

泸州老窖 000568.SZ



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

浓香型龙头稳步发展

——泸州老窖 2009 年一季报点评

报告导读： 泸州老窖公布了2009年一季报：每股收益0.381元，每股净资产2.88元，净资产收益率13.25%，营业收入12.83亿元，同比增长1.34%。净利润5313万元，同比增长3.64%。

投资要点：

一、公司一季度业绩较为平稳 从上述一季报数据来看，泸州老窖在经济大环境不佳的形势下，继续保持了平稳增长。在一季度白酒消费高峰期，公司主营收入和净利润同比继续增长，证明了公司产品在高中档白酒市场的竞争力。公司一季度应收帐款环比大增 167%至 7539 万元，主要原因是公司放宽了对重要战略客户的赊销额度。一季度财务费用环比下降 178%，这是公司贴现利息大幅增加所致。去年公司推行的“去库存化”战略取得了成效，目前经销商手中的产品库存量已降到一个相当低的水平，这为公司未来三个季度业绩取得良好表现打下了基础。

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入(万元)	292685	379837	485787	570272
净利润(万元)	77336	126598	160310	188190
净利同比	-	63.70%	26.63%	17.39%
EPS(元)	0.55	0.91	1.15	1.35
EPS 同比		65.45%	26.37%	17.39%
PE(倍)	40.5	24.5	19.4	16.5
PEG(倍)	-	0.37	0.74	0.95

来源：公司公告、爱建证券研究发展总部

食品饮料业

评级：推荐（首次）

上次评级：

目标价格（6个月）：¥28

上次预测：¥

当前价格：¥22.30

2009.04.29

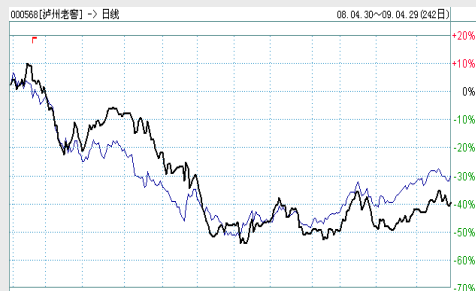
基础数据

总市值（百万元）	31100
总股本/流通 A 股（百万股）	1394/715
流通市值（百万元）	16000
每股净资产（元）	2.88
净资产收益率（%）	13.25%

交易数据

52 周内股价区间（元）	16.50~ 76.60
静态市盈率（倍）	24.5
动态市盈率（倍）	19.4
市净率（倍）	7.74

52 周内股价走势图



杨云帆

高级研究员

电话

021-32229888*3502

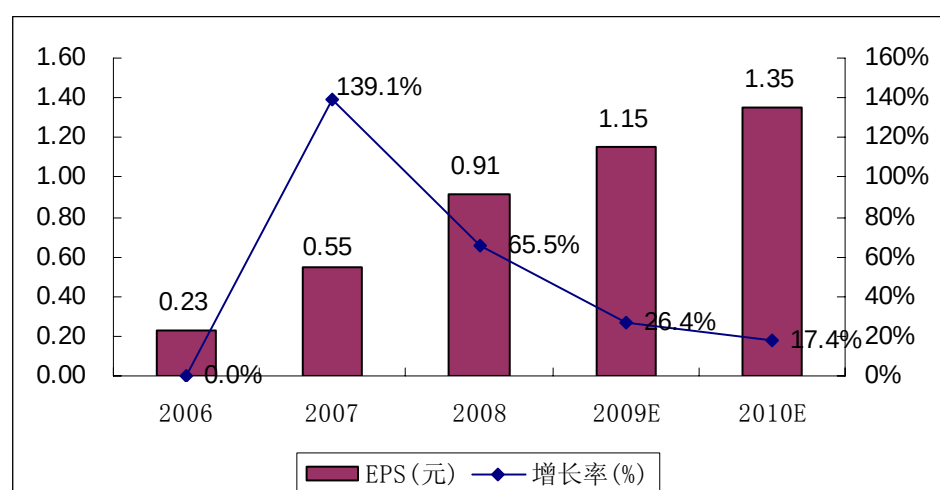
邮箱

yangyunfan@ajzq.com

相关报告

二、公司激励经销商绝地反击 2009 年一季度，公司其他应收款增加 450%至 1.15 亿元，主要是公司为了在环境低迷时保持业绩稳定增长，大幅增加了部分片区的促销费用，同时也激发了经销商的积极性。由于目前经销商手中库存水平较低，未来促销方面公司拥有极大的灵活性。从产品线来看，高档酒“国窖”系列的销售比例不断提升使公司毛利率得到了保证。2007 年年底，公司高档酒销售收入比例为 47.7%，而到 2008 年这一比例急增至 65.5%。预计未来高档酒销售收入仍将占公司主营收入的三分之二以上。

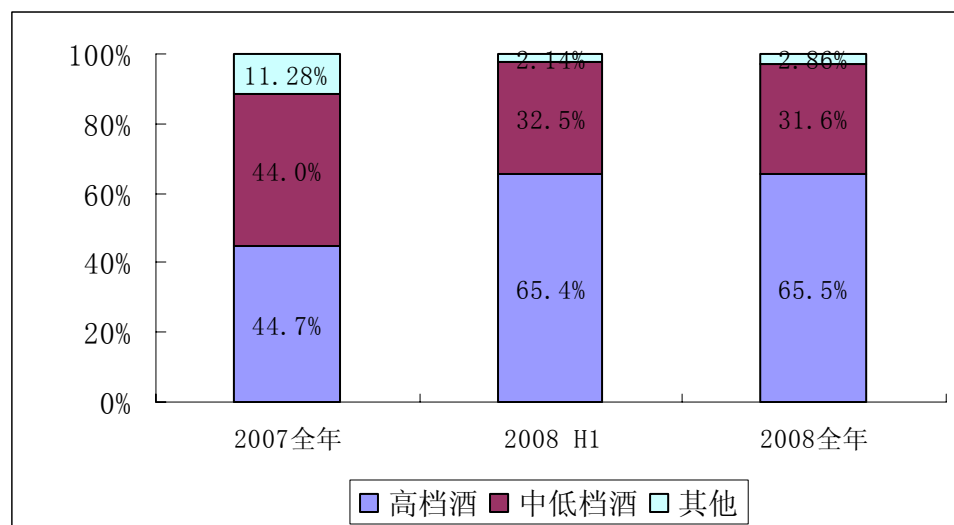
图 1：泸州老窖 EPS（摊薄后）及增速预测



来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

三、华西证券股权投资提升业绩 目前公司持有华西证券 34.86%的股权，华西证券 2008 年净利润为 4.6 亿元，为泸州老窖贡献了约 1.4 亿元的利润，约合每股收益 0.10 元。随着今年以来证券市场的再度活跃，2009 年券商的总体业绩有望好于 2008 年，华西证券也将随之受益。我们保守估计，今年华西证券将为泸州老窖贡献 0.15 元的每股收益。

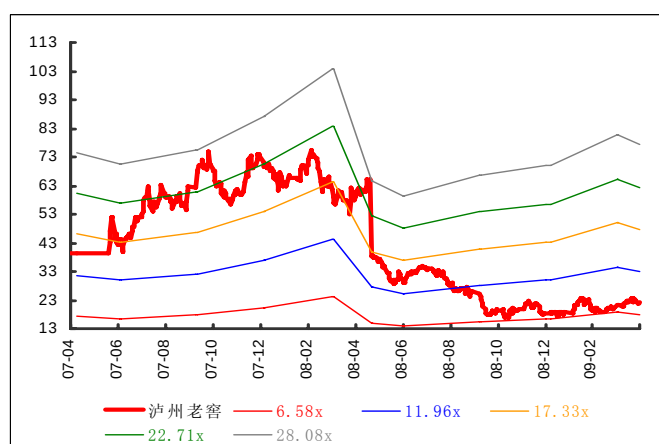
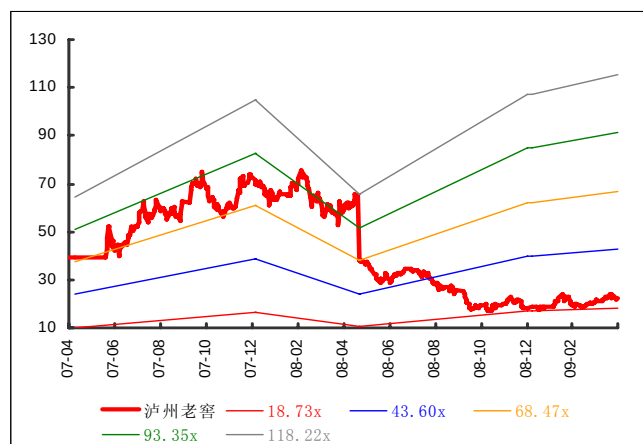
图 2: 泸州老窖 2007 年-2008 年不同产品种类收入比例



四、风险提示 金融危机的余波仍在对实体经济产生不良影响，因此各高档白酒生产商之间的竞争将日趋激烈，而这不可避免得将对产品毛利率产生冲击。另外食品安全问题始终是悬在所有食品企业上方的达摩克利斯之剑。

五、估值与预测 这几年来，公司主营业务始终保持稳定增长态势，此外公司拥有的华西证券股权也锦上添花。我们预计，泸州老窖 2009 年到 2010 年的每股收益将分别为 1.15 元和 1.35 元，对应当前股价 09、10 年 PE 为 19.4 倍和 16.5 倍。与五粮液和贵州茅台相比，泸州老窖的估值偏低。我们首次给予“推荐”评级、并给予 28 元的中期目标价，相当于 24 倍动态市盈率。

图 3：近两年来泸州老窖的 PE/PB-Band



来源：Wind 资讯，爱建证券研究发展总部

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

公司评级

强烈推荐: 预期未来6 个月内, 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅5%~ 20 %

中 性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在 $\pm 5\%$ 以内

回 避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级:

强于大势: 预期未来6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~ 5%之间;

弱于大势: 预期未来6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上;

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。