

泸州老窖 (000568): 奢侈·升华 增持 (维持)

食品饮料行业/白酒

当前股价: 35.89 元

报告日期: 2009 年 12 月 20 日

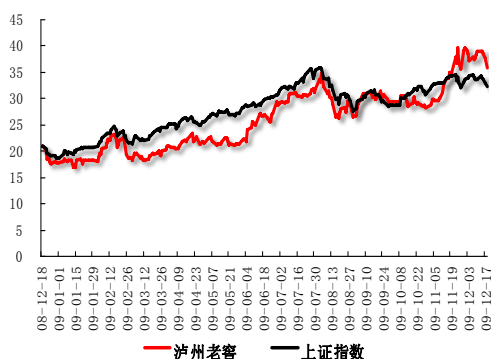
主要财务指标 (单位: 百万元)

白酒业务	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3798	4288	5060	5895
(+/-)	30%	13%	18%	17%
营业利润	1676	1709	2145	2627
(+/-)	58%	2%	26%	22%
归属于母公司的净利润	1266	1281	1650	2022
(+/-)	64%	1%	29%	23%
每股收益 (元)	0.91	0.92	1.18	1.45
市盈率 (倍)	40	39	30	25

公司基本情况 (2009 年 9 月 30 日止)

总股本/已流通股 (万股)	139,424/71,532
流通市值 (亿元)	256.73
每股净资产 (元)	2.74
资产负债率 (%)	29.46

股价表现 (最近一年)



天相农业食品组

联系人—王 爽

021-58824282-807 wangs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 近日, 我们到了四川泸州, 对浓香型鼻祖泸州老窖进行了实地调研, 和公司高管交流了公司未来发展的方向以及策略。

坚定不移的品牌战略方向—双品牌塑造+多品牌建设。公司目前的主要两个品牌分别是国窖1573和老窖特曲。

- **双品牌塑造之1573的“超高端+奢侈品”路线。**公司1573年的4口近500年的窖池不能复制, 极限原酒产能仅3000吨, 未来国窖1573的利润增长主要来源于不断提价的过程。后续, 公司将可能会推出精品的1573—“中国品味”和“世界品味”, 两款精品酒未来将走奢侈品路线, 主要用于收藏等; 而目前的国窖1573未来也将不断提价, 逐步从高端酒迈向超高端。目前, 国窖1573的主要渠道仍然是酒楼等相对高端的餐饮渠道, 但公司对1573未来的长期规划是逐步退出酒楼, 未来主要方向是用于收藏、礼品以及品鉴等消费路线。我们认为, 国窖1573未来“超高端+奢侈品”路线的战略方向是完全可以达到的, 主要原因有: (1) 公司436年的窖池文化难以复制, 正所谓“品位之道 在乎稀有”, 为1573走“超高端+奢侈品”路线奠定了基础; (2) 公司提价的信念坚定。从我们了解到的情况来看, 今年在公司控货期间, 对于提前打款的经销商一律将款退回, 杜绝了提价后仍按原价格发货的可能, 从中不难看出国窖1573向奢侈品转型的坚定信念; (3) 求高不求宽。未来国窖1573将走文化路线, 公司今年花了较大力气理顺价格, 不间断的控货累计近3个月, 在紧缩过程中, 经销商库存目前已经比较有限, 本轮调控非常成功。未来, 国窖1573也不会追求数量, 坚决走奢侈品路线, 数量将服从于价格。
- **双品牌塑造之老窖特曲—未来占有市场的主要品牌。**老窖特曲仍然维持出厂价200元, 销量2万吨以上的策略不变。但是, 公司将在明年3月份的酒博会上推出老窖特曲的年份酒, 重新塑造品牌的载体, 在国窖1573转型奢侈品的过程中, 特曲年份酒将替代国窖1573的现有市场, 定位高端白酒市场。
- **多品牌建设。**公司除了国窖1573和老窖特曲两大主品牌外, 还有多个中端、中低端品牌, 公司保留这些品牌的原因主要有: (1) 增进品牌竞争力, 由于白酒行业消费者忠诚度较高, 公司低端品牌有意培养潜在的客户; (2) 利润有保障, 公司即使最低端的品牌也有一定的盈利空间; (3) 提高市场占有率, 在数量上做文章。另外, 建设低端品牌有助于提高行业的集中度, 降低白酒企业的数量, 以保证消费的安全性。

- **长线规划，十年无忧。**经历了2008年的金融危机，公司更加意识到品牌影响力的重要性，明年将重点打造品牌的高度，实现国窖1573的奢侈化定位。另外，目前公司原酒的贮备已经达到8万多吨，呈现逐年小幅上升的趋势，明年开始原酒的贮存增幅将继续提高。后续将采取“均衡生产，适度贮备”的方案，不适用所谓的零库存，明年开始将有计划的增加成品酒，以保证质量的稳定提高以及进一步增强调控能力。
- **创新销售模式、“柒泉”浮出水面。**公司打破了传统的销售模式，成立了“柒泉”销售公司，柒泉公司由公司的经销商入股，公司没有股份新成立的销售公司成为一级经销商的角色，公司直接面向销售公司，原片区经理自然成为销售公司总经理，原经销商取代二级经销商位置，销售公司可获得老窖更多的优惠政策，经销商在销售公司拿货也可货更多优惠。参与的形式以自愿为主，但经销商为了保住代理权，参与都比较积极，目前已在湖南、四川和北京分别成立华中柒泉销售公司、西南柒泉销售公司和华北柒泉销售公司。
- **“柒泉”公司未来的提价分享制度。**为保障经销商的盈利能力，公司未来产品提价的利润将于“柒泉”公司共同分享。其中，国窖1573“柒泉”与公司2：8分享；老窖特曲3：7分享；其他酒种4：6分享。
- **创新“柒泉”对公司的贡献大于风险。**优势：（1）整合经销商，节省营销费用；（2）防止串货；（3）减少公司销售和管理人员费用支出，降低期间费用率。“柒泉”可能存在的潜在风险，如可能会培育出强势经销商群。另外，短期内对特曲等产品的覆盖面不足（国窖1573覆盖面达80%，但特曲等其他品牌覆盖率较低），导致柒泉经销商和一般经销商获得公司的支持力度不一致，公平性有所欠缺。
- **影响公司长期发展的热点因素。**（1）酱香-武陵酒：产品分为少酱、中酱和上酱三个档次，当地政府已经形成消费中酱武陵的氛围，目前收入接近1亿元。公司承包经营该公司，收取管理费，这种模式将会持续5-7年，管理费逐年增加；（2）在未来不太长的时间里，信息系统将覆盖经销部，延伸到重点客户的管理；（3）OEM园区已经部分建成，一些企业已经投产，未来将完善产业链，降低运输成本与风险；（4）团购方面，正在从茅台和五粮液忽视的武警部队入手，另外还有监管较松的高校（主要由VIP事业部升级的贵宾服务公司来做）；（5）作为大股东，集团公司将以保证股份公司利益为第一要务。
- **近期可能影响公司股价的因素。**（1）提价，由于1573奢侈品的定调，提价是必然，节奏上已经有了初步的规划；（2）高分红格局不会改变，以回报集团公司和中小股东；（3）华西

证券争取上市，目前业绩增长比较可观。09年对公司的业绩贡献EPS将超过0.2元。

- **盈利预测与评级。**我们预计公司2009-2011年的EPS分别为1.14元、1.42元和1.69元，以12月18日收盘价35.89元计算，对应的动态PE分别为32X、25X和21X，我们看好公司的长期发展，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示。**(1) 大盘系统性风险；(2) 食品安全风险。

表1：白酒上市公司PE比较

		EPS (元)			12月18日 收盘价	PE		
		2009	2010	2011		2009	2010	2011
000858	五粮液	0.75	1.25	1.55	27.74	37	22	18
600197	伊力特	0.29	0.45	0.56	10.9	38	24	19
000568	泸州老窖	1.14	1.42	1.69	35.89	32	25	21
600809	山西汾酒	0.97	1.55	2.11	40.48	42	26	19
600519	贵州茅台	5.46	6.23	7.08	165.26	30	27	23
002304	洋河股份	2.64	3.47	4.01	103.49	39	30	26
600779	水井坊	0.49	0.61	0.77	20.27	41	33	26
600199	金种子酒	0.27	0.41	0.53	14.54	54	36	27
000799	酒鬼酒	0.21	0.26	0.33	15.29	73	59	46
600559	老白干酒	0.24	0.32	-	21.7	90	68	-
600702	沱牌曲酒	0.16	0.17	0.18	15.68	98	92	87

资料来源：天相投顾整理（2009-12-20日更新）

附表：泸州老窖（000568）盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	292,685	379,838	428,837	506,028	589,522
增长率	51.95%	29.78%	12.90%	18.00%	16.50%
减：营业成本	126,063	128,893	141,782	154,542	168,451
毛利率	56.93%	66.07%	66.94%	69.46%	71.43%
减：营业税金及附加	21,658	26,344	32,163	40,482	48,930
销售费用	35,241	51,279	57,893	68,314	79,585
管理费用	16,780	22,730	25,730	27,832	29,476
财务费用	1,393	221	-118	-139	-162
期间费用率	18.25%	19.54%	19.47%	18.97%	18.47%
资产减值损失	1,167	-61	500	500	500
投资净收益	15,879	17,191	0	0	0
营业利润	106,263	167,623	170,887	214,497	262,741
增长率	115.65%	57.74%	1.95%	25.52%	22.49%
加：营业外收入	387	1,143	858	1,012	1,179
减：营业外支出	317	3,410	3,002	2,530	2,948
利润总额	106,333	165,356	168,743	212,979	260,973
增长率	116.20%	55.51%	2.05%	26.22%	22.53%
利润率	36.33%	43.53%	39.35%	42.09%	44.27%
减：所得税费用	29,148	38,652	40,498	47,920	58,719
实际税负比率	27.41%	23.37%	24.00%	22.50%	22.50%
净利润	77,184	126,704	128,245	165,059	202,254
归属母公司所有者的净利润	77,337	126,599	128,145	164,959	202,154
增长率	139.75%	63.70%	1.22%	28.73%	22.55%
净利润率	26.42%	33.33%	29.88%	32.60%	34.29%
少数股东损益	-152	105	100	100	100
总股本（万股）	87,140	139,424	139,424	139,424	139,424
每股收益（元）	0.55	0.91	0.92	1.18	1.45
投资收益贡献 EPS（元）			0.22	0.23	0.24
综合每股收益（元）			1.14	1.42	1.69
每股净资产（元）	3.10	2.74			
净资产收益率	28.60%	36.40%			

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100