

食品饮料行业

泸州老窖(000568)

强烈推荐（上调）

调整已棋至中盘，2011 将开始收获

文 献 CFA 食品饮料高级研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

- **优化产品结构将是 2011 年增长主要来源。**2010 年第四季度，老窖首次推出新品 1573 中国品味和年份特曲，两者出厂价分别约是普通 1573 和中华老字号特曲的 2.4 倍，2011 年两种新品均可能首次放量，并推动营收增长。同时，我们估计，1573 普通装再次提价后，2011 年实际出厂均价可同比上升 20%。此外，中低档产品中头曲均价和占比也在上升，这也将带动整个中低档白酒均价上升。
- **市场细分、分类营销的渠道框架已搭好，持续成长已有组织基础。**根据不同价位产品的竞争特点，泸州老窖已建立起四张独立的渠道网络，且渠道活力和稳定性都被行业资深人士认可，体现了公司高管对白酒渠道本质的深刻理解，和创新组织的能力。四张独立的渠道网络齐头并进，已是泸州老窖持续成长的组织基础。
- **调整已棋至中盘，我们对结果持乐观态度。**1573 成功后，老窖一直在寻找新的增长点，包括提出“双轮驱动”和渠道建设。从当前来看，2011 年已是检验泸州老窖新产品和渠道扩张效果之年。我们认为，老窖新产品和渠道建设均符合中国白酒行业当前特点，对其效果持乐观态度。
- **130 亿目标是鞭策管理层重要动力，管理层战略战术能力值得溢价。**公司此前已定下 2013 年白酒含税收入要达到 130 亿的目标，意味着与 2009 年比，10-13 年年均营收增速要达到约 25%，我们认为这将是鞭策管理层努力进取、积极创新的重要动力。同时，过去几年中，公司管理层在产品战略规划能力和营销战术能力上展示出高超的技巧，持续不断的组织结构创新也保证了这家国有控股企业的竞争活力。我们相信，优秀的管理层将帮助泸州老窖品牌价值
- **调高 10-12 年业绩预测，上调评级至“强烈推荐”。**结合最新信息，我们上调泸州老窖 2010-2012 年业绩预测至 1.51、1.93 和 2.52 元，同比分别增长 26%、28%和 31%；其中白酒 EPS 分别为 1.28、1.75 和 2.34 元，同比分别增长 36%、37%和 34%。以 2011 年 1 月 7 日收盘价 38.71 元计算，动态 PE 分别为 26、20 和 15 倍。基于对净利持续快速增长预期，我们认为泸州老窖当前股价足够安全。分别以 2011 年白酒业务 EPS 的 25-30 倍和证券业务 EPS 的 15 倍计算，我们认为，2011 年泸州老窖股价有望达到 47-55 元，上调公司评级至“强烈推荐”。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257