

泸州老窖 (000568.SZ)

白酒行业

评级：买入 维持评级

公司研究

市价(人民币)：30.04 元
目标(人民币)：42.68-46.95 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 715.34
总市值(百万元) 41,882.95
年内股价最高最低(元) 39.80/21.22
沪深 300 指数 2873.47
深证成指 10620.13



相关报告

1.《公司长期竞争力仍值得期待》，2010.1.4

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

四年跨越 三大品牌 两点关键

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.908	1.200	1.506	1.860	2.292
每股净资产(元)	2.49	3.05	4.55	6.41	8.71
每股经营性现金流(元)	0.58	0.77	1.29	1.62	2.01
市盈率(倍)	20.04	32.53	25.92	20.99	17.03
行业优化市盈率(倍)	49.00	49.00	49.00	49.00	49.00
净利润增长率(%)	63.70%	32.18%	25.50%	23.45%	23.25%
净资产收益率(%)	36.40%	39.39%	33.07%	28.99%	26.33%
总股本(百万股)	1,394.24	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

投资逻辑

- **四年跨越目标明确**：2013 年实现 130 亿（含税）的销售目标，并制定了详细的战略规划。要实现 130 亿的目标，三大品牌都要获得突破：国窖 1573 要实现 30-40 亿，特曲 50-60 亿，低端品牌 30 亿。要实现此目标，总体年复合增速 25%，国窖 1573 四年复合增速 14%，老窖特曲为 43%，低端品牌为 20%。
- **三大品牌定位明晰**：奢侈品牌的打造向茅台看齐，中档产品的建设向洋河学习，大众品牌的打造则走出自己的特色。公司将通过控量提价，将国窖 1573 打造成奢侈品牌；通过新品（年份特曲）推广和新团队的运作，实现特曲的价值回归，200 元出厂价销售 2 万吨将是长期目标；低端产品欲打造第一大众品牌：通过在当地实现标准化运作，酒业园区集中生产，全国集装箱运输物流实现大众第一品牌的打造。
- **两点关键，突破后就是一片新天地**。关键一：从粗放式经营走向精耕细作，区域市场增长仍有较大空间；关键二：老窖特曲将是公司未来成败的关键。

投资建议

- 我们认为泸州老窖目前经营形势符合我们预期，如果公司所定目前能实现将超出市场预期，目前估值也比较有吸引力，我们维持买入评级，目前股价投资者可积极介入。

估值

- 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。

风险

- 老窖特曲推广是否如预期；禁酒令对中高端白酒的冲击

内容目录

四年跨越式发展，三大品牌战略明晰	3
2013 年销售目标实现 130 亿	3
三大品牌战略明晰	3
两点关键，是实现跨越发展的核心	4
公司销售预测及估值	7
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

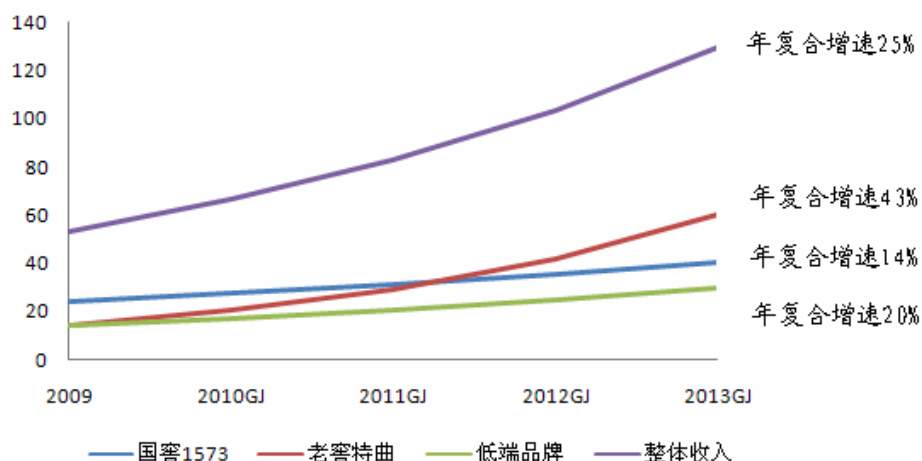
图表 1：4 年跨越式发展目标：2013 年 130 亿（含税），年复合增速 25%	3
图表 2：2009 年三大品牌系列销售结构	3
图表 3：三大品牌战略明晰	3
图表 4：明晰的品牌运作思路	4
图表 5：2009 销售前 10 市场	5
图表 6：2009 年各地区销售结构	5
图表 8：中档酒运作，洋河后来居上	6
图表 9：2009 年洋河销售区域结构	6
图表 10：2009 年特曲销售排名前 10 省份	6
图表 11：2009 年销售结构	7
图表 12：2010 年 1-4 月销售结构	7

四年跨越式发展，三大品牌战略明晰

2013 年销售目标实现 130 亿

- 公司提出 2013 年实现 130 亿（含税）的销售目标，并制定了详细的战略规划。要实现 130 亿的目标，三大品牌都要获得突破：国窖 1573 要实现 30-40 亿，特曲 50-60 亿，低端品牌 30 亿。要实现此目标，总体年复合增速 25%，国窖 1573 四年复合增速 14%，老窖特曲为 43%，低端品牌为 20%。

图表1：4 年跨越式发展目标：2013 年 130 亿（含税），年复合增速 25%

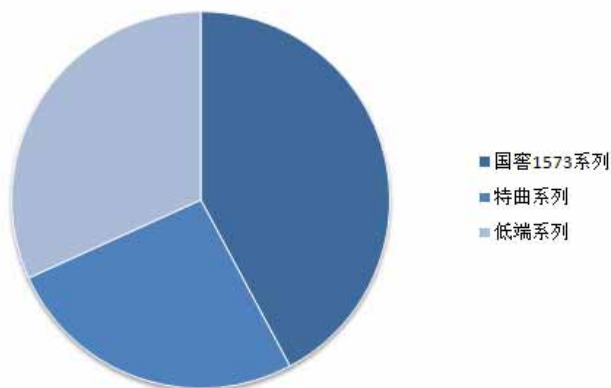


（GL：国金证券预测）来源：国金证券研究所

三大品牌战略明晰

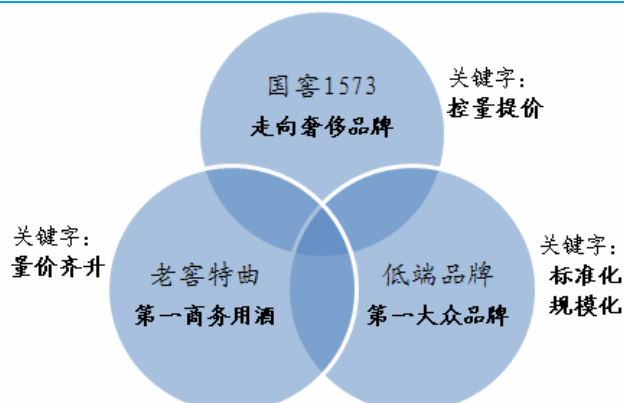
- 三大品牌定位清晰：国窖 1573 定位为奢侈品牌，量不会有大的提升(保持在 3000 吨)，品牌内涵为奢华和稀有；特曲定位为第一商务用酒，品牌内涵为尊贵和优雅；低端品牌定位为第一大众消费品牌，品牌内涵为品质和实惠。
- 三大品牌战略可总结为：奢侈品牌的打造向茅台看齐，中档产品的建设向洋河学习，大众品牌的打造则走出自己的特色。

图表2：2009 年三大品牌系列销售结构



来源：国金证券研究所

图表3：三大品牌战略明晰

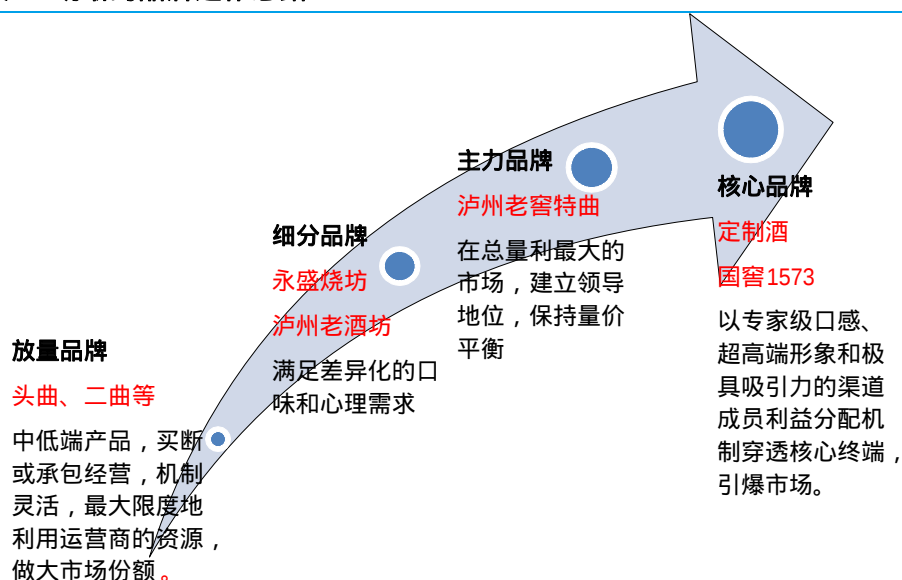


来源：国金证券研究所

- 要实现 130 亿的目标，三大品牌的具体做法：

- 国窖 1573 保持刚性价格，要做奢侈品牌，全国必须统一价格。强调营销文化，文化营销。突出高端酒的消费理念：喝的是过程，文化的享受和增值的享受，要给消费者消费高价酒的理由。公司领导认为目前对文化底蕴的打造还不够，以后还得加强。
- 特曲要实现价值的回归：目前特曲仍然是性价比最高的，价格是历史最高水平，量没有达到历史最高水平。目前特曲量和价的空间已经出来。当这个产品翻两倍，目标就能实现。特曲 200 元，2 万吨的目标是持之以恒的目标。从管理团队，营销队伍，管理模式，到成立品牌事业部，都以全新的思路来运作。现在成立第二品牌事业部（人员、机制、财务都解决了），专门负责特曲的推广。同时授予特曲品牌很多宽度和高度，并加大了企业资源向特曲的倾斜（5 年以前从来不做特曲的广告），但现在逐渐增加特曲广告的投放。
- 大众消费第一品牌的打造：要实现五统一，品牌、广告、出厂、宣传、检验统一；三差异，口感差异，区域文化差异，经济发展程度有差异（例如：甘肃和上海卖的价格会有差异）。大众消费品要注意控制成本，保证质量，统一宣传，同时促销要跟进。核心在于标准化，规模化。公司未来将通过当地实现标准化生产，酒业园区集中生产很容易实现。二曲去年销售就实现了 4 万吨，今后通过集装箱运输，全国物流很容易实现。

图表4：明晰的品牌运作思路



来源：国金证券研究所

两点关键，是实现跨越发展的核心

- 关键一：从粗放式经营走向精耕细作，区域市场增长仍有较大空间
 - 泸州老窖销售呈现点状分布，区域增长仍有较大空间。目前公司各地区的销售仍呈现点状分布，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。
 - 公司缺少核心市场和强势市场，精细化运作的空间十足。品牌尽管覆盖全国，但是每个省的销售都比较均衡，缺少强势市场。目前的主要销售区域是河北、四川、山东、湖南、河南等地。前十位销售区域中，仅河北一省销售突破 5 亿，其余在 1 亿到 5 亿销售之间。如果泸州老窖可以精耕市场，把营销做到位，细分市场，把某些省份做强

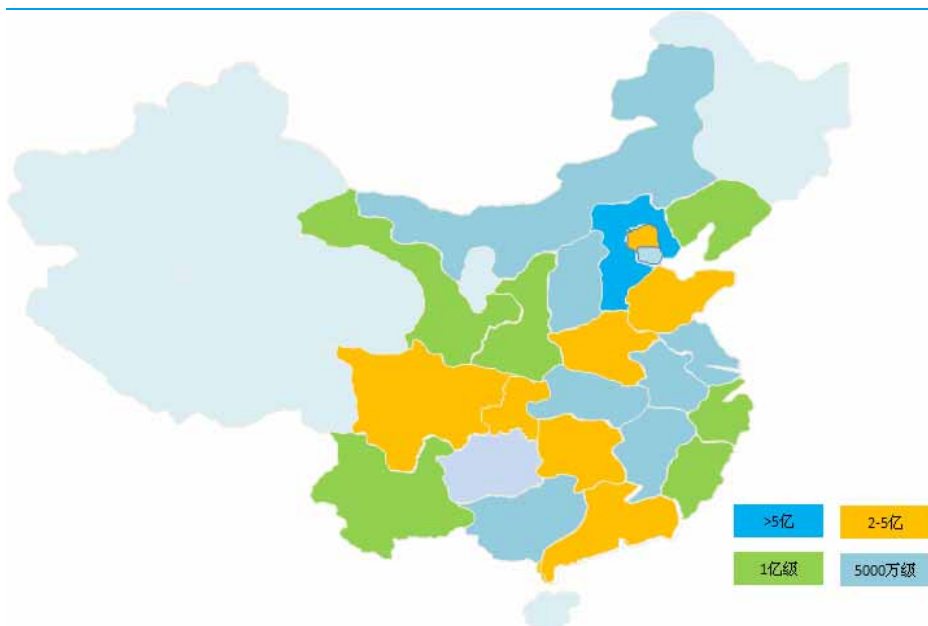
势市场，增长的潜力就很大。老窖具备产品优势，质量保障优势和文化底蕴，只要提高市场精细化程度，增长空间是足够的。

图表5：2009 销售前10 市场

排名	前十名省份	销售级别
1	河北	5亿级
2	四川	2-5亿级
3	山东	2-5亿级
4	湖南	2-5亿级
5	河南	2-5亿级
6	重庆	2-5亿级
7	广东	2-5亿级
8	北京	2-5亿级
9	陕西	1亿级
10	浙江	1亿级

来源：国金证券研究所

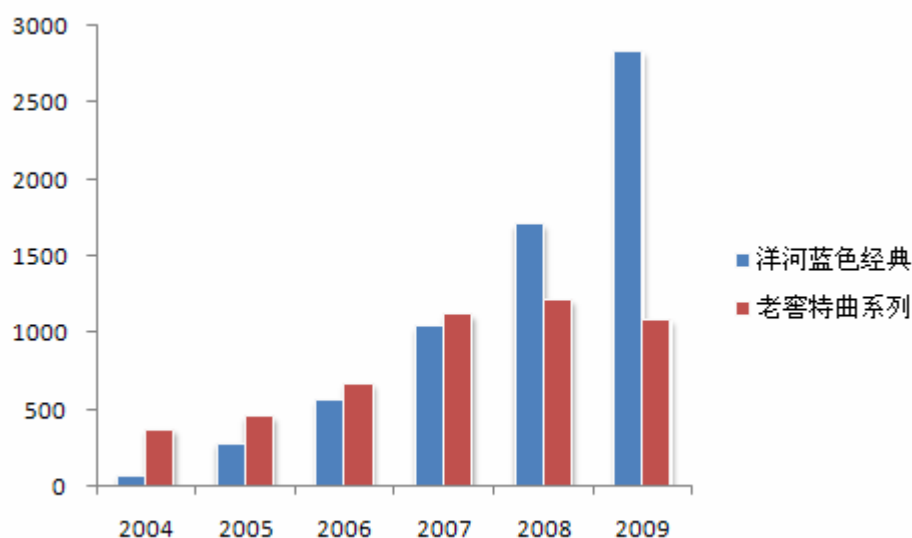
图表6：2009 年各地区销售结构



■ 关键二：老窖特曲是公司未来成败的关键

- 公司对老窖特曲的运作将如当年运作 1573 一样，目前企业资源已经向老窖特曲倾斜。特曲系列（年份特曲，精品特曲，普通特曲）意在 对 200-500 元中档酒价格带的占领。
- 中档酒价位，品牌力鲜有匹敌：泸州老窖特曲蝉联历届中国名酒，品牌力在中档酒中鲜有匹敌，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。
- 产能充分，产品质量有保障。目前园区已有 8 万吨酒库，还要建 10 万吨酒库，质量有保证。每年生产能力可到 2 万吨（38 度和 52 度），产品质量有高度保障。
- 这几年在中档酒运作上，老窖特曲系列与洋河蓝色经典系列相比相形见绌，这主要跟公司提价频繁以及经销商预期不太稳定有关。洋河在中档酒运作上的成功为老窖上了很好的一课。凭借老窖的品牌力和产品力，要分中档酒市场一杯羹应不在话下。目前的关键还在于特曲产品的变革力度稍有不足，运作思路和对消费者的理解上似乎应更加到位。

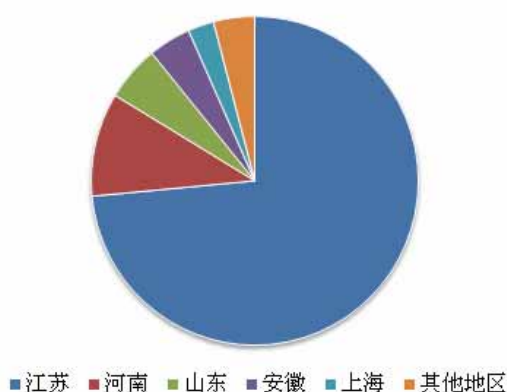
图表7：中档酒运作，洋河后来居上



来源：国金证券研究所

- 从区域分布上，老窖特曲系列的销售虽呈现全国开花的局面，但局部销售并不火爆。中档酒的运作上，渠道的精耕细作至为关键。这点，老窖与洋河有不小的差距，同时也意味着有不小的改善空间。

图表8：2009年洋河销售区域结构



来源：国金证券研究所

图表9：2009年特曲销售排名前10省份

排名	前十名省份	销售级别
1	河北	2亿级
2	重庆	1亿级
3	四川	1亿级
4	广东	1亿级
5	山东	1亿级
6	福建	5000万级
7	河南	5000万级
8	甘肃	5000万级
9	陕西	5000万级
10	湖南	5000万级

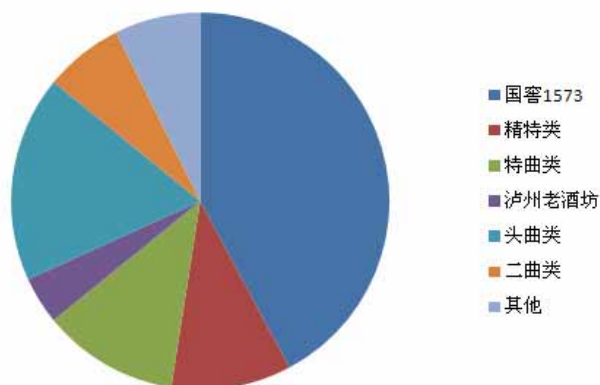
- 年份特曲的推出将是特曲系列品牌拉升的又一重要之举。
- 公司意图将年份特曲酒塑造成中国商务酒的第一品牌，定位尊贵和优雅，希望能迎合社会的新锐和当代的精英。在包装上力图超越竞品，在口感上适应新兴消费群体的需求，突出入口绵柔，饮后净爽的特点，让消费者能够当天晚上尽兴，饮后不头疼。
- 终端价定位 500 元，意在实现泸州老窖特曲系列的价值回归，特曲年份将在未来扛起泸州老窖价值回归和复兴的大旗。
- 年份特曲的推出，充分体现了公司对金腰带战略地位的重视。今年将是年份特曲打基础的一年，对经销商的运作需要 1 到 2 年的时间才能显现效果。目前公司在市场推广，不拘泥于原来的经销网络，不拘泥于原来的经销商。挑选经销商时，首先要考虑对泸州老窖品牌的认同，能认同老窖特曲的价值。年份特曲侧重对整个特曲系列价值体系管理的目标和价格体系回归的目标。

- 整个年份特曲的团队都是全新组建，新任副总经理亲自挂帅领导 50 多人的团队。公司对年份特曲的期望和重视程度可见一斑。

公司销售预测及估值

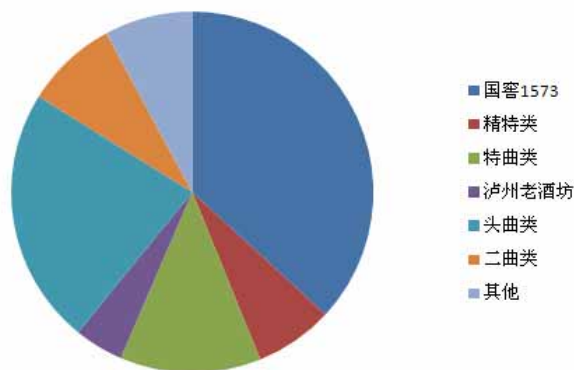
- 从前四个月的销售情况来看，公司销售中规中矩，完成全年销售增长 20%，利润增长 30%的目标应不成问题。

图表10：2009 年销售结构



来源：国金证券研究所

图表11：2010 年 1-4 月销售结构



来源：国金证券研究所

- 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。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,927	3,798	4,370	5,494	6,680	8,137
增长率		29.8%	15.1%	25.7%	21.6%	21.8%
主营业务成本	-1,261	-1,289	-1,458	-1,734	-2,088	-2,522
% 销售收入	43.1%	33.9%	33.4%	31.6%	31.3%	31.0%
毛利	1,666	2,509	2,913	3,760	4,592	5,615
% 销售收入	56.9%	66.1%	66.6%	68.4%	68.7%	69.0%
营业税金及附加	-217	-263	-324	-412	-501	-610
% 销售收入	7.4%	6.9%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
营业费用	-352	-513	-499	-604	-725	-871
% 销售收入	12.0%	13.5%	11.4%	11.0%	10.9%	10.7%
管理费用	-168	-227	-290	-360	-431	-516
% 销售收入	5.7%	6.0%	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%
息税前利润（EBIT）	929	1,506	1,799	2,384	2,936	3,618
% 销售收入	31.8%	39.6%	41.2%	43.4%	44.0%	44.5%
财务费用	-14	-2	0	19	61	113
% 销售收入	0.5%	0.1%	0.0%	-0.4%	-0.9%	-1.4%
资产减值损失	-12	1	-2	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	159	172	357	279	314	349
% 税前利润	14.9%	10.4%	16.6%	10.4%	9.5%	8.5%
营业利润	1,063	1,676	2,155	2,682	3,310	4,080
营业利润率	36.3%	44.1%	49.3%	48.8%	49.6%	50.1%
营业外收支	1	-23	-3	0	0	0
税前利润	1,063	1,654	2,152	2,682	3,310	4,080
利润率	36.3%	43.5%	49.2%	48.8%	49.6%	50.1%
所得税	-291	-387	-460	-577	-712	-877
所得税率	27.4%	23.4%	21.4%	21.5%	21.5%	21.5%
净利润	772	1,267	1,691	2,105	2,599	3,202
少数股东损益	-2	1	18	5	6	7
归属于母公司的净利润	773	1,266	1,673	2,100	2,593	3,195
净利率	26.4%	33.3%	38.3%	38.2%	38.8%	39.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	772	1,267	1,691	2,105	2,599	3,202
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	84	83	96	108	103	99
非经营收益	-157	-191	-388	-177	-314	-348
营运资金变动	530	-345	-332	-231	-129	-148
经营活动现金净流	1,229	814	1,067	1,805	2,259	2,805
资本开支	-280	-127	-118	-53	-39	-30
投资	-977	60	3	-1	0	0
其他	1	0	0	279	314	349
投资活动现金净流	-1,256	-67	-115	225	275	319
股权募资	0	9	3	2	0	0
债权募资	-274	0	0	-1	1	2
其他	-33	-496	-721	-24	0	0
筹资活动现金净流	-307	-487	-719	-23	1	2
现金净流量	-334	259	234	2,007	2,535	3,126

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	444	704	937	2,944	5,479	8,604
应收款项	254	579	745	929	1,129	1,376
存货	1,239	1,189	1,196	1,520	1,830	2,211
其他流动资产	568	61	126	175	211	254
流动资产	2,506	2,532	3,004	5,568	8,649	12,445
% 总资产	55.8%	49.7%	50.2%	66.4%	75.8%	82.2%
长期投资	811	1,343	1,702	1,703	1,702	1,702
固定资产	941	848	866	859	837	803
% 总资产	21.0%	16.6%	14.5%	10.2%	7.3%	5.3%
无形资产	183	299	308	258	217	182
非流动资产	1,986	2,561	2,978	2,822	2,759	2,690
% 总资产	44.2%	50.3%	49.8%	33.6%	24.2%	17.8%
资产总计	4,492	5,093	5,983	8,391	11,408	15,135
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,470	1,146	1,106	1,400	1,695	2,057
其他流动负债	309	453	611	619	741	902
流动负债	1,779	1,599	1,717	2,019	2,436	2,959
长期贷款	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	2	2	1	0	0	0
负债	1,781	1,600	1,718	2,019	2,437	2,962
普通股股东权益	2,704	3,478	4,248	6,350	8,943	12,139
少数股东权益	6	15	16	21	27	34
负债股东权益合计	4,492	5,093	5,983	8,391	11,408	15,135

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.887	0.908	1.200	1.506	1.860	2.292
每股净资产	3.103	2.495	3.047	4.555	6.414	8.706
每股经营现金净流	1.410	0.584	0.766	1.294	1.620	2.012
每股股利	0.560	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.60%	36.40%	39.39%	33.07%	28.99%	26.33%
总资产收益率	17.22%	24.86%	27.97%	25.03%	22.73%	21.11%
投入资本收益率	24.89%	33.04%	33.17%	29.37%	25.69%	23.33%
增长率						
主营业务收入增长率	56.57%	29.78%	15.06%	25.70%	21.59%	21.82%
EBIT增长率	87.15%	62.03%	19.48%	32.50%	23.15%	23.23%
净利润增长率	129.75%	63.70%	32.18%	25.50%	23.45%	23.25%
总资产增长率	31.56%	13.38%	17.47%	40.25%	35.96%	32.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.6	4.4	2.5	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	359.4	343.8	298.5	320.0	320.0	320.0
应付账款周转天数	35.5	42.8	44.2	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	64.7	76.0	67.5	53.1	42.5	33.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.39%	-20.15%	-21.98%	-46.20%	-61.06%	-70.66%
EBIT利息保障倍数	66.7	682.5	-7,474.9	-122.9	-48.2	-31.9
资产负债率	39.65%	31.42%	28.72%	24.06%	21.36%	19.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	2	16	17	38
买入	0	1	8	8	17
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.33	1.33	1.33

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 2008-08-12	买入	30.92	N/A
2 2009-04-28	买入	21.41	N/A
3 2010-01-04	买入	37.73	42.68 ~ 46.95

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



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。

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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室