

强烈推荐-A (维持)

泸州老窖 000568.SZ

目标估值: 34.6-43.4 元

当前股价: 33.96 元

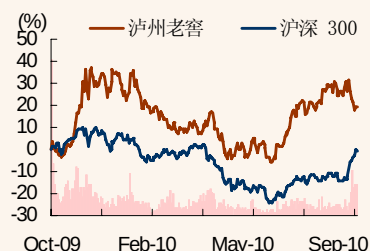
2010 年 10 月 19 日

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	139424
已上市流通股(万股)	71534
总市值(亿元)	473
流通市值(亿元)	243
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	43.7
资产负债率	37.1%
主要股东	泸州老窖集团有限责
主要股东持股比例	21.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	8	21
相对表现	-20	9	19



相关报告

- 1、《食品饮料业 2010 年 9 月月报 - 守正出奇》2010/9/2
- 2、《泸州老窖 (000568) - 调整转型基础年》2010/8/19

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

董广阳

0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn
S1090210080002

黄珺

0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn
S1090208040189

双品牌战略的调整与渠道扁平化

公司正在进行双品牌战略的结构调整、渠道扁平化工作,我们认为今年是整固年,凭借浓香鼻祖的历史积淀与团队的奋发创新精神,未来增速有望加快。目前股价对应的 10-11 年 PE 为 23.7 倍和 19.6 倍,有足够安全边际。

- **国窖 1573 优中选优,特曲量价新定位。**调整后的策略,国窖 1573 主动定价,咬紧五粮液与茅台,重点打造更高档次、市场定位 1888 元的“中国品味”,已经推出近 300 吨。目前市场对 1573 提价控量 20%的做法持负面态度,不过我们认为公司是在以此换取“中国品味”的同样增长,是优中选优;特曲稳价放量,以特曲年份酒来拉动品牌定位,不过特曲九年原先定位 538 元,发布会称定位 698 元,偏高了一些。
- **对渠道价值链的梳理。**公司过去以餐饮终端为主,渠道复杂、级数多,不利于统一价格与策略,大部分销售费用被沉积于渠道,这固然推动了产品的销售,但终端受益不大。今年起公司正式进入缩短、扁平化的过程,虽然部分地区销售有下滑,但有利于产品终端价格的一致性,也节约了费用,将之用于广告和终端营销,逐步转变为终端拉动型销售。今年公司计划打造 400 家直营专卖店,并在甘肃试点三级销售体系取得成功。
- **对品牌理念的传承与创新。**公司从突出“稀缺品质”到成为探月工程唯一指定用酒,见证与分享“中国荣耀”(不过比较遗憾的是,在“嫦娥二号”卫星发射前后的关键时刻,泸州老窖字样并没有出现在中央电视台的画面上,广告效果要打些折扣)。未来我们希望公司能够对 1573 和特曲所对应的消费群体的生活态度和生活方式做深入的解读,争取能在感性诉求上与消费者形成价值共鸣。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级:**我们认可公司的战略调整,希望公司更系统地解读渠道和消费者价值,以渠道价值链的重塑为突破口,寻找再次高增长的差异化手段。我们根据中报调整公司收入、销售费用、少数股东损益等项目,基本维持预估 10-11 年 EPS1.434 元、1.734 元,对应 PE 分别为 23.7 倍、19.6 倍,在板块内具有相当安全边际,维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险因素:**外有洋河,内有郎酒,竞争压力大,转型效果有慢于预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3798	4370	5014	5940	7294
同比增长	30%	15%	15%	18%	23%
营业利润(百万元)	1676	2155	2525	3063	3869
同比增长	58%	29%	17%	21%	26%
净利润(百万元)	1266	1673	1999	2418	3039
同比增长	64%	32%	19%	21%	26%
每股收益(元)	0.91	1.20	1.43	1.73	2.18
PE	37.4	28.3	23.7	19.6	15.6
PB	13.6	11.1	9.5	8.0	6.7

资料来源:招商证券

秋季交流会问答纪要

Q: 为什么今年一二季度减少经销商返利？听到经销商有意见。

答：1、公司 2010 年渠道促销逐步减少，转向投入央视、品牌打造，公司整体投入没有减少。

2、渠道级数以前比较差，最多的高达 7 级左右，而我们有些竞争对手能做到 3 级的水平。比如茅台占收入四五成的团购直销业务，渠道级数非常短；五粮液有四成业务面向商超，可以 3 级就到；洋河是毛细血管策略，用非常少的级数就能下到县乡一级市场。老窖以餐饮为主，复杂、级数多，不利于统一价格与策略。今年初，我们处于缩短、扁平化过程，这样可以增加每级经销商的利润空间。今年公司计划打造 400 家直控专卖店。

附注：媒体报道：6 月 26 日泸州老窖销售公司和兰州剑沱酒类经营有限公司联合在兰州召开了全省经销商大会，此次会议决定于 7 月 1 日起，推行全新的“泸州老窖特曲、头曲甘肃市场三级销售管理模式”，这一试点比较成功。

Q: 提价策略如何，好像经销商反对多？提价是不是要等五粮液先提，咱们再跟？

答：经销商每次都会反对我们提价，结果如何呢？从历史来看最清楚，2000 年时茅台才 140 元，五粮液 180 元，今天零售价、出厂价涨了好几倍。适时提价肯定是对的。CPI 并不能准确描述真实情况，对于富人，CPI 可能是负数。我们涨价的基础因素，高端产品主要讲“定位”，低端产品讲成本。提价不是跟不跟谁的问题，而是要从自己的实际情况出发。

附注：公司在此前 9 月初的股东大会上公布了提价近百元的方案。公司将此次提价的原因归结为原材料上涨和供求关系的变化。原材料方面：今年 3 月川南高粱原产区因干旱，8 月又出现高粱早熟现象，大面积减产、价格上涨对整个白酒行业形成了一定压力；供求关系方面：高端白酒受生产周期等原因束缚，产量有限，而需求增加较快，供求出现矛盾。

糖酒会期间，某省区的 1573 营销中心总经理介绍：提价 100 元前后，一批商的产品出现断货，下游经销商纷纷打款，希望以老价格拿到产品。在价格方面公司坚定要高过五粮液 50 元，即使明年销量下降 20%也在所不惜。总体上提价 20%和减量 20%后，收入和利润没有减少，而中国品味则开始上量。由银基代理的 43 度 1573 目前销售状况不错，银基已经回款 1 亿多元。

“中国品味”出厂价 1573 元，零售价 1888 元，主要靠返点，返点数不只 15%。老窖正是采取这种策略，以让经销商不断完成目标，获得返利。

Q: 能否掌控柒泉公司？

答：公司以前是中央集权制，一个人管几个地级市。以后是子公司、分公司的话，会有很多管理成本。

六个柒泉公司是用经销商投资成立，经销商控股。公司大区经理作为柒泉公司的总经理（职业经理人）。市场开发计划、目标与投入都是规定的。柒泉公司的财务都是统一委托第三方公司打理，对老窖是透明的。

附注：七泉公司主要在华北、华中、西南等地，在华东、华南销售的不好，公司也算有解释，江苏安徽本地酒很强势，浙江不喝白酒，华南喝进口酒比较多。华东、华南还没

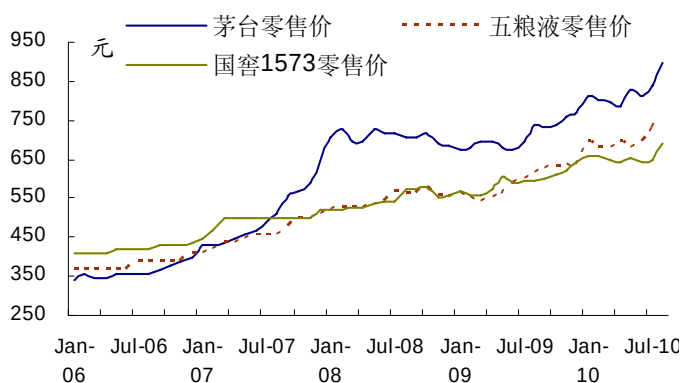
有一个能够领衔经销商出来组织。

Q: 特曲年份酒能否成为增长点的主导?

答: 特曲的品牌维护过去做得很不够, 价格定位太低, 无法通过不断提价来恢复名酒身份, 所以才有了特曲年份酒出台的背景。特曲年份酒的定位: 我们考虑如果是特曲酒提价 5-10 年后, 应该达到什么样的价位水平。我们单独组建团队, 请孙跃总来。孙总在青啤主要运作西南市场, 比较成功, 我们看中他在青啤的背景, 主要是青啤在品牌打造、国际化、资本运作方面做得都很不错。不过特曲年份酒也需要培养期, 一般要三年左右来做好品牌力的提升与布局。未来靠普通特曲走量, 年份酒树立品牌。以前在国窖上的广告投入对特曲拉动是有限的, 很多消费者不知道二者是一家的产品, 现在年份酒的投放对普通特曲的拉动逐步体现出来了。

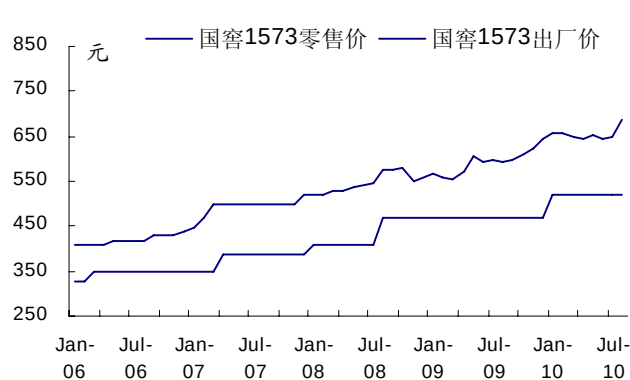
附注: 泸州老窖于 9 月 29 日在“全球航天英雄评选暨泸州老窖年份特曲上市新闻发布会”上推出了新款特曲年份酒。该款 52 度的泸州老窖 9 年份特曲售价为 698 元。

图 1: 高端白酒零售价比较



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 国窖 1573 零售价与出厂价比较



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 新推出的国窖 1573 中国品味



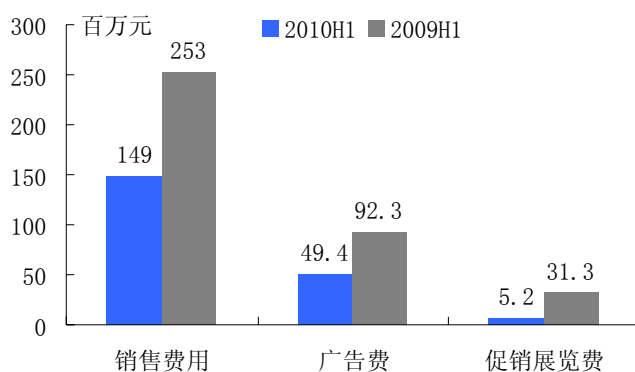
资料来源: 公司网站

图 4：新推出的老窖年份特曲



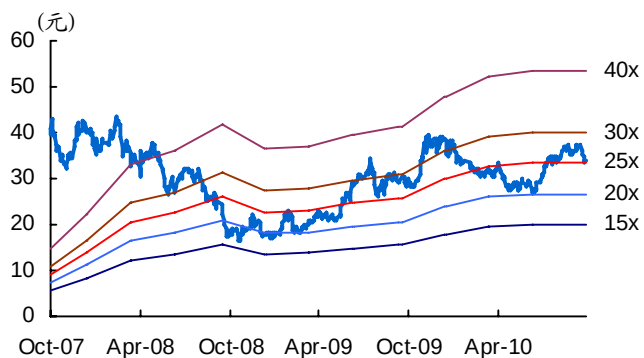
资料来源：公司网站

图5：10年上半年销售相关费用大幅减少



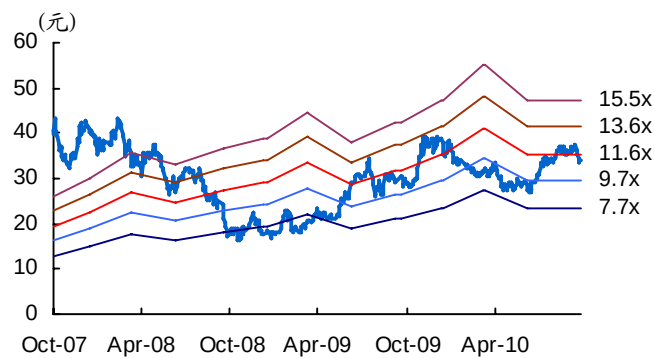
数据来源：公司公告

图 6：泸州老窖历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7：泸州老窖历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

1. 《食品饮料业 2010 年 9 月月报 - 守正出奇》 2010/9/2
2. 《泸州老窖 (000568) - 调整转型基础年》 2010/8/19
3. 《食品饮料业 2010 年 7 月月报 - 中报业绩起底》 2010/7/5
4. 《食品饮料业 2010 年中期投资策略 - 经济转型期, 食品新阶段》 2010/6/10
5. 《泸州老窖 (000568) - 柒泉模式发挥效用, 年份特曲运筹帷幄》 2010/4/23
6. 《泸州老窖 (000568) - 股权激励方案点评》 2010/1/25
7. 《食品饮料业 2010 年度投资策略 - 消费泡沫化》 2010/12/09

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2532	3004	4069	5397	6921
现金	704	937	1435	2315	3224
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	529	690	791	938	1151
应收款项	28	31	26	31	38
其它应收款	21	25	28	34	41
存货	1189	1196	1648	1916	2272
其他	61	126	141	164	194
非流动资产	2561	2978	2960	2943	2843
长期股权投资	1343	1702	1702	1702	1702
固定资产	791	808	820	831	756
无形资产	299	308	277	249	224
其他	129	160	160	160	160
资产总计	5093	5983	7029	8339	9763
流动负债	1599	1717	1968	2323	2545
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	132	221	247	287	340
预收账款	709	659	735	855	1014
其他	758	838	986	1181	1190
长期负债	2	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	1	1	1	1
负债合计	1600	1718	1970	2324	2546
股本	1394	1394	1394	1394	1394
资本公积金	351	354	354	354	354
留存收益	1733	2500	3250	4157	5297
少数股东权益	15	16	61	111	173
母公司所有者权益	3478	4248	4998	5905	7045
负债及权益合计	5093	5983	7029	8339	9763

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	814	1067	1556	2193	2512
净利润			1999	2418	3039
折旧摊销			119	117	111
财务费用			(12)	(19)	(28)
投资收益			(279)	(279)	(279)
营运资金变动			(318)	(97)	(398)
其它			47	53	67
投资活动现金流	(67)	(115)	(100)	(100)	(10)
资本支出			(100)	(100)	(10)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(487)	(719)	(959)	(1213)	(1593)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(1249)	(1511)	(1899)
其他			291	298	307
现金净增加额	260	234	497	880	909

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3798	4370	5014	5940	7294
营业成本	1289	1458	1628	1893	2244
营业税金及附加	263	324	386	458	562
营业费用	513	499	347	373	436
管理费用	227	290	418	451	488
财务费用	2	(0)	(12)	(19)	(28)
资产减值损失	(1)	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	172	357	279	279	279
营业利润	1676	2155	2525	3063	3869
营业外收入	11	7	0	0	0
营业外支出	34	10	0	0	0
利润总额	1654	2152	2525	3063	3869
所得税	387	460	480	596	768
净利润	1267	1691	2044	2467	3101
少数股东损益	1	18	45	49	62
母公司所有者净利润	1266	1673	1999	2418	3039
EPS (元)	0.91	1.20	1.43	1.73	2.18

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	30%	15%	15%	18%	23%
营业利润	58%	29%	17%	21%	26%
净利润	64%	32%	19%	21%	26%
获利能力					
毛利率	66.1%	66.6%	67.5%	68.1%	69.2%
净利率	33.3%	38.3%	39.9%	40.7%	41.7%
ROE	36.4%	39.4%	40.0%	40.9%	43.1%
ROIC	36.8%	39.7%	39.0%	39.8%	41.8%
偿债能力					
资产负债率	31.4%	28.7%	28.0%	27.9%	26.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	1.7	2.1	2.3	2.7
速动比率	0.8	1.1	1.2	1.5	1.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
应收帐款周转率	82.3	148.4	177.2	209.8	213.3
应付帐款周转率	8.5	8.3	7.0	7.1	7.2
每股资料(元)					
每股收益	0.91	1.20	1.43	1.73	2.18
每股经营现金	0.58	0.77	1.12	1.57	1.80
每股净资产	2.49	3.05	3.58	4.24	5.05
每股股利	0.65	0.75	0.90	1.08	1.36
估值比率					
PE	37.4	28.3	23.7	19.6	15.6
PB	13.6	11.1	9.5	8.0	6.7
EV/EBITDA	24.1	18.9	16.1	13.4	10.7

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，拥有证券执业资格，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。