

白酒

黄巍

0755-82026732

huangwei1@cjis.cn

泸州老窖

000568

推荐

2009 年试点改革营销体制 三项措施促销量增长

我们于近日在泸州就公司最新经营情况及 09 年发展思路与公司进行了交流。

投资要点:

- **控量保价是经济调整期的主导思路。**经济调整对高端白酒需求产生了一定的压制,“控量保价”是公司的主导思路,这取决于:1)价格调整并不会明显刺激需求。高端白酒毛利率高达 80%以上,需求主要来自于商务活动,需求者对价格的敏感度不高,需求还是要看宏观经济的发展情况;2)与竞品价格保持同一阵营。若是价格脱离第一阵营后,在经济再次起来的时候因消费者接受度原因而极难跟上提价步伐。
- **2009 年试点改革营销体制。**在 2009 年将在三地采取试点方式来进行经销商营销体制的改革,从原来股份公司面对经销商向股份公司面对经销商组成的经销商联合公司转变,给公司带来两方面影响:1)股份公司面对对象清晰明了。由以前股份公司面对数量众多的经销商变成面对几个经销商联合公司;2)销售支持费用的便于控制。对经销商的支持因销售规模大小不同而导致的分配不易控制,现在对有限几个公司可以准确把握销售支持费用。
- **2009 年三项措施促销量增长。**在宏观经济调整的 2009 年,公司为了确保销量的正增长,作了三项措施:1)对四川成都外其他地级市加大铺货力度;2)对窜货和打假倾注较多精力;3)准备在有条件地区开设专卖店,属于特殊的二级经销商。
- **2009 年华西业绩值得期待。**公司对其自营业务采取定量亏损额度,超额自动停止自营,锁定了下档风险;经纪业务前 2 月净利润总额超去年同期;投行业务和研究业务将有条件展开,费用增加有限。
- **目标价 25.75 元,维持“推荐”评级。**预测公司 2008~2010 年 EPS 为 0.95 元、1.15 元和 1.33 元,其中华西证券股权每年贡献 0.10 元 EPS,对 2009 年估值按 25 倍白酒业务,目标价 25.75 元,维持“推荐”评级。

6-12 个月目标价: 25.75 元

当前股价: 19.79 元

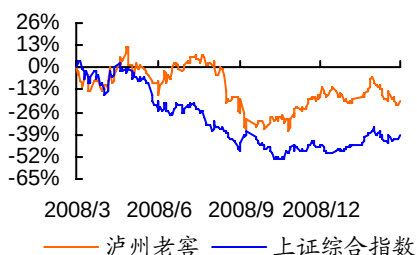
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2281.09
总股本(百万)	1394
流通股本(百万)	715
流通市值(亿)	142
EPS (TTM)	1.04
每股净资产(元)	1.94
资产负债率	39.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
泸州老窖	-12.67	-8.12	-28.32
上证综合指数	0.87	13.01	9.93



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2926.85	3562.75	4109.25	4639.50
同比(%)	51.95%	21.73%	15.34%	12.90%
归属母公司净利润(百万元)	771.84	1321.70	1600.29	1853.13
同比(%)	139.66%	71.24%	21.08%	15.80%
毛利率(%)	56.93%	67.66%	70.48%	71.67%
ROE(%)	28.47%	52.45%	52.25%	50.97%
每股收益(元)	0.55	0.95	1.15	1.33
P/E	36.13	21.10	17.42	15.05
P/B	10.29	11.07	9.10	7.67
EV/EBITDA	23.18	16.02	12.94	11.05

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2506	1980	2802	3581	营业收入	2927	3563	4109	4640
现金	444	200	1038	1600	营业成本	1261	1152	1213	1315
应收账款	64	102	65	125	营业税金及附加	217	285	329	371
其它应收款	29	103	32	117	营业费用	1450	2125	2567	2954
预付账款	568	100	100	100	管理费用	0	3	1	2
存货	1239	1195	1244	1294	财务费用	352	374	411	445
其他	161	279	322	345	资产减值损失	168	196	218	237
非流动资产	1986	1842	1723	1574	公允价值变动收益	14	6	10	4
长期投资	811	792	795	798	投资净收益	1063	1606	1994	2356
固定资产	941	863	752	607	营业利润	159	157	157	157
无形资产	177	167	155	145	营业外收入	0	0	0	0
其他	57	20	22	24	营业外支出	4	6	4	5
资产总计	4492	3822	4525	5154	利润总额	3	7	5	5
流动负债	1779	1411	1568	1624	所得税	1063	1712	2083	2420
短期借款	0	238	200	200	净利润	291	389	482	566
应付账款	171	88	176	108	少数股东损益	-2	0	0	0
其他	1608	1084	1193	1317	归属母公司净利润	772	1322	1600	1853
非流动负债	2	1	1	1	EBITDA	1149	1663	2059	2410
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.55	0.95	1.15	1.33
其他	2	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	1781	1412	1570	1626	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	6	6	6	6	成长能力				
股本	871	871	871	871	营业收入	51.9%	21.7%	15.3%	12.9%
资本公积	703	145	145	145	营业利润	115.6%	51.2%	24.1%	18.1%
留存收益	1130	1503	2046	2619	归属于母公司净利润	139.7	71.2%	21.1%	15.8%
归属母公司股东权益	2711	2520	3063	3636	获利能力				
负债和股东权益	4492	3926	4630	5259	毛利率	56.9%	67.7%	70.5%	71.7%
现金流量表					净利率	26.4%	37.1%	38.9%	39.9%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	28.5%	52.5%	52.3%	51.0%
经营活动现金流	1229	884	1739	1581	ROIC	77.0%	96.4%	152.8	179.5%
净利润	772	1322	1600	1853	偿债能力				
折旧摊销	73	51	55	51	资产负债率	39.7%	36.0%	33.9%	30.9%
财务费用	14	6	10	4	净负债比率				
投资损失	159	157	157	157	流动比率	1.41	1.40	1.79	2.20
营运资金变动	551	-373	238	-167	速动比率	0.71	0.55	0.99	1.40
其它	-22	36	-8	-3	营运能力				
投资活动现金流	-1256	219	227	264	总资产周转率	0.74	0.86	0.98	0.96
资本支出	281	-35	-67	-104	应收账款周转率	51	40	45	45
长期投资	977	-23	2	3	应付账款周转率	10.28	8.91	9.19	9.28
其他	2	160	163	163	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-306	-1346	-1128	-1282	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.95	1.15	1.33
短期借款	-254	238	-38	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.88	0.63	1.25	1.13
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.94	1.81	2.20	2.61
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	4	-558	0	0	P/E	36.13	21.10	17.42	15.05
其他	-56	-1027	-1090	-1282	P/B	10.29	11.07	9.10	7.67
现金净增加额	-334	-244	838	562	EV/EBITDA	23.18	16.02	12.94	11.05

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

黄巍, 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 武汉华中科技大学国际金融专业学士、数量经济学硕士, 加拿大温哥华 UBC (英属哥伦比亚) 数量经济学硕士, 3 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、张裕、青岛啤酒、伊利股份、双汇发展、燕京啤酒等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434