

公司研究

公司点评

跟踪评级: 短期_推荐, 长期_A

柴泉公司和老窖特曲均值得期待

——泸州老窖(000568)公司点评

核心观点

1、09年一季度实现收入14.54亿元,同比增长13.3%,实现净利润6.79亿元,同比增长27.8%,每股收益0.49元。

2、白酒行业传统销售旺季从四季度开始延续至次年一季度末,按此区间计算老窖09/10年旺季收入26.1亿元,同比增长30.3%,但08/09年旺季收入增速同比下降8.7%。09/10年旺季净利润10.9亿元,同比增长53.9%,上个旺季利润同比下降18.8%。扣除投资收益贡献后,09/10年旺季利润同比增长49.6%,上个旺季利润是同比下降5.9%。综合看公司09/10年旺季业绩表现符合预期。

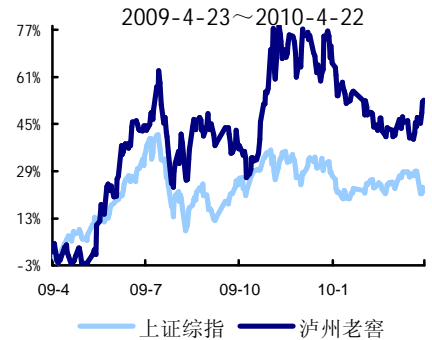
3、07/08年、08/09年和09/10年三个旺季的综合毛利率分别为63.06%、65.54%和71.46%。08/09年旺季对1573控量,拉低了毛利率提升速度,同时09年内公司对1573和老窖特曲提价,造成09/10年旺季毛利率提高5.92个百分点。

4、09年泸州老窖和经销商成立了柴泉公司,革新销售模式,目的一是绑定经销商,直接掌控市场,二是控制市场费用。公司通过柴泉公司投入市场费用,费用使用效率会提升,费用规模下降。09/10年旺季的销售费用2.2亿元,比08/09年下降2亿元,销售费用规模已经连续2个旺季下降2亿元。柴泉公司模式创新性较好,但风险在于经销商的接受程度,这一点我们认为会体现在应收款项周转率和存货周转率上。其背后逻辑是经销商认可柴泉公司后会提高自有压货资金使用效率,柴泉公司的应收款项和存货流转提高,最终反映在公司报表上营运能力指标提升。虽然公司应收性款项中变现能力强的应收票据占比较大,但09/10年旺季应收款项周转率仍比08/09年旺季有明显下降,反映短期内经销商对柴泉公司反映还未达到理想状态,还需要时间磨合。我们总体对公司营销模式的创新还是持积极评价。

5、从产品结构看,我们认为公司为了业绩推升动力还是在老窖特曲等中高档产品上,国窖1573的利润贡献主要体现在提价上,老窖特曲运作得当将会出现量价齐升状态。

6、股权激励业绩考核将从2011年开始。公司提出的2010年收入50亿目标实现可能性较大,预计10年每股收益1.44元,11年每股收益1.72元,对应10年动态市盈率23.6倍,11年动态市盈率19.8倍,给予公司“短期_推荐,长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	139423.95
流通A股(万股)	71533.77
52周内股价区间(元)	21.29-40.39
总市值(亿元)	476.13
总资产(亿元)	59.83
每股净资产(元)	3.05

目标价 6个月
12个月

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	4370.42	5219.07	5837.94	6379.21
同比增速(%)	15.06%	19.42%	11.86%	9.27%
净利润(百万)	1673.34	2010.30	2395.92	2809.77
同比增速(%)	32.18%	20.14%	19.18%	17.27%
EPS(元)	1.20	1.44	1.72	2.02
P/E	28.3	23.6	19.8	16.9

研究员:王明德

电话: 010-84183372

Email: wangmingde@guodu.com

执业证书编号: S0940200010025

联系人:徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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, 特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 10 年国窖 1573 和老窖特曲等高档酒销量 9700 吨，销售收入 31.4 亿元；10 年中低档酒销量 54000 吨，销售收入 20.7 亿元；11 年国窖 1573 和老窖特曲等高档酒销量 10900 吨，销售收入 37.8 亿元；11 年中低档酒销量 52000 吨，销售收入 20.6 亿元
- 2、假设 10 年高档酒综合毛利率 82.5%，中低档酒毛利率 43.5%；11 年高档酒毛利率 83%，中低档酒毛利率 43.5%。
- 3、假设 10 年销售费用 5 亿元，10 年期间费用占比 15.1%；假设 11 年销售费用 5.4 亿元，11 年期间费用占比 14.4%；假设 12 年销售费用 5.5 亿元，12 年期间费用占比 13.7%。假设期间费用下降，收入规模扩张造成费用占比下降。
- 4、假设 10 年至 12 年所得税实际税率 23%。

1.2 泸州老窖营业收入预测

表 1 泸州老窖营业收入预测表

高档酒	2009	2010E	2011E	2012E
销量(吨)	8800	9700	10900	11700
吨酒价格(万元/吨)	29.99	32.39	34.66	37.08
销售收入(万元)	263909	314172	377751	433859
毛利率	82.44%	82.50%	83.00%	83.50%
中低档酒	2009E	2010E	2011E	2012E
销量(吨)	55000	54000	52000	50000
吨酒价格(万元/吨)	3.63	3.85	3.96	4.08
销售收入(万元)	199606	207735	206043	204062
毛利率	43.08%	43.50%	43.50%	43.50%
总销量(吨)	63800	63700	62900	61700
吨酒价格(万元/吨)	6.85	8.19	9.28	10.34
白酒营业收入(万元)	437042	521907	583794	637921
白酒营业成本(万元)	145758	172351	180632	186882
白酒业务毛利率	66.65%	66.98%	69.06%	70.70%

资料来源：国都证券研究所

1.3 泸州老窖盈利预测

表 2 泸州老窖盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	437042.25	521907.08	583793.69	637920.66
营业收入(万元)	437042.25	521907.08	583793.69	637920.66
营业总成本(万元)	257268.17	300137.61	319175.23	328042.33
营业成本(万元)	145758.03	172350.55	180631.81	186881.54
营业税金及附加(万元)	32376.29	38099.22	42616.94	46568.21
销售费用(万元)	49937.12	51146.89	53709.02	54861.18
管理费用(万元)	29042.19	38076.57	41706.64	39169.51
财务费用(万元)	(24.07)	267.91	294.70	324.17
资产减值损失(万元)	178.61	196.47	216.11	237.73
其他经营收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00

公允价值变动净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益(万元)	35681.58	42104.27	49683.03	58625.98
营业利润(万元)	215455.66	263873.74	314301.50	368504.31
营业外收入(万元)	734.86	874.48	970.67	1048.32
营业外支出(万元)	1009.77	757.32	643.73	579.35
利润总额(万元)	215180.75	263990.89	314628.45	368973.28
所得税(万元)	46034.41	60717.90	72364.54	84863.85
净利润(万元)	169146.34	203272.99	242263.90	284109.43
少数股东损益(万元)	1812.43	2242.93	2671.56	3132.29
归属于母公司所有者的净利润(万元)	167333.91	201030.06	239592.34	280977.14
每股收益(元)	1.20	1.44	1.72	2.02

资料来源：公司年报、国都证券研究所

2、投资建议

从产品结构看，我们认为公司为了业绩推升动力还是在老窖特曲等中高档产品上，国窖 1573 的利润贡献主要体现在提价上，老窖特曲运作得当将出现量价齐升状态。股权激励业绩考核将从 2011 年开始。公司提出的 2010 年收入 50 亿目标实现可能性较大，预计 10 年每股收益 1.44 元，11 年每股收益 1.72 元，对应 10 年动态市盈率 23.6 倍，11 年动态市盈率 19.8 倍，给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiamasheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			