

泸州老窖

000568

增持/ 首次评级

股 价	2009/07/06
RMB28.8	

基础数据

总股本（百万股）	1394
流通 A 股（百万股）	715
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	20602

财务数据

市净率 (X)	10.01
TRACING P/E (X)*	31.26
EPS (元)	0.38
股息率 (%)	2.26

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 赵 勇
 <0755-82492417>
 zhaoyongjys@lhqz.com

渠道制度创新

—— “超常规拼搏型第三次创业”

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3798.4	1283.8	4339	5211	6254
(+/-%)	29.8	1.3	14	20	20
归属母公司净利润(百万元)	1266.0	531.4	1461	1757	2166
(+/-%)	63.7	3.6	20	23	23
EPS(元)	0.91	0.38	1.05	1.26	1.55
P/E(倍)	31.7	75.6	28.6	23.8	19.3

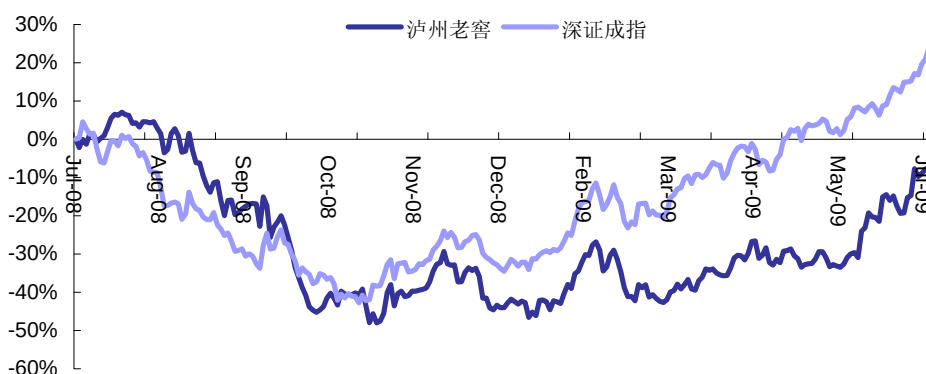
■ 近期我们实地调研了泸州老窖，深入了解公司愿景及其未来发展战略。公司提出未来 3-5 年净利润将保持两位数增长的发展目标，争取在 2013 年销售额突破 100 亿，实现“超常规拼搏型第三次创业”。公司战略上仍旧坚持做大做强白酒产业，同时发展金融证券业。白酒产业仍旧坚持“双品牌塑造，多品牌运作”的发展思路。我们发现泸州老窖“超常规拼搏型第三次创业”战略部署已基本完毕，正在逐步成熟。

■ 同时，公司对下半年高端白酒的销售情绪上已有所回暖，我们认为公司高端白酒销量数据 3 季度仍旧处于下滑状态，4 季度将会开始复苏，但仅是 08 年基数较低所致。公司中档及低档白酒目前处于量价齐升状态。

■ 我们认为公司应对此次金融危机采取的营销模式创新将极大增强公司的核心竞争力，片区经销商股份制销售公司的成立将帮助企业在渠道终端上获取较强竞争力，有助于厂家理顺渠道价格体系，同时更容易掌控终端。

■ 预计公司 2009-2011 年业绩分别为 1.06 元、1.26 元和 1.55 元。其中 2009 年业绩中有华西证券贡献业绩约 0.2 元，白酒 0.86 元；2010 年白酒业绩 1.06 元，华西证券 0.2 元。我们认为中长期内公司竞争实力将逐渐加强，给予增持评级。

最近 52 周股价表现



一、未来 3-5 年净利润两位数增长

经过 2008 年 4 季度大幅滑落，以及 1 季度增长持平，2 季度终于让老窖有了喘息机会。虽然盈余管理能让公司业绩表现平滑，但终归在情绪上消除了 08 年 4 季度的恐慌。

尽管如此，董事长和总经理对后市的看法仍旧存在分歧，董事长希望未来 3-5 年实现 2 位数增长，意图打造百亿企业，继续巩固高端品牌地位。强调利用团队合作、产品品牌优势，利用现代企业模式把传统产业继续发扬光大。而总经理倾向认为百亿销售额仅是一个目标，能否实现还不确定，10%也是两位数增长。公司在 2008 年提前完成“十一五”规划目标，从 2009 年开始，争取到 2013 年实现公司“超常规拼搏型第三次创业”。出现差异很正常，毕竟一方代表董事会，一方代表经营管理层。

但对投资者而言，我们认为 2 位数增长是比较确定的。公司管理层务实的责任心让我们充满信心。从 2008 年底到 2009 年 1 季度的紧急改革措施就可以看出公司反应迅速，机制灵活，而且勇于改革创新。

二、未来发展战略

1、总结前车之鉴，谨慎进行多元化

公司领导勇于承认历史上多元化经营的失败。同时，警醒当前公司的多元化征程。公司把股份公司的主业定位在两个行业：在制造业中全心全意做白酒（包括浓香和酱香），争取到 2013 年实现白酒 100 亿的销售额；在服务业上努力发展金融证券业，争取在 5 年之内做上市。

目前，公司白酒销售收入排名行业第三，销售收入距行业第二名仍具有很大提升空间。华西证券排 23 名左右，公司争取做到前 20，力争尽早完成证监会鼓励券商上市的政策要求。但这是今后长期的事情，不过我们认为短期来看，华西证券的投资收益将为公司的业绩增长带来较大贡献。

表 1 泸州老窖产品梯度及发展策略

	品牌体系	价格区间	发展策略	发展目标
双品牌塑造 (引导消费)	国窖 1573 系列	500 元+	产品概念延伸，量服从价	动态 3000 吨，结构深化调整
	泸州老窖特曲系列	100-200 元	量价平衡，以价为主	2011 年出厂价达到 200 元。销量逐步实现 2 万吨。
多品牌运作 (适应消费和创造消费)	中档：浓香经典、百年老窖、永盛烧坊等	200-300 元	抢夺市场空缺，宣传白酒文化，以量为主	打击竞品
	中低档：头曲、二曲、根酒等	100 元以下	抢占市场份额，强调食品安全	提高行业集中度

数据来源：联合证券研究所。

2、中长期来看，公司将进行“双品牌塑造、多品牌运作”

“双品牌塑造”主要指高端产品国窖 1573 系列，以及中档商务用酒泸州老窖特曲系列（参见表 1）。其中，国窖 1573 系列继续朝高端发展，强调价而不追求量，即量服从于价，在价格稳定向上时可以放量，在价格疲软时进行控量。泸州老窖特曲系列朝中档商务用酒发展，强调量价平衡，但侧重点仍旧在提价上，追求最大化收益。公司计划不迟于 2011 年，特曲酒出厂价要达到 200 元，但 2 万吨的销量并没有时间表。“多品牌运作”主要指针对国窖 1573 系列和老窖特曲系列之外的价格空档开发的各種品牌，包括百年、浓香经典、老酒坊、根酒、原浆和头曲等。“多品牌运作”以量为主，强调市场份额，切入细分市场打击竞品。

三、营销模式调整部署完毕

1、挺过危机的企业将更具生命力

此次金融危机来势迅速而凶猛，公司销售尤其是以高端品受影响较大，特别是在 2008 年 8-9 月份提价之后，公司控量接近 40%。同时，国窖 1573 批发及终端零售价出现回落、窜货明显；一线营销人员长久以来形成的惰性也在金融风暴的打击下暴露无疑、出口酒出现回流等等。

但是，短短半年时间，老窖人在公司核心管理层的带领下，迅速进行营销模式改革：包括出资直接扫荡社会多余库存以稳定价格；塑造“狼性营销文化”并灌输给一线销售人员；提出 2009 年为全员营销年的发展策略，要求各部门领导努力开发各自领域的团购市场，例如财务部门开发银行系统、董事办开发证券基金系统、贵宾服务公司开发更多其他团购客户等等。

效果很明显：08 年 4 季度国窖 1573 控量约 40%，而 09 年 1 季度销量仅下滑约 20%，4-5 月份经销商开始补库存，6 月份渠道批发价开始回升。我们判断，泸州老窖在去年年底采取的一系列措施将在 2009 年 4 季度完全显现出来，我们认为公司的高档酒在 3 季度仍将负增长，但到 4 季度将恢复到稳定增长，同时，公司将会更有能力迎接下一次经济危机。

2、经销商模式改革是重中之重

这次危机让老窖遇到了风险，但我们更倾向认为是老窖的机遇。正是这次危机让老窖意识到了改革的需要。公司从去年年底就进行改革：1）更换营销团队的领导；2）在重点区域市场成立片区经销商股份制销售公司；3）利用成立股份制销售公司的机会加强对经销商的细分和淘汰。

公司在 2008 年年底提出成立片区经销商股份制销售公司，并于 2009 年 4-6 月分别注册成立泸州老窖柒泉营销（华北、华中和西南）三家酒业股份有限公司（注册资本分别为 2.7 亿、1.4 亿和 1 亿）。制度安排很简单，资金全部由经销商出，董事长由经销商选举产生，但总理由公司选派。

我们认为这种片区经销商股权模式有利也有弊，利处在于：1）容易把稀缺的经销商资源（客户资源）利用股权利益捆绑在一起，发挥各经销商的渠道资源的合力；2）防止同一区域内不同经销商之间的相互竞争和渠道资源浪费，化解其

短期行为；3) 一个区域一个经销商便于企业垂直管理，加强对片区内所有经销商的管理力度。缺点在于：1) 厂家与消费者之间的距离容易被疏远，中间增加的环节越多，增加的信息不对称就越强；2) 股份制销售公司缺乏规范管理，可能导致渠道内利益的分配不公；3) 同时以单纯利益所维系的渠道具有先天的脆弱性。4) 由于老窖品牌力仍旧不够，很多强势经销商早被茅台和五粮液所霸占，因此吸引的经销商可能实力不强；5) 还有最大的问题在于一旦片区经销商发展壮大，“店大欺客”的事情也有可能发生。

我们之所以对片区经销商股份制销售公司的模式非常重视，主要在于类似的股权激励的确创造了不少辉煌。至少有两件案例可以用以说明：1) 老窖在 2006 年向经销商定向增发，利益捆绑，经销商在低价获取老窖股票之后，自然拼命销售老窖的产品，带来 06-07 年老窖业绩的突飞猛进，这是一种利益双赢的合作模式，**关键在于经销商的确把产品卖给消费者喝掉了**。2) 片区经销商股份制销售公司的模式其实有更早的版本，虽有差异，但大同小异。那就是格力电器在 1997 年底采取的“绑架”经销商的做法，即在每个省选定几家大的经销商，共同出资参股组建销售公司，组成“利益共同体”，共同来操控区域市场，达到共赢的目的。

表 2 片区经销商股份制销售公司制度安排

	出资方	管理层	厂家控制权	激励安排
老窖模式	经销商出资，董事长由经销商选取	总理由公司选派，协助管理	通过协议和公司章程对销售公司绝对控制	总经理参股销售公司
格力模式	厂商合资，董事长由厂家选取	总理由经销商选举，自行管理	通过协议和公司章程对销售公司绝对控制	总经理也是股东

数据来源：联合证券研究所。

表 3 厂商具体分工对比

	产品	促销	零售价格	批发价格	分销行为	售后服务
老窖模式	厂家决定；经销商合作开发	经销商自行决定	厂家决定	经销商决定，厂家协调	厂家决定，经销商协调	经销商管理
格力模式	厂家决定	厂家负责全国，协助经销商进行地方促销	经销商决定，厂家协调	经销商决定，厂家协调	经销商管理	厂家委托经销商负责并加以监督

数据来源：联合证券研究所。

表 2 和表 3 分别给出了老窖模式和格力模式的差异比较。我们相信这种片区经销商股份制销售公司的模式非常具有威力，如果制度安排设计到位，将会极大增强公司对渠道甚至终端的控制力度，激励到位将会大大激发销售公司员工的干劲。**在销售公司今后可以直接上市的美好愿景下，拥有销售公司股权的总经理自然会提高工作积极性。**从这一点来说，公司提出的“超常规第三次创业”将会给每个销售人员（派往各地区的销售公司总经理）带来重大发展机遇，同时也将可以让公司获取较强竞争优势。

尽管如此，这种模式是否能成功仍具不确定性，毕竟格力电器卖的是耐用品，售后服务需要的较多，而老窖卖的是快速消费品，铺货率相对更重要。但我们相信老窖管理团队的能力，一定可以把这种模式成功借鉴到快速消费品行业中。

四、盈利预测

我们认为公司 3 季度高端白酒的实际销量将会继续负增长，4 季度会有所回暖，但仅是 2008 年基数较低所致。鉴于 2009 年 1 季度的较低基数，公司高端白酒在 2010 年的 1 季度增长将会继续回暖。**对中低档产品的看法，我们借鉴《得中档酒者得天下》里面的观点，未来几年，仍旧将处于量价齐升的状态。**

预计公司 2009 年收入增长 14.2%，2010 年增长 20%。收入增长关键假设点在于：**1) 中档酒（泸州老窖特曲系列）量价齐升。**公司在 2008 年 11 月提高特曲酒出厂价 18.5%，在 2009 年 5 月份提高出厂价 15.6%，同时，公司计划将泸州老窖特曲出厂价在 2011 年之前提高到 200 元，其价格 3 年平均上涨 19%；同时在特曲酒销量保持稳步增长，我们预计特曲酒到 2011 年复合增长率为 16%，老窖特曲今后几年的量价齐升将为收入和业绩增量贡献最大；**2) 国窖 1573 价升量缩保证收入持平。**公司在 2008 年 8 月提高国窖 1573 出厂价 14%，但是，我们估计国窖 1573 全年销量下滑 10%，到 4 季度销售才有可能回暖，将对公司业绩带来正贡献，从 2010 年开始，我们假设国窖 1573 销量保持平稳，价格保持不变。

在上述关键假设条件下，预计 2009 年国窖 1573 销售收入基本持平，约 13.86 亿，而老窖特曲系列收入增长 38%，约 15 亿，其他酒系列收入增长 21%，2009 年总收入增长约 14.2%。

在 2009 年国窖 1573 销量下滑的背景下，我们预计公司毛利率将会出现回落，但国窖 1573 在 4 季度能恢复到正常状态，并在 2010 年保持平稳增长，这将对公司的毛利率和盈利能力筑底，而在特曲酒提价放量的情况下，公司在 2010 年的毛利率和盈利能力应该大幅提高；但如果国窖 1573 在今年 4 季度仍旧表现萎靡，势必将拖累公司的综合毛利率和盈利能力。

我们预计公司 2009-2011 年业绩分别为 1.05 元、1.26 元和 1.55 元。其中 2009 年业绩中有华西证券贡献业绩约 0.2 元，白酒 0.86 元；2010 年白酒业绩 1.06 元，华西证券 0.2 元。我们认为中长期内公司竞争实力将逐渐加强，给予增持评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2007	2008	2009E	2010E		2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2506	2532	3075	4205	营业收入	2927	3798	4339	5212
现金	444	704	917	1664	营业成本	1261	1289	1562	1824
应收账款	64	28	16	19	营业税金及附加	217	263	301	361
其他应收款	29	21	24	29	营业费用	352	513	521	625
预付账款	568	61	74	86	管理费用	168	227	260	312
存货	1239	1189	1439	1681	财务费用	14	2	3	2
其他流动资产	568	61	74	86	资产减值损失	12	-1	0	0
非流动资产	1986	2561	2538	2477	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	789	1343	1335	1335	投资净收益	159	172	258	258
固定资产	518	791	772	702	营业利润	1063	1676	1950	2345
无形资产	177	299	309	318	营业外收入	4	11	0	0
其他非流动资产	501	129	122	122	营业外支出	3	34	0	0
资产总计	4492	5093	5613	6682	利润总额	1063	1654	1950	2345
流动负债	1779	1599	1930	2132	所得税	291	387	488	586
短期借款	0	0	120	120	净利润	772	1267	1463	1759
应付账款	171	132	160	186	少数股东损益	-2	1	1	1
其他流动负债	1136	758	791	823	归属于母公司净利润	773	1266	1461	1757
非流动负债	2	2	0	0	EBITDA	1149	1762	2075	2464
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.89	0.91	1.05	1.26
其他非流动负债	2	2	0	0					
负债合计	1781	1600	1930	2132	主要财务比率				
少数股东权益	6	15	16	17		2007	2008E	2009E	2010E
股本	871	1394	1394	1394	成长能力				
资本公积	703	351	351	351	营业收入	51.9%	29.8%	14.2%	20.1%
留存收益	1130	1733	1923	2788	营业利润	115.6%	57.7%	16.3%	20.2%
归属于母公司股东权益	2704	3478	3668	4533	归属于母公司净利润	139.7%	63.7%	15.4%	20.2%
负债和股东权益	4492	5093	5613	6682	获利能力				
					毛利率(N)	56.9%	66.1%	64.0%	65.0%
					净利率(N)	26.4%	33.3%	33.7%	33.7%
					ROE(%)	28.6%	36.4%	39.8%	38.8%
					ROIC(%)	28.8%	36.8%	38.5%	37.7%
					偿债能力				
					资产负债率(N)	39.7%	31.4%	34.4%	31.9%
					净负债比率(N)	0.00%	0.00%	2.14%	1.80%
					流动比率	1.41	1.58	1.59	1.97
					速动比率	0.71	0.84	0.85	1.18
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.75	0.77	0.78
					应收账款周转率	55	82	198	303
					应付账款周转率	10.28	8.53	10.73	10.55
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	0.91	1.05	1.26
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	0.58	0.87	1.03
					每股净资产(最新摊薄)	3.10	2.49	2.63	3.25
					估值比率				
					P/E	33.80	33.04	28.62	23.80
					P/B	9.67	12.03	11.40	9.23
					EV/EBITDA	32	21	18	15

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。