

白酒

黄巍

0755-82026732

huangwei1@cjis.cn

泸州老窖

000568

强烈推荐

经营持续回升 2010 年增长值得期待

近日我们调研了泸州老窖,就公司的最新经营情况和明年的发展规划进行了探讨。

投资要点:

- **国窖 1573 销量回升,批零价上调。**1~11 月份国窖 1573(占收入 45%)销量由前三季度的负增长转为同比正增长,全年销量可达 2750 吨,预计 2010 年销量增长 10%达 3000 吨水平。批零价最终调整为上调 60 元,出厂价 468 元没有变化,返点幅度减少和保证金的价内转价外措施间接提升了实际出厂价,我们预计 2010 年初国窖 1573 仍存在出厂价上调 30 元至 498 元的可能性。
- **老窖特曲未来 3 年主要方针仍是“价在量前”。**老窖特曲目前出厂价 145 元,仍坚定实施到 2012 年出厂价 200 元方针,预计 2010 年将继续提价 20 元。销量的变化将以提价顺利完成为前提,预计 2010 年销量将较 2009 年销量有 15%的增长至 7500 吨,长期目标 20000 吨。
- **2010 年新产品推出可以丰富产品结构。**2010 年公司将推出其品牌的升级产品:国窖 1573 将推出高端升级品牌“中国品味”和“世界品味”,预计零售价与轩尼诗相等;老窖特曲推出特曲年份酒,收入贡献短期内并不明显。
- **武陵酒是公司未来的看点。**武陵酒作为酱香型的代表之一,目前销售收入规模偏小,规划 5 年到 10 亿销售收入。目前仍然停留在收取管理费的发展阶段,产品价格定位分为三级:少酱、中酱和上酱,其中中酱与普通茅台相同。
- **华西证券明年稳定增长。**公司参股 34.85%的华西证券,预计明年收入构成将发生变化,经纪业务比重将会上升,2010 年 EPS 达 0.20 元。
- **维持“强烈推荐”评级。**预测公司 09~11 年 EPS 为 1.18 元、1.45 元和 1.75 元,其中华西证券股权 10、11 年贡献 0.20 元 EPS,给予白酒业务 35 倍 PE,证券业务 20 倍 PE,以 2010 年业绩估值,目标价 47.75 元,维持“强烈推荐”评级。

6-12 个月目标价: 47.75 元

当前股价: 38.55 元

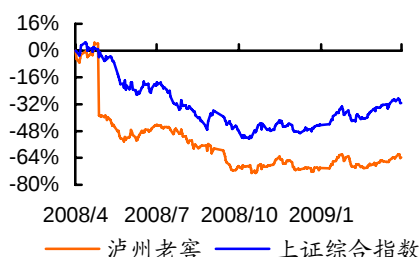
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3255.00
总股本(百万)	1394
流通股本(百万)	715
总市值(亿)	537
EPS (TTM)	1.18
每股净资产(元)	2.51
资产负债率	31.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
泸州老窖	13.06	24.63	22.53
上证综合指数	5.95	23.78	31.37



相关报告

泸州老窖-经营情况逐步回升 华西证券投资
收益超预期 2009-10-15

泸州老窖-迎接第三次超常规发展
2009-6-18

泸州老窖-08 年经营正常 09 年构建新的三
大营销体系 2009-4-19

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3798	4221	5036	5947
同比(%)	30%	11%	19%	18%
归属母公司净利润(百万元)	1266	1643	2027	2445
同比(%)	64%	30%	23%	21%
毛利率(%)	66.1%	68.7%	71.9%	74.2%
ROE(%)	36.4%	39.0%	39.8%	40.0%
每股收益(元)	0.91	1.18	1.45	1.75
P/E	42.46	32.71	26.52	21.98
P/B	15.45	12.75	10.56	8.79
EV/EBITDA	29	22	18	15

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2532	2896	3758	4830	营业收入	3798	4221	5036	5947
现金	704	819	1452	2249	营业成本	1289	1323	1414	1536
应收账款	28	34	40	48	营业税金及附加	263	295	353	416
其它应收款	21	21	25	30	营业费用	513	506	554	642
预付账款	61	66	71	77	管理费用	227	253	292	345
存货	1189	1323	1414	1536	财务费用	2	-2	-3	-6
其他	529	633	755	892	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	2561	2876	3011	3137	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1343	1485	1485	1485	投资净收益	172	349	279	251
固定资产	791	864	932	984	营业利润	1676	2193	2706	3264
无形资产	299	319	339	359	营业外收入	11	10	10	10
其他	129	208	255	309	营业外支出	34	10	10	10
资产总计	5093	5772	6768	7967	利润总额	1654	2193	2706	3264
流动负债	1599	1538	1656	1824	所得税	387	548	676	816
短期借款	0	0	0	0	净利润	1267	1645	2029	2448
应付账款	132	132	141	154	少数股东损益	1	2	3	3
其他	1467	1406	1514	1671	归属母公司净利润	1266	1643	2027	2445
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	1762	2301	2833	3411
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.91	1.18	1.45	1.75
其他	2	2	2	2					
负债合计	1600	1540	1658	1826	主要财务比率				
少数股东权益	15	17	20	23	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1394	1394	1394	1394	成长能力				
资本公积	351	351	351	351	营业收入	29.8%	11.1%	19.3%	18.1%
留存收益	1733	2470	3346	4373	营业利润	57.7%	30.9%	23.4%	20.6%
归属母公司股东权益	3478	4215	5091	6118	归属于母公司净利润	63.7%	29.8%	23.4%	20.6%
负债和股东权益	5093	5772	6768	7967	获利能力				
					毛利率	66.1%	68.7%	71.9%	74.2%
					净利率	33.3%	38.9%	40.2%	41.1%
					ROE	36.4%	39.0%	39.8%	40.0%
					ROIC	93.8%	90.2%	97.8%	106.3%
					偿债能力				
					资产负债率	31.4%	26.7%	24.5%	22.9%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.58	1.88	2.27	2.65
					速动比率	0.84	1.02	1.42	1.81
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.78	0.80	0.81
					应收账款周转率	67	105	109	108
					应付账款周转率	8.53	10.02	10.33	10.41
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.91	1.18	1.45	1.75
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.79	1.28	1.61
					每股净资产(最新摊薄)	2.49	3.02	3.65	4.39
					估值比率				
					P/E	37.05	28.55	23.14	19.18
					P/B	13.49	11.13	9.21	7.67
					EV/EBITDA	25	20	16	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

黄巍, 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 武汉华中科技大学国际金融专业学士、数量经济学硕士, 加拿大温哥华 UBC (英属哥伦比亚) 数量经济学硕士, 4 年证券从业经验。2009 年“新财富”和“水晶球”最佳分析师评比上榜。

主要研究覆盖公司: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、张裕、青岛啤酒、伊利股份、双汇发展、燕京啤酒等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434