

泸州老窖(000568)

调整基本完成，有望迎来新的量价齐升

——泸州老窖调研快报

✍ 洪婷
 ☎ 021-38676550
 ✉ hongting@gtjas.com

胡春霞
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com

本报告导读：

- 国窖1573明年实现量价齐升的可能较大。
- 公司明年将继续坚持“双品牌塑造，多品牌运作”，推升国窖1573和老窖特曲品牌价值，扩大产品的市场占有率。

事件：

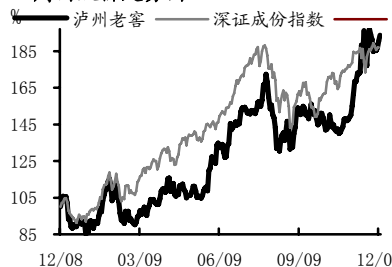
- 我们于11月17日调研泸州老窖，与公司总经理张良、董秘曾颖等领导交流公司最新经营情况。

评级： **增持**
 上次评级： 增持
目标价格： **¥45.00**
 上次预测： ¥34.00
当前价格： **¥37.25**
 2009.12.22

交易数据

52周内股价区间(元)	17.14 ~ 40.39
总市值(百万元)	54,501
总股本/流通A股(百万股)	1,394/715
流通B股/H股	
流通股比例	51.3%
日均成交量(百万股)	18.3
日均成交值(百万元)	472.8

52周内股价走势图



相关报告

销量增速下降，消费税上升幅度小于预期

(09.10.15)

华西证券收益大幅增长，业绩略超预期

(09.07.29)

评论：

11月17日我们对泸州老窖进行了调研，与公司主要领导交流，对公司近期经营情况的总体印象如下：1、3季度开始随着国内消费者对国内经济和消费回暖的信心增强，国窖1573的销量出现较快回升，公司近期一直保持控货，消化渠道库存为提价做准备，明年国窖1573有望迎来新一轮的量价齐升；2、09年中低档酒销量快速上涨成为亮点，同时由于公司持续提高中低档酒的产品价格并控制其成本，公司中低档酒仍能实现盈利，对公司的业绩增长有所推动；3、公司明年将继续坚持“双品牌塑造、多品牌运作”的经营主旨不变，进一步提高产品销售规模和市场占有率。

- **国窖1573销量回升趋势形成。**预计国窖1573 09年的销量能够达到2800吨，08年销量2700吨左右，09年较去年略有增长。09年1季度销量下滑较大，2季度销量下降幅度减小，到11月累计销量增速止跌回升。在国内经济回暖的背景下，09年下半年国窖1573的销量回升的趋势逐步形成，我们预计明年销量仍能够上涨10%左右。
- **老窖特曲增长暂时受阻，明年将回暖。**老窖特曲09年上半年销量保持增长，但由于提价和控货，下半年老窖特曲单品的销量有所下降，预计全年销量较08年下降10%。百年老窖和浓香经典的销量等特曲系列产品的销量较去年上升，预计老窖特曲系列整体销量6000吨与去年基本持平。我们预计随着老窖特曲的价格逐渐被市场接受，2010年老窖特曲的销量将回升，我们预计2010年老窖特曲的销量将同比回升15-20%。公司仍然坚持未来将老窖特曲的总销量恢复到2万吨的目标，但我们认为由于近期地产酒也纷纷推出200元左右的中档酒可能对老窖特曲原有市场的恢复有一定的负面影响，我们预计未来两年老窖特曲销量的恢复速度可能将较为平稳。

- **09年中低档酒销量大幅增长，明年增长将持续，对公司业绩增长有一定的推动作用。**公司08年中低档酒的销量约为6万吨，09年预计接近10万吨，部分单品的总销量增速达到100%。中低档酒销量较快增长的趋势从去年就开始了，我们认为主要原因有：1、08年下半年开始的经济减速导致居民对未来的收入预期下降，消费预算下降使得高档白酒消费出现一定的消费降级；2、二线城市和农村居民收入增速上升推动中低档白酒消费的增长。由于未来政府通过推动居民收入以扩大内需推动经济增长的政策将持续，09年底的经济工作会议中将提高作为2010年政府工作的重点之一，我们预计未来2-3年中低档酒的销量增速仍然会保持在较快的水平。
与部分公司低档产品不盈利或微利的情况不同，公司近年来通过提高产品售价和控制成本使得中低档产品实现较好的盈利，08年其毛利率水平在33%左右，由于中低档产品较好的盈利能力，其销量的上升也将对公司业绩有一定的推动作用。
- **公司近期已逐步减少国窖1573的出货，消化渠道库存，短期内提价可能性较大。**公司下半年对国窖1573的控货频率增加，从12月开始不再对外发货，公司将通过减少出货量进一步消化经销商和渠道的库存量，也为下一步可能的提价做准备。我们预计公司明年春节前提价的可能性很大，提价幅度在50-60元左右。未来公司对国窖1573仍然坚持控量提价的政策，其未来的销量将保持在3000-4000吨左右，而吨酒价格将持续上升，公司计划推出两款定价在1000元以上的产品“中国品味”和“世界品味”以进一步提高公司高档产品的市场价格。
- **明年3月老窖特曲将推出年份酒，间接推高老窖特曲系列均价。**公司将继续推动老窖特曲产品的价值回归，计划于明年3月的酒博会期间推出老窖特曲年份酒，定价可能会高于普通老窖特曲，是公司继续推动老窖特曲价值回归使其占领中高档市场的积极尝试。我们认为该产品的推出可能提高老窖特曲的均价和市场定位。
- **公司近期在国窖1573的三大主销区域华北、华中、西南建立柒泉公司，提高经销商的销售效率和积极性。**为了防止内耗，集中有效的利用销售资源，公司近期将主销区域的经销商整合一起设立柒泉公司，按照各经销商上一年的收入占比入股，按比例分享柒泉公司的利润分红。公司鼓励各主销区的经销商都加入柒泉公司，同时已对给柒泉公司的一批价提高60元，以示对其的支持。我们认为柒泉公司将经销商的销售业绩与其利润收益进一步联系起来，对经销商的销售效率应有一定的提高。
- **销售费用率未来将有可能保持下降趋势。**自今年3季度开始公司的销售费用率呈现下降到趋势，我们预期这一趋势可能保持。公司称随着整体收入规模的上升，虽然销售费用投入仍会保持一定的增长，同时明年将对公司的财务结算过程进行科学控制以提高企业现金流的利用效率，其费用投入的效率将有一定的提高，2010年公司对经销商的销售费用的投入将有可能下降，但广告宣传费用将保持增长，我们预计销售费用率将有可能保持平稳下降的趋势。
- **华西证券今年业绩增长较快。**今年华西证券的业绩增长较快，为上市公司贡献的投资收益约为3个亿，较去年增长75%左右，贡献约0.21元的每股收益。通过公司的努力，华西证券的净利润达到10个亿以上，经纪业务排名居于全国20-30位，在四川地区有较大的市场占有率，预计公司未来两年的收入和净利润将较为稳定。
- **盈利预测和投资建议。**公司股权激励计划已通过国资委审批，目前正在等待证监会的批复，股权激励获通过的可能性较大。公司明年收入计划增长20%以上，预计国窖1573和老窖特曲的销量回升以及销售费用率将平稳下降将推升公司白酒业绩的增长，我们将公司2009-2010年的业绩预测调高到1.20元、1.56元，其中白酒业务的业绩分别为1.00元和1.35元，目标价提高到45元，重申对其的推荐。

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业五年。2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士, 2007 年 7 月加入国泰君安研究所, 目前从事食品饮料的研究工作。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com