

买入 维持

泸州老窖 (000568)

2011 年 2 月 22 日

穿越理性寻求白酒主业超常规发展

上调目标价: 68-80 元

食品饮料行业分析师: 赵勇

SAC 执业证书编号: S0850209090682

zhaoyong@htsec.com

0755-82775282

联系人: 齐莹

qiy@htsec.com

021-23219166

事件:

近期公司公告 2010 年实现收入 53.7 亿, 实现利润总额 29.2 亿, 净利润 21.87 亿, 分别同比增长 22.93%, 35.62% 和 30.71%。公告指出收入业绩快速增长, 主要是公司高端产品国窖 1573 系列酒受到市场及消费者的青睐, 使主营业务收入实现较快增长, 同时, 公司严格控制成本费用, 保证了利润总额、净利润也实现了较高增速。

事件点评:

公司 2010 年 EPS 为 1.57 元, 略超市场预期, 主要在于 2010 年四季度收入大幅增长 38.9%, 业绩大幅增长 45.7% 所致。我们认为这个增长水平仅仅是公司前几年不断在产品体系和渠道结构上进行逐步丰满的初步体现, 预计 2011-2012 年将是公司收入和业绩的爆发阶段。

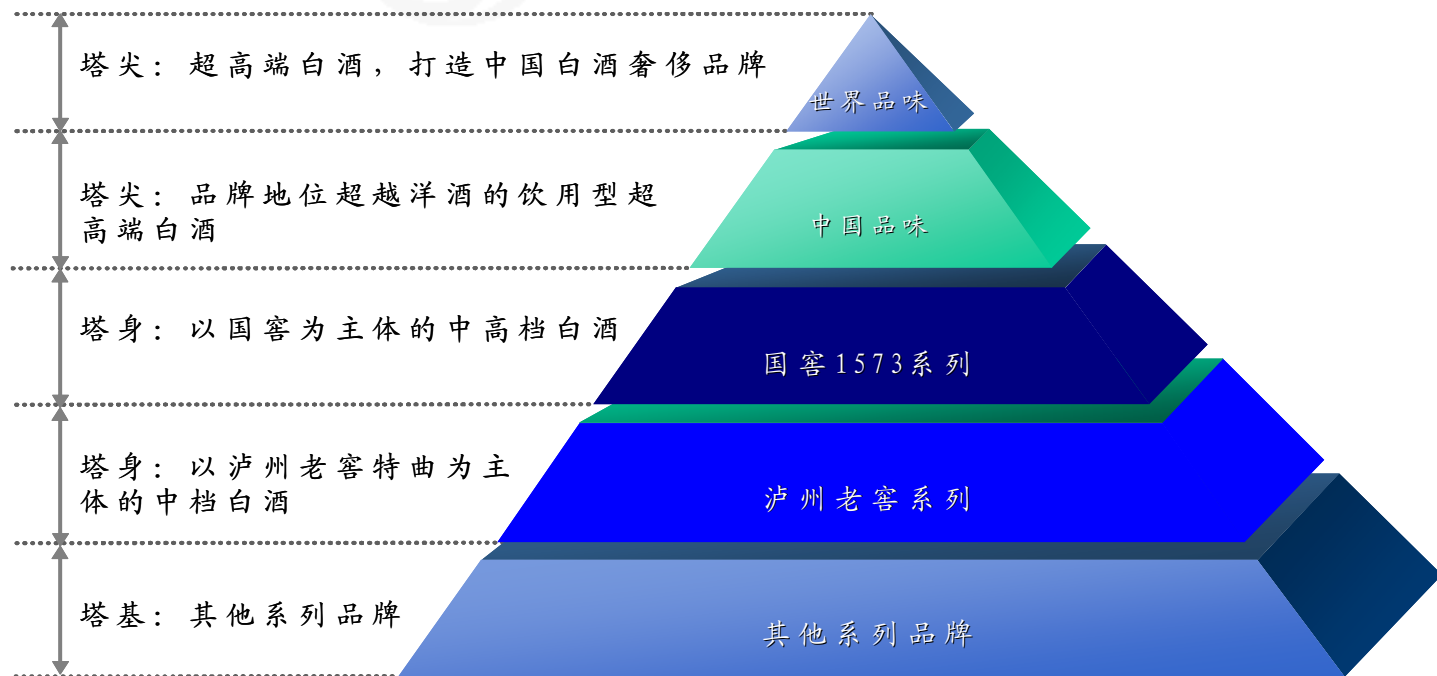
公司去年四季度收入业绩大幅增加主要还是在国窖 1573 系列酒在 2010 年 9 月份提价 14.9%, 同时推出超高端白酒中国品味, 估计其销售额接近 2 亿, 我们测算公司国窖系列 (包括中国品味、定制酒等高端酒) 销售额接近 23 亿左右, 泸州老窖特曲酒估计在 9 个多亿, 而中低档白酒销售额估计在 20 多亿。总体说来, 公司收入增长主要在于国窖系列酒和中低档白酒销售额增加所致。在不断提价及调整结构过程中, 公司的综合毛利率逐步上升, 并带动公司净资产收益率达到 44.84%, 相比 2009 年提高了 6 个百分点。

基本面近况:

- 超高端产品:** 公司在 2010 年 10 月隆重推出国窖 1573 “中国品味”系列, 终端零售价格定位 1980 元左右, 出厂价为 1573 元。此款产品属于战略核心产品, 意图拉升国窖 1573 的品牌张力, 为其以后持续提价做好准备。同时为以后推出更高端的奢侈品牌做好铺垫, 目前, 中国品味终端价格已经超过国际烈性洋酒在华的销售价格。按照当前高端白酒市场容量测算, 我们估计中国品味 2010 年销售额接近 2 个亿, 2011 年将达到 5 个多亿, 到 2013 年可以实现 20 个亿。预计国窖系列 (及定制酒等高端产品) 2010 年贡献收入 20 多个亿, 2011 年将实现 27 个亿左右。
- 中高档产品:** 公司在 2010 年高调推出泸州老窖特曲 “年份酒”, 终端零售价定位 538 元, 一是为抢占高档酒提价之后遗留的空缺, 二是为提升泸州老窖特曲酒的品牌影响力。公司在 2008 年之后持续不断提高泸州老窖特曲的出厂价和零售价, 致使其近几年销量持续下滑, 并让洋河股份赚取部分市场份额 (目前洋河海之蓝零售价 178 元略低于老窖特曲 198 元的价格, 同时全国范围来看, 有老窖特曲的地方就有洋河海之蓝销售)。公司在 2009 年底调整了直接提价的策略, 改为直接推出价位较高的特曲系列, 包括泸州老窖特曲中华老字号系列 (198 元)、泸州老窖特曲精品系列 (238 元)、泸州老窖特曲百年系列 (268 元) 等。
- 同时, 公司在 2010 年底还推出了百年泸州老窖 (窖龄酒), 包括 30 年、60 年和 90 年窖龄。可以发现公司在老窖特曲系列的产品结构日益丰满, 价格梯度逐步成型, 初步形成产品线全垒打。从历史情况来看, 公司中高档产品一直存在短板, 而泸州老窖特曲传统产品也在不断提价过程中出现了缩量的情形, 我们估计 2009 年应是泸州老窖特曲系列酒的最低点, 而 2010 年已有所好转, 2011-2012 年将会取得快速增长。我们估计, 泸州老窖百年 2010 年销售额达到 3 个多亿, 到 2011 年百年泸州老窖 (窖龄酒) 将会突破 10 个多亿。我们估计 2010 年泸州老窖系列酒销售额为 9 个多亿, 到 2011 年将实现 14 个亿左右。

- 4、**中低档产品：**公司中低档白酒的销售主要有两块，一是公司自销品牌包括头曲、二曲等，二是给各大经销商贴牌生产的低档系列酒。从 2006 年开始，公司低档酒销量出现快速增长，到 2008 年公司所有商品量实现 12 万吨的销量，成为业内白酒产销量第一的白酒上市公司。我们估计 2010 年公司中低档酒销售额 20 亿左右，预计 2011 年将会实现 36 个亿左右。
- 5、**销售渠道逐渐成熟：**公司在 2006 年就提出金字塔型的品牌结构，我们认为截止到 2010 年底已初步成型，今后可能还会进一步开发其他产品系列进行丰满。与此同时，公司销售渠道的建设也逐渐成熟。公司在 2009 年确立了柒泉公司的营销模式，由经销商共同组建销售公司，并将渠道进一步扁平化。柒泉公司可以巩固稀缺的经销商资源，同时在公司强有力的指导下可以将营销触角深入到最底层。这种由经销商组建销售公司的模式最早在上世纪 90 年代中期的格力电器运用，并确立了格力电器在家电行业中的霸主地位。尽管目前白酒业内经销商的商业模式发生了翻天覆地的变化，但我们依旧认为如果老窖公司管理得当，其可动用的营销资源将在短期内将得到巨大提高。截止 2010 年底，公司已帮助设立了五家柒泉公司，主要在四川、湖南、河南、山东、甘肃、北京等地。
- 6、此外，公司近几年也一直在全国重点城市开设品牌专卖店，作为终端展示，以及召开评鉴活动，有点类似葡萄酒商务会所的性质。公司招募专卖店的原则主要从没有经销国窖系列产品的经销商进行选择，以扩大自身所拥有的经销商资源。而专卖店渠道销售的产品主要是国窖系列、定制酒、中国品味等高端及超高端产品。除了专卖店直销外，公司还在加大力度开发团购客户，包括给党政军系统的公关和日常维护。
- 7、除了高档酒的销售体系外，公司还自设了博大酒业、泸州老酒坊等子公司进行中低档系列酒的销售，主要包括头曲、二曲等低档酒的销售，公司目前在四川地区已初步完成深度分销和直销的体系建设。同时省外也在大规模招聘地招人员，以加深对渠道的控制。2010 年之前博大销售公司仅有 200-300 人左右，估计到 2011 年底，销售队伍将会扩张到 1000 多人，同时，公司渠道下沉到县乡市场的计划也将在今年完全实施。我们认为有效的渠道建设将帮助公司的中低档系列酒能得到快速增长。

图 1 泸州老窖 2006 年提出的品牌金字塔逐步成型



资料来源：海通证券研究所

盈利预测与估值：

考虑到公司近几年扎实的营销部署，我们有信心相信公司能提前实现先前的销售目标，此前提出 2013 年实现收入 130 亿（含税）。我们预计 2011 年公司将实现收入 77.5 亿，同比增长 44%。其中国窖系列及以上高档产品贡献收入 27.56 亿，泸州老窖特曲系列酒贡献收入 13.74 亿，而中低档白酒包括公司自销品牌和 OEM 贴牌的中低档产品贡献收入 36 亿左右。我们认为上述收入预测可能偏保守，尤其是对高档酒的收入预测可能会超过我们的预期。

公司产品销售从 2010 年 3 季度开始逐步走出低估之后，正踏入快速增长阶段，我们估计公司 2012 年收入增长仍能保持快速增长，预计 2012 年实现收入 111 亿，同比增长 43.7%。

我们认为公司净利润增速应至少保持与其销售额增速同步的态势。虽然公司今后几年将会大幅增加销售人员，但很多地招人员均处于县乡市场，相比收入的大幅增长，管理费用率将会保持稳定状态。公司从 2010 年初开始减少了给经销商的返点率，主要是将费用集中起来做广告投放，并提高费用有效性。公司于 2010 年底，2011 年初提出了经销商费用方案制预报制，同时取消了与销售额挂钩的传统办法，增加了市场投放灵活性。我们估计公司销售费用率将会保持平稳，甚至还将会进一步下降。

预计公司 2011-2013 年实现收入 77.5 亿、111 亿和 136 亿，分别同比增长 44%、44%和 22%。预计 2011-2013 年实现净利润 31.6 亿、44.6 亿和 54 亿，实现 EPS 分别为 2.27 元、3.20 元和 3.87 元。考虑到食品饮料及高端白酒的历史估值水平，以及泸州老窖未来 2-3 年的快速增长前景，我们给予泸州老窖短期目标价 68-80 元，对应 2011 年底业绩的 30 倍，以及 2012 年底业绩的 25 倍左右，给予“买入”评级

主要风险：

宏观经济波动带来高档白酒消费萎靡，泸州老窖特曲系列酒招到地产名酒的猛烈攻势。

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	36.6	28.0	19.4	13.7
P/B	14.4	12.8	9.3	6.6
P/S	14.0	11.4	7.9	5.5
EV/EBITDA	48.4	37.3	26.0	18.6

偿债能力指标	2009	2010E	2011E	2012E
负债权益比率	0.29	0.27	0.24	0.23
借款/股东权益	0	0	0	0
已获利息倍数	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.7	2.0	2.7	3.3
速动比率	1.1	1.3	1.9	2.4
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.5

盈利能力指标（%）	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	66.65	70.10	72.00	72.00
息税摊销折旧利润率	43.32	49.71	50.82	50.34
净利率	38.29	40.62	40.80	40.06
净资产收益率	39.39	45.53	47.83	48.27
资产回报率	27.97	32.85	35.72	36.78
投资回报率	78.45	95.88	99.49	98.36

经营效率指标	2009	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转天数	2.46	1.68	1.09	1.09
存货周转天数	299	285	261	254
总资产周转率（%）	73.05	80.87	87.55	91.81
固定资产周转率（%）	102.88	112.08	117.23	120.50

盈利增长（%）	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入增长率	15.06	23.01	44.13	43.70
主营利润增长率	15.27	28.12	48.57	43.70
EBIT 增长率	28.35	29.91	45.25	41.07
EBITDA 增长率	27.57	29.77	43.37	39.86
净利润增长率	32.18	30.50	44.79	41.07

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	4370	5376	7749	11135
主营业务成本	1458	1607	2170	3118
主营业务利润	2589	3317	4928	7082
营业费用	499	376	542	779
管理费用	290	387	566	813
利润总额	2152	2808	4066	5736
EBIT	2154	2799	4065	5735
折旧摊销	94	119	118	116
EBITDA	2248	2918	4183	5850
投资收益	357	245	245	245
其他营业外收入	7	10	0	0
所得税	460	601	870	1227
少数股东损益	18	24	34	48
归属于母公司的净利润	1673	2184	3162	4460
每股收益（元）	1.20	1.57	2.27	3.20

资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	937	1337	2656	4528
应收款项	31	19	27	39
存货	1196	1319	1780	2557
流动资产	3004	3693	5918	9215
固定资产	808	828	818	809
总资产	5983	6648	8850	12128
应付帐款	221	244	329	473
长期借款	0	0	0	0
长期负债	1	0	0	0
总负债	1718	1812	2166	2765
少数股东权益	16	40	74	123
股东权益	4248	4796	6610	9241
付息负债	0	0	0	0
每股净资产（元）	3.05	3.44	4.74	6.63

现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1673	2184	3162	4460
折旧摊销	94	119	118	116
营运资金变动	120	182	560	839
经营活动现金流	1067	1887	2517	3551
固定资产投资	74	50	50	50
无形资产投资	17	17	17	17
资本支出	120	96	96	96
投资活动现金流	-115	-96	-96	-96
公司自由现金流	1546	2029	2666	3701
股权自由现金流	1547	2030	2667	3702
债务变化	118	93	355	598
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	-719	-1391	-1103	-1583
现金净流量	937	1337	2656	4528
每股经营性现金流（元）	0.77	1.35	1.81	2.55

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵勇：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。