

2009 年 10 月 15 日

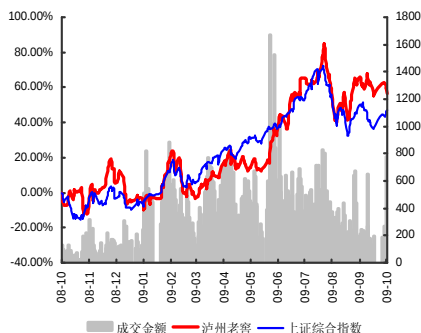
泸州老窖 2009 年三季度报分析

评级：推荐

公司基本资料

股价	28.68 元
总市值(亿元)	410.05 亿
流通市值(亿元)	210.38 亿
市盈率(倍)	31.52
市净率(倍)	10.47

52 周走势



报告作者

行业研究员 周纪庚

电话：0510-82832380

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

投资要点：

● 主营收入前三季度呈现稳健增长

泸州老窖 2009 年三季度财报显示，公司前三季度实现营业收入 32.11 亿元，同比增长 4.35%，增速基本与上半年持平；归属于上市公司股东的净利润 12.55 亿元，同比增长 15.72%；实现每股收益 0.90 元，净资产收益率 32.82%。

● 三季度销售异常火爆

7~9 月公司实现营业收入 10.07 亿元，较去年同期增长 4.18%，较二季度环比增长 9.39%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.04 亿元，较去年同期增长 17.52%，较二季度环比增长 25.86%。出现上涨的主要原因是 7、8 月份的销售“淡季不淡”，白酒消费税加强征收使得市场对白酒表现出强烈的提价预期，经销商提前囤货。

● 投资收益贡献利润增长大头

由于今年年初以来 A 股市场大幅反弹且成交量明显放大，公司参股 34.85% 的华西证券业绩大幅增长，为公司利润增长做出了突出贡献。前三季度公司实现投资收益 2.61 亿元，同比增长 59.31%，占公司利润总额的 16.33%。其中，7~9 月实现投资收益 1.01 亿元，同比增长 166%。

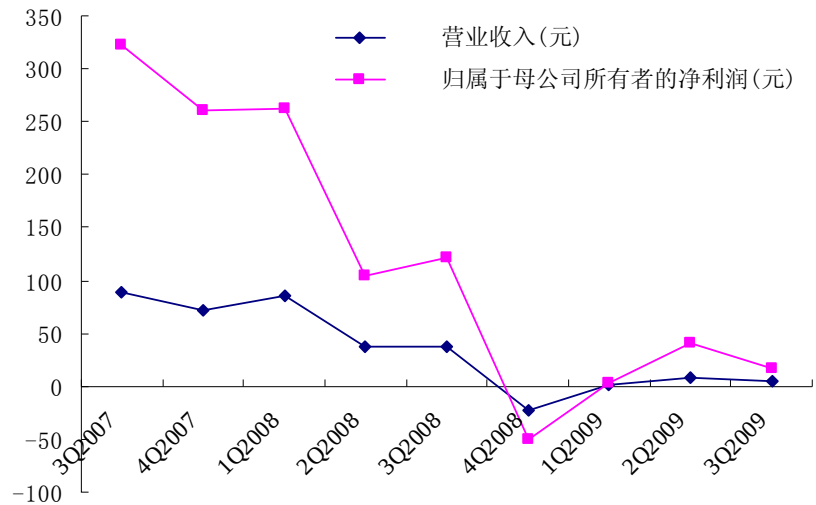
如果扣除投资收益的大幅增长，公司前三季度实现净利润 9.94 亿元，同比仅增长 8%，第三季度实现净利润 3 亿元，基本与去年同期持平。

● 消费税影响甚微、期间费用平稳

消费税对公司的影响甚微，三季度公司的营业税金率仅为 6.8%，同比略有下降，公司在主营收入同比增长、白酒消费税加强征收的背景下，营业税金反而出现下降，原因在于高档白酒销量同比有所下滑。

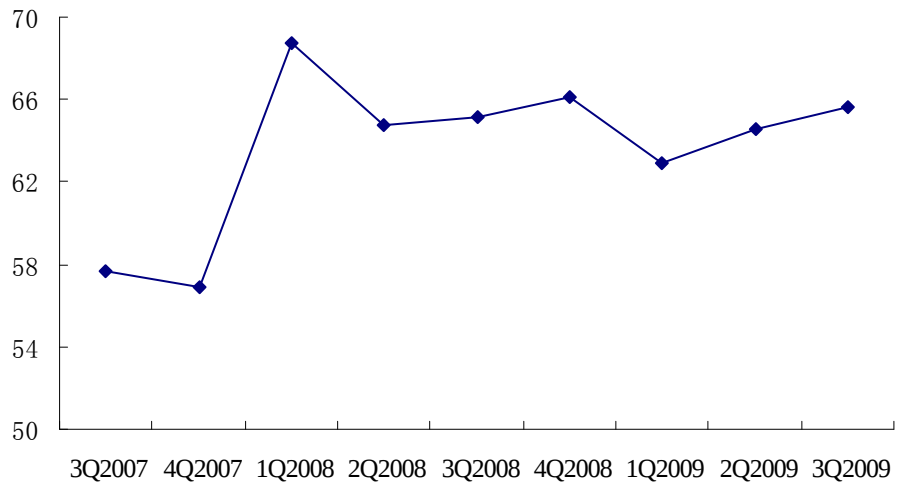
费用方面，公司对高端酒加强了直销，销售费用同比下滑 2600 万，管理费用大幅上升了 5300 万，主要原因在于优质酒工程开始计提折旧和职工薪酬的上升。但总体来看，期间费用率同比保持平稳。

图表 1: 公司单季度主营收入和净利润同比增速



数据来源: WIND

图表 2: 公司单季度毛利率变化情况



数据来源: WIND

● 四季度高端白酒消费和价格有望获得突破

与往年不同, 7、8 月份经销商因提价预期而提前囤货透支了高端白酒节前进货的热情, 致使 9 月份白酒销量平平。

同时为期两个月的严查酒后驾车因跨越了整个中秋和国庆, 从而将高端白酒旺季消费高潮的出现推迟到了近一个月, 但我们认为这并不会影响白酒特别是高端白酒的消费, 四季度将是高端白酒提价与否的关键时点。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 09~10 年 EPS 分别为 1.18 元和 1.40 元，分别增长 29.67%和 18.64%。其中酒类业务为公司贡献的 EPS 分别为 0.920 元和 1.180 元。如果按酒类主业 10 年 26 倍 PE，华西证券投资收益给予 10 年 20 倍 PE 测算，公司合理价格为 35.1 元，尚有 20%的上涨空间，给予“推荐”评级。

	2007	2008	1Q2009	1H2009	3Q2009	2009F	2010F
营业收入	2,926.85	3,798.38	1,283.80	2,203.66	3,210.70	4,321.45	5,464.32
营业成本	1,260.63	1,288.93	475.63	781.63	1,104.92	1,472.36	1,906.28
营业税金及附加	216.58	263.44	56.93	117.58	198.02	326.40	426.40
销售费用	352.41	512.79	110	253.34	351.76	552.10	638.40
管理费用	167.8	227.3	52.86	112.46	209.81	258.42	298.36
财务费用	13.93	2.21	0.85	1.34	-0.68	-2.00	-3.00
资产减值损失	11.67	-0.61		3.67	3.97	4.00	0.00
投资净收益	158.79	171.91	86.74	160.3	261.19	350.00	300.00
营业利润	1,062.63	1,676.23	674.27	1,093.94	1,604.10	2,060.17	2,497.88
加：营业外收入	3.87	11.43	0.16	0.53	2.99	0.00	0.00
减：营业外支出	3.17	34.1	1.38	1.51	8.64	0.00	0.00
利润总额	1,063.33	1,653.56	673.05	1,092.96	1,598.45	2,060.17	2,497.88
减：所得税	291.48	386.52	141.63	236.74	334.34	408.24	532.14
净利润	771.84	1,267.04	531.41	856.22	1,264.11	1,651.93	1,965.74
减：少数股东损益	-1.52	1.05	0.03	4.28	8.65	11.24	16.00
归属于母公司的净利润	773.37	1,265.99	531.39	851.94	1,255.46	1,640.69	1,949.74
每股收益：							
基本每股收益(元)	0.8875	0.91	0.38	0.61	0.9	1.18	1.40

资料来源：WIND 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。