

泸州老窖(000568)

华西证券收益大幅增长，业绩略超预期

——泸州老窖 09 年中报点评

胡春霞

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

- 上半年1573销量下降，6月份后有所好转。
- 华西证券投资收益1.6亿元是业绩高于预期的主因。

本报告导读：

投资要点：

- 泸州老窖上半年主营业务收入 22.04 亿元，同比增长 4.43%，净利润 8.53 亿元，同比增长 15.37%，每股收益 0.61 元，略高于预期。
- 高档白酒销售收入略降来自国窖 1573 销量下降。公司去年中期提高国窖 1575 出厂价 40 元，年底和 09 年 4 月份又分别提高老窖特曲出厂价每瓶 20 元和 10 元，但上半年公司高档白酒销售收入仍下降 4%，这主要是因为国窖 1573 销售不理想，公司也主动控货，上半年销量下降 10% 左右，这也是公司高档酒毛利率下降的原因。老窖特曲销售情况相对要好，上半年销量仍略有增加。
- 低档产品销售收入大幅增长。这主要来自公司自有低档品牌销量增加和结构的提升。这两年公司加大了对低档产品的销售，产品结构也有提升，均价上涨，销售收入、毛利率都大幅上升，预计这一趋势还将持续。
- 短期提价可能性不大，消费税从严征收负面影响将在下半年体现。鉴于今年高档白酒的销售形势和国家从严征税的政策取向，公司表示短期内再提价的可能性不大，预计在提价上会采取跟随策略。
- 华中地区销售增长迅速，湖南省销售增长乐观。销售区域看，上半年华中地区的湖南销售增长最快，一方面公司中高档产品在湖南市场已经奠定了较好基础，另一方面，公司今年实行的与经销商设立合资销售，提升了经销商的积极性。未来公司在湖南地区的销售增长仍然值得期待。
- 华西证券上半年贡献收益 1.6 亿元，合 EPS0.11 元，超过预期，调整华西证券全年业绩贡献至 0.21 元。
- 继续看好公司管理层的经营、销售能力和未来增长，维持增持评级。调整公司 09、10 年 EPS 至 1.12、1.25，给予 0.21 元券商投资收益 20 倍的 PE 估值，白酒未来 4 个季度业绩 30 倍 PE，目标价格提高至 34 元。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,927	3,798	4,297	4,869	5,512
(+/-)%	57%	30%	13%	13%	13%
经营利润 (EBIT)	1,077	1,678	2,058	2,313	2,652
(+/-)%	113%	56%	23%	12%	15%
净利润	772	1,267	1,564	1,758	2,016
(+/-)%	130%	64%	23%	12%	15%
每股净收益 (元)	0.55	0.91	1.12	1.25	1.44
每股股利 (元)	0.56	0.65	0.73	0.82	0.94

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	36.8%	44.2%	47.9%	47.5%	48.1%
净资产收益率 (%)	22.2%	26.6%	27.9%	37.8%	37.6%
投入资本回报率 (%)	56.5%	96.1%	102.3%	108.7%	113.6%
EV/EBITDA	17.0	11.3	9.2	8.2	7.2
市盈率	41.2	25.1	20.4	18.2	15.8
股息率 (%)	2.5%	2.9%	3%	4%	4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：¥34.00

上次预测：¥28.00

当前价格：¥31.79

2009.07.30

交易数据

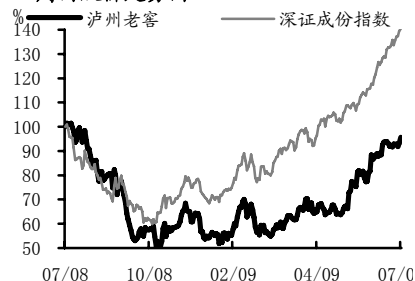
52 周内股价区间 (元)	16.50 ~ 34.45
总市值 (百万元)	44,239
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,394/715
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.51
日均成交量 (百万股)	14.0
日均成交值 (百万元)	318.5

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	3,492.83
每股净资产	2.51
市净率	5.5
净现金 (百万元)	-703.64

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.37	0.38
Q2	0.16	0.23
Q3	0.25	0.26
Q4	0.13	0.25
全年	0.91	1.12

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8.1	45.4	-4.4
相对指数	-11.1	-2.0	-45.7

相关报告

增加糖果罐储备，年报业绩略低于预期
(09.04.19)

模型更新时间: 2009.07.30

股票研究

食品饮料业
饮料制造业

泸州老窖(000568)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥34.00

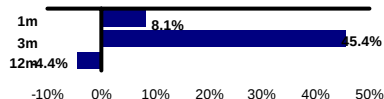
上次预测: ¥28.00

当前价格: ¥31.79

财务预测(单位: 百万元)

损益表	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,177	1,282	1,457	1,869	2,927	3,798	4,297	4,869	5,512	6,197
主营业务成本	555	595	674	815	1,261	1,289	1,455	1,578	1,766	1,952
税金及附加	107	99	141	150	217	263	370	511	579	651
主营业务利润	514	588	642	904	1,450	2,509	2,843	3,291	3,746	4,245
其他业务利润	9	6	10	28	0	0	0	0	0	0
营业费用	258	321	349	294	352	513	567	609	661	713
管理费用	128	144	130	141	179	227	228	239	254	266
EBIT	137	129	174	497	918	1,769	2,048	2,444	2,831	3,266
财务费用	33	34	22	11	14	2	2	1	0	0
营业利润	107	97	119	494	1,063	1,676	2,056	2,312	2,652	3,034
所得税	59	58	74	159	291	387	494	555	637	729
少数股东损益	-3	-6	-2	-2	-2	1	8	9	11	12
净利润	39	39	44	334	772	1,267	1,564	1,758	2,016	2,307
资产负债表										
货币资金、短期投资	453	259	298	779	444	704	862	1,404	1,964	2,629
其他流动资产	1,202	1,177	1,427	1,653	2,063	1,831	2,178	2,361	2,614	2,869
长期投资	156	223	73	77	811	1,343	1,500	1,500	1,500	1,500
固定资产合计	641	652	656	714	941	848	856	860	860	856
无形及其他资产	195	195	196	192	234	299	299	291	284	277
资产合计	2,647	2,506	2,650	3,415	4,494	5,096	5,695	6,417	7,222	8,131
流动负债	1,000	818	1,073	1,207	1,779	1,599	1,714	1,811	1,900	1,989
长期负债	133	135	20	0	2	2	2	2	2	2
股东权益	2,647	2,506	2,650	3,414	4,492	5,108	5,779	6,501	7,306	8,215
投入资本(IC)	1,653	1,607	1,526	1,625	1,460	1,379	1,619	1,701	1,858	2,013
现金流量表										
NOPLAT	58	53	32	345	825	1,326	1,655	1,849	2,111	2,407
折旧与摊销	65	73	83	84	71	40	60	63	67	71
流动资金增量	(43)	57	86	(45)	435	52	(232)	(86)	(163)	(166)
资本支出	(102)	(84)	(89)	(138)	(341)	(11)	(67)	(60)	(60)	(60)
自由现金流	(23)	99	113	246	991	1,407	1,416	1,766	1,955	2,251
经营现金流	113	226	225	357	1,229	814	1,022	1,366	1,532	1,805
投资现金流	(112)	(173)	66	(120)	(1,256)	(67)	155	320	339	359
融资现金流	0	0	(171)	18	(502)	(899)	(1,018)	(1,144)	(1,311)	(1,500)
现金流净增加额	2	53	120	255	(529)	(153)	159	542	560	664
财务指标										
成长性										
收入增长率	12.7%	8.9%	13.6%	28.3%	56.6%	29.8%	13.1%	13.3%	13.2%	12.4%
EBIT 增长率	42.0%	-7.2%	8.4%	257.7%	113.3%	55.9%	22.6%	12.4%	14.7%	14.4%
净利润增长率	35.4%	8.5%	1.7%	628.9%	129.7%	63.7%	23.4%	12.4%	14.7%	14.4%
利润率										
毛利率	52.8%	53.6%	53.8%	56.4%	56.9%	66.1%	66.1%	67.6%	68.0%	68.5%
EBIT 率	11.9%	10.2%	9.7%	27.0%	36.8%	44.2%	47.9%	47.5%	48.1%	49.0%
净利润率	3.3%	3.0%	3.0%	17.9%	26.4%	33.4%	36.4%	36.1%	36.6%	37.2%
收益率										
净资产收益率(ROE)	2.6%	2.6%	2.9%	15.2%	22.2%	26.6%	27.9%	37.8%	37.6%	37.4%
总资产收益率(ROA)	1.5%	1.6%	1.7%	9.8%	17.2%	24.8%	27.1%	27.0%	27.6%	28.1%
投入资本回报率	3.5%	3.3%	2.1%	21.2%	56.5%	96.1%	102.3%	108.7%	113.6%	119.5%
运营能力										
存货周转天数	551.11	561.52	568.08	539.76	359.39	343.79	331.63	348.97	340.38	339.05
应收账款周转天数	39.81	26.20	21.53	13.78	11.62	4.73	5.85	5.74	5.65	5.57
总资产周转率	0.44	0.51	0.55	0.55	0.65	0.75	0.75	0.76	0.76	0.76
净利润现金含量	2.89	5.79	5.12	1.07	1.59	0.64	0.65	0.78	0.76	0.78
资本支出/收入	9%	7%	6%	7%	12%	0%	2%	1%	1%	1%
偿债能力										
资产负债率	42.8%	38.1%	41.2%	35.4%	39.7%	31.3%	29.7%	27.9%	26.0%	24.2%
净负债率	19.94%	18.13%	2.78%	-22.93	-16.43	-20.15	-21.35	-30.17	-36.64	-42.61
估值比率										
PE	489.2	490.7	435.5	57.4	41.2	25.1	20.4	18.2	15.8	13.9
PB	12.9	12.5	12.5	8.7	7.1	5.5	4.7	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	94.9	96.0	86.8	33.1	17.0	11.3	9.2	8.2	7.2	6.3
P/S	16.30	14.96	13.17	10.63	6.79	8.37	7.40	6.53	5.77	5.13
股息率	0.3%	0.2%	0.2%	1.5%	2.5%	2.9%	3.2%	3.6%	4.1%	4.7%

绝对价格回报(%)



52 周价格范围 16.50~34.45
市值(百万) 44,239

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业五年。2008年新财富食品饮料行业最佳分析师。

免责声明

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本公司和作者无关。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com