

G老窖 (000568)

进入快速发展期

✍ 乔奕

☎ 21-62580818-284

✉ qiaoyi@gtjas.com

➤ 对中期收入、利润率做出分析

本报告导读:

投资要点:

- 如公司中报所言, 2006年是公司进入快速发展期的第一年, 上半年白酒收入增长29%, 增长全部来自高档酒的增长, 而低档酒收入略有下降。高档酒增长57%, 源于两大品牌国窖1573和特曲分别实现德100%和10%以上的增长。公司从06年起将二曲以下低档酒实行外包, 是低档酒收入下降的主要原因。
- 上半年经营利润率上升11个百分点至28.5%, 主要原因为: 产品结构的调整使公司上半年毛利率上升至58%; 对利润率上升贡献最大的是营业费用率的下降, 上半年营业费用率下降9个百分点至14%, 绝对额同比下降22%。此外, 税后列支项目的减少导致实际税率接近名义税率, 也是促使利润率上升的原因。
- 上半年公司进一步收缩长期投资, 转让了泸州老窖大酒店、山东大乘酒业等子公司。公司表示06年将退出大部分投资项目, 专注于白酒的生产与销售。
- 公司上半年国窖1573品牌销量已超过800吨, 根据我们对7月销售情况的了解, 预计全年销量可完成1500吨, 维持特曲全年销量增长18%的预测。将全年EPS预测上调至0.40元, 维持07、08年每年增长50%以上的预测。公司从2006年起将进一步扩大国窖1573品牌在全国的市场布局, 并将在2008年以后使泸州老窖特曲成为国窖1573品牌达到产能极限后的新利润增长点。在这样一个清晰的增长前景下, 我们认为公司估值应享受溢价, 维持年末17.5元的目标价, 相当于28倍07年市盈率。

财务摘要 (百万元)	2004	2005	2006E	2007E	2008E
主营收入	1,280	1,457	1,966	2,512	3,201
(+/-)%	9%	14%	35%	28%	27%
经营利润 (EBIT)	124	174	542	852	1,283
(+/-)%	-10%	41%	212%	57%	51%
净利润	40	46	332	529	797
(+/-)%	-5%	17%	619%	59%	51%
每股净收益 (元)	0.05	0.05	0.39	0.63	0.95
每股股利 (元)	0.04	0.04	0.29	0.46	0.69

利润率和估值指标	2004	2005	2006E	2007E	2008E
经营利润率 (%)	9.7%	11.9%	27.6%	33.9%	40.1%
净资产收益率 (%)	2.6%	3.0%	20.4%	29.8%	40.1%
投入资本回报率 (%)	2.8%	4.3%	23.5%	39.6%	65.2%
EV/EBITDA	53.4	40.8	16.6	11.1	7.6
市盈率	258.8	221.5	30.8	19.3	12.8
股息率 (%)	0.3%	2.4%	3.8%	5.7%	8.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **¥17.54**

上次预测: ¥16.14

当前价格: **¥12.16**

2006.08.07

交易数据

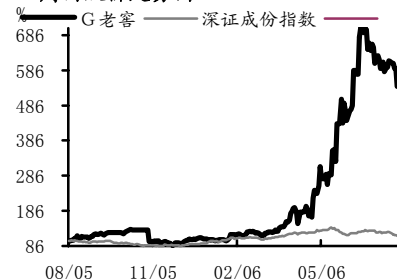
52周内股价区间 (元)	3.52 ~ 15.09
总市值 (百万元)	10,231
总股本/流通A股 (百万股)	841/333
流通B股/H股	
流通股比例	0.40
日均成交量 (百万股)	5.7
日均成交值 (百万元)	43.4

资产负债表摘要 (12/05)

股东权益 (百万元)	1,538.96
每股净资产	1.83
市净率	6.6
净负债率	2.8%

EPS (元)	2005A	2006E
Q1	0.06	0.12
Q2	-0.02	0.10
Q3	-0.00	0.09
Q4	0.02	0.10
全年	0.05	0.40

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-19.4	113.8	424.4
相对指数	-6.9	115.6	401.0

相关报告

《G老窖深度报告: 历史秉赋和现代营销共谱成长乐章》20060615

《G老窖更新报告: 增长才开始》20060326

《G老窖调研报告: 内外兼修 渐入佳境》20060205

《G老窖调研报告: 2005经营拐点 2006业绩腾飞》20051102

模型更新时间: 2006.08.07

股票研究

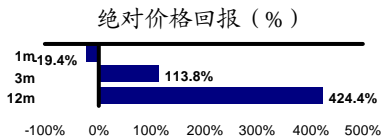
食品饮料业
饮料制造业

G老窖(000568)

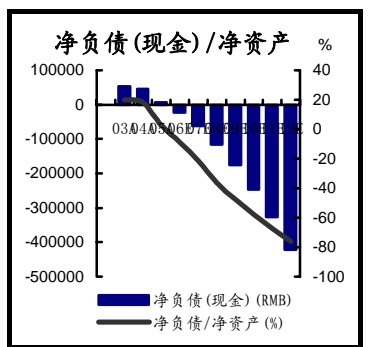
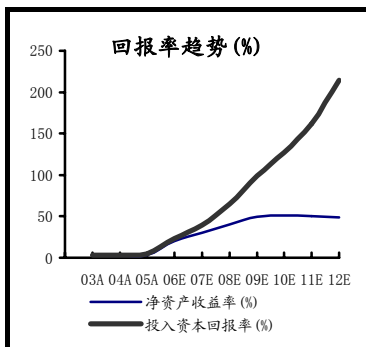
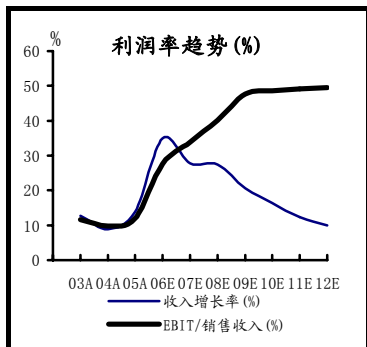
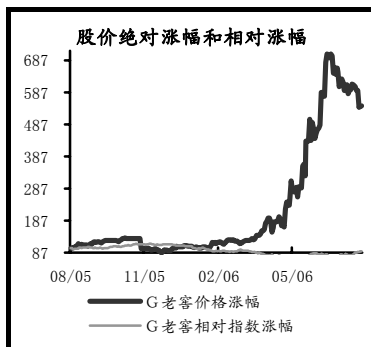
评级: **增持**
上次评级: 增持
目标价格: **¥17.54**
上次预测: ¥16.14
当前价格: **¥12.16**

财务预测(单位: 百万元)

	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
损益表										
主营业务收入	1,177	1,280	1,457	1,966	2,512	3,201	3,860	4,494	5,051	5,550
主营业务成本	555	595	674	781	888	967	974	1,133	1,271	1,397
税金及附加	107	102	141	163	208	266	320	373	419	461
主营业务利润	514	583	642	1,022	1,415	1,968	2,566	2,988	3,360	3,693
其他业务利润	9	6	10	22	28	35	42	49	55	61
营业费用	258	321	349	354	402	496	540	607	657	722
管理费用	128	144	130	147	188	224	232	247	278	278
EBIT	137	124	174	542	852	1,283	1,836	2,183	2,481	2,755
财务费用	33	34	22	9	-1	-3	-6	-10	-15	-21
营业利润	104	90	152	533	853	1,286	1,842	2,193	2,496	2,776
所得税	59	58	74	203	324	489	700	833	948	1,055
少数股东损益	-3	-6	-2	-	-	-	-	-	-	-
净利润	42	40	46	332	529	797	1,142	1,360	1,547	1,721
资产负债表										
货币资金、短期投资	453	259	297	167	405	735	1,115	1,568	2,103	2,724
其他流动资产	1,202	1,177	1,427	1,504	1,586	1,673	1,751	1,837	1,927	2,022
长期投资	156	223	73	112	112	112	112	112	112	112
固定资产合计	641	652	656	631	614	603	597	594	584	567
无形及其他资产	195	195	196	185	180	175	171	166	162	157
资产合计	2,647	2,506	2,649	2,600	2,897	3,298	3,745	4,277	4,888	5,582
流动负债	1,002	824	1,073	892	1,046	1,230	1,368	1,531	1,723	1,950
长期负债	133	135	20	20	20	20	20	20	20	20
股东权益	2,647	2,506	2,650	2,559	2,857	3,257	3,705	4,236	4,848	5,542
投入资本(IC)	1,651	1,601	1,526	1,428	1,334	1,221	1,150	1,066	951	797
现金流量表										
NOPLAT	55	45	65	336	529	796	1,138	1,354	1,538	1,708
折旧与摊销	65	73	83	90	90	95	100	106	113	121
流动资金增量	(42)	61	80	62	72	97	59	77	102	132
资本支出	(102)	(84)	(89)	(55)	(69)	(79)	(89)	(99)	(99)	(99)
自由现金流	(25)	95	140	434	623	909	1,209	1,437	1,654	1,862
经营现金流	113	226	225	491	691	987	1,296	1,533	1,747	1,953
投资现金流	(112)	(173)	66	(51)	(69)	(79)	(89)	(99)	(99)	(99)
融资现金流	23	(246)	(252)	(571)	(385)	(578)	(826)	(981)	(1,113)	(1,233)
现金流净增加额	25	(193)	39	(130)	238	329	381	453	535	620
财务指标										
成长性										
收入增长率	12.7%	8.8%	13.8%	35.0%	27.8%	27.5%	20.6%	16.4%	12.4%	9.9%
EBIT 增长率	42.7%	-9.7%	40.6%	211.5%	57.3%	50.5%	43.1%	18.9%	13.6%	11.0%
净利润增长率	36.6%	-5.3%	16.8%	618.8%	59.3%	50.8%	43.2%	19.0%	13.8%	11.2%
利润率										
毛利率	52.8%	53.5%	53.8%	60.3%	64.6%	69.8%	74.8%	74.8%	74.8%	74.8%
EBIT 率	11.6%	9.7%	11.9%	27.6%	33.9%	40.1%	47.6%	48.6%	49.1%	49.6%
净利润率	3.5%	3.1%	3.2%	16.9%	21.1%	24.9%	29.6%	30.3%	30.6%	31.0%
收益率										
净资产收益率	2.8%	2.6%	3.0%	20.4%	29.8%	40.1%	49.7%	51.0%	50.1%	48.4%
总资产收益率	1.6%	1.6%	1.7%	13.0%	18.5%	24.5%	30.8%	32.1%	31.9%	31.1%
投入资本回报率	3.3%	2.8%	4.3%	23.5%	39.6%	65.2%	99.0%	126.9%	161.8%	214.3%
运营能力										
存货周转天数	551	562	568	559	516	497	519	468	438	419
应收账款周转天数	39.8	26.2	21.5	17.5	15.1	13.0	11.2	10.2	9.7	9.4
总资产周转天数	820.8	714.5	663.8	482.7	421.1	376.0	354.2	347.4	353.3	367.1
净利润现金含量	2.72	5.72	4.88	1.48	1.31	1.24	1.13	1.13	1.13	1.13
资本支出/收入	9%	7%	6%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
偿债能力										
资产负债率	42.9%	38.3%	41.2%	35.6%	37.3%	38.4%	37.5%	36.6%	35.9%	35.5%
净负债率	20.0%	18.2%	2.8%	-9.0%	-21.7%	-35.9%	-47.6%	-58.0%	-67.5%	-76.1%
估值比率										
PE	245.1	258.8	221.5	30.8	19.3	12.8	9.0	7.5	6.6	5.9
PB	6.9	6.7	6.6	6.3	5.8	5.1	4.5	3.8	3.3	2.9
P/S	8.69	7.99	7.02	5.20	4.07	3.20	2.65	2.28	2.03	1.84
EV/EBITDA	51.9	53.4	40.8	16.6	11.1	7.6	5.4	4.6	4.0	3.6
股息率	0.3%	0.3%	2.4%	3.8%	5.7%	8.1%	9.7%	11.0%	12.3%	0.0%



52周价格范围 3.52~15.09
市值(百万) 10,231



作者简介:**乔奕:**

2003年10月进入国泰君安证券研究所

2003年获英国雷丁大学 ISMA CENTRE 硕士学位

1997年获上海财经大学本科学位

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海
上海市延平路 121 号 17 楼
邮政编码: 200042
电话: (021) 62580818

深圳
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼
邮政编码: 518029
电话: (0755) 82485666

北京
北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层
邮政编码: 100088
电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com