

2010 年 01 月 04 日

市价(人民币): 39.04元
目标(人民币): 42.68-46.95元

长期竞争力评级: 等于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 715.32
总市值(百万元) 54,431.11
年内股价最高最低(元) 39.80/17.11
沪深 300 指数 3575.68
深证成指 13699.97

相关报告

- 1 《极具挑战的 2009 年》, 2009.4.28

陈钢

(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

泸州老窖 (000568.SZ)

——公司长期竞争力仍值得期待

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.386	0.888	0.908	1.113	1.450	1.738
净利润增长率	628.89%	129.75%	63.70%	22.53%	30.34%	19.89%
先前预期每股收益(元)				1.102	1.396	1.587
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.129	1.402	1.701
市盈率(倍)	65.60	82.82	20.04	35.09	26.92	22.46
行业优化市盈率(倍)	63.55	103.64	33.64	65.85	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	N/A	N/A
股息率	1.38%	0.76%	3.57%	0.00%	0.00%	0.00%
PE/G(倍)	0.10	0.64	0.31	1.56	0.89	1.13
净资产收益率	15.32%	28.60%	36.40%	30.78%	28.63%	25.55%
每股净资产(元)	2.52	3.10	2.49	2.63	3.68	4.95
市净率(倍)	10.05	23.68	7.30	14.85	10.60	7.89
每股经营性现金流(元)	0.41	1.41	0.58	0.51	0.88	1.04
已上市流通A股(百万股)	332.95	447.09	715.35	715.35	715.35	715.35
总股本(百万股)	871.40	871.40	1,394.24	1,394.24	1,394.24	1,394.24

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 对于白酒行业发展而言, 本次经济减速的影响对优势企业是挑战与机遇并存的好时机, 我们判断优势企业仍将在竞争中保持较好领先优势, 我们判断市场向老名酒和地产优势名酒倾斜的趋势不会变。未来几年, 我们判断白酒行业的核心驱动因素必将从终端竞争升华到以消费者为核心的品牌竞争上。
- 公司对未来几年信心十足, 这主要是得益于与同行业比较公司各方面都有潜力、销售区域增长仍有较大空间、公司创新能力较强、公司品牌战略简单清晰、老窖特曲重塑形象、有望分享“金腰带”、泸州老窖拥有二线品牌所不具备的品牌力和产品力等方面因素。当然公司从目前来看也存在一些问题, 如公司批发价和出厂还没有象竞争对手一样顺价程度较高, 包括华西证券一事将如何布局, 这将考验管理层智慧。
- 从目前我们对白酒企业跟踪情况分析, 春季前后高档白酒销量较去年同期约有 10-15% 的增长, 但很难出现超市场预期情况, 但从长期来看随着经济复苏, 我们判断白酒企业长期投资价值开始逐步出现, 凭借公司目前的竞争力和运作能力, 同时在资本运作以及治理结构等方面远远走在市场的前面, 我们认为公司将是目前白酒行业中最具成长性的企业, 我们预测 2009-11 年每股收益 1.113、1.450 和 1.738 元, 对应市盈率为 35.09、26.92、22.46, 我们看好公司长期发展趋势维持公司买入评级。

内容目录

目前行业发展格局有利于公司	4
公司对未来几年信心十足	4
与同行业比较公司各方面都有潜力	4
销售区域增长仍有较大空间	5
公司创新能力较强	6
公司品牌战略简单清晰	6
老窖特曲重塑形象，有望分享“金腰带”	7
泸州老窖拥有二线品牌所不具备的品牌力和产品力	8
公司也面临长短期利益如何协调的问题	11
从长期来看公司的战略是对	11
公司面临着挑战	11
证券业务不能给太高估值	13
公司估值及目标价格	13
投资建议	14
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1：1573 价格及提价幅度	4
图表 2：五粮液历年出厂价及幅度	4
图表 3：茅台高度酒近年出厂价和零售价对比	5
图表 4：目前全国主要城市白酒的终端价格	5
图表 5：高档酒中各品牌市场占有率	5
图表 6：主要白酒企业产品结构收入占比比较	5
图表 7：主要白酒企业产品结构利润占比比较	5
图表 8：泸州老窖的品牌架构	7
图表 9：近一两年白酒价格带变化	8
图表 10：老窖的终端操作模式	9
图表 11：主要白酒企业比较	10
图表 12：主要白酒企业对比研究	10
图表 13：泸州老窖的营销组织结构图	11
图表 14：五粮液渠道	12
图表 15：泸州老窖渠道	12
图表 16：茅台渠道分布图	12
图表 17：白酒主要厂商销售渠道	12
图表 18：一年以来四川地区白酒一批价格变化	12

图表 19：泸州老窖股权结构构成	13
图表 20：目前市场所给食品饮料公司主要估值	14

目前行业发展格局有利于公司

- 对于白酒行业发展而言，我们认为所有企业都得益行业高速增长的时候已经过去，本次经济减速的影响对优势企业是挑战与机遇并存的好时机，前几年这些白酒企业在品牌打造以及利润上都做了储备，大家也分享了蛋糕增大的快乐时光，但从现在开始大家就开始进行争抢蛋糕的阶段，我们判断优势企业仍将在竞争中保持较好领先优势，我们判断市场向老名酒和地产优势名酒倾斜的趋势不会变。未来几年，我们判断白酒行业的核心驱动因素必将从终端竞争升华到以消费者为核心的品牌竞争上。
- ◆ 当然不同企业竞争策略也是不一样，如茅台将依靠较为刚性的公款消费，1573 则依靠较有力的渠道推进能力力争将负面影响降到最低限度，而五粮液则依靠多年的品牌影响力来力争销量增涨。
- 89 年的危机将许多乡镇小酒厂消灭掉了，98 年那次危机很大使得白酒了现了第一次大规模洗牌，2009 年将会出现第二次洗牌，未来能活得较好企业估计就目前前几家加上汾酒、洋河、郎酒、老白干等地方优势企业。

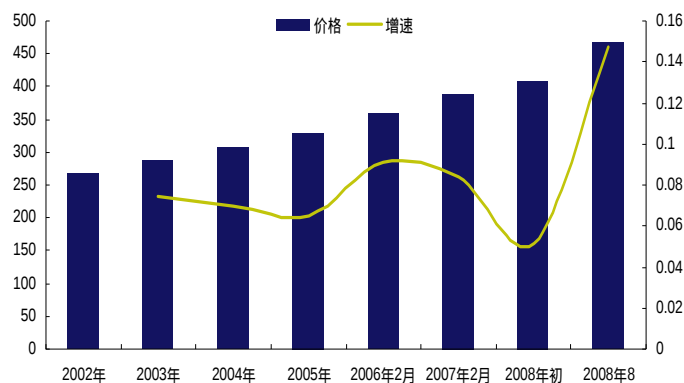
公司对未来几年信心十足

- 公司制定未来几年计划时比较有信心，这主要得益公司近几年所做出的业绩。

与同行业比较公司各方面都有潜力

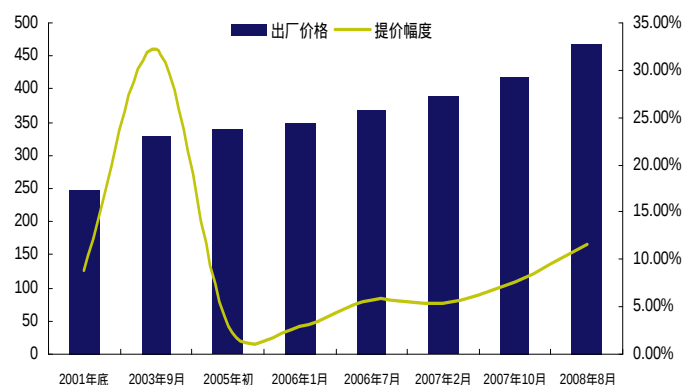
- 从目前公司在高档酒中的市场占有率以及价格提升以及结构等对比来分析，其与茅台和五粮液存在较大差距，从公司产品结构以及品牌提升方面均有一定提升空间。我们判断如果公司能坚持 1573 锁定 3000 吨销量，成为其价格超越竞争对手是早晚的事情。

图表1：1573 价格及提价幅度

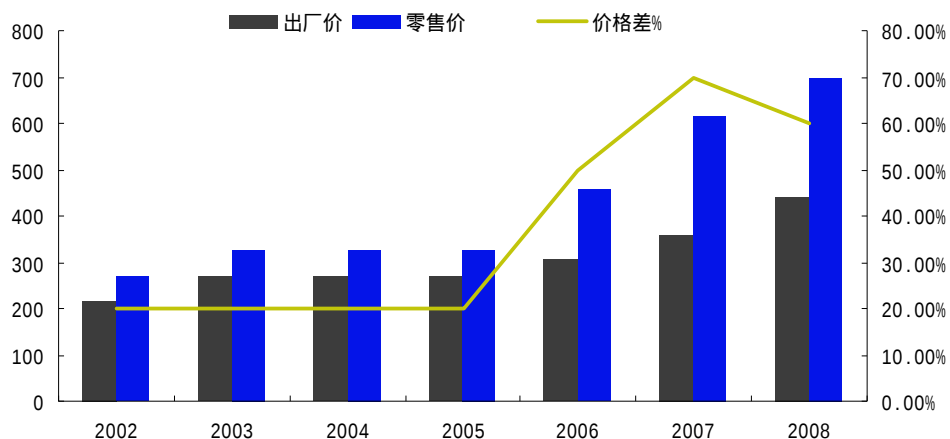


来源：国金证券研究所

图表2：五粮液历年出厂价及幅度

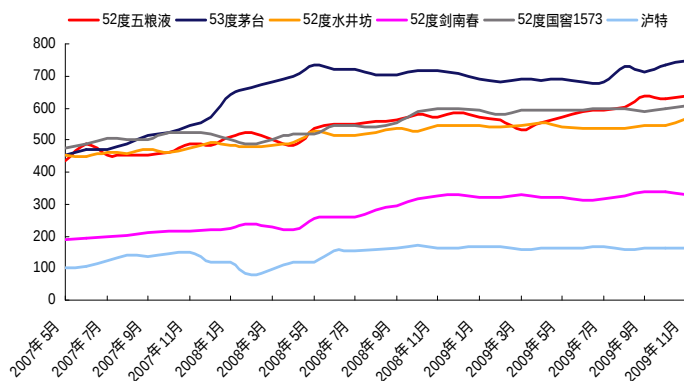


图表3：茅台高度酒近年出厂价和零售价对比



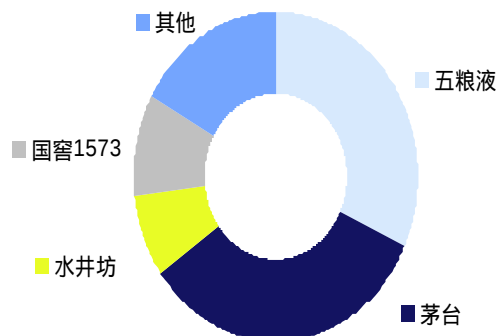
来源：国金证券研究所

图表4：目前全国主要城市白酒的终端价格

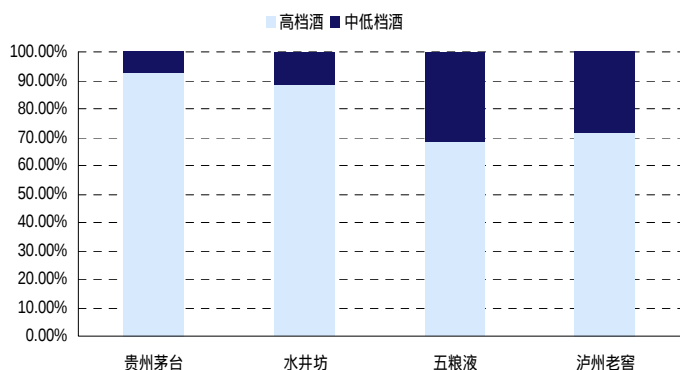


来源：国金证券研究所

图表5：高档酒中各品牌市场占有率

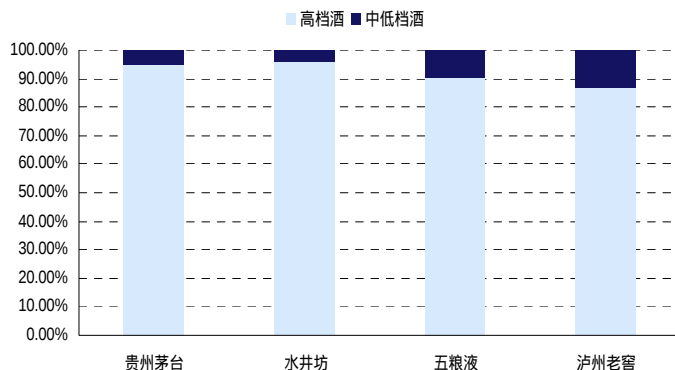


图表6：主要白酒企业产品结构收入占比比较



来源：国金证券研究所

图表7：主要白酒企业产品结构利润占比比较



销售区域增长仍有较大空间

- 从几家白酒企业近几家销量增速来分析，公司增长是最快的，但目前公司各地区的增长仍呈现点状分布，在一定程度上仍是全国区域产品，而五粮液和茅台则是全国性产品，因此公司做好做透一些市场的话仍有较大成长空间。

- ◆ 公司目前的主要销售区域是四川、湖南、山东、河北，公司在北京、广东以及上海投入较大，特别是在广东可以说不计成本的投入。1573 在山东销售 1 个亿、河北有 1 个亿、湖南有 1.5 个亿，广东和北京各有 0.5-0.6 个亿，重庆有 0.7 亿的销售收入。这几个主要优势区域占到 60%以上。
- ◆ 1573 在四川有 3 个亿的销售收入，在成都有 40-50%的市场份额，目前成都的 11 家专卖店由厂里直接供货，有 3000-4000 万元的销售收入。四川的高档酒市场容量有 12 个亿左右，剑南春以前有 3-4 亿，2008 年只有 2 个亿了，目前消费者不太接受剑南春。在四川有许多地产品牌。如在绵阳主要是东方红，在德阳主要就是丰谷王。
- ◆ 川渝地区有 4.2 亿的销售收入，四川有 3 个亿(成都占到 45%、泸州有几千万)，重庆有 0.7 个亿，云南有 0.4 亿，西藏不到 0.1 个亿。
- ◆ 在四川地区三家企业的销量如下：茅台 2006 年 1.5 个亿，08 年 2.5 个亿，五粮液 2006 年 5 个亿，08 年有 5 个亿，1573 在 06 年时 0.9 亿，2007 年做到 1.8 亿，2008 年 3 个亿。增量部分 3 个亿就被茅台和 1573 分掉了。
- ◆ 1573 增长较快的几个地区有陕西、云南以及河南，这三个地区能做到 8000、6000、6000 万元，湖北 2008 年 3000 万元，2009 年能做到 6000 万元。
- ◆ 2008 年在北京地区 1573 能做到 2 个亿、五粮液有 5 个亿、茅台有 7 个亿。
- ◆ 2008 年普特有 6 个多亿、精特 4 个多亿、5000 多吨的销量(包括精特、百年老窖、浓香经典)，但今年销量情况要弱些同比下降了约 10-15%左右，目前特曲做的比较好地方有四川(1 个亿)河南(0.6 个亿)。特曲去年在四川有 5000 万元销售、今年有 8000 万元。

公司创新能力较强

- 公司一直以来在老名酒中算是创新意识和能力最强的企业，如向经销商定向增发等，目前在业内最新成立了三家染泉公司，销售人员变为该公司的雇员，由该公司负责代表厂方与经销商谈判各种费用。咨询公司的利润和销量直接挂钩，同时有利于控制费用，这些片区将变成以利润为中心的运作单元，这些公司的运作将会减少公司以前返酒，最终减少费用，当然最核心的要素将经销商和公司以及销售骨干捆绑在一起了。
- 公司也做了体制改革方面的创新，如让原河南片区的方翔独立做八年陈头曲，这实际上是一种民营化的做法，每年交的利润是递增的，仅 2008 年就销售了 1 个多亿上交了近 6000 万元的利润，它这种模式与本部之间是协作沟通关系，一种松散关系，同时也有强制性要求，同时也要求经销商之间不能重合。

公司品牌战略简单清晰

- 牢抓 1573 品牌管理不放松。2006 年底国窖 1573 开始进入上升期，给经销商返利也从去年开始减少(最高时达 30-40%)。同时营销策略定位：“强势区域更强，弱势区域渗透。”因为同是实现 100 吨的销售，江苏推广成本是 2000 万，而成都只要 800 万，公司 2009 年开始严格的 1573 计划管理，不会给弱势地区创造窜货机会，而且在弱势市场强行推广会导致市场费用过高。从 2008 年开始，国窖 1573 的宣传方式做了调整，从以前的高举高打转向小众口碑传播和事件营销(品鉴会)。
- 在销量接近 3000 吨，适时推出 1573 定制酒提升品牌定位。
 - ◆ 公司坚定不移地执行“双品牌塑造，多品牌运作”的品牌战略。1573 定制酒的推出，包括与民生银行的合作，使得公司能及时跟进品牌高

度的制高点，这对公司品牌提升极为重要。国窖 1573 还将推出新品“中国口味”和“世界口味”，价格定位与洋酒轩尼诗等相当。

- ◆ 2007 年开始上量，销量超过 2300 吨，提价之后仍然供不应求。国窖 1573 的实际产能远远大于 3000 吨，泸州老窖拥有 100 年以上的窖池 1600 多口，明清以后的窖池就有几千口，1573 的产能空间还很大。市里面配股的窖池资源，有许多还未纳入生产体系，这些都是未来的国窖 1573 生产潜能。
- ◆ 泸州老窖计划建成有机原粮基地 30 万亩，现在已有 5 万亩，目前泸州老窖是首家通过有机认证的白酒企业。品牌提升和酿造原料的升级同步进行，为国窖 1573 进军奢侈品市场奠定了坚实的基础。稀缺窖池、保护工艺和有机原粮将成为未来国窖 1573 的三大核心卖点。
- 突出双品牌：在国窖 1573 基本塑造成功之后，公司未来计划将宣传资源向泸州老窖特曲倾斜。企业的资源聚焦在国窖 1573 和泸州老窖，带动了整个泸州老窖品牌家族的发展，形成强大的穿透力和整体竞争力。

图表8：泸州老窖的品牌架构



来源：国金证券研究所

- 利用外部资源包括内部体制创新做大低端品牌：泸州老窖的低端产品，尤其是品牌名称和“泸州老窖”关联度不大的，由园区和经销商来做，用于潜在消费者的培养和口感固化。经销商的机制灵活和税收灵活，具有优势。公司成立了博大营销发展有限公司，在县、乡一级市场和竞争对手短兵相接。目前四川仍然白酒大省，公司这些做能有效整合资源。
- 浓香为主，多香经营：武陵酒产品系列分为少将、中将与上将，目前是采取的承包经营。考虑到在没有实力和品牌知名度的情况下贸然全国扩张会导致销售费用暴涨，武陵酒的策略是 3 年不走出湖南。湖南号称中国白酒的“欢乐谷”。常德白酒市场有 3 个多亿的规模，1573 仅在常德有 1.2 亿销售收入，目前武陵酒已经成为政府指定用酒，公司计划力争十年做到十个亿。

老窖特曲重塑形象，有望分享“金腰带”

- 行业领袖涨价之后，“金腰带”水涨船高，价值提升。一线白酒企业的普遍涨价导致白酒价格带发生如下变化：超高端市场发生根本改变，一线老名酒的高端产品占据了主导地位；高端市场四强瓜分；原先属于茅台和五粮液的价格带 280-380 元，已经降级为中高档，而且没有主导品牌，这意味着这一个巨大的“富矿”，因为跟随茅台五粮液涨价而升级消费的只是一

部分，还有一部分留在了 280-380 元的价格带；被称为金腰带的中档市场，从原来的 30-90 元上升到了 100-200 元，含金量无疑大大提升，成为了一个“大型金矿”，这也是泸州老窖急着推出“中华老字号”泸特的原因所在。

- ◆ 泸州老窖在不断加腰部力量：十年前，全国性强势品牌泸州老窖、全兴、郎酒等老名酒集中在零售价 30~60 元的价格带，被称为白酒市场的“金腰带”。随着消费升级和领导品牌如茅台、五粮液的不涨价，“金腰带”已经水涨船高。目前，零售价 200 元上下的白酒价格带，成为常规商务接待用量最大的市场。早在计划经济时代，泸州老窖就是商务、政务的主力用酒。
- ◆ 目前，新的“金腰带”上只剩下泸州老窖特曲一个老名酒泸州老窖特曲。100~200 元（厂价）的市场规模很大，用于集团和家庭消费，有实力的竞争对手很少，名酒中只有剑南春，五粮春和中小酒厂的高端产品。

图表9：近一两年白酒价格带变化

涨价之前			涨价之后		
档次划分	出厂价	代表品牌	档次划分	出厂价	代表品牌
超高端	400 以上	1573，水井坊	超高端	500 以上	茅台年份酒，五粮液老酒、年份酒，1573 定制酒
高档	280-380	茅台，五粮液	高档	400-500	茅台、五粮液、1573、水井坊
中高档	90-200	剑南春、五粮春及部分地方品牌高端产品	中高档	200-400	剑南春、红花郎及部分地方品牌高端产品
中档（金腰带）	30-90	泸州老窖特曲，五粮春和老白汾等老名酒主打产品	中档（金腰带）	100-200	新泸州老窖特曲，五粮春，剑南春
中低档	10-30	规模最大，五粮醇、地产品牌为主	中低档	40-100	金六福、浏阳河、五粮醇、郎酒、全兴大曲等
低档	9 元以内	尖庄、沱牌大曲、绵竹大曲、二锅头等	低档	10-40 元	红星二锅头，地产品牌为主

来源：国金证券研究所

- ◆ 泸州老窖特曲蝉联历届中国名酒的强大卖点，在 100~200 元价格带上无人能及，具有强大的品牌力和销售力。
- ◆ 2007 年泸州老窖特曲从 62.5 涨到 87.5，年底推出“中华老字号”标示的泸州老窖特曲，到目前提价到 145 元。泸州老窖提出销量 20000 万吨的目标，计划 2013 年之前厂价要达到 200 元，以后每年提价要坚持不动摇。2 万吨销量没有时间表。目前园区已有 8 万吨酒库，还要建 10 万吨酒库，质量有保证。生产能力可到 2 万吨（38 度和 52 度），仍有高质量保障。
- ◆ 公司近一两年特曲并没有做得太理想，这主要跟公司提价频繁以及经销商预期不太稳定有关，未来随着公司理顺与经销商的关系并加大市场投入，我们认为能出现销量回升的局面。

泸州老窖拥有二线品牌所不具备的品牌力和产品力

■ 我们认为公司品牌力构成良好的消费者基础。

- ◆ 目前白酒市场份额正在向名酒集中，原因有两个方面：一是消费升级后消费者对品牌、文化和品牌形象的追求，具有产地优势的老名酒无疑是优先选择的对象；二是快速上涨的媒介成本和促销成本，使得具有品牌知名度的老名酒能够在激烈的竞争中事半功倍，对于经销商来说，有较高的投入产出比。
- ◆ 泸州老窖特曲在过去近一个世纪中屡获殊荣，从巴拿马博览会金奖到建国后连续五届蝉联中国名酒称号，甚至在不远的 80 年代一度是白酒

市场的标杆。泸州老窖特曲在漫长的计划经济时代积累了巨大的消费者心智基础和强大的品牌力。在目前的市场经济环境中要打造出这样的品牌无疑要付出天文数字的成本。

- 我们认为产品力构成了良好的物质基础。
 - ◆ 老窖池：优质酒取决于窖池和窖龄，最好的窖池优质酒率 70%，一般的新窖池的优质酒率 10~20%。泸州老窖最短的窖池也有 30 年（罗汉基地），国窖基地优质酒率高达 70%以上。
 - ◆ 大规模的基酒储备：泸州老窖有 80000 吨基酒，其中 60~70%为一级酒。优质基酒既可以做 1573，也可以稀释做特曲，还可以拿一部分做奢侈品。山洞储藏有利于提高酒的醇和度和协调性，泸州老窖有 7 公里长的储酒山洞。老窖拥有行业领袖难以复制的营销模式和执行团队
- 仅仅拥有知名度和产品卖点是不足的，营销体系的转型和持续再造、强势经销商以及强势经销商舍得投入资源做市场（或者最大限度地利用了强大而忠诚的渠道资源），才是泸州老窖成功的关键。

图表10：老窖的终端操作模式



来源：国金证券研究所

- 关于泸州老窖的崛起，市场上有很多的解读版本，但我们认为，泸州老窖的方法并无任何神秘和独特之处，和其他二线品牌的做法没有太大差别。正是公司聚焦打造高端品牌的策略，让泸州老窖在市场竞争处于上升态势。
- 为什么茅台、五粮液这样的行业领袖无法复制泸州老窖的模式，我们在以前的文章论述过：茅台和五粮液采取的是覆盖全国市场和几乎所有价位的营销策略，使得其无法将资源聚焦在区域市场深度开发。即便这些企业可以把资源聚焦在区域市场，但是其核心高端产品长期依赖商超渠道销售并有很大的销量，要把核心品牌拿出来做酒店终端，意味着一个和原有渠道全然不同的价格体系（利益分配机制），这会导致渠道冲突和消费者的不买账。如果重新设计一个产品或品牌来实施泸州老窖的终端引爆模式，势必要重新投入分量不轻的资源，投入产出未必划算。
- 国窖 1573 本质上说是一个在终端上成长起来的品牌，它和 53 度茅台、52 度五粮液有着截然不同的品牌基因。从主观上说，一个企业一旦习惯了对市场的单向沟通和控制，就很难像泸州老窖那样去配合甚至服务经销商做好终端工作。这要做终端，先从改变企业文化做起。泸州老窖在终端上成功，既是市场受挫和痛定思痛的结果，更经历了历时十年的历练，培养一支终端销售队伍快的话只需要两三年，而培养一种名叫“服务”的企业文化却需要很长的时间。
 - ◆ 五粮液和茅台每个片区就 5-6 个人，他们跑不了市场，主要是靠经销商。

- ◆ 公司目前采取了许多抓紧意见领袖的做法，公司也正在做目标群体的深挖工作公司目前做终端最强调的就是锁定意见领袖，这就用到了塔杯理论，公司采取了很多办法做团购，比方说通过希望工程以及党代会赞助等手段。
- ◆ 华东和西南并没有做得非常优秀的原因，主要是因为公司是国企业，在这些关系复杂的地区，并不是所有人都能敢于向这些力量挑战以及艺术性做好这些工作。

图表11：主要白酒企业比较

	股权激励	与经销商关系	公司战略定位和产品品类构成
贵州茅台	暂无（公司职工通过科技公司持有一部分上市公司股权并享有分红）	因目前品牌力较强，经销商较为弱势，主要通过团购和专卖店销售产品	公司战略思路运作清晰，产品分类简单，容易被消费者识别及推广
泸州老窖	股权激励最新结果未出来，应该很快获得通过。在股改时管理层就变相持一部分公司股权	公司在这方面创新较多，如股改时向经销商定向增发，目前与经销商、片区经理合作成立销售公司	双品牌运作，并注重吸取五粮液的教训，高中低档酒交替发力
水井坊	已经完成 MBO	传统销售模式	主推高端，目前受到产品品质稳定以及品牌美誉度的负面影响
五粮液	打算实施但无进展，高管在集团有兼职能获得一些收入	品牌开发和传统的经销模式结合	产品开发太多，形成内耗，需要梳理清晰
沱牌曲酒	准备卖给台塑	传统销售模式	高端品牌提升需要投入和时间

来源：国金证券研究所

图表12：主要白酒企业对比研究

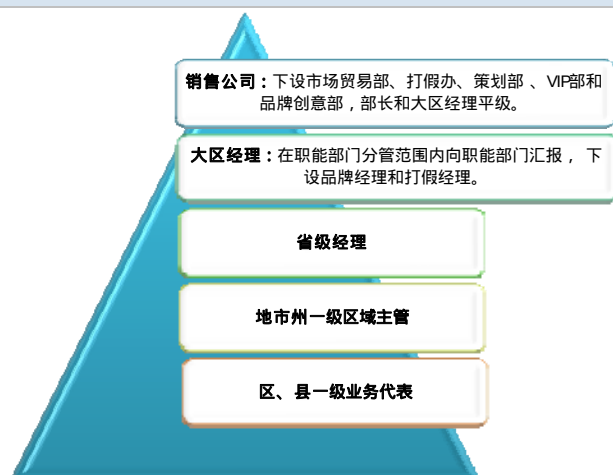
	下一步战略定位	面临的挑战	盈利模式	未来增长
五粮液	打造纺锤型产品结构，高档酒不停提价，重点发展中档酒	品牌运营商模式面临着挑战，属于企业自己应打造的核心竞争力不能外包出去	高档酒靠品牌基础在发展，中低档酒依靠经销商	酒类资产注入，关联交易理顺，中档酒做大做强
贵州茅台	不断提升茅台酒品牌地位，大力发展系列酒	系列酒开发运作难度太大	锁定高端消费人群，开展团购模式，费用低成效显著	茅台酒及年份酒持续增长
泸州老窖	双品牌运作	特曲发展需要时间	以 1573 为龙头拉动企业快速发展	近看 1573，远看泸州老窖特曲
水井坊	高档酒采取跟随战略，适时发展中档酒	高档酒发展不能像以前一样态势猛	另起炉灶做好高档酒	高档酒的稳步增长以及外资合作
郎酒	采取群郎战术，借助茅台发展酱香型契机趁势而上	高档品牌打造需要时间	借力茅台三香并举	全国性市场开始增长

来源：国金证券研究所

■ 泸州老窖的营销组织结构和市场管理模式

- ◆ 经销商的定位是厂家物流和配送中心，厂家帮经销商做销售赚钱，互相依靠。厂家派出业务人员不卖酒，而是帮厂家做市场，如现场开品鉴会，帮经销商把市场打开。并监控市场价格和货物流向。在泸州老窖的营销体系中，经销商可以随时联系公司总经理，忠诚度高，沟通顺畅，反馈机制良好，公司还引入了 SAP 的营销信息系统，市场库存信息和竞争品牌信息能够及时反馈到总部。一个品牌在一个地区不能有两个经销商，在一个市场必须有两个经销商经营不同的品牌，不行可以马上换掉。

图表13：泸州老窖的营销组织结构图



来源：国金证券研究所

公司也面临长短期利益如何协调的问题

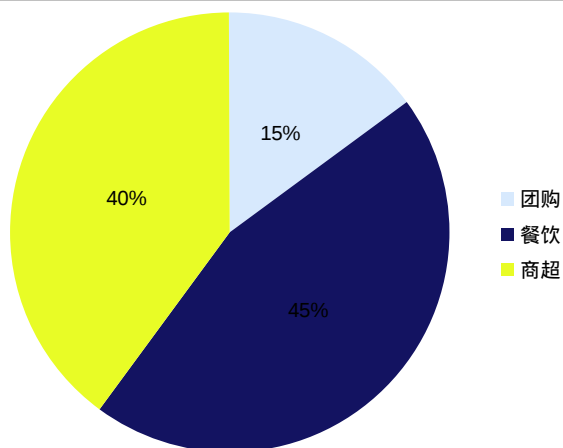
从长期来看公司的战略是对

- 我们认为从长期来看公司的战略是对的，量与价之间的路线之争是永远的话题，谁也不能预测未来，尽管回过头来看很多争论半天的问题实际答案很简单很清晰。对于是不是短期走量，还是要价格坚挺，这实际上就是一种路线之争、很难下决策。

公司面临着挑战

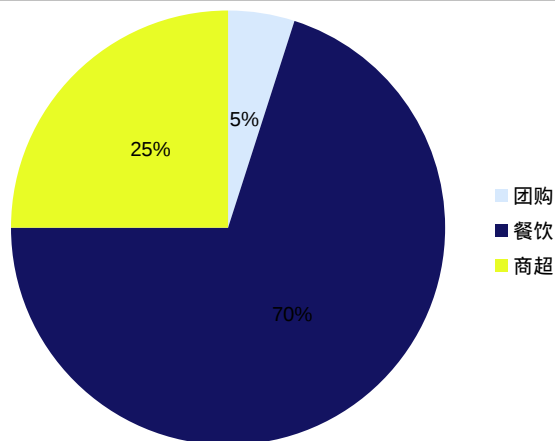
- 公司 2009 年对各地区做到有保有压，潜力大形势好的区域就多压任务，不好就主动减轻目标考核值。要保证增长快，就要做到强者更强、弱势渗透的理念，公司也会投入发展效益更好的市场以及战略目标市场。
- 降价对大家都不利，不顺价对 1573 也不好。2009 年春节以后公司就进入了最困难的时期，消费者不旺盛使得经销商想降价，厂家要维持价格，这一块难度较大，维持价格就要控量，相较这一点而言茅台目前能进退自如，公司 2009 年年初价格混乱或者一批价倒挂，产生各地区利润上不均衡，但经过这几个月公司控量、提价然后再放量，目前从经销商反馈没出现大的问题。
- 我们比较担心的是，如果公司在国窖 1573 上不能持续增加投入，可能会不利于品牌的长期成长，这主要是因为国窖 1573 在高端市场容易受到攻击，同时我们认为在传播策略应突出“老窖池出好酒”的核心卖点。
- 从目前来看，公司批发价和出厂还没有象竞争对手一样顺价程度较高，当然我们相信未来这一局面会改观，但在一定程度上会影响到经销商的信心。

图表14：五粮液渠道

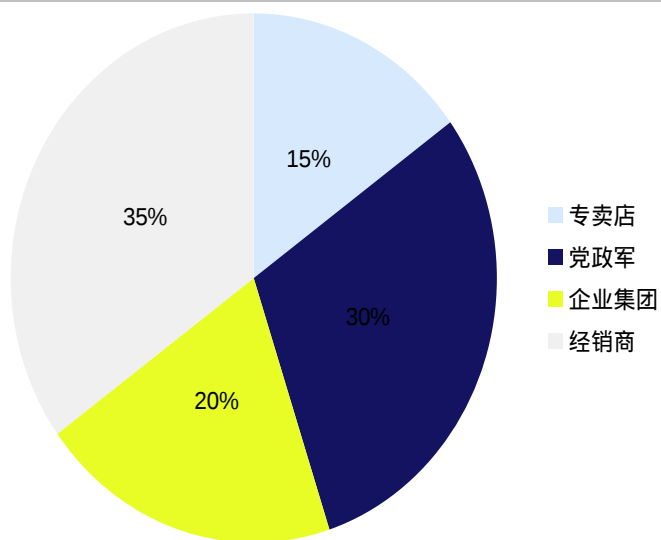


来源：国金证券研究所

图表15：泸州老窖渠道

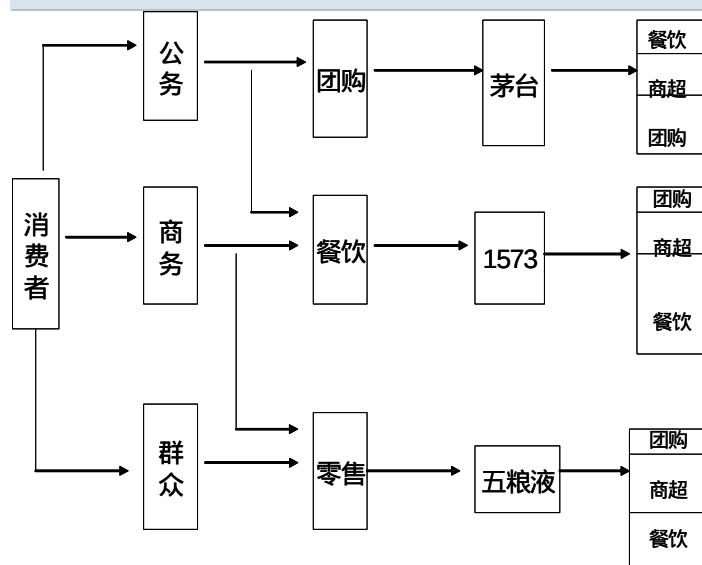


图表16：茅台渠道分布图

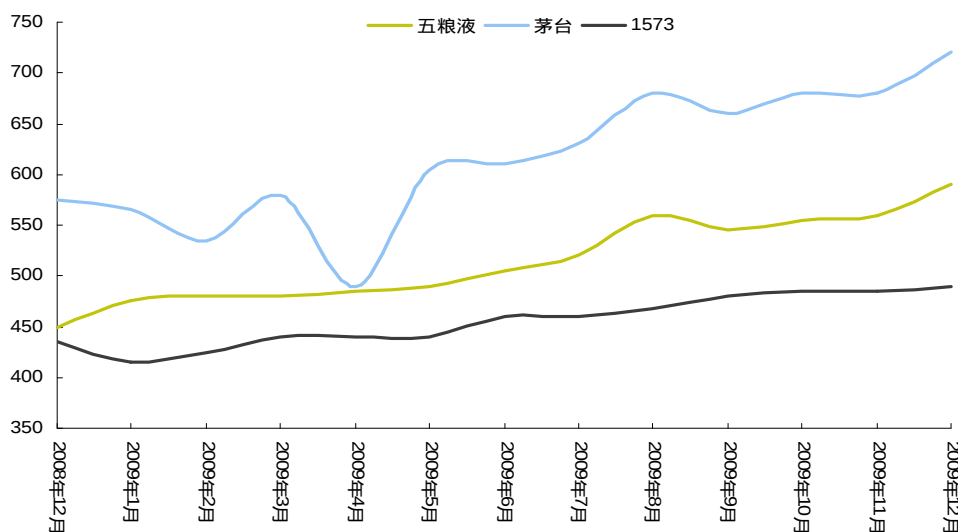


来源：国金证券研究所

图表17：白酒主要厂商销售渠道



图表18：一年以来四川地区白酒一批价格变化

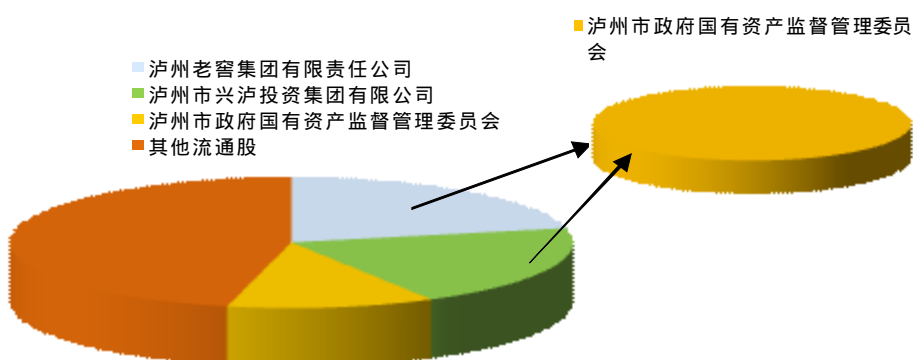


来源：国金证券研究所

证券业务不能给太高估值

- 华西证券给公司的净利润还是做了加法，未来一两年证券市场收益也可能向好，但其定位未来我们认为可能会出现不确定性。今年 9 月，泸州市政府国有资产监督管理委员会将其所持泸州老窖股份有限公司 21.52% 的股权无偿划转给老窖集团，20.23% 的股权无偿划转给兴泸集团，同时泸州市国资委百分百控股老窖集团和兴泸集团。尽管泸州市国资委实际控股股份不变，仍实际持有泸州老窖股份 53.52% 的股权，但通过引入泸州老窖集团、兴泸集团成为泸州老窖股份的第一大股东和第二大股东，将降低政府行政思维对企业管理的影响，有利于进一步增强泸州老窖股份管理团队的专业化，提升泸州老窖股份的公司治理水平。我们判断公司这一系列做法，将是一系统工程，最终有望提升公司竞争力，但也会为公司发展带来变化，对投资者来讲就存在一定不确定性。

图表19：泸州老窖股权结构构成



来源：国金证券研究所

- 公司持有华西证券 34.85% 的股权，08 年投资收益 1.43 亿元，09 年前三季度实现每股收益 0.19 元，09 年估计净利润 10 亿元，每股收益将达到 0.25 元。未来 2010 年和 2011 年预测为 0.22、0.20 元。

公司估值及目标价格

- 如果我们谨慎给予券商 15 倍估值，将为公司估值贡献 3.3 元/股。根据目前市场上食品饮料主要上市公司 2010 年平均估值为 32.02 倍，我们预测泸州老窖公司 2010 年白酒每股贡献收益为 1.23 元，对应股价为 39.38 元，最终我们确定公司目标上限为 42.68 元，考虑市场会公司这类竞争力强的股票有溢价，我们再向上调 10% 的目标价，最后我们确定公司的目标价为 42.68-46.95 元。

图表20：目前市场所给食品饮料公司主要估值

		收盘价	EPS				PE			
		2009-12-30	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
000848.SZ	承德露露	25.80	0.46	0.58	0.63	0.78	56.09	44.48	41.08	33.10
000729.SZ	燕京啤酒	18.77	0.37	0.42	0.54	0.67	50.73	44.69	34.75	27.99
600298.SH	安琪酵母	29.44	0.33	0.39	0.78	0.98	89.21	76.47	37.90	30.18
600779.SH	水井坊	22.11	0.41	0.64	0.61	0.76	53.93	34.55	36.34	29.23
000858.SZ	五粮液	31.10	0.39	0.48	0.76	1.08	80.36	65.20	40.85	28.84
000895.SZ	双汇发展	51.00	0.93	1.15	1.46	1.79	55.00	44.35	35.04	28.54
000568.SZ	泸州老窖	38.78	0.89	0.91	1.12	1.35	43.70	42.62	34.60	28.73
600059.SH	古越龙山	9.68	0.38	0.26	0.17	0.19	25.21	37.23	55.92	49.95
000869.SZ	张裕 A	77.94	1.21	1.70	2.05	2.48	64.41	45.85	38.01	31.37
600616.SH	金枫酒业	17.66	0.45	0.57	0.49	0.63	39.24	30.98	35.78	27.98
600597.SH	光明乳业	9.49	0.20	-0.27	0.15	0.19	47.45	-35.15	62.03	49.32
600600.SH	青岛啤酒	36.60	0.43	0.54	0.93	1.14	85.79	68.41	39.39	32.13
600519.SH	贵州茅台	169.08	3.00	4.03	5.13	6.42	56.36	41.96	32.94	26.35
600887.SH	伊利股份	26.49	-0.04	-2.30	0.79	1.02	-662.2	-11.52	33.64	26.03
600809.SH	山西汾酒	42.30	0.83	0.57	1.00	1.38	50.96	74.70	42.22	30.59
									40.03	32.02

来源：国金证券研究所

投资建议

- 从目前我们对白酒企业跟踪情况分析，春季前后各公司销量较去年同期会 10-15% 的增长，但很难出现超市场预期情况，但从长期来看随着经济复苏，我们判断白酒企业长期投资价值开始逐步出现，我们认为公司是目前白酒行业中最具成长性的企业，我们判断经济形势好转，凭借公司目前的竞争力和运作能力，将能实现市场份额的快速提升，同时在资本运作以及治理结构等方面远远走在市场的前面，我们认为公司在这方面仍将领先于竞争对手，2009-11 年每股收益 1.113、1.450 和 1.738 元，对应市盈率为 35.09、26.92、22.46，我们维持公司买入评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,869	2,927	3,798	4,790	6,355	7,682
增长率		56.6%	29.8%	26.1%	32.7%	20.9%
主营业务成本	-815	-1,261	-1,289	-1,720	-2,170	-2,667
% 销售收入	43.6%	43.1%	33.9%	35.9%	34.2%	34.7%
毛利	1,055	1,666	2,509	3,070	4,184	5,015
% 销售收入	56.4%	56.9%	66.1%	64.1%	65.8%	65.3%
营业税金及附加	-150	-217	-263	-432	-579	-708
% 销售收入	8.0%	7.4%	6.9%	9.0%	9.1%	9.2%
营业费用	-294	-352	-513	-656	-871	-1,041
% 销售收入	15.7%	12.0%	13.5%	13.7%	13.7%	13.6%
管理费用	-141	-168	-227	-287	-375	-446
% 销售收入	7.6%	5.7%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	469	929	1,506	1,695	2,359	2,820
% 销售收入	25.1%	31.8%	39.6%	35.4%	37.1%	36.7%
财务费用	-11	-14	-2	28	62	105
% 销售收入	0.6%	0.5%	0.1%	-0.6%	-1.0%	-1.4%
资产减值损失	0	-12	1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	159	172	349	279	314
% 税前利润	1.6%	14.9%	10.4%	16.8%	10.3%	9.7%
营业利润	466	1,063	1,676	2,071	2,700	3,239
营业利润率	24.9%	36.3%	44.1%	43.2%	42.5%	42.2%
营业外收支	27	1	-23	0	0	0
税前利润	493	1,063	1,654	2,071	2,700	3,239
利润率	26.4%	36.3%	43.5%	43.2%	42.5%	42.2%
所得税	-159	-291	-387	-518	-675	-810
所得税率	32.2%	27.4%	23.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	334	772	1,267	1,553	2,025	2,429
少数股东损益	-2	-2	1	2	3	6
归属于母公司的净	337	773	1,266	1,551	2,022	2,424
净利率	18.0%	26.4%	33.3%	32.4%	31.8%	31.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	337	772	1,267	1,553	2,025	2,429
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0
非现金支出	84	84	83	106	101	98
非经营收益	6	-151	-191	-278	-279	-314
营运资金变动	-67	530	-351	-408	-157	-211
经营活动现金净流	357	1,235	808	973	1,690	2,003
资本开支	-135	-280	-127	-3	-49	-40
投资	13	-977	60	-1	0	0
其他	2	1	0	349	279	314
投资活动现金净流	-120	-1,256	-67	345	230	274
股权募资	354	0	9	10	0	0
债权募资	-66	-274	0	-2	0	1
其他	-45	-33	-496	-5	0	0
筹资活动现金净流	244	-307	-487	4	0	1
现金净流量	481	-327	253	1,321	1,920	2,278

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	778	444	704	2,025	3,945	6,223
应收款项	314	254	579	522	693	838
存货	1,243	1,239	1,189	1,508	1,903	2,339
其他流动资产	96	568	61	174	219	269
流动资产	2,431	2,506	2,532	4,230	6,760	9,668
% 总资产	71.2%	55.8%	49.7%	63.9%	74.3%	80.9%
长期投资	77	811	1,343	1,344	1,343	1,343
固定资产	714	941	848	792	780	756
% 总资产	20.9%	21.0%	16.6%	12.0%	8.6%	6.3%
无形资产	192	183	299	251	211	177
非流动资产	983	1,986	2,561	2,388	2,336	2,278
% 总资产	28.8%	44.2%	50.3%	36.1%	25.7%	19.1%
资产总计	3,414	4,492	5,093	6,618	9,096	11,946
短期借款	274	0	0	0	0	0
应付款项	793	1,470	1,146	1,212	1,579	1,919
其他流动负债	140	309	453	349	436	516
流动负债	1,207	1,779	1,599	1,562	2,015	2,435
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	2	2	0	0	0
负债	1,207	1,781	1,600	1,562	2,015	2,436
普通股股东权益	2,197	2,704	3,478	5,039	7,061	9,485
少数股东权益	10	6	15	17	20	25
负债股东权益合计	3,414	4,492	5,093	6,618	9,096	11,946

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.386	0.887	0.908	1.113	1.450	1.738
每股净资产	2.522	3.103	2.495	2.629	3.683	4.948
每股经营现金净流	0.410	1.417	0.579	0.508	0.882	1.045
每股股利	0.350	0.560	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.32%	28.60%	36.40%	30.78%	28.63%	25.55%
总资产收益率	9.86%	17.22%	24.86%	23.44%	22.23%	20.29%
投入资本收益率	13.57%	24.89%	33.04%	25.14%	24.99%	22.24%
增长率						
主营业务收入增长率	28.33%	56.57%	29.78%	26.12%	32.66%	20.89%
EBIT增长率	185.42%	87.15%	62.03%	12.53%	39.23%	19.53%
净利润增长率	628.89%	129.75%	63.70%	22.53%	30.34%	19.89%
总资产增长率	28.83%	31.56%	13.38%	29.94%	37.45%	31.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	6.6	4.4	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	539.8	359.4	343.8	320.0	320.0	320.0
应付账款周转天数	47.8	35.5	42.8	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	112.0	64.7	76.0	60.2	44.8	35.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.89%	-16.39%	-20.15%	-40.05%	-55.72%	-65.43%
EBIT利息保障倍数	45.7	66.7	682.5	-60.0	-38.2	-26.8
资产负债率	35.36%	39.65%	31.42%	23.60%	22.15%	20.39%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	13	15	24	156
买入	0	4	4	12	126
持有	0	0	0	0	10
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.22	1.22	1.27	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-05-13	买入	36.67	83.00 ~ 87.69
2 2008-08-12	买入	30.92	N/A
3 2009-04-28	买入	21.41	N/A

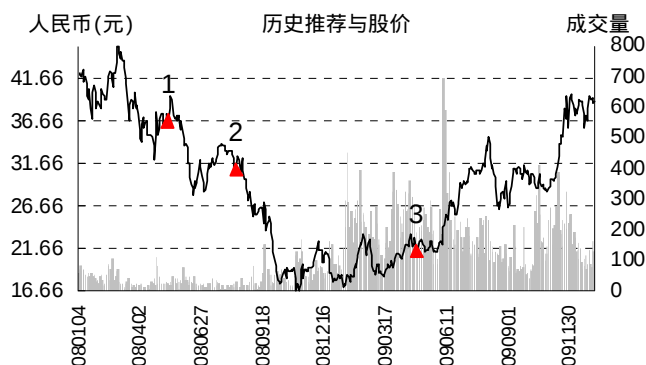
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。