

泸州老窖 (000568.SZ) 白酒行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈钢

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

高端酒淡季提价，首推泸州老窖

事件

据了解，从 8 月起公司开始针对国窖 1573 进行控货，市场传闻公司将会提价，我们对此点评如下。

评论

高端白酒提价，山雨欲来风满楼：1、我们认为高端白酒涨价已经从提价预期阶段逐步进入提价兑现阶段，不少厂家可能会选择在 9 月中秋前后实行提价。2、泸州老窖有望成为高端白酒提价先行者。从我们了解经销商的情况来看，目前 1573 已普遍实行控货。我们认为临近中秋国庆假期，公司提价预期已十分强烈。3、高端白酒有望进入新一轮的涨价潮。我们认为高端酒一旦一家提价，将可能再次引发行业提价的多米诺骨牌效应。目前，剑南春厂方已向经销商发出白酒提价通知，具体提价方案将于本月开始实施。

公司若率先提价，将赢得先机：市场普遍关注老窖率先提价的压力，我们认为老窖若率先提价，其先发优势将有望为其赢得先机，同时致竞争对手于被动。老窖 1573 未来定位以一直以来强调 3000 吨的极限产量，因此 1573 以控量提价为主，与竞争对手贵州茅台和五粮液今年采取放量策略有所不同。1573 率先提价将给竞争对手带来较大压力，特别是五粮液。根据我们与经销商沟通情况分析，目前公司已经要求终端零售价提高到了 788 元，这种定价是按照五粮液将终端零售价提高到 738 元而制定的，如果中秋节前后五粮液继续将终端零售价提高到 788 元，1573 会将指导价到 838 元/瓶，就是说要确保这次终端零售价始终超出五粮液 50 元。考虑到公司目前品牌力仍低于竞争对手，公司会采取让利于经销商的做法，我们判断本中秋节前提价幅度应在 50-100 元之间。对于 1573 提价市场也有许多分歧，最主要的观点是认为 1573 提价居然要超过五粮液这种做法过于激进，但我们认为提价超过五粮液利大于弊，有可能即将进行提价将成为 1573 发展史的里程碑事件，我们认为 1573 靠前几年提价方式提升品牌力做法已经无效了，提价超过五粮液将成为公司品牌力提升的重要手段。

公司正在逐步打造其品牌方阵，中档短板有望通过年份特曲弥补：前期市场认为老窖特曲系列表现差强人意，但我们认为公司在积极打造其高中低品牌方阵，中档短板的提升将有望靠时间换空间。年份特曲 9 年的推出，有望拉升特曲系列品牌力，弥补中档酒短板。公司今年新品年份特曲系列，围绕“中国荣耀”为主题，推出一系列活动，如与探月工程结为战略合作伙伴，并成为其指定用酒。我们认为，公司营销资源向特曲倾斜，将有望弥补特曲以往品牌力的不足，重新为特曲新的价格体系定位。近几年公司采取低档酒民营化等创新思路，随着张良直接主抓销售工作的推进，我们判断未来这一块将会为公司贡献利润将加大。

高端白酒面临整体估值修复机会：我们在六月底的中期策略中重点强调一线白酒的投资机会，近期一线白酒估值得到一定修复，但目前主要一线白酒估值处于历史低位，板块相对市场的溢价仍低于历史平均水平，整体行业仍有估值修复动力。建议积极关注一线酒板块，基本向好有望超预期的泸州老窖成为现阶段高端白酒投资首选。

投资建议

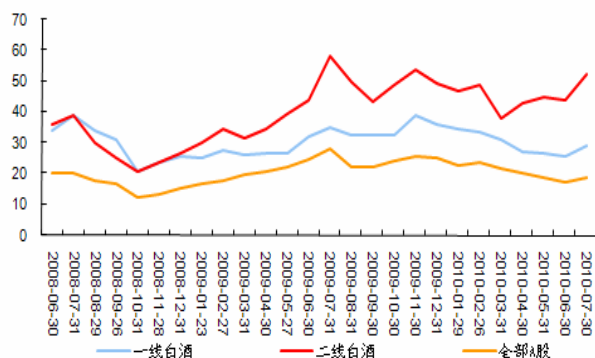
我们继续公司维持“买入”评级，我们谨慎给予券商 15 倍估值，将为公司估值贡献 3.3 元/股。根据目前市场上食品饮料主要上市公司 2010 年平均估值为 31.36 倍，我们预测泸州老窖公司 2010 年白酒每股贡献收益为 1.23 元，对应股价为 38.57 元，最终我们确定公司目标下限为 41.87 元，考虑未来市场将会按照明年业绩增长来估值，我们再向上调 10%的目标价，最后我们确定公司的目标价为 41.87-46.06 元。

高端酒淡季提价，首推泸州老窖

再次重申中期策略观点：一线白酒估值便宜，投资正当时

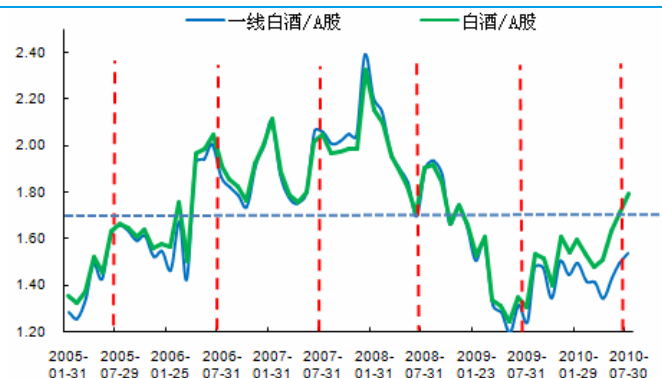
- 我们在六月底的中期策略中重点强调一线白酒的投资机会，近期一线白酒估值得到一定修复，但目前主要一线白酒估值处于历史低位，板块相对市场的溢价仍低于历史平均水平，整体行业仍有估值修复动力。建议积极关注一线酒板块，基本面向好有望超预期的泸州老窖成为现阶段高端白酒投资首选。

图表1：二线白酒与一线白酒估值溢价在拉大



来源：国金证券研究所

图表2：白酒行业估值正在修复其估值溢价

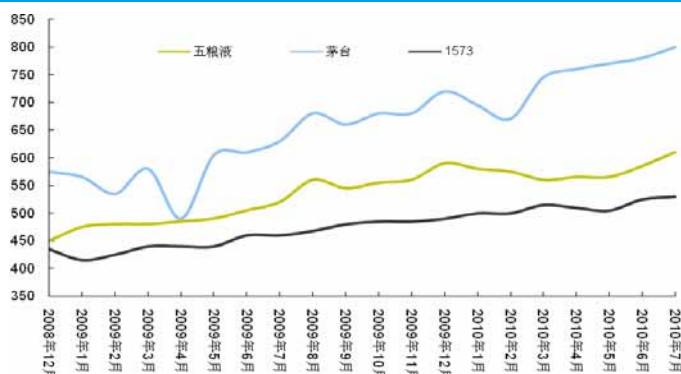


来源：国金证券研究所

高端白酒提价，山雨欲来风满楼

- 高端白酒涨价，山雨欲来风满楼。我们认为高端白酒涨价已经从提价预期阶段逐步进入提价兑现阶段，不少厂家可能会选择在 9 月中秋前后实行提价。
- 泸州老窖有望成为高端白酒提价先行者。从我们了解经销商的情况来看，目前 1573 已普遍实行控货。我们认为临近中秋国庆假期，公司提价预期已十分强烈；一旦一家提价，将可能再次引发行业提价的多米诺骨牌效应。目前，剑南春厂方已向其经销商发出白酒提价通知，具体提价方案将于本月开始实施。
- 市场普遍关注老窖率先提价的压力，我们认为老窖若率先提价，其先发优势将有望为其赢得先机，同时至竞争对手于被动。老窖 1573 未来定位以控量提价为主，与竞争对手放量提价有所不同，因此其率先提价给竞争对手带来较大压力。
- 老窖 1573 未来定位以一直以来强调 3000 吨的极限产量，因此 1573 以控量提价为主，与竞争对手贵州茅台和五粮液今年采取放量策略有所不同。1573 率先提价将给竞争对手带来较大压力，特别是五粮液。根据我们与经销商沟通情况分析，目前公司已经要求终端零售价提高到了 788 元，这种定价是按照五粮液将终端零售价提高到 738 元而制定的，如果中秋节前后五粮液继续将终端零售价提高到 788 元，1573 会将指导价到 838 元/瓶，就是要确保这次终端零售价始终超出五粮液 50 元。考虑到公司目前品牌力仍低于竞争对手，公司会采取让利于经销商的做法，我们判断本中秋节前提价幅度应在 50-100 元之间。对于 1573 提价市场也有许多分歧，最主要的观点是认为 1573 提价居然要超过五粮液这种做法过于激进，但我们认为提价超过五粮液利大于弊，有可能即将进行提价将成为 1573 发展史的里程碑事件，我们认为 1573 靠前几年提价方式提升品牌力做法已经无效了，提价超过五粮液将成为公司品牌力提升的重要手段。

图表3：高档白酒在四川地区一批价格在提高



来源：国金证券研究所

图表4：1573 近几年提价数据



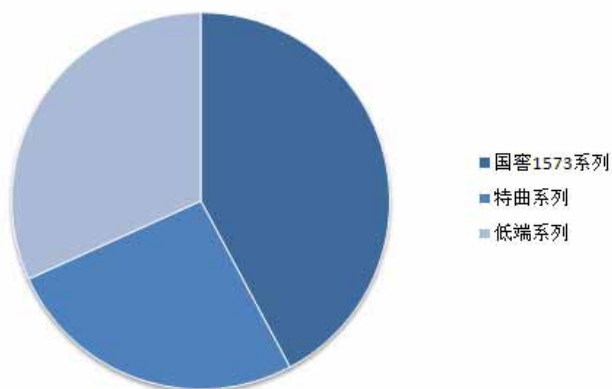
中报筑底，全年业绩有望超预期

- 从上半年的销售情况来看，公司白酒主业完成全年销售增长 15%，净利润增长 30%的目标应不成问题。

公司战略清晰，品牌方阵取长补短

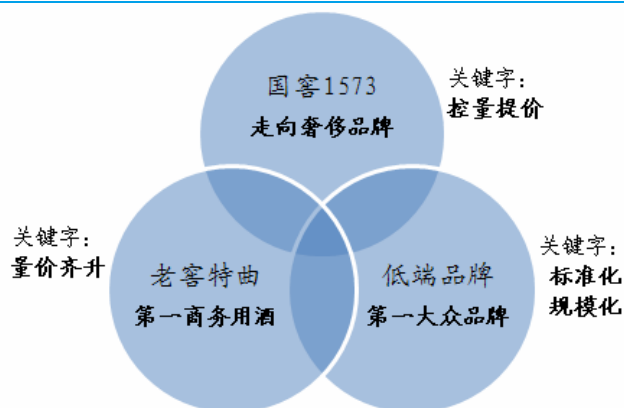
- 公司三大品牌定位清晰：国窖 1573 定位为奢侈品牌，量不会有大的提升（保持在 3000 吨），品牌内涵为奢华和稀有；特曲定位为第一商务用酒，品牌内涵为尊贵和优雅；低端品牌定位为第一大众消费品牌，品牌内涵为品质和实惠。三大品牌战略可总结为：奢侈品牌的打造向茅台看齐，中档产品的建设向洋河学习，大众品牌的打造则走出自己的特色。
- 前期市场认为老窖特曲系列表现差强人意，但我们认为公司在积极打造其高中低品牌方阵，中档短板的提升将有望靠时间换空间。
- 年份特曲 9 年的推出，有望拉升特曲系列品牌力，弥补中档酒短板。公司今年新品年份特曲系列，围绕“中国荣耀”为主题，推出一系列活动，如与探月工程结为战略合作伙伴，并成为其指定用酒。我们认为，公司营销资源向特曲倾斜，将有望弥补特曲以往品牌力的不足，重新为特曲新的价格体系定位。

图表5：2009 年三大品牌系列销售结构



来源：国金证券研究所

图表6：三大品牌战略明晰



来源：国金证券研究所

公司销售预测及估值

图表7：食品饮料主要公司估值表

		股价						
		2010-8-1	2009-12-31	2010	2011	2009	2010	2011
000848.SZ	承德露露	40.50	0.73	1.18	1.48	55.48	34.34	27.29
000729.SZ	燕京啤酒	20.55	0.52	0.71	0.86	39.52	29.00	23.96
600298.SH	安琪酵母	35.86	0.77	1.00	1.31	46.30	35.85	27.29
600779.SH	水井坊	20.69	0.66	0.82	0.94	31.35	25.21	22.02
000858.SZ	五粮液	27.78	0.86	1.26	1.56	32.49	22.13	17.77
000895.SZ	双汇发展	49.48	1.50	1.86	2.35	32.93	26.61	21.09
000568.SZ	泸州老窖	32.71	1.20	1.41	1.75	27.26	23.24	18.67
600059.SH	古越龙山	11.13	0.14	0.24	0.30	79.50	47.10	37.55
000869.SZ	张裕 A	88.45	2.14	2.71	3.33	41.33	32.64	26.60
600616.SH	金枫酒业	12.46	0.40	0.45	0.58	31.15	27.97	21.56
600597.SH	光明乳业	8.71	0.12	0.18	0.22	72.58	48.93	40.10
600600.SH	青岛啤酒	34.66	0.95	1.21	1.46	36.37	28.75	23.67
600519.SH	贵州茅台	138.67	4.57	5.85	7.18	30.34	23.71	19.31
600887.SH	伊利股份	32.21	0.81	1.09	1.43	39.77	29.53	22.53
600809.SH	山西汾酒	48.79	0.82	1.38	1.93	59.50	35.45	25.29
							31.36	24.98

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 31.36 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 38.57 元，最终我们确定公司目标下限为 41.87 元，考虑未来市场将会按照明年业绩增长来估值，我们再向上调 10% 的目标价，最后我们确定公司的目标价为 41.87-46.06 元。

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	30.28	N/A
2	2009-04-28	买入	20.96	N/A
3	2010-01-04	买入	36.65	42.68 ~ 46.95
4	2010-05-25	买入	28.66	42.68 ~ 46.95

来源：国金证券研究所


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：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**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