

股价: RMB38.9

分析师

洪婷
SAC 执业证书编号: S1000210080001
021-68498639 hongting@lhqz.com

分析师

蒋小东
SAC 执业证书编号: S0930208020141
021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

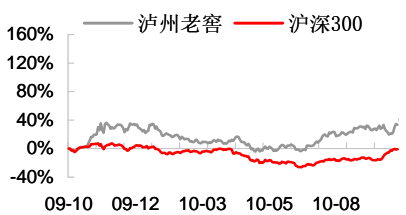
- 泸州老窖前三季度实现收入 37.64 亿元, 归属于母公司净利润 15.80 亿元, 分别同比增长 17.26% 和 25.90%, 每股收益 1.13 元, 其中 3 季度单季度的收入为 13.14 亿元, 归属于母公司净利润 5.38 亿元, 分别同比增长 30.46% 和 33.32%, 每股收益 0.38 元。3 季度公司的收入和净利润增速均实现较为明显的回升, 符合我们之前的预期。
- **产品销量的上升推动收入增速回升。**公司 7-9 月的收入增速达 30.46%, 比 4-7 月 8.40% 的增速提升了 22 个百分点。公司收入的上升主要来源于公司两大主力产品国窖 1573 和老窖特曲销量的提升, 国窖 1573 继续保持 10% 左右的增速, 老窖特曲的增速回升明显, 同比增速超过 20%。老窖特曲是公司的传统主力品牌, 在 2008-2009 年由于提价等原因导致销量停滞不前, 2009 年底开始公司对老窖特曲的销售渠道进行修复, 3 季度开始显效。依靠老窖特曲品牌基础及公司对销售的推动, 预计其销量增速回升的趋势将继续。
- **毛利率略有上升, 提价效应将继续推升明年毛利率。**公司 3 季度的毛利率为 69.57%, 较去年同期略上升 2 个百分点。公司自 9 月开始提高国窖 1573 的出厂价, 提价幅度在 100 元左右, 提价将推升公司的吨酒价格继续推升公司明年的毛利率。
- **柒泉公司的建立推升公司经营效率和盈利能力。**公司目前已经建立了 5 家柒泉公司基本覆盖了公司主要的销售市场, 占公司总收入的比重达到 80%。柒泉公司将经销商的利益与公司的利益统一, 节省销售费用提高经营效率。公司 3 季度单季度的销售费用率为 5.88%, 较去年同期下降 4 个百分点; 净利润率为 42.02%, 较去年同期上升 2 个百分点。
- **盈利预测和投资建议。**我们持续看好老窖特曲销量回升推升业绩的增长, 将公司 2010-2012 年的 EPS 上调到 1.49、1.95 和 2.44 元, 相对于目前的价格公司 2011 年的 PE 为 18 倍, 处于较低的水平, 我们维持对公司的买入评级。
- **风险提示:** 国窖 1573 提价导致其销量下降的风险。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	1394.24
流通 A 股 (百万股)	715.35
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	27827.16

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4370.4	3764.9	5684.8	6980.0	8078.0
(+/-%)	15.1	17.3	28.7	28.4	18.2
归属母公司净利润(百万元)	1673.3	1580.6	2096.2	2835.6	3403.3
(+/-%)	32.2	25.9	30.0	29.8	22.6
EPS(元)	1.20	1.13	1.49	1.95	2.39
P/E(倍)	32.3	33.3	24.7	18.0	14.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3004	6280	9328	12988	营业收入	4370	5625	6882	8079
现金	937	3418	6279	9834	营业成本	1458	1820	2058	2214
应收账款	31	98	104	100	营业税金及附加	324	450	551	646
其他应收款	25	82	83	87	营业费用	499	422	447	525
预付账款	126	319	391	276	管理费用	290	394	447	485
存货	1196	1935	1950	2077	财务费用	-0	0	0	0
其他流动资产	690	427	523	614	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	2978	1256	1321	1312	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1702	0	0	0	投资净收益	357	300	300	300
固定资产	808	875	909	861	营业利润	2155	2839	3679	4509
无形资产	308	329	360	402	营业外收入	7	0	7	7
其他非流动资产	160	51	52	48	营业外支出	10	0	13	15
资产总计	5983	7535	10649	14300	利润总额	2152	2839	3672	4502
流动负债	1717	1962	2211	2350	所得税	460	624	808	990
短期借款	0	188	201	211	净利润	1691	2214	2865	3511
应付账款	221	219	262	277	少数股东损益	18	24	31	38
其他流动负债	1496	1555	1747	1862	归属母公司净利润	1673	2190	2834	3473
非流动负债	1	0	0	0	EBITDA	2248	2973	3840	4692
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.20	1.49	1.95	2.44
其他非流动负债	1	0	0	0					
负债合计	1718	1962	2211	2350	主要财务比率				
少数股东权益	16	40	71	109	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1394	1394	1394	1394	成长能力				
资本公积	354	494	494	494	营业收入	15.1%	28.7%	22.4%	17.4%
留存收益	2500	3645	6478	9952	营业利润	28.5%	31.7%	29.6%	22.6%
归属母公司股东权益	4248	5533	8367	11840	归属于母公司净利润	32.2%	30.9%	29.4%	22.6%
负债和股东权益	5983	7535	10649	14300	获利能力				
					毛利率(%)	66.6%	67.6%	70.1%	72.6%
					净利率(%)	38.3%	38.9%	41.2%	43.0%
					ROE(%)	39.4%	39.6%	33.9%	29.3%
					ROIC(%)	109.4%	94.5%	121.5%	151.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	28.7%	26.0%	20.8%	16.4%
					净负债比率(%)	0.00%	9.59%	9.10%	8.97%
					流动比率	1.75	3.20	4.22	5.53
					速动比率	1.05	2.21	3.34	4.64
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.83	0.76	0.65
					应收账款周转率	127	87	68	79
					应付账款周转率	8.27	8.28	8.56	8.21
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.20	1.49	1.95	2.44
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.03	1.99	2.45
					每股净资产(最新摊薄)	3.05	3.97	6.00	8.49
					估值比率				
					P/E	29.06	23.37	17.91	14.30
					P/B	11.45	8.79	5.81	4.11
					EV/EBITDA	20	15	12	10

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com