

2008年04月21日

泸州老窖 (000568)

08年白酒盈利有望翻番，维持“买入”评级

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

市场数据：2008年04月18日

收盘价(元)	57.55
一年内最高/最低(元)	76.6/39.3
上证指数/深证成指	3095/11292
市净率	15.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	25730

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2008年03月31日

每股净资产(元)	3.69
资产负债率%	26.07
总股本/流通A股(百万)	871/447
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《1-2月饮料行业效益点评及季报前瞻》 2008/04/11

《泸州老窖(000568)07年报点评》 2008/03/17

《泸州老窖三季报前瞻》 2007/10/15

《泸州老窖(000568)三季报预增点评》 2007/10/08

分析师

童驯

tongxun@sw108.com

联系人

韩威俊

(8621)63295888x369

hanweijun@sw108.com

地址：上海市南京东路99号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.sw108.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

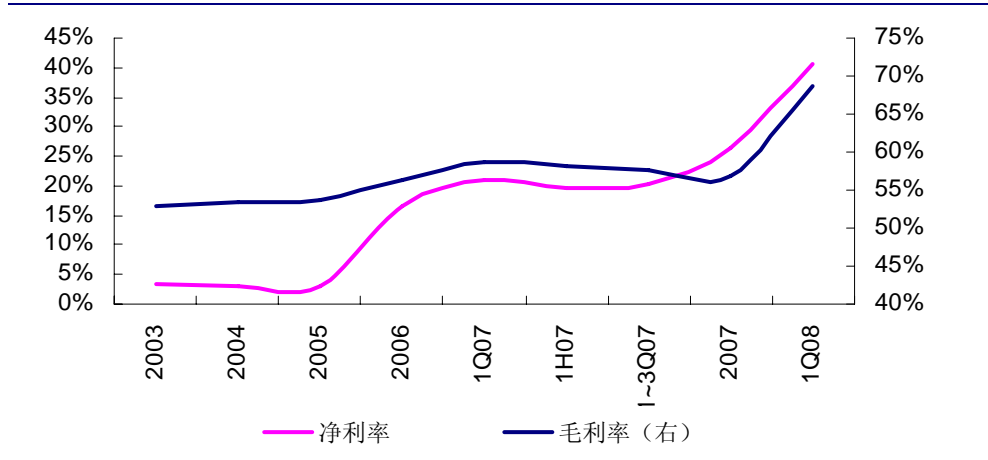
	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2007	2927	57	773	130	0.89	50	28.6	65
2008Q1	1267	86	513	262	0.59	63	15.9	
2008E	3775.7	29.0	1531.2	98.0	1.757	60.6	44.2	32.8
2009E	5136.1	36.0	2192.7	43.2	2.516	64.7	45.8	22.9
2010E	6870.7	33.8	3047.6	39.0	3.497	68.3	46.1	16.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **季报业绩符合预期，半年报预增 150-200%**。08年一季报 EPS0.588 元（其中华西证券贡献了 0.077 元），净利润 5.13 亿，同比增长 262%；营业收入 12.7 亿，增长 86.2%；毛利率、净利润率分别为 68.8%、40.5%，同比上升 10.1 和 19.6 个百分点。每股经营性现金流仅 0.0056 元，主要是由于 6 个月到期的近 4 亿元应付票据在一季度支付，另外，银根紧缩后经销商短期的应收账款有所增加，预计半年报开始经营性现金流将明显回升。半年报 EPS 预计 0.85 元，同比增长 190%左右。一季度国窖 1573 实现销量 1000 余吨，老窖特曲销售近 2000 吨。
- **投资评级与估值**：预计 08-10 年白酒主业贡献的每股收益分别为 1.405 元、2.164 元和 3.145 元，华西每年贡献 EPS0.352 元（88000*34.86%/87140），包含华西后 08-10 年 EPS 分别为 1.757 元、2.516 元和 3.497 元，同比增长 98%、43%和 39%。白酒主业按 09PE40 倍、华西证券业务按 10 倍 PE 估值，12 个月目标价 90 元，上涨空间 55%，维持“买入”评级。但如果未来一年市场估值重心继续下移，那么老窖也会存在一定估值压力。
- **关键假设点**：08-10 年国窖 1573 营业收入分别增长 59%、37%和 34%，老窖特曲营业收入分别增长 64%、54%和 47%，费用率继续下降。
- **有别于大众的认识**：（1）在市场明显减速增长的背景下未来三年能继续高增长的泸州老窖可给予市场平均水平两倍以上估值。（2）国窖 1573、老窖特曲双品牌战略将推动未来三年盈利继续大幅增长，1573 最终实际销量超过 3000 吨，品牌提升后 1573 返利比例的不断减少等同于变相提价，通过开发 60 度 1573 及定制酒进一步扩大超高端产品的比重，从而大幅提升吨酒价格及毛利率；而老窖特曲未来的目标是 200 元（2013 年前完成）、2 万吨，2011 年公司白酒销售目标为 100 亿元。（3）管理和营销能力是判断消费品企业长期价值的重要因素，泸州老窖在白酒企业中最具现代化管理和营销理念（葡萄酒企业是张裕），而变相的股权激励实施后更保证了管理团队的积极性。
- **股价表现的催化剂**：半年报、三季报、年报等不断预增、老窖特曲不断提价。
- **核心假设风险**：华西证券贡献的投资收益波动较大，公司适度盈余管理。

图 1：泸州老窖毛利率、净利率走势



资料来源：申万研究

表 1：盈利预测表

单位：万元、元

项目	03 年报	04 年报	05 年报	06 年报	07 年报	08F	09F	10F
营业收入	117,703	128,032	145,664	186,938	292,685	377,570	513,612	687,072
营业成本	55,533	59,513	67,361	81,467	126,063	122,131	145,346	170,033
营业税金及附加	10,736	10,221	14,078	15,048	21,658	26,807	35,953	48,095
销售费用	25,813	32,119	34,887	29,417	35,241	42,288	51,361	65,272
管理费用	12,834	14,427	12,978	14,125	16,780	20,389	25,681	32,979
财务费用	3,307	3,370	2,207	1,086	1,393	1,888	2,568	3,435
投资收益	326	72	-3,292	798	15,879	30,677	30,677	30,677
营业利润	10,401	9,004	15,193	48,578	90,384	194,744	283,380	397,934
营业外收入	319	568	1,119	346	387	0	0	0
营业外支出	1,245	491	1,265	439	317	0	0	0
利润总额	9,807	9,153	11,755	49,282	106,333	194,744	283,380	397,934
所得税	5,903	5,831	7,350	15,858	29,148	41,837	64,439	93,651
少数股东损益	-272	-632	-213	-237	-152	-213	-329	-477
归属于母公司所有者的净利润	4,175	3,954	4,618	33,661	77,337	153,120	219,269	304,761
净利润增长	35.1%	-5.3%	16.8%	628.9%	129.7%	98.0%	43.2%	39.0%
每股收益(按最新股本)	0.048	0.045	0.053	0.386	0.887	1.757	2.516	3.497

资料来源：申万研究

信息披露

分析师承诺

童驯：农业轻工、行业比较。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy) | ： 相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (outperform) | ： 相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ： 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动； |
| 减持 (underperform) | ： 相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|------------------|
| 看好 (overweight) | ： 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.sw108.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。