

泸州老窖 (000568.sz)

销售体系变革促增长

熊峰 农业/食品行业 研究员
电话: 0755-82083888-816
eMail: xf@gf.com.cn

汤玮亮 农业/食品行业 研究助理
电话: 020-87555888-634
eMail: twl@gf.com.cn

事件: 我们近期在广发证券举办的年度投资策略报告会上与泸州老窖就当前经济形势下未来的发展思路进行了交流。

09 年将加大销售体系的变革力度

公司把销售工作放在十分重要的位置, 09 年将加大销售体系的变革力度。公司成立了贵宾服务公司, 专门负责开拓军队、学校、大企业集团等机构的业务。另外, 公司在各个销售大区设立咨询公司, 业绩考核与利润情况挂钩, 有助于提高广告宣传等费用的有效性。

09 年销售收入仍然有望保持增长

总体上看, 08 年国窖 1573 销售收入同比增长 60%, 销量低于 3000 吨。老窖特曲销售收入增长 30% 多, 头曲销售收入增速高达 180% 多, 二曲增长 40%。老窖 09 年制定的销售目标是收入增长 20%, 成长的主要动力还是来自于双品牌驱动, 国窖 1573 进入收获期, 老窖特曲进入发力期。

盈利预测与投资评级

我们预测 08-10 年公司的每股收益为 0.94 元、1.14 元、1.38 元。我们认为泸州老窖特曲的增长潜力良好, 管理团队和销售团队优秀, 公司具备良好的长期投资价值。但考虑到 09 年度 PE 水平已超过 20 倍, 短期内股价缺乏吸引力, 暂时给予“持有”的投资评级。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1,869.38	2,926.85	3726.87	4468.09	5423.62
EBITDA(百万元)	588.03	1,087.42	1791.35	2140.18	2595.03
净利润(百万元)	336.61	773.37	1304.09	1583.35	1926.22
净利润增长率	628.89%	129.75%	68.6%	21.4%	21.7%
每股收益(元)	0.390	0.880	0.94	1.14	1.38
市盈率	64.97	83.52	24.70	20.34	16.72
市净率	10.06	23.71	9.15	8.68	7.59
EV/EBITDA	53.66	96.94	17.28	14.47	11.93
每股红利(元)	0.35	0.56	0.65	0.83	0.98
股息率(%)	1.38	0.76	2.81	3.59	4.24

来源: 泸州老窖股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	23.78
目标价格(元)	25.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	26.49%	18.01%	-23.21%
上证综指	27.07%	35.43%	-44.33%

股票数据

总股本(万股)	139,423.9
	5
流通 A 股(万股)	71,533.48
主要股东:	
泸州市政府国有资产监督管理委员会	
主要股东持股比例	53.52%
流通 A 股比例	51.31%

财务比率

ROE	28.60%
ROA	17.22%
资产负债率	39.65%
每股净资产(元)	3.10

2007 年报数据。

事件：我们近期在广发证券举办的年度投资策略报告会上与泸州老窖就当前经济形势下未来的发展思路进行了交流。

09年将加大销售体系的变革力度

公司把销售工作放在十分重要的位置，09年将加大销售体系的变革力度。

以前公司对高端客户的服务主要通过销售公司的VIP部来进行，此次公司从销售部门和旅游公司抽调了部分精英，并外聘了一些优秀销售人员，成立贵宾服务公司，专门负责开拓军队、学校、大企业集团等机构业务。贵宾公司的设立可能会提高公司的销售费用，但有望更好地把握目标客户，开拓空白的高端市场，降低销售工作的随意性。

另外，公司在各个销售大区设立咨询公司，销售费用等各方面的投入由大区的咨询公司自行决定。咨询公司的业绩考核与利润情况挂钩，此举有助于提高广告宣传等费用的有效性，但也存在未来费用投入不足的风险。

09年销售收入仍然有望继续保持增长

08年10月份的销售下滑公司认为主要因为经销商观望态度。往年10月份是经销商大量备货的季节，但悲观的预期导致了10月份未出现这种现象，到了11月份、12月份的销量才开始有所回升。总体上看，08年国窖1573销售收入同比增长60%，销量低于3000吨。老窖特曲收入增长30%多，头曲销售收入增速较为明显高达180%多，二曲增长40%。

09年1月份的销售收入仅仅是增速下滑。老窖在北京等强势区域仍然能够保持增长。一些非传统强势区域如广东等地销售有所下滑，但影响不大。而公司在很多空白区域仍有较大的发展空间，如广西、浙江等地等。

老窖09年制定的销售目标是收入增长20%，但公司内部认为这一目标较为保守。09年成长的主要动力还是来自于双品牌驱动，国窖1573进入收获期，老窖特曲进入发力期。

国窖1573销量距离公司极限产能3000-3500吨还有一定差距。随着贵宾服务公司的成立，对高端客户服务的投入加强，1573总销量09-10年预计还能保持小幅度的增长。60度1573在北京等地的市场开拓情况良好，虽然总销量还不大，但出厂价高达2180元/斤，可为公司贡献2-4亿元的销售收入。公司09年定制酒业务的目标是销售1000坛，售价4万元/坛。

公司对老窖特曲的发展寄予厚望。从08年开始，公司加大了对广宣费用投入，考虑到老窖特曲良好的品牌基础和公司成功运作1573的经验，我们认为老窖特曲未来几年的发展还是值得期待。

盈利预测与投资评级

我们预测08-10年公司的每股收益为0.94元、1.14元、1.38元。我们认为泸州老窖特曲的增长潜力良好，管理团队和销售团队优秀，公司具备

良好的长期投资价值。但考虑到09年度PE水平已超过20倍，短期内股价缺乏吸引力，暂时给予“持有”的投资评级。

表 1: 利润表预测	单位: 百万元			
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2927	3727	4468	5424
营业成本	1261	1300	1526	1808
营业税金及附加	217	261	313	380
营业费用	352	447	536	651
管理费用	168	181	217	263
财务费用	14	0	0	0
投资净收益	159	180	180	180
营业利润	1063	1718	2056	2502
利润总额	1063	1694	2056	2502
所得税	291	390	473	575
归属母公司净利润	773	1304	1583	1926
EBITDA	1149	1791	2140	2595
EPS (元)	0.89	0.94	1.14	1.38

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

经济下滑导致高端白酒的需求减少。

销售大区成立咨询公司之后，存在销售费用投入不足的风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

泸州老窖(000568)行情走势



相关研究报告

泸州老窖(000568.sz)

汤玮亮

2008-11-28

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。