

2010年04月16日

丘栋荣
Dolon_Qiu@e-capital.com.cn
目标价(元) 33.00

公司基本信息

产业别	食品饮料		
A 股价 (10/04/16)	32.83		
深证成份指数 (10/04/16)	12416.86		
股价 12 个月高/低	40.39 / 20.83		
总发行股数 (百万)	1394.24		
A 股数 (百万)	715.34		
A 市值 (亿元)	234.85		
主要股东	泸州老窖集团有限责任公司 (21.52%)		
每股净值 (元)	3.05		
股价/账面净值	10.76		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌 (%)	4.65	-15.34	50.80

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2009-04-22	23.22	持有

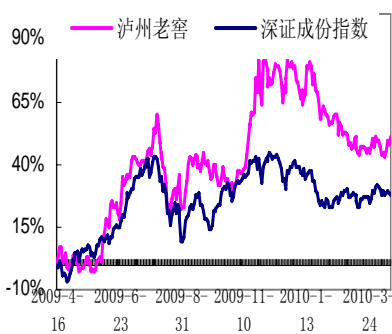
产品组合

高端白酒	62%
中低端白酒	37%
其它	1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	59.14%
一般法人	9.41%
券商集合理财	0.53%

股价相对大盘走势



泸州老窖(000568CH)

Neutral 中性

中低档酒贡献收入及盈利增长, 股权激励费用将拖累 2010 年业绩
结论与建议:

公司四季度收入业绩增长超出预期; 09 年中低档白酒收入及利润贡献大幅增长; 我们小幅上调公司 2010-11 年盈利预期, 预期实现净利润 18.46 亿元、21.79 亿元, 同比增长 10.34%、18%; 每股收益 1.324 元、1.563 元, 目前股价对应 PE 为 24 倍、21 倍, 目标价上调至 33 元, 以反映盈利预期的上调, 对应 2010 年 25 倍的 PE。但高端白酒领域依然面临压力, 激励费用计提, 预计 2010 年公司业绩增长将面临挑战, 因此仍然维持“中性”投资建议。

- 公司 09 年实现营收 43.70 亿元, 同比增长 15.06%; 实现净利润 16.73 亿元, 同比增长 32.18%, 每股收益 1.20 元; 其中, 第四季实现营收 11.60 亿元, 同比增长 60.74%; 实现净利润 4.27 亿元, 同比增长 130%; 每股收益 0.3 元, 公司四季度业绩超出预期。公司拟每 10 股派现金 7.5 元;
- 中低档白酒销售保持高速增长, 09 年中低档酒实现 15.74 亿元的销售收入, 同比大幅增长 37%, 高档酒实现 26.39 亿元的销售收入, 同比增长 6.03%;
- 公司综合毛利率继续提升, 尤其是中低端毛利率提升幅度最为明显, 09 年提高了 9.67 个百分点至 43.08%; 预计未来公司中低端产品毛利率仍然有继续上调的空间; 高端产品毛利率仅小幅提升 1.17 个百分点至 82.44%; 预计在未来提升空间相对较小, 毛利率提升空间有限;
- 公司在 200 元以下的中低档酒中的竞争优势明显, 提价空间也相对较大; 泸州老窖特曲预计未来将继续提价, 毛利率也仍然有进一步提升的空间; 但在高端白酒领域, 预计将受茅台、五粮液放量销售的冲击, 我们对公司“国窖 1573”品牌提价能力和销量增长依然保持谨慎的态度, 这将成为公司未来收入及业绩增长的最主要压力来源;
- 销售费用同比下降 2.62%至 4.99 亿元, 销售费用率同比下降 2.07 个百分点, 这是公司业绩好于预期的重要原因; 另外, 在新的消费税政策下, 四季度公司营业税占收入的比例提高至 10.84%的水平; 预计未来这一比例将维持在 11%左右 (提升 3.5 个百分点), 这将拖累 2010 年业绩增速
- 09 年管理费用同比增长 28%至 2.9 亿元, 管理费用率提升 0.66 个百分点; 由于股权激励费用将在 2010 年开始计提, 预计 2010-11 年将增加 1.09 亿元、1.19 亿元的管理费用, 这将成为 2010 年业绩增长又一压力;
- 公司控股的华西证券盈利大幅成长, 09 年贡献了 3.6 亿元的投资收益, 这是净利润成长的另一个重要因素; 预计未来这部分业绩波动风险较大;

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	773	1,266	1,673	1,846	2,179
同比增减	%	133.03%	63.70%	32.18%	10.34%	18.00%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.887	0.908	1.200	1.324	1.563
同比增减	%	125.01%	2.31%	32.18%	10.34%	18.00%
A 股市盈率 (P/E)	X	51.63	31.54	23.86	24.28	20.57
股利 (DPS)	RMB 元	0.560	0.636	0.750	0.861	1.094
股息率 (Yield)	%	1.22%	2.22%	2.62%	2.68%	3.40%

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	2,927	3,798	4,370	5,153	5,938
经营成本	1,261	1,289	1,458	1,494	1,633
营业税金及附加	217	263	324	567	653
销售费用	352	513	499	568	622
管理费用	168	227	290	414	470
财务费用	14	2	-0	-	-
资产减值损失	12	-1	2	-	-
投资收益	159	172	357	320	320
营业利润	1,063	1,676	2,155	2,429	2,880
营业外收入	-	-	-	-	-
营业外支出	-	-	-	-	-
利润总额	1,063	1,654	2,152	2,429	2,880
所得税	291	387	460	583	691
少数股东损益	-2	1	18	-	10
归属于母公司所有者的净利润	773	1,266	1,673	1,846	2,179

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	444	704	937	1,376	1,993
应收账款	822	640	871	1,027	1,184
存货	1,239	1,189	1,196	1,203	1,209
流动资产合计	2,506	2,532	3,004	3,606	4,387
长期股权投资	789	1,343	1,702	1,901	2,099
固定资产	941	848	866	884	902
在建工程	423	57	58	53	54
非流动资产合计	1,986	2,561	2,978	3,396	3,813
资产总计	4,492	5,093	5,983	7,002	8,200
流动负债合计	1,779	1,599	1,717	1,944	2,161
非流动负债合计	2	2	1	2	3
负债合计	1,781	1,600	1,718	1,946	2,164
少数股东权益	6	15	16	7	8
股东权益合计	2,704	3,478	4,248	5,049	6,027
负债及股东权益合计	4,492	5,093	5,983	7,002	8,200

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	1,229	814	1,067	1,684	2,015
投资活动产生的现金流量净额	-1,256	-67	-115	-199	-198
筹资活动产生的现金流量净额	-306	-487	-719	-1,046	-1,200
现金及现金等价物净增加额	-333	260	234	439	617

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

群益大中华产业研究团队

台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
总经及市场策略处		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
产业研究一处		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯璋	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
产业研究二处		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安防
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
产业研究三处		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹤翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC外围、被动组件、连接器

上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场
李清	Liqing@e-capital.com.cn	旅游、金融、总经
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	Weiqi_Han@e-capital.com.cn	海运、航空、基建、汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Lihui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
范硕芬	Sophie_fan@e-capital.com.hk	零售消费、食品业
陈增城	Barry_chan@e-capital.com.hk	金融、地产、航[运]