

白酒还是老的好

泸州老窖调研快报

报告关键点：

- 高端白酒消费下降，华南、华东更甚
- 国窖1573量上靠限，未来特曲成为亮点
- 上调目标价至29.5元

报告内容：

- 整体白酒高端市场消费从2008年十一开始出现消费下降，下降幅度在20 - 30%之间。其后则稳中有升。其中，受金融危机影响较大的地区，华南及华东的高端白酒消费下降更为明显。以泸州老窖为例，2009年元月，虽然有春节因素，但是泸州老窖在广东的销售收入还是出现了下降。
- 泸州老窖的国窖1573系列在2008年销售约2800吨，已经接近公司3000吨的“稀缺”供应量的上限。因此在2009年，国窖1573量上增长的空间已经不大。未来对国窖1573，公司将采取巩固其地位的营销策略，保持当前的销售量，并且择机提高其销售价格。我们预计公司在2010年前提价的可能性较低，整体经济环境将决定公司提价的时机。
- 由于高端市场受到金融危机影响较大，而部分消费则有望转换至中端白酒市场，而公司正好有泸州老窖特曲主打此块市场。公司老窖特曲系列销量在2008年增长约在25%左右，而由于其消费市场于当前市场转换切合，因此其量有望在2009年保持20%的增长，成为公司未来增长的重点。
- 泸州老窖销售渠道中餐饮占70%，商超占20%，而团购仅为5%。公司将在2009年起力争加大团购的销售比例。而2009年侵略性的营销方式，将在有助公司在行业景气度低时，抢夺弱势白酒企业的市场份额。
- 我们对公司的盈利预测，预计公司2008、2009、2010年每股收益分别为0.97元、1.18元、1.47元，按2009年2月23号股价23.08，动态市盈率分别为23.8倍，19.56倍，及15.7倍。维持对公司评级为“买入-A”，调高12个月目标价13.5%至29.5元。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
29.50 元

期限： 12 个月 上次预测： 26.00 元

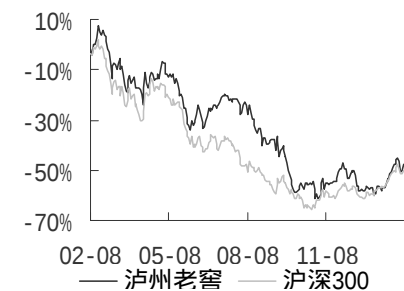
现价： 22.66 元

报告日期：
2009-02-23

市场数据

总市值(百万元)	31,593.47
流通市值(百万元)	16,209.49
总股本(百万股)	1,394.24
流通股本(百万股)	715.33
12 个月最高/最低	16.50/76.60 元
十大流通股东(%)	29.89%
股东户数	24,728

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.97	(3.60)	2.38
绝对收益	21.30	18.45	(47.76)

研究员

独孤南薰 高级行业分析师

021-68765195 dugunx@essence.com.cn

李铁

行业分析师

010-66581633 litie2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,926.2	2,926.9	4,320.9	5,118.1	6,357.2
Growth(%)	32.2%	51.9%	47.6%	18.5%	24.2%
净利润	322.1	771.8	1,355.3	1,648.5	2,052.6
Growth(%)	598.5%	139.8%	74.8%	21.6%	24.5%
毛利率(%)	56.4%	56.9%	65.6%	65.1%	65.3%
净利润率(%)	16.7%	26.4%	31.3%	32.1%	32.2%
每股收益(元)	0.23	0.55	0.97	1.18	1.47
每股净资产(元)	1.61	1.94	2.87	3.84	5.04
市盈率	80.7	33.7	19.3	15.8	12.7
市净率	11.6	9.6	6.5	4.9	3.7
净资产收益率(%)	14.3%	28.5%	33.9%	30.8%	29.2%
ROIC(%)	19.2%	42.0%	35.3%	47.2%	52.8%
EV/EBITDA	27.6	15.2	13.7	10.9	8.4
股息收益率	0.1%	0.0%	0.9%	1.1%	1.4%

前期研究成果

泸州老窖：三季度增速放缓

2008-10-27

泸州老窖：主业增长强劲，“副业”符合预期

2008-08-13

泸州老窖：主动提价-彰显公司信心

2008-07-15

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-1-23**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,926.2	2,926.9	4,320.9	5,118.1	6,357.2	成长性					
减: 营业成本	840.7	1,260.6	1,488.1	1,785.7	2,204.7	营业收入增长率	32.2%	51.9%	47.6%	18.5%	24.2%
营业税费	152.7	216.6	337.0	378.7	470.4	营业利润增长率	314.0%	115.6%	70.0%	21.8%	24.4%
销售费用	294.4	352.4	604.9	639.8	794.7	净利润增长率	598.5%	139.8%	74.8%	21.6%	24.5%
管理费用	133.6	167.8	280.9	307.1	381.4	EBITDA 增长率	178.0%	97.3%	63.6%	20.4%	22.9%
财务费用	10.9	13.9	-24.8	-53.2	-90.8	EBIT 增长率	285.4%	113.8%	65.5%	20.5%	23.3%
资产减值损失	-5.0	11.7	-32.3	-	-	NOPLAT 增长率	529.2%	137.5%	70.9%	20.3%	23.4%
加: 公允价值变动收益	0.1	-	-	-	-	投资资本增长率	8.8%	103.8%	-10.1%	10.3%	12.8%
投资和汇兑收益	-6.1	158.8	139.0	139.0	139.0	净资产增长率	44.2%	20.8%	47.4%	33.8%	31.5%
营业利润	492.8	1,062.6	1,806.1	2,199.0	2,735.8	利润率					
加: 营业外净收支	-0.9	0.7	1.0	-1.0	1.0	毛利率	56.4%	56.9%	65.6%	65.1%	65.3%
利润总额	491.8	1,063.3	1,807.1	2,198.0	2,736.8	营业利润率	25.6%	36.3%	41.8%	43.0%	43.0%
减: 所得税	169.8	291.5	451.8	549.5	684.2	净利率	16.7%	26.4%	31.3%	32.1%	32.2%
净利润	322.1	771.8	1,355.3	1,648.5	2,052.6	EBITDA/营业收入	30.0%	38.9%	43.1%	43.8%	43.3%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	26.1%	36.8%	41.2%	41.9%	41.6%
货币资金	778.0	444.3	1,211.6	2,332.0	3,720.7	运营效率					
交易性金融资产	1.3	-	-	-	-	固定资产周转天数	114	67	51	56	52
应收帐款	71.1	93.2	137.6	162.9	202.4	流动营业资本周转天数	154	165	136	112	110
应收票据	243.3	160.7	237.2	281.0	349.0	流动资产周转天数	387	303	257	311	349
预付帐款	94.6	568.2	585.9	607.2	633.4	应收帐款周转天数	8	7	7	7	7
存货	1,226.6	1,239.4	1,474.0	1,768.8	2,183.8	存货周转天数	224	152	113	114	112
其他流动资产	0.0	-0.0	18.6	34.5	59.3	总资产周转天数	571	489	423	454	467
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	334	348	300	252	227
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	78.4	789.4	808.8	808.8	808.8	ROE	14.3%	28.5%	33.9%	30.8%	29.2%
投资性房地产	22.6	21.5	20.0	20.0	20.0	ROA	9.3%	17.2%	23.9%	22.8%	22.2%
固定资产	564.1	518.5	715.9	864.7	986.1	ROIC	19.2%	42.0%	35.3%	47.2%	52.8%
在建工程	143.5	422.7	259.6	161.8	103.1	费用率					
无形资产	181.3	177.4	177.5	177.6	177.7	销售费用率	15.3%	12.0%	14.0%	12.5%	12.5%
其他非流动资产	53.1	56.6	16.6	20.2	22.4	管理费用率	6.9%	5.7%	6.5%	6.0%	6.0%
资产总额	3,458.0	4,491.9	5,663.3	7,239.6	9,266.7	财务费用率	0.6%	0.5%	-0.6%	-1.0%	-1.4%
短期债务	254.0	-	-	-	-	三费/营业收入	22.8%	18.2%	19.9%	17.5%	17.1%
应付帐款	210.3	600.4	218.7	262.4	323.9	偿债能力					
应付票据	81.1	397.1	468.9	562.6	694.6	资产负债率	35.1%	39.7%	29.4%	26.1%	24.1%
其他流动负债	661.4	781.3	973.8	1,058.4	1,205.3	负债权益比	54.0%	65.7%	41.7%	35.3%	31.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.00	1.41	2.21	2.75	3.21
其他非流动负债	6.5	2.3	5.2	6.9	9.5	速动比率	0.98	0.71	1.32	1.81	2.23
负债总额	1,213.2	1,781.1	1,666.5	1,890.3	2,233.4	利息保障倍数	46.38	77.31	-71.71	-40.37	-29.13
少数股东权益	12.6	6.4	9.6	13.6	18.5	分红指标					
股本	871.4	871.4	1,394.2	1,394.2	1,394.2	DPS(元)	0.02	-	0.17	0.21	0.26
留存收益	1,360.8	1,833.0	2,593.0	3,941.5	5,620.6	分红比率	10.4%	0.0%	18.0%	18.0%	18.0%
股东权益	2,244.8	2,710.8	3,996.8	5,349.3	7,033.3	股息收益率	0.1%	0.0%	0.9%	1.1%	1.4%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	323.1	771.8	1,355.3	1,648.5	2,052.6	EPS(元)	0.23	0.55	0.97	1.18	1.47
加: 折旧和摊销	84.3	72.6	81.9	96.7	110.7	BVPS(元)	1.61	1.94	2.87	3.84	5.04
资产减值准备	-5.0	11.7	-32.3	-	-	PE(X)	80.7	33.7	19.3	15.8	12.7
公允价值变动损失	0.1	-	-	-	-	PB(X)	11.6	9.6	6.5	4.9	3.7
财务费用	22.1	10.9	13.9	-24.8	-53.2	P/FCF	-	-18.2	15.0	20.1	16.6
投资收益	5.1	-158.8	-139.0	-139.0	-139.0	P/S	13.5	8.9	6.0	5.1	4.1
少数股东损益	-0.5	-1.5	3.3	4.0	4.9	EV/EBITDA	27.6	15.2	13.7	10.9	8.4
营运资金的变动	-29.3	665.4	-455.4	-177.3	-230.4	CAGR(%)	72.3%	38.5%	23.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	357.0	1,228.8	788.9	1,379.7	1,708.0	PEG	1.1	0.9	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-120.0	-1,255.7	18.8	-8.9	-33.1	ROIC/WACC	2.4	5.3	4.4	5.9	6.6
融资活动产生现金流量	243.8	-306.5	-44.4	-242.9	-277.8	REP	3.6	0.9	1.7	1.1	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

独孤南薰，食品饮料及家庭与个人用品行业高级分析师，毕业于美国西北大学，经济学学士，2003年起从事证券研究工作，2008年8月加入安信证券研究中心。

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034