

泸州老窖(000568)

产品与销售紧密结合，打造 09 营销年

谨慎推荐

维持评级

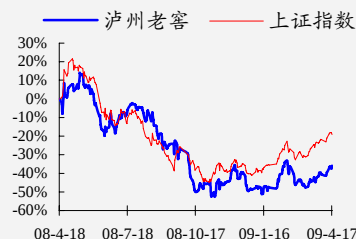
日常消费/饮料

2009 年 4 月 20 日

投资要点:

- 公司 4 季度营业收入同比下滑 22.35%，除了宏观环境导致高端白酒需求下降之外，我们认为更主要的是公司为了维持经营表现的持续性而进行了适当的业绩平滑，估计少确认 EPS 在 0.06 元左右。
- 08 年度公司高档酒、中低档酒的毛利率分别同比、环比有所提高。考虑到 08 年下半年国窖 1573、老窖特曲均有提价动作以及中低档酒消费刚性较强，我们预计 09 年公司白酒业务的毛利率将保持平稳甚至小幅上升。
- 公司双品牌战略已经日趋成熟，国窖 1573 成功站稳白酒一线阵营，老窖特曲 07、08 年在得到市场初步认可之后，09 年也将开始逐步进入到“放量”阶段。有了清晰的产品主线再配合有针对性的市场营销调整，我们预计 09 年公司能仍实现 20%以上的收入和利润增长。
- 公司资本运作能力不差，08 年武陵酒实现盈亏平衡、华西证券投资收益 1.43 亿元。我们预计华西证券 09 年全年将继续为公司贡献 1.7 亿以上的投资收益。而公司充沛的资金以及很低的资产负债水平也可能在行业不景气的时候进行兼并收购动作，以快速扩大市场和渠道。
- 考虑到行业景气度仍处于下滑期，我们调低公司未来 3 年的盈利预测分别为 1.13 元、1.39 元和 1.68 元。目前股价对应动态 PE 为 20.2 倍，继续维持对公司谨慎推荐评级，给予目标价位 27 元。

走势图



市场数据

2009-4-17

收盘价:	22.80 元
52 周最高价:	41.28 元
52 周最低价:	16.50 元
平均持仓成本:	21.04 元

基本数据

2008Q4

总股本 (万股):	139,424
流通 A 股 (万股):	71,533
每股收益 (元):	0.91
每股净资产 (元):	2.49
每股经营现金流 (元):	0.58
市净率:	9.16

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	379,838	29.78	126,599	63.70	0.91	36.40	25.05	
2009E	458,460	20.70	157,862	24.69	1.13	33.75	20.18	
2010E	552,232	20.45	193,217	22.40	1.39	34.28	16.40	
2011E	656,283	18.84	234,259	21.24	1.68	34.86	13.57	

分析师: 吴雁

TEL: (8621)6336 7000-263

FAX: (8621)6337 3209

Email: wuy@nesc.cn

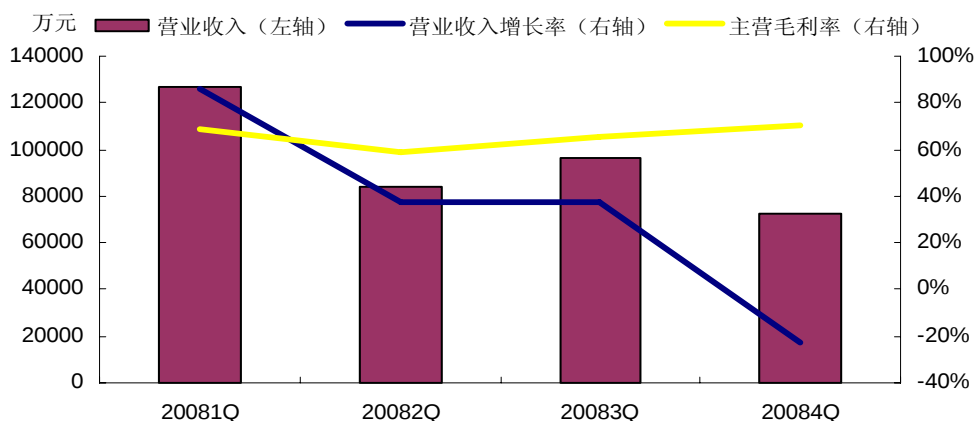
地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

公司今日发布 2008 年年报：08 年公司实现营业收入 37.98 亿元，同比增长 29.78%；实现营业利润、归属母公司净利润分别为 16.76 亿元和 12.66 亿元，分别较去年同期增长 57.75%和 63.70%；实现每股收益 0.91 元，利润分配方案为每 10 股派发现金红利 6.5 元（含税）。

1、四季度营业收入低于预期。公司 4 季度实现营业收入仅为 72150 万元，同比下滑 22.35%，低于我们之前的预期。虽然 08 年 10 月份开始，国内高端白酒消费景气度明显下滑，产销量萎缩，但是在传统消费旺季，公司营业收入出现大幅下滑还是超出市场预期。08 年末公司预收帐款同比增加 23640 万元，环比增加 38704 万元。如果将增加部分考虑在内，公司 08 年营收与我们之前全年 40 亿的预测吻合。我们认为考虑到行业景气度以及经营表现的持续性，公司在 4 季度进行了适当的业绩平滑，按 33.36%的净利润率计算，我们估计少确认 EPS 在 0.06 元左右。

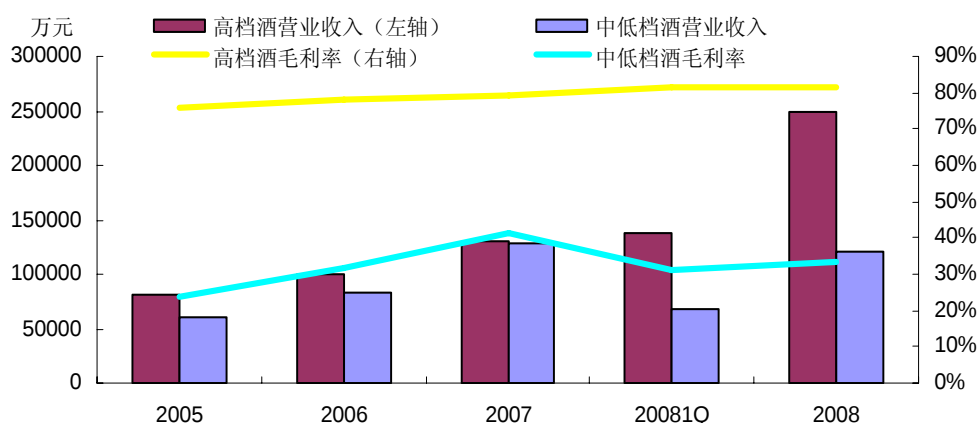
图 1：公司分季度营业收入、增长率以及毛利率变化



数据来源：公司报告，东北证券金融与产业研究所

2、高档酒毛利率继续提升。由于从 08 年起公司将老窖特曲以上产品均划归高档酒导致与 07 年财务数据的统计口径不可比，但是我们还是看到公司高档产品的毛利率仍在提升，比 07 年提高 2.02 个百分点，达到 81.27%。08 年下半年公司分别对国窖 1573、泸州老窖特曲提价 60 元和 20 元，考虑到提价均在上半年，所以我们估计 09 年高档酒的毛利率将维持甚至继续小幅提升。而中低档酒毛利率在排除特曲系列产品之后同比下滑 7.8 个百分点，但环比却上升了 2.4 个百分点，说明 08 年下半年部分中低档产品也进行了提价动作。在宏观经济下滑过程中，低档产品往往消费刚性更强，我们预计 09 年中低档产品毛利率也将保持稳定。

图 2：公司高、中低档酒营业收入和毛利率变化



数据来源：公司报告，东北证券金融与产业研究所

3、产品与营销配合做好 09 营销年。当外部环境变得不利时，企业的内因将是决定性，也只有在这个时候才能体现一个企业真正的决策能力和执行能力。我们看好公司的原因也正是在于公司在取得快速发展之后，仍然能保持清醒的认识以及持续进取的动力。我们认为，公司双品牌战略已经日趋成熟，国窖 1573 成功站稳白酒一线阵营，老窖特曲 07、08 年在得到市场初步认可之后，09 年也将开始逐步进入到“放量”阶段。有了清晰的产品主线，公司在营销上也进行了较大的调整，营销权利下放，构建新的利润中心考核、通过博大酒业加大对中低档酒的营销、扩充 VIP 事业部挖掘新的高消费市场。公司把 09 年看作拼搏年、全员营销年。我们认为有了正确的产品与营销的配合，再加上管理团队的积极进取，公司能够取得 20% 以上的收入和利润增长。长期来看，严格控制产品质量、科技支持，并加大优质基酒的储存则着眼未来。

4、资本运作显功力。公司虽然以白酒经营为主业，但资本运作的能力也不差。从已有的投资来看，湖南武陵酒 08 年即实现盈亏平衡，华西证券 08 年带来 1.43 亿投资收益。09 年 1 季度资本市场明显交投活跃，我们预计华西证券全年将为公司贡献 1.7 亿以上的投资收益。而公司充沛的资金以及很低的资产负债水平也可能在行业不景气的时候进行兼并收购动作，以快速扩大市场和渠道。

由于行业景气度仍处于下滑阶段，我们调低公司未来 3 年的每股收益分别为 1.13 元、1.39 元和 1.68 元。目前股价对应动态 PE 为 20.2 倍，继续维持谨慎推荐评级，给予目标价位 27 元。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209