

泸州老窖 (000568.SZ)

对内、对外双效激励机制推动公司再攀新高峰

泸州老窖 09 年年报点评

闫亚磊
86-22-2845 1975
SAC 执业证书编号 S1150209100148
yanyl@bhq.com

核心观点:

- 高档酒增速放缓，中低档酒快速发展
- 白酒上市公司中对内、对外激励机制最完善的公司
- 在股权激励的保障下，未来公司业绩将稳步增长

投资要点:

- 年报显示，公司 09 年全年实现主营业务收入 43.70 亿元、利润总额 21.52 亿元、净利润 16.73 亿元，分别比去年同期增长 15.06%、30.13%和 32.18%。实现每股收益 1.2 元，与我们之前的预测基本一致。09 年度分配预案：每 10 股派发现金红利 7.5（含税）。
- 高档酒业务收入增速放缓，中低档酒快速发展。2009 年公司酒类业务实现收入 42.17 亿元，同比增长 13.99%；毛利率为 66.41%，同比增长 0.71%。其中高档酒实现收入 26.39 亿元，同比增长 6.03%，毛利率为 82.44%，同比增长 1.17 个百分点；中低档酒实现收入 15.78 亿元，同比增长 31.4%，毛利率为 39.6%，同比增长 6.18 个百分点。发展态势与去年白酒行业情况相符。
- 利润增速大于收入增速的原因主要有二：一是公司控股 34.85%的华西证券 09 年实现净利润 10.27 亿元，为公司贡献净利润 3.58 亿元，合每股收益 0.26 元，比去年同期增加 154%；二，营销模式的创新加大了商业折扣对返点的替代力度导致销售费用率有所下降，09 年公司销售费用为 4.99 亿元，同比下降了 2.62%，销售费用率也从 08 年的 13.5%降至 09 年的 11.43%。
- 单季业绩增速显著加快。四季度单季公司收入和净利润同比增速分别为 60.74%和 130.72%，比前三季度有显著提高。分析原因如下：一是，08 年四季度同比增长基数低；二是，公司对经销商的返点集中在四季度，而销售体系创新后，公司对经销商的返点显著降低，从而放大了净利润的增长情况。
- 公司对内对外机制是所有白酒公司中最好的，有利于长期稳定发展。2010 年初公司实施了股权激励，加大了对中层骨干人员的激励，有利于公司长期业绩发展；同时公司进行的柒泉营销模式创新也为经销商享受公司的发展提供机会。
- 2010 年公司定义为“超常规拼搏型第三次创业”的关键之年，公司计划 2013 年实现销售收入 130 元（含税），2010 年的目标是含税收入 58 亿元。短期目标实现起来没什么大问题，中期目标的实现则存在一定的挑战性，重点在于国窖 1573 系列的持续高档化和泸州老窖特曲系列的持续量价齐升。预计 2010 和 2011 年每股收益 1.36 元和 1.73 元，维持之前的买入评级，短期目标价提升至 38 元，中长期目标价 48 元。
- 风险：公司没有动力做高 2010 年业绩。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	3798	4370	5163	6645	8424
EBITDA(百万元)	1590	1893	2244	2908	3713
净利润(百万元)	1266	1673	1899	2407	2982
摊薄 EPS(元)	0.91	1.20	1.36	1.73	2.14
PE(X)	8.6	6.5	5.8	4.5	3.7
EV/EBITDA(X)	6.4	5.3	3.8	2.5	1.5
PB(X)	3.13	2.56	1.79	1.37	1.06
ROIC	33.04%	33.17%	26.83%	26.95%	26.60%
总资产周转率	0.79	0.79	0.76	0.78	0.80

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 买入

上次评级

买入

目标价格:

¥ 38

上次预测

¥ 32.75

当前价格:

¥ 32.83

2010.04.16

单季度业绩	元/股
1Q/2010	0.4345
2Q/2010	0.2648
3Q/2010	0.3328
4Q/2010	0.3297



相关报告

《双品牌战略促使业绩平稳过渡》

《准备过冬 等待时机厚积薄发》

《维持快速发展态势 受经济波动影响较小》

《白酒业务确定高增长 华西证券带来不确定》

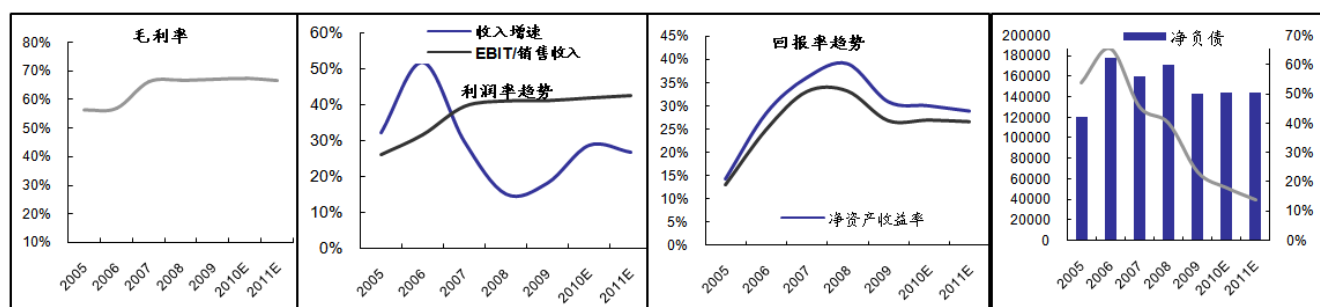
《白酒业务快速发展 估值合理 值得推荐》

《主业加速发展 一季度业绩超预期》

《双品牌驱动初见成效》

《主品牌进入收获期 业绩持续高速增长》

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	704	937	2467	3804	5356	营业收入	3798	4370	5163	6645	8424
应收票据	529	690	707	910	1154	营业成本	1289	1458	1695	2160	2809
应收账款	28	31	36	47	59	营业税金及附加	263	324	382	492	624
预付款项	61	126	127	128	129	销售费用	513	499	538	693	878
其他应收款	21	25	29	38	48	管理费用	227	290	417	508	518
存货	1189	1196	1390	1772	2304	财务费用	2	0	-6	-11	-16
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	2	0	0	0
长期股权投资	1343	1702	1702	1702	1702	投资收益	172	357	357	357	357
固定资产	791	808	759	707	656	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	57	58	44	42	46	营业利润	1676	2155	2493	3160	3968
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-23	-3	0	0	0
无形资产	299	308	292	276	259	税前利润	1654	2152	2493	3160	3968
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	387	460	573	727	952
资产总计	5093	5983	7555	9426	11716	净利润	1267	1691	1920	2433	3015
短期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	1266	1673	1899	2407	2982
应付票据	156	40	47	59	77	少数股东损益	1	18	21	27	33
应付账款	132	221	200	271	347	基本每股收益	0.91	1.20	1.36	1.73	2.14
预收款项	709	659	599	523	426	稀释每股收益	0.91	1.20	1.36	1.73	2.14
应付职工薪酬	72	108	108	108	108	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	376	480	300	300	300	成长性					
其他应付款	150	186	186	186	186	营收增长率	29.8%	15.1%	18.1%	28.7%	26.8%
其他流动负债	0	0	1	1	2	EBIT 增长率	62.0%	19.5%	18.4%	31.1%	28.7%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	63.7%	32.2%	13.5%	26.7%	23.9%
负债合计	1600	1718	1440	1448	1444	盈利性					
股东权益合计	3493	4264	6114	7978	10272	销售毛利率	66.1%	66.6%	67.2%	67.5%	66.7%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	33.3%	38.3%	36.8%	36.2%	35.4%
净利润	1267	1691	1920	2433	3015	ROE	36.2%	39.2%	31.1%	30.2%	29.0%
折旧与摊销	84	94	113	116	119	ROIC	33.04%	33.17%	26.83%	26.95%	26.60%
经营活动现金流	814	1067	1272	1583	1956	估值倍数					
投资活动现金流	-67	-115	322	312	302	PE	8.6	6.5	5.8	4.5	3.7
融资活动现金流	-487	-719	-64	-558	-705	P/S	2.9	2.5	2.1	1.6	1.3
现金净变动	260	234	1530	1336	1552	P/B	3.13	2.56	1.79	1.37	1.06
期初现金余额	444	704	937	2467	3804	股息收益率	0.6%	0.6%	0.0%	5.2%	6.6%
期末现金余额	704	937	2467	3804	5356	EV/EBITDA	6.4	5.3	3.8	2.5	1.5



- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

022-28451131
13512060965

loyalbright@yahoo.com.cn

022-28451849
13820872805

actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn