

朱卫华 0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 董广阳、黄琚 0755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

2009年7月8日

泸州老窖(000568.SZ)/29.54元

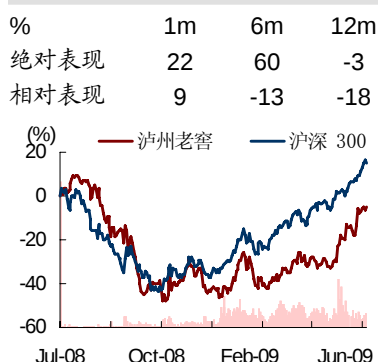
销售大区股份化开辟新模式

日用消费·食品饮料
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3089
总股本(万股)	139424
已上市流通股(万股)	71533
总市值(亿元)	412
流通市值(亿元)	211
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	32.0
资产负债率	25.3%
主要股东	泸州市政府国有资产
主要股东持股比例	53.5%

股价表现



相关报告

- 《食品饮料业 2009 年 6 月月报 - 高端品行情淋漓尽致，大众品中报值得期待》2009/7/1
- 《食品饮料业 2009 年中期投资策略 - 大众品正黄金时期，高端品承压通胀预期》2009/6/15
- 《食品饮料业 2009 年 2 季度投资策略 - 寻找补涨机会》2009/5/4
- 《泸州老窖(000568) - 经济形势转弱，公司积极应对》2008/12/26
- 《泸州老窖(000568) - 建议关注 12 月份经销商春节备货情况》2008/10/27

本文重点对泸州老窖以销售人员和经销商入股成立区域销售公司的渠道模式革新做了利弊分析。该模式能否成功运行我们看法相对乐观，不过该模式也对公司运营能力提出了更高要求。

- 酒业经营逐季好转，证券业务有望翻番。**公司一季度坚决控货以稳定市场价格体系，二季度销售环比好转，5、6 月份已实现同比增长，公司对下半年消费形势信心较足，正积极备货。华西证券由于经纪业务表现出色，加上自营部分盈利，上半年净利在 6-7 亿元，正常状态下全年可达 10 亿元以上利润，有望给公司贡献 EPS0.2 元以上。
- 创新亮点：销售渠道开辟股份制片区销售公司模式。**我们认为此模式有望降低公司期间费用率，增加现金流入，提高净利率，一方面以更多返利、购货款利息返还、分红收益等激励经销商，另一方面又以收取保证金、提前打款、财务监督、违规处分等手段来约束经销商，控制风险。该模式还具有放大效应，产品旺销时扩张速度极快，销售受阻时经销商信心会动摇，令销售快速回落，这对公司的运营管理能力将提出更高要求。
- 消费税影响可能有限，股权激励即将落实。**尽管消费税严格征管可能无法避免，但公司渠道模式创新能降低出厂价，从而降低税基。公司目前认为可能会增加三四千万元税款，减少 EPS 约 0.03 元。历经三年的股权激励方案获批，有望年内落实，市场对此期待已久。
- 维持“强烈推荐”投资评级：**泸州老窖集产品积淀深厚、管理团队精悍、运营机制灵活等优势于一身，是我们长期看好的白酒龙头公司。公司近期销售形势复苏和销售模式创新对财务表现有一定正向影响，09 年证券业务超预期，但考虑未来期权费用需要摊销和消费税加征风险具有不确定性，我们略为调整 09-11 年 EPS 预测至 1.09 元，1.19 元，1.40 元，但酒业利润保持快速增长，09-11 年增速为 13.7%，24.9%，20.2%。
- 风险因素：**消费税征收从严和央行短期收紧流动性的政策预期影响白酒业绩和股价表现。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2927	3798	4205	4782	5416
同比增长	52%	30%	11%	14%	13%
营业利润(百万元)	1063	1676	1923	2144	2531
同比增长	116%	58%	15%	11%	18%
净利润(百万元)	773	1266	1519	1659	1949
同比增长	140%	64%	20%	9%	17%
每股收益(元)	0.89	0.91	1.09	1.19	1.40
PE	33.3	32.5	27.1	24.8	21.1
PB	9.5	11.8	10.5	9.4	8.3

资料来源：招商证券

酒业经营逐季转好，证券业务盈利翻番

市场整肃基本完毕，销售情况逐季转好。1) 公司上半年 1573 销量同比基本持平，季度环比转好。一季度销量下降，公司认为一是去年产品外贸出口突然放大，今年回流的很多，扰乱了市场，导致今年市场压力较大，也损害了部分经销商信心，因此公司今年上半年坚决停货以清理市场；二是对金融危机带来的估计仍显不足，虽然采取措施应对，但应变措施滞后；三是 08 年危机前价格走高的胆气不够，使得价格竞争优势不足。4 月份以来公司适度放量，开始有所增长，5 月份继续正增长，公司对下半年形势信心较足，据了解 6 月份国窖 1573 包装量 360 吨。2) 特曲 4 月份再次提价，不过上半年销量略微下降，销售收入变化不大，公司目前对特曲的政策是价格优先到位，销量自然扩张。3) 中低档酒销售较旺，公司近期不断增加生产储备，不过中低档酒主要在于市场份额，利润贡献较少。总体上公司收入未来 7 个月环比保持增长可能性较大。

公司对于特曲品牌比地产酒的优势有清醒认识，不过短期看销售重点尚在 1573，特曲策略是价格先行到位，再力图销量提升。我们就中档酒全国性品牌与地产酒竞争有何对策与五粮液和老窖做了交流，五粮液从地产酒的角度，认为目前地产酒旺销除了当地消费者感情外有两个不可忽视的因素，一是靠贿赂营销，将行业成本越抬越高，认为这种模式三五年就走到尽头；二是有地方政府支持，这点未来也不会变。老窖看法更乐观，认为公司产品相比地产酒有优势：一是公司的质量体系；二是公司创新能力；三是公司成本优势（指自己的中低档产品），基酒储备近 8 万吨，未来物价上涨后的成本优势地产酒无法比；四是市场观念进程下地方保护主义观念的减弱。这是长远之势，短期中档全国性品牌仍然未见区域优势，如特曲在四川与丰谷、小角楼的竞争，五粮春、特曲在江苏与洋河、今世缘的竞争（特曲准备 6 月份起主攻江苏市场，以前有消费基础）。地产品牌比全国品牌战线更集中，运输、广告等费用更低，可以给经销商更多利润空间，更多地面支持。不过中档酒依托品牌在东部非白酒产地有优势，而地产酒要闯天下也有难度。一线白酒企业里中档品牌最有消费群基础的无疑是老窖特曲，但公司目前精力更专注于 1573。我们认为公司还在等待时机，待 1573 品牌更为成熟，更具高空拉力，老窖特曲价格逐步到位时再全面出击，形成双品牌共振效应。（关于中档酒格局的分析请参阅《食品饮料业 2 季度策略报告—寻找补涨机会》2009/5/4）

华西证券 09 年业绩贡献有望翻番。华西证券董事长蔡总辞去泸州老窖董秘一职，全力发展华西证券。公司表示华西证券把风险控制放在首位，从 04-08 年一直盈利，前几年就有上市冲动，目前无时间表，大概的规划是 5 年内。由于四川经纪业务表现出色，加上自营部分盈利，华西证券上半年净利在 6-7 亿元，按照正常形势，全年可达 10 亿元以上利润。老窖的权益收益有望达到 EPS0.2 元以上。

销售大区股份化开辟新模式

公司应对不利经济环境，对渠道进行重要变革，一是对经销商网络队伍的整合，经销商入股销售分公司，湖南、四川、北京已经成立试点；二是团购的VIP事业部升级为贵宾服务公司，最近主要做武警、高校后勤等客户。前者作为行业内创新型模式，我们做一分析。

公司于年初决定设立股份制片区销售公司，运营模式为：原老窖的区域销售人员和当地经销商共同入股，成立片区销售公司。老窖直接面对销售公司，给予比一般经销商更优惠的政策，并通过合同对销售公司的行为予以规范和监督，经销商从销售公司拿货可以获得更多优惠，并在扩大自身销售时也获得销售公司分红。

该模式的优势和风险分析见表1，我们认为此模式有望降低公司期间费用率，增加现金流入，提高净利率，一方面以更多返利、购货款利息返还、分红收益等激励经销商，另一方面又以收取保证金、提前打款、财务监督、违规处分等手段来约束经销商，控制风险。该模式还具有放大效应，产品旺销时扩张速度极快，销售受阻时经销商信心会动摇，令销售快速回落，这对公司的运营管理能力将提出更高要求。此模式有借鉴格力电器的“股份制区域销售公司”，但不同之处在于，格力参股或控股了区域销售公司，但老窖与区域销售公司无股权关系；格力电器下游被国美、苏宁所垄断，格力自建大量专卖店以应对，但老窖的客户尚未如此强大；空调产品需要售后服务，但白酒这方面无需该投入。由此看来，老窖的渠道模式风险可能更小一些。

表1、老窖的股份制片区销售公司优势和风险

	优势	风险
对公司	1、节省大量销售和管理人工支出，期间费用率有望下降； 2、购货款、入股款、保证金等增加，增加现金流入； 3、增加优惠政策，如保证金金额内最优惠价或货源紧张时优先供货等，销售收入增速或有所减缓； 4、和经销商利益捆绑，实现对终端价格管控； 5、团结一批当地较具实力的经销商，利用当地经销商的政府、媒体等人脉关系，并可避免一些公关等方面的麻烦等。	1、渠道内部竞争，包括经销商为扩大销售盲目增加布点，入股经销商和一般经销商的竞争等； 2、公司支持力度不足致产品难销，引发入股经销商整体放弃； 3、经销商体外循环，借老窖的营销支持推广其他产品； 4、对销售公司每款产品的营销投入考核较难，老窖最好能掌握销售分公司的财务情况； 5、片区销售公司人员携款潜逃等。
对经销商	1、以更优惠的政策拿货； 2、经销商利益共同体，扩大销售同时可以获得分红。	1、入股款和保证金被挪用； 2、搭便车现象。
对原销售人员	从老窖普通员工变为销售公司股东和管理者，利于发挥在营销、市场调查等方面的能动性。	经销商强势地位对其行动的束缚

资料来源：招商证券

消费税影响可能有限，股权激励有望落实

公司认为消费税严格征管政策起不到“扶优限劣”的作用，该看法也代表了名优白酒企业的普遍观点。公司认为，中国白酒是硕果仅存的传统产业，这个政策将造成对消费者、对中国软实力（自主知识产权和传统文化）、工业反哺农业政策三方面的伤害，大企业税收不断增加，但一直都在偷漏税的中小酒厂仍安然无恙，也造成食品安全无法保障。目前产酒大省的地方政府也反响强烈，请求中央扶助名优白酒企业、扶持西部经济。白酒消费税最终征管如何落实、何时落实还要看企业、地方政府与财政部、国税总局的讨论。近期媒体报道进销差价 200%以上由国税总局核定税基，且可能对销售环节加征一道从价税，但政策可能会延期 3 个月出台，利弊各半。我们认为公司渠道模式创新能降低出厂价，从而降低税基。公司目前认为可能会增加三四千万元税款，减少 EPS 约 0.03 元。

股权激励方案获批，有望年内落实。股权激励是解决股改遗留问题，已历三年。公司表示这是目前四川国资委首家也是唯一一家获批的，方案行权价还是 12.78 元，实际上因为除过权，行权价比当初高了 60%。业绩增速承诺不再是 30%，而是低 2 位数增长，因为在三年前提出激励方案后，经管理团队不懈努力，业绩已经实现突飞猛进的增长。我们估算，若以行权数量 2400 万股，分三年按照 4: 3: 3 比例行权，按当前价格 30 元，09 年期权费用按半年摊销影响 EPS 约 0.04 元。

投资策略

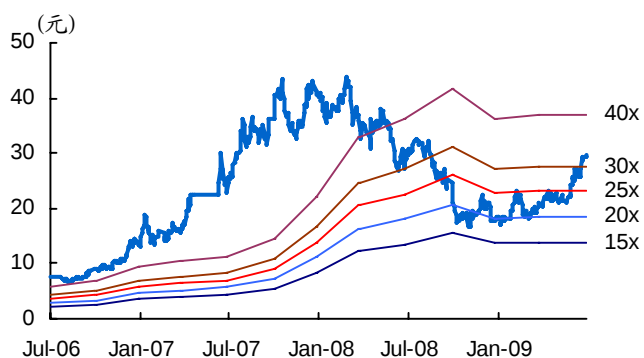
维持“强烈推荐”的评级。泸州老窖集产品积淀深厚、管理团队精悍、运营机制灵活等优势于一身，是我们长期看好的白酒龙头公司。公司近期销售形势复苏和销售模式创新对财务表现有一定正向影响，09 年证券业务超越预期，但考虑未来期权费用需要摊销和消费税加征风险具有不确定性，我们略有调整 09-11 年 EPS 预测至 1.09 元，1.19 元，1.40 元，但酒业利润保持快速增长，预计 09-11 年增速 13.7%，24.9%，20.2%。

风险因素：消费税征收从严和央行短期收紧流动性的政策预期影响白酒业绩和股价表现。

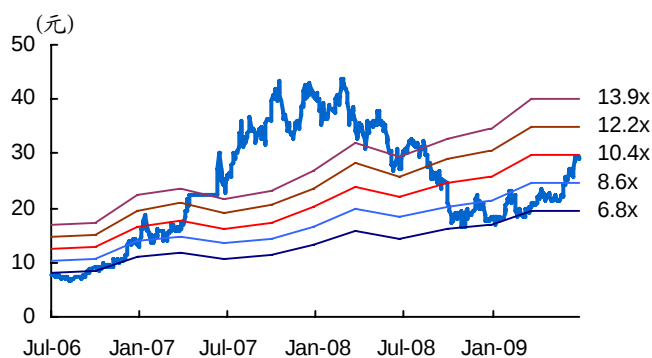
表 2、泸州老窖单季度及年度利润表

单位: 百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	07n	08n
一、营业总收入	680	614	704	929	1267	843	967	721	1284	2927	3798
二、营业总成本	450	442	469	662	661	570	593	470	696	2023	2294
其中: 营业成本	282	260	303	415	396	347	331	215	476	1261	1289
营业税金及附加	39	49	55	73	76	66	75	46	57	217	263
营业费用	93	85	56	119	147	95	135	136	110	352	513
管理费用	36	36	42	53	43	60	54	71	53	168	227
财务费用	0	-4	13	4	-1	2	-1	2	1	14	2
资产减值损失	0	15	-1	-2	0	1	-1	-1	0	12	-1
三、其他经营收益	0	1	0	158	96	30	38	8	87	159	172
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	158	96	30	38	8	87	159	172
四、营业利润	230	173	235	425	702	304	411	260	674	1063	1676
加: 营业外收入	0	0	1	2	1	1	1	8	0	4	11
减: 营业外支出	0	0	0	2	0	27	0	6	1	3	34
五、利润总额	230	173	235	425	703	278	411	262	673	1063	1654
减: 所得税	89	61	81	61	190	49	67	80	142	291	387
六、净利润	141	112	155	364	513	229	344	182	531	772	1267
减: 少数股东损益	0	0	0	-1	0	0	1	1	0	-2	1
七、归属母公司所有者净利润	142	112	155	365	513	229	343	181	531	773	1266
EPS	0.10	0.08	0.11	0.26	0.37	0.16	0.25	0.13	0.38	0.55	0.91
主要比率											
毛利率	59%	58%	57%	55%	69%	59%	66%	70%	63%	57%	66%
主营税金率	6%	8%	8%	8%	6%	8%	8%	6%	4%	7%	7%
营业利润率	34%	28%	33%	46%	55%	36%	43%	36%	53%	36%	44%
净利率	21%	18%	22%	39%	40%	27%	36%	25%	41%	26%	33%
营业费用率	14%	14%	8%	13%	12%	11%	14%	19%	9%	12%	14%
管理费用率	5%	6%	6%	6%	3%	7%	6%	10%	4%	6%	6%
实际税率	39%	35%	34%	14%	27%	18%	16%	31%	21%	27%	23%
YoY											
收入增长率	16%	47%	96%	72%	86%	37%	37%	-22%	1%	52%	30%
营业利润增长率	49%	45%	236%	204%	205%	75%	75%	-39%	-4%	116%	58%
净利润增长率	44%	37%	279%	262%	262%	104%	122%	-50%	4%	140%	64%

资料来源: 公司公告、招商证券研究

图 1: 泸州老窖历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 泸州老窖历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《食品饮料业 2009 年 6 月月报 - 高端品行情淋漓尽致, 大众品中报值得期待》2009/7/1
- 2、《食品饮料业 2009 年中期投资策略 - 大众品正黄金时期, 高端品承通胀预期》2009/6/15
- 3、《食品饮料业 2009 年 2 季度投资策略 - 寻找补涨机会》2009/5/4
- 4、《泸州老窖 (000568) - 经济形势转弱, 公司积极应对》2008/12/26
- 5、《泸州老窖 (000568) - 建议关注 12 月份经销商春节备货情况》2008/10/27
- 6、《泸州老窖 (000568) - 酒业主营增长强劲, 公司对未来需求信心十足》2008/8/18
- 7、《食品饮料业 2008 年中期投资策略 - 高端需求结构分析》2008/6/16
- 8、《高端白酒公司调研纪要 - 贵州茅台、五粮液、泸州老窖》2008/6/10

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2506	2532	3043	3764	4605
现金	444	704	1083	1579	2189
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	161	529	586	666	755
应收款项	64	28	23	26	29
其它应收款	29	21	23	26	30
存货	1239	1189	1262	1395	1524
其他	568	61	65	72	79
非流动资产	1986	2561	2491	2475	2461
长期股权投资	789	1343	1343	1343	1343
固定资产	518	791	750	761	771
无形资产	177	299	269	242	218
其他	501	129	129	129	129
资产总计	4492	5093	5534	6239	7066
流动负债	1779	1599	1606	1839	2109
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	171	132	141	156	170
预收账款	472	709	621	686	749
其他	1136	758	844	997	1190
长期负债	2	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	2	2	2	2
负债合计	1781	1600	1607	1840	2111
股本	871	1394	1394	1394	1394
资本公积金	703	351	351	351	351
留存收益	1130	1733	2165	2636	3190
少数股东权益	6	15	16	18	20
母公司所有者权益	2704	3478	3910	4381	4935
负债及权益合计	4492	5093	5534	6239	7066

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1229	814	1195	1560	1877
净利润			1519	1659	1949
折旧摊销			120	116	114
财务费用			(9)	(13)	(19)
投资收益			(314)	(209)	(209)
营运资金变动			(122)	5	38
其它			(0)	4	4
投资活动现金流	(1256)	(67)	(50)	(100)	(100)
资本支出			(50)	(100)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(306)	(487)	(765)	(965)	(1167)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(1088)	(1187)	(1395)
其他			323	222	228
现金净增加额	(333)	260	380	496	610

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2927	3798	4205	4782	5416
营业成本	1261	1289	1379	1524	1665
营业税金及附加	217	263	330	375	424
营业费用	352	513	538	579	617
管理费用	168	227	357	383	406
财务费用	14	2	(9)	(13)	(19)
资产减值损失	12	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	159	172	314	209	209
营业利润	1063	1676	1923	2144	2531
营业外收入	4	11	0	0	0
营业外支出	3	34	0	0	0
利润总额	1063	1654	1923	2144	2531
所得税	291	387	402	484	580
净利润	772	1267	1521	1660	1951
少数股东损益	(2)	1	2	2	2
母公司所有者净利润	773	1266	1519	1659	1949
EPS (元)	0.89	0.91	1.09	1.19	1.40

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	52%	30%	11%	14%	13%
营业利润	116%	58%	15%	11%	18%
净利润	140%	64%	20%	9%	17%
获利能力					
毛利率	56.9%	66.1%	67.2%	68.1%	69.3%
净利率	26.4%	33.3%	36.1%	34.7%	36.0%
ROE	28.6%	36.4%	38.9%	37.9%	39.5%
ROIC	28.8%	36.8%	36.6%	36.3%	38.0%
偿债能力					
资产负债率	39.7%	31.4%	29.0%	29.5%	29.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.6	1.9	2.0	2.2
速动比率	0.7	0.8	1.1	1.3	1.5
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
应收帐款周转率	55.1	82.3	165.7	198.7	198.4
应付帐款周转率	10.3	8.5	10.1	10.3	10.2
每股资料(元)					
每股收益	0.89	0.91	1.09	1.19	1.40
每股经营现金	1.41	0.58	0.86	1.12	1.35
每股净资产	3.10	2.49	2.80	3.14	3.54
每股股利	0.56	0.65	0.78	0.85	1.00
估值比率					
PE	33.3	32.5	27.1	24.8	21.1
PB	9.5	11.8	10.5	9.4	8.3
EV/EBITDA	24.7	16.1	13.9	12.5	10.7

分析师简介

朱卫华，清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。