

泸州老窖 (000568.sz)

老窖特曲再次提价

汤玮亮 农业&食品行业研究员
电话: 020-87555888-634
eMail: twl@gf.com.cn

公司再度提高泸州老窖特曲的价格

泸州老窖特曲在去年成功提价之后, 近期又再次提高了出厂价格, 幅度为 20%-22%, 其中 52 度老窖特曲提价 20 元达到 128 元/瓶, 含 10 元的保证金。

老窖特曲将是公司未来发展的重点

公司对老窖特曲寄予厚望, 力图将其打造成为中高端商务用酒, 回归真实价值, 达到 2 万吨的销量, 200 元/瓶的价格。我们预计公司为了近期成功提价, 最近两个月对老窖特曲的出货量有一定的控制, 因此全年销量增幅不大, 预计 08 年老窖特曲的销量 6000 吨左右。

在经济增速下滑的背景之下, 提价行为尽管对短期的消费量可能有一定的负面影响。但此次提价反映了公司培育老窖特曲的决心。泸州老窖管理层和销售团队十分优秀, 具备强大的战斗力, 国窖 1573 的成功培育就很好得证明了这一点。我们也有理由相信, 公司在未来的发展中仍然能够继续保持攻城拔寨的能力。

盈利预测与投资评级

我们预测未来三年每股收益为 1.03 元、1.25 元、1.63 元。我们认为泸州老窖特曲的增长潜力良好, 具备良好的长期投资价值, 公司股价也处于低位。参考国内酒类龙头上市公司的估值, 给予 09 年 20 倍的 PE 水平, 合理价值为 25.07 元, 给予“买入”的投资评级。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1,869.38	2,926.85	4172.56	5094.63	6574.91
EBITDA(百万元)	588.03	1,087.42	1957.79	2353.31	3038.17
净利润(百万元)	336.61	773.37	1432.25	1747.47	2267.44
净利润增长率	628.89%	129.75%	85.2%	22.0%	29.8%
每股收益(元)	0.390	0.880	1.03	1.25	1.63
市盈率	64.97	83.52	19.08	15.64	12.05
市净率	10.06	23.71	7.49	6.83	5.61
EV/EBITDA	53.66	96.94	13	11	9
每股红利(元)	0.35	0.56	0.65	0.83	0.98
股息率(%)	1.38	0.76	3.32	4.23	5.00

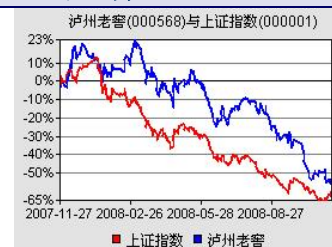
来源: 泸州老窖股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	19.68
目标价格(元)	25.07
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.80%	-38.01%	-53.43%
上证综指	13.11%	-16.77%	-56.83%

股票数据

总股本(万股)	139,423.9
	5
流通 A 股(万股)	71,533.48
主要股东:	
泸州市政府国有资产监督管理委员会	
主要股东持股比例	53.52%
流通 A 股比例	51.31%

财务比率

ROE	28.60%
ROA	17.22%
资产负债率	39.65%
每股净资产(元)	3.10

2007 年报数据。

公司再度提高泸州老窖特曲的价格

泸州老窖特曲在去年成功提价之后，近期又再次提高了出厂价格，提价20%-22%，其中52度老窖特曲提价20元达到128元/瓶，含10元的保证金。

老窖特曲将是公司未来发展的重点

随着国窖1573逐步达到规划产量，泸州老窖特曲将是公司下一步发展的重点。泸州老窖特曲原本就是全国老四大名酒之一，最高年销量曾超过1万吨，有良好的市场基础。公司对老窖特曲寄予厚望，力图将其打造成为中高端商务用酒，回归真实价值，在三到五年内达到2万吨的销量，200元/瓶的价格。

表1：全国历届（五届）评酒会获奖名单

第一届	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
第二届	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

数据来源：广发证券发展研究中心

前三季度的销售情况来看，老窖特曲尚未开始放量增长，还处于培育阶段。我们认为公司为了近期成功提价，最近两个月对老窖特曲的出货量有一定的控制，因此全年销量增幅不大，预计08年老窖特曲的销量6000吨左右。

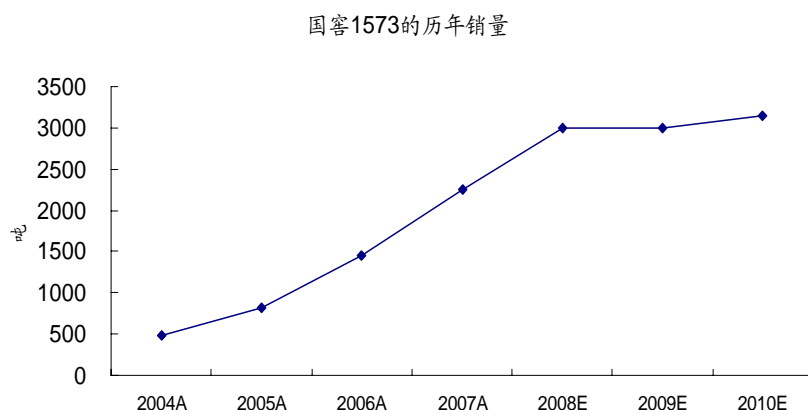
在经济增速下滑的背景之下，提价行为尽管对短期的消费量可能有一定的负面影响。但此次提价反映了公司培育老窖特曲的决心。泸州老窖管理层和销售团队十分优秀，具备强大的战斗力，这几年来国窖1573的成功培育就很好得证明了这一点。我们也有理由相信，公司在未来的发展中仍然能够继续保持攻城拔寨的能力。

表2：老窖特曲销量和价格变化情况对09年EPS的影响 单位：元

		同比08年销量变化			
		-20%	0	20%	40%
同比08年价格变化	0	1.14	1.18	1.21	1.25
	20%	1.17	1.21	1.25	1.29
	40%	1.20	1.25	1.29	1.32

数据来源：广发证券发展研究中心

图 1: 国窖1573历年销量的变化情况



数据来源: 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

关键假设: 我们假设08年国窖1573的销量为3000吨, 未来两年以5%的速度缓慢增长。老窖特曲08年的销量为6000吨, 未来两年的价格和销量均以20%的速度增长。

表3: 各项业务收入预测	单位: 万元/吨, 吨, 百万元			
	2007A	2008E	2009E	2010E
1573 吨酒价格	58.0	72.5	79.8	95.7
1573 销量	2240.0	3000.0	3150	3308
1573 销售收入	1299	2175	2512	3165
毛利率	81%	85%	86%	87%
老窖特曲吨酒价格	12.0	16.8	20.2	24.2
老窖特曲销量	5500	6000	7200	8640
老窖特曲销售收入	660	1008	1452	2090
毛利率	53%	54%	55%	56%

数据来源: 广发证券发展研究中心

我们预测未来三年每股收益为1.03元、1.25元、1.63元。我们认为泸州老窖特曲的增长潜力良好, 公司具备良好的长期投资价值, 股价也处于低位, 未来两年的每股收益复合增长率为26%。参考国内酒类龙头上市公司的估值, 给予09年20倍的PE水平, 合理投资价值为25.07元, 给予“买入”的投资评级。

我们将在近期推出深度研究报告详细介绍公司各项业务, 敬请关注。

表 4: 利润预测表 单位: 百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2927	4173	5095	6575
营业成本	1261	1473	1790	2242
营业税金及附加	217	292	357	460

营业费用	352	501	611	789
管理费用	168	202	247	319
财务费用	14	0	0	0
投资净收益	159	180	180	180
营业利润	1063	1885	2269	2945
营业外收入	4	3	0	0
营业外支出	3	28	0	0
利润总额	1063	1860	2269	2945
所得税	291	428	522	677
净利润	772	1432	1747	2267
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	773	1432	1747	2267
EBITDA	1149	1958	2353	3038
EPS (元)	0.89	1.03	1.25	1.63

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

经济增速的下滑对酒类价格和销量的影响是公司乃至全行业面临的
最大风险。公司在华北和中西部地区的销售情况比较正常，但在沿海发达
地区出现了销售乏力的现象。这种态势一旦向内地蔓延，公司的业绩可能
受到影响。我们将密切跟踪白酒行业 and 公司的销售经营情况。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。