

食品饮料/白酒

2009 年 5 月 5 日



公司研究

公司点评

投资评级：短期-强烈推荐，长期-A

泸州老窖（000568）：业绩谷底已现，估值具备提升空间

核心观点：

08 年公司实现营业收入 37.98 亿元，同比增长 29.8%，其中白酒销售收入 36.89 亿元，同比增长 42.09%，实现净利润 12.65 亿元，同比增长 63.65%，略低于市场预期。09 年一季度实现收入 12.83 亿元，同比增长 1.34%，如果考虑到预收帐款减少约 4.65 亿元，公司一季度销售收入实际出现了负增长，说明经济危机对高端消费品冲击较大，但从目前经济恢复情况判断今年一季度很可能是全年业绩的谷底。

08 年国窖 1573 报表销量约 2600 吨，实际销量我们估计略高于报表数据。1573 在高档白酒消费下滑比较大的华南、华东地区销量较少，在华北、华中、西南等 1573 强势地区销售相对稳定。公司在 08 年第三季度开始加强对终端价格治理，更换了部分地区经销商，控制 1573 出货量，消化渠道库存。对于 09 年 1573 的销售情况，我们初步判断是：上半年以控货保价为主，下半年依赖消费环境转好再放量增长，销量走势可能与 08 年情况相反，前低后高。

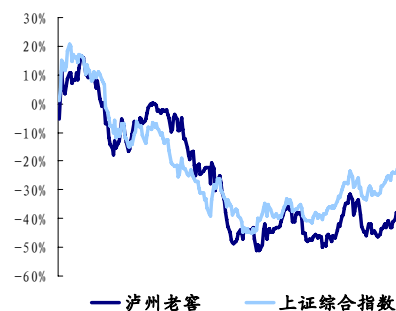
老窖特曲 08 年第四季度提价后，呈现量价齐升，特曲销量增长承接了 1573 下滑所空出的市场空间，09 年第一季度特曲销量保持增长。公司将老窖特曲定位在中高档政务商务用酒，我们看好中档白酒市场规模扩张：1）现阶段的消费环境有利中档白酒承接部分高档白酒市场；2）高档白酒连续提价，中档白酒提价相对落后，吨酒价格有提升空间；3）中档白酒市场区域性品牌集中，缺乏全国性品牌。老窖特曲是一个全国性品牌，有广泛饮用基础，我们看好老窖特曲 09 年销量增长。

国窖 1573 和老窖特曲在 08 年内均有提价，白酒业务综合毛利率也提升至 81.27%。随着老窖特曲出厂价逐渐向接近 200 元，整体毛利率有望持续提升。06 年以前国窖 1573 处于品牌推广期，销售费用占营业收入比例在 20%以上，1573 现在已进入成熟期，08 年销售费用占比已下降至 13.5%。

华西证券 08 年净利润 4.63 亿元，贡献公司每股收益 0.1 元，09 年一季度成交量放大有利华西证券经纪业务收入增长，预计华西证券 09 年可给公司贡献至少 0.13 元的每股收益。

公司目前估值相对偏低，我们认为促使估值提升的因素有：1）下半年消费环境转好，行业估值水平整体提升；2）老窖特曲销量增长，拉动公司 09 年业绩增长。预计公司 09 年每股收益 1.14 元，10 年每股收益 1.37 元，调高评级至“短期-强烈推荐，长期-A”的投资评级。

一年指数走势：



基础数据：

项目	数值
每股收益（元）	0.91
每股净资产（元）	2.49
净资产收益率（%）	36.4
息率%（分红/股价）	2.73
总股本（万）	139423
流通 A 股（万）	71533

研究员：王明德 徐昊

电话：010—84183372

010—84183293

E-mail：wangmingde@guodu.com

xuhao@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 09 年国窖 1573 销量 2800 吨，10 年销量 3000 吨；假设老窖特曲、百年老窖等特曲系列高档酒 09 年销量 8200 吨，10 年销量 9600 吨；08 年公司白酒销量约 6 万吨，假设公司 09 年白酒总体销量 6.4 万吨，10 年 6.6 万吨。
- 2、假设 09 年、10 年国窖 1573 毛利率 86.5%；老窖特曲毛利率将继续提升，假设 09 年毛利率 73%-75%；其他低端系列酒的毛利率较低，维持在 33% 左右。
- 3、09 年公司强调费用的使用效率，假设 09 年、10 年销售费用占比维持在 13% 左右。公司总体期间费用比例维持在 19%。
- 4、假设 09 年、10 年公司所得税实际税率 24%。

1.2 泸州老窖白酒业务营业收入预测

表 1 泸州老窖高档白酒营业收入预测表

产品	指标	2008	2009E	2010E
国窖 1573	销量	2600	2800	3000
	吨酒价格	63.38	68.45	71.88
	销售收入	164796	191671	215629
	毛利率	86.00%	86.50%	86.50%
百年老窖浓香经典	销量	1211	1400	1600
	吨酒价格	16.08	17.37	18.41
	销售收入	19470	24317	29458
	毛利率	75.00%	75.50%	76.00%
老窖特曲	销量	5000	6800	8000
	吨酒价格	12.93	14.87	16.35
	销售收入	64643	101102	130837
	毛利率	71.11%	73.00%	75.00%

资料来源：国都证券研究所

表 2 泸州老窖白酒营业收入预测表

高档酒	2007	2008	2009E	2010E
销量（吨）	2200	8811	11000	12600
吨酒价格（万元/吨）	59.49	28.25	28.83	29.84
销售收入（万元）	130869	248909	317089	375925
毛利率	79.25%	81.27%	81.35%	81.67%

中低档酒	2007	2008	2009E	2010E
销量(吨)	50800	52000	53000	54000
吨酒价格(万元/吨)	2.54	2.31	2.35	2.4
销售收入(万元)	128797	120058	124550	129600
毛利率	41.18%	33.41%	33.00%	33.00%
总销量(吨)	53000	60811	64000	66600
吨酒价格(万元/吨)	4.90	6.07	6.90	7.59
白酒营业收入(万元)	259666	368967	441639	505525
白酒营业成本(万元)	102914	126567	142579	155721
白酒业务毛利率	60.37%	65.70%	67.72%	69.20%

资料来源：国都证券研究所 注：08年公司将泸州老窖特曲系列归入高档酒

1.3 泸州老窖分业务营业收入预测

表3 分业务营业收入预测表

	2007	2008	2009E	2010E
白酒营业收入(万元)	259,666	368,967	441,639	505,525
白酒营业成本(万元)	102,914	126,567	142,579	155,721
房地产营业收入(万元)	23,078	49	-	-
房地产营业成本(万元)	19,445	59	-	-
进出口业务收入(万元)	1,358	967	774	619
进出口业务成本(万元)	894	386	310	248
营业收入(万元)	292,685	379,838	456,096	521,798
营业成本(万元)	126,063	128,893	145,065	158,344

资料来源：国都证券研究所

1.4 泸州老窖盈利预测

表4 泸州老窖盈利预测表

科目	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入(元)	2,926,854,520	3,798,378,738	4,560,959,901	5,217,981,846
营业收入(元)	2,926,854,520	3,798,378,738	4,560,959,901	5,217,981,846
二、营业总成本(元)	2,023,014,071	2,294,054,866	2,661,395,473	2,939,862,984
营业成本(元)	1,260,625,606	1,288,926,157	1,450,646,641	1,583,441,257
营业税金及附加(元)	216,580,334	263,437,525	319,267,193	365,258,729
销售费用(元)	352,412,250	512,788,496	615,729,587	678,337,640
管理费用(元)	167,804,273	227,302,214	272,745,402	307,860,929
财务费用(元)	13,925,590	2,206,413	3,309,619	4,964,429
资产减值损失(元)	11,666,017	-605,938	-302,969	-
三、其他经营收益(元)	-	-	-	-
公允价值变动净收益(元)	-	-	-	-
投资净收益(元)	158,789,780	171,905,089	200,369,540	240,443,448
四、营业利润(元)	1,062,630,230	1,676,228,961	2,099,933,969	2,518,562,310

加：营业外收入(元)	3,868,059	11,430,032	10,287,029	9,258,326
减：营业外支出(元)	3,172,028	34,102,593	4,123,637	4,948,364
五、利润总额(元)	1,063,326,260	1,653,556,400	2,106,097,361	2,522,872,272
减：所得税(元)	291,483,694	386,518,245	505,463,367	605,489,345
六、净利润(元)	771,842,566	1,267,038,155	1,600,633,994	1,917,382,927
减：少数股东损益(元)	-1,524,535	1,050,267	6,299,802	10,074,249
归属于母公司所有者的净利润(元)	773,367,101	1,265,987,888	1,594,334,193	1,907,308,678
每股收益	0.55	0.91	1.14	1.37
每股净资产	3.10	2.49	2.74	2.96
净资产收益率	28.60%	36.40%	41.67%	46.16%

资料来源：国都证券研究所 注：07年每股收益按公司最新股本摊薄

2、投资建议

预计公司 09 年每股收益 1.14 元，10 年每股收益 1.37 元，以 4 月 20 日收盘价计算，对应 09 年动态市盈率 21 倍，10 年动态市盈率 17 倍。目前公司估值水平相对较低，存在安全边际。我们认为促使公司估值水平提升因素有：1) 下半年消费环境转好，行业估值水平整体提升；2) 老窖特曲销量增长，拉动公司业绩增长。我们调高公司评级至“短期-强烈推荐，长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表 2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。