

2014年08月08日

泸州老窖 (000568)

——最坏时刻已过，关注 1573 与中端品弹性，维持买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

维持

市场数据： 2014年08月07日	
收盘价(元)	18.9
一年内最高/最低(元)	23.65/15.55
上证指数/深证成指	2188/7873
市净率	2.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	26465

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年06月30日	
每股净资产(元)	6.97
资产负债率%	29.64
总股本/流通A股(百万)	1402/1400
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《泸州老窖(000568)：战略性拐点应高度重视，积极买入》 2014/08/04

《泸州老窖(000568)：拐点已现，积极买入》 2014/07/30

证券分析师

邓敬东 A0230513030002
dengjd@swsresearch.com

联系人

姚彦君
(8621)23297818x7455
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

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	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	10,431	-10	3,438	-22	2.45	57.0	32.5	8	5
2014H1	3,637	-31	958	-47	0.68	50.3	9.8	-	-
2014E	8,099	-22.4	2,295	-33.2	1.64	53.1	20.9	11.5	7.8
2015E	9,778	20.7	2,901	26.4	2.07	55.0	23.0	9.1	5.8
2016E	11,626	18.9	3,524	21.5	2.51	56.0	24.2	7.5	4.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **2014 年上半年收入超预期，二季度收入净利下滑幅度大幅收窄。**泸州老窖公布 2014 年中报，上半年公司实现营业收入 36.37 亿元，同比下滑 30.8%；实现营业成本 18.08 亿元，同比下滑 15.17%；实现营业利润 13.08 亿元，同比下滑 47.3%；实现归属母公司净利为 9.58 亿元，同比下滑 47.2%。其中，二季度单季收入下滑 4.55%，净利润下滑 31.77%，下滑幅度均大幅收窄。每股盈利为 0.684 元，业绩基本符合我们预期，但收入增速超出我们预期（我们预期收入下滑 40%—45%）。
- **投资评级与估值：**维持盈利预测，预计 2014—2016 年每股收益为 1.64、2.07、2.51 元，对应目前股价 PE 分别为 11.5 倍、9.1 倍、7.5 倍。我们认为一季报是泸州老窖最差的时刻，目前最坏的时刻已经过去，随着 1573 与中端产品的逐步恢复，泸州老窖在未来 2—3 年里将具有较大的业绩弹性。按 2015 年 14 倍 PE 测算，我们给予目标价 29 元，重申“买入”评级。
- **关键假设点：**预计 1573 系列 2015、2016 年在低基数基础上较大幅度增长；中端酒有望在一定程度上恢复性增长；低端酒维持良好的发展态势。
- **有别于大众的认识：**
 - 1) **1573 量的恢复与低端酒放量带来收入超预期。**上半年收入分结构看，高端品国窖 1573 系列实现收入 5.17 亿，同比下降 67%，中端品实现收入 8.05 亿，同比下降 48%，低端品实现收入 21.48 亿，同比增长 6.66%。我们认为收入超预期主要来自于高端品与低端品，其中国窖 1573 系列由于 3 月底降价后出货量有所恢复，其次是低端酒二季度较为明显的增长，低端酒放量是收入超预期的主因。

- 2) **最困难的时刻已经过去，后续关注高中档产品弹性。**一季度是泸州老窖最困难的时刻，因为为高端酒 1573 系列出货量的大幅下滑以及中端产部特曲、窖龄酒等为实现渠道去库存与顺价而实行控货，从而带来出货量的大幅下降。展望从下半年起的未来 2-3 年，国窖 1573 系列在战略与团队变化后，销量必将实现恢复性增长（1573 高峰期销量约 5000 吨，预计 2014 年销量为 1200 吨，向上空间大），中档产品特曲公司与窖龄酒公司从 7 月份开始也逐步转向求量。高中档等高毛利产品量的恢复必将带来较大的业绩弹性。大股东上半年增持近 60 万股也彰显对公司未来业绩增长的信心。
- 3) **重点提示两个质变：战略变化与销售队伍变化。**我们认为泸州老窖已出现向上拐点，体现为两方面：a) 战略质变，从过去“保价”转为“保量”，战略更加务实；b) 销售团队质变，多名业务骨干回归 1573 团队，销售老帅林锋重掌 1573 大旗，是国窖 1573 销量恢复的有力保证。
- 4) **两高一低：低估值、高股息率、高弹性。**目前泸州老窖估值仅 11.5 倍，若考虑分红（每股分红税前为 1.25 元，股息率为 6.6%），估值具有较强的吸引力。我们认为老窖基本面正处于从“不好”转向“好”的阶段，估值提升空间很大。
- **股价表现的催化剂：**一批价、终端动销与库存情况
- **核心假设风险：**其他名酒的进一步降价、经济进一步疲软

表 1：泸州老窖盈利预测

利润表	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	8,428	11,556	10,431	8,099	9,778	11,626
二、营业总成本	4,434	5,845	5,846	4,954	5,803	6,798
其中：营业成本	2,846	3,970	4,487	3,795	4,402	5,115
营业税金及附加	695	717	423	328	396	471
销售费用	390	665	680	567	684	814
管理费用	501	533	413	405	489	581
财务费用	(3)	(37)	(157)	(134)	(174)	(188)
资产减值损失	6	(1)	(0)	(6)	5	5
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	38	378	90	0	0	0
三、营业利润	4,032	6,089	4,675	3,144	3,975	4,828
加：营业外收入	33	87	25	20	20	20
减：营业外支出	20	24	21	20	20	20
四、利润总额	4,045	6,152	4,680	3,144	3,975	4,828
减：所得税	989	1,610	1,142	783	989	1,202
五、净利润	3,056	4,543	3,538	2,362	2,986	3,626
少数股东损益	151	152	100	67	84	102
归属于母公司所有者的净利润	2,905	4,390	3,438	2,295	2,901	3,524
六、基本每股收益	2.08	3.14	2.46	1.64	2.07	2.51
全面摊薄每股收益	2.07	3.13	2.45	1.64	2.07	2.51

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。