

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

泸州老窖 (000568)

推荐 (维持)

产品均价上升中，升 10 年 EPS 22%至 1.46 元

2010 年 4 月 16 日

文献 CFA 食品饮料高级研究员	86-755-22627143	wenxian@pasc.com.cn
丁芸洁 联系人	86-755-22625697	DINGYUNJIE640@pingan.co

事项

4 月 16 日，泸州老窖公布 09 年年报。公司全年实现营收 43.7 亿元，同比增 15.1%；归属母公司股东净利 16.7 亿元，同比增 32.2%，EPS1.2 元；09Q4 实现营收 11.6 亿元，同比增 60.7%；净利 4.18 亿元，同比增 130.7%，Q4EPS0.3 元；分配预案为每 10 股派现 7.5 元(含税)。

主要观点

老窖09Q4净利同比增130.7%，是由于高档白酒销量回升和中低档白酒价量齐升，带动Q4毛利同比增约59%。我们认为，受益于1573此前涨价和中低档产品结构调整带动均价上升，2010年老窖净利能增长22%。上调2010年预测EPS至1.46元，维持“推荐”评级。

一、09H2高档白酒销量增速回升，中低档白酒价量齐升

图表 1 09Q4 营收同比增 60.7%，EPS 同比增 130.7% 单位：百万元，元/股

	4Q08	4Q09	QoQ	08A	09A	YoY	平安点评
营业收入	721	1,160	60.7%	3,798	4,370	15.1%	09 年 1573 销量应增长 4%左右，实际出厂均价应与 08 年持平；08Q4 营收基数低
营业成本	215	353	63.8%	1,289	1,458	13.1%	
毛利率	70.2%	69.6%	-0.6%	66.1%	66.6%	0.6%	Q4 毛利率下降缘于高端产品占比下降，09H2 中低档营收占比上升 5 个百分点至 36.8%
毛利	506	807	59.4%	2,509	2,913	16.1%	
营业税金及附加	46	126	174.1%	263	324	22.9%	09Q4 税金比率同比升 3.4 个百分点至 10.8%
销售费用	136	148	8.8%	513	499	-2.6%	
管理费用	71	81	13.1%	227	290	27.8%	销售费用增幅远低于营收，这是因为改货补为直接商业折扣
财务费用	2	0	-81.2%	2	0	-110.9%	
资产减值损失	-1	-2	-258.1%	-1	2	394.7%	股市交易量持续上升，华西证券 Q4 贡献投资收益约 0.96 亿元
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-	
投资收益	8	96	1102.5%	172	357	107.6%	
营业利润	260	550	112.1%	1,676	2,155	28.5%	
营业利润率	36.0%	47.5%	11.5%	44.1%	49.3%	5.2%	
营业外收入	8	0	-871.7%	11	7	-35.7%	
营业外支出	6	-1	-111.3%	34	10	-70.4%	
利润总额	262	553	111.4%	1,654	2,152	30.1%	
所得税率	31.8%	27.5%	-4.3%	25.7%	25.6%	-0.1%	09Q4 实际所得税率同比明显下降
归属于母公司净利润	181	418	130.7%	1,266	1,673	32.2%	
销售净利率	25.2%	36.8%	11.7%	33.4%	38.7%	5.3%	EPS：白酒 0.96 元，证券 0.24 元；我们此前预计 09 年 EPS 为 1.24 元
EPS	0.13	0.30	130.7%	0.91	1.20	32.2%	

资料来源：公司公告，平安证券

图表 2 09H2 老窖中低档白酒毛利占比提高 6.2 个百分点

单位：百万元

	FY2009	1H2009	2H2009	FY2008	1H2008	2H2008
高档白酒营收	2,639.1	1,340.8	1,298.3	2,489.1	1,379	1,110
同比增长率	6.0%	-2.8%	17.0%	90.2%	68.5%	126.4%
毛利率	82.4%	81.9%	83.0%	81.3%	81.2%	81.3%
同比变化	1.2%	0.7%	1.7%	2.0%	9.0%	-9.7%
中低档白酒营收	1,574.1	818.0	756.1	1,200.6	686	515
同比增长率	31.1%	19.2%	128.9%	-6.8%	74.3%	-42.5%
毛利率	39.6%	35.8%	43.7%	33.4%	31.0%	36.6%
同比变化	6.17%	4.81%	7.0%	-7.77%	0.57%	-9.29%
白酒营收合计	4,213	2,159	2,054	3,690	2,065	1,625
高档白酒占比	62.6%	62.1%	63.2%	67.5%	66.8%	68.3%
中低档白酒占比	37.4%	37.9%	36.8%	32.5%	33.2%	31.7%
高档白酒毛利占比	77.7%	78.9%	76.5%	83.5%	84.0%	82.7%
中低档白酒毛利占比	22.3%	21.1%	23.5%	16.5%	16.0%	17.3%

资料来源：公司公告，平安证券

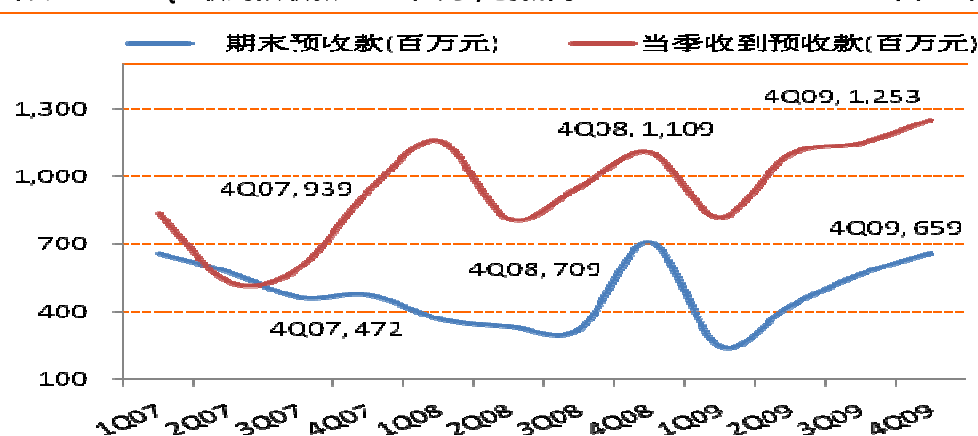
09H2，老窖高档白酒销量增速应已回升至正值(图表2)。09H2，老窖高档白酒(含1573和特曲)营收同比增长了17%，表明当期1573和特曲销量同比增速应较09H1有明显回升。其中，我们估计，09年1573销量约2800吨，同比增长约4%，特曲(含精品、百年)销量约6000吨，同比持平。

09H2，中低档白酒毛利占比上升6.2个百分点(图表2)。受益于产品结构调整带动均价上升，再加上销量增长，09H2老窖中低档白酒营收同比增速达到46.9%，在白酒营收中的占比上升到36.8%，毛利率更是快速升至43.7%，中低档白酒毛利占比较08H2提高6.2个百分点，达到23.5%。

09Q4老窖收到12.5亿元的预收款，创历史新高(图表3、4)。09Q4期末预收款达到6.59亿元，比Q3末增0.93亿元，但比08年末降约0.4亿元。我们分析，08Q4预收款余额突然暴增3.87亿元，这是因为老窖08Q4突然控货，也为09年预留了一定业绩。09年各季，老窖预收款均保持平稳增长，这应表明公司在有计划的控货，年末预收款余额高也有利于平滑2010年业绩。

图表 3 09Q4 收到预收款 12.5 亿元，创新高

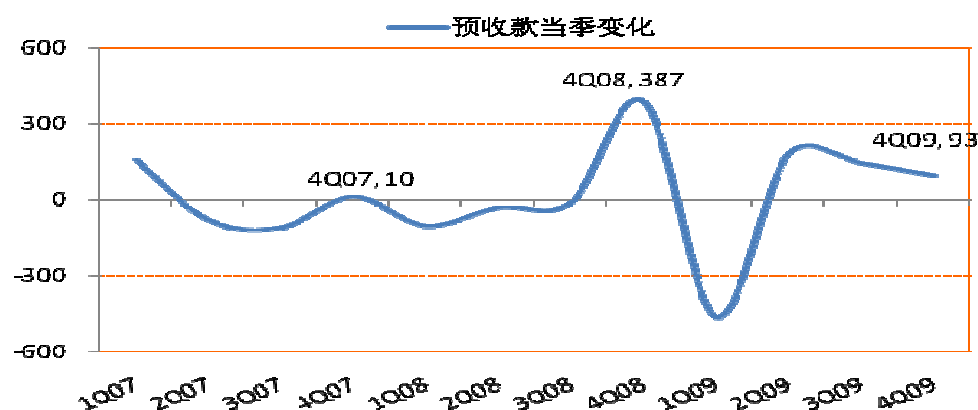
单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券

图表 4 09 年各季预收款增长平稳

单位：百万元

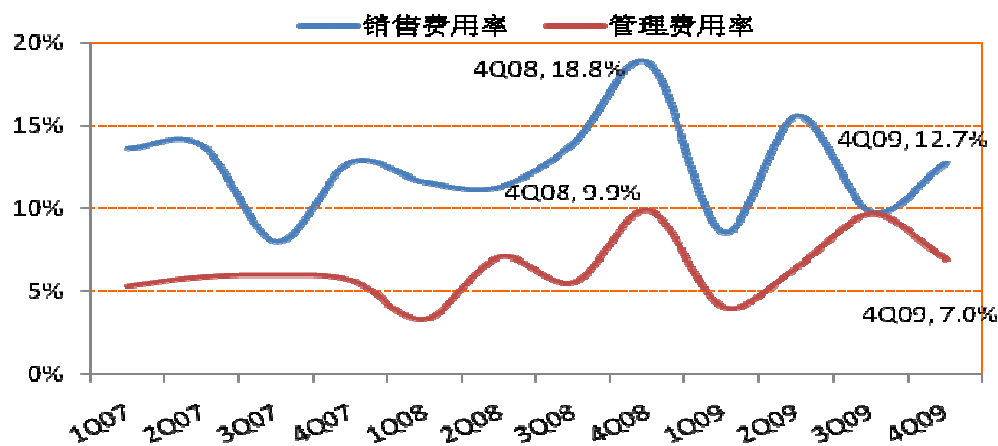


资料来源：公司公告，平安证券

09Q4，老窖营业税金及附加比率提高约3.4个百分点至10.8%，体现了提高消费税计税价格的负面影响。根据我们近期调研得到信息，白酒今后新涨价部分仍可能像此前一样不征消费税。据此判断，老窖2010年该项比率会有小幅下降。

09Q4，老窖销售费用率同比大降了6.1个百分点(图表5)，原因可能包括：减少了对1573经销商的返点，改为直接商业折扣；返点较低的中低档白酒营收占比上升。

图表 5 09Q4 销售费用率同比下降 6.1 个百分点



资料来源：公司公告，平安证券

09Q4华西证券贡献投资收益约0.96亿元(图表6)