

证券研究报告

食品饮料行业

强烈推荐（维持）

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

泸州老窖(000568)

净利增长仍主要看高档涨价

- **1573 将坚定不移持续涨价。**即使茅台、五粮液放量，但 1573 也不会学他们，而是坚定不移的提价，一定要实现价格高过五粮液。短期内虽然压力会较大，但这是中长期的品牌策略。
- **中档酒仍在探索，持续成长能力仍有待观察。**对于零售价格在 100-600 元的几种主导产品，老窖管理层现在的思路仍然是多元化的。如管理层提到的先做点状布局，再逐步争取板块化，实际上是鼓励多种产品通过不同销售架构销售，看哪种效果更好，如百年泸州老窖(窖龄酒)仍然在走销售公司和柒泉公司，年份特曲则单独成立了一家公司在做，渠道上也是重建，金奖特曲则是通过博大酒业来做。我们认为，对于这些产品的持续增长能力，仍需进一步观察。
- **武陵酒引入战略投资者是为了更快地发展，优质品牌资源股权被稀释有点可惜。**泸州老窖旗下子公司湖南武陵酒拟引入两家战略投资者增资扩股，完成后泸州老窖持股比例从 90%下降至 32.9%。我们认为，虽然引入战略投资者能够短期内增强武陵酒的资金实力，加速其成长，但如此优质品牌资源，大幅稀释股权有点可惜。由于此前泸州老窖并未对武陵酒进行并表，只是收取了很少的租金，故短期内对股份报表影响很小。
- **净利增长能力仍主要看高档价格增长，维持“强烈推荐”。**两个方面，一是超高端产品 1573 中国品味销售上升带动均价上升；二是经典装 1573 持续提价，提升品牌高度。我们维持 2011-2013 年 EPS2.01、2.83、3.66 元的业绩预测，3 年同比增速分别为 27%、41%和 30%，当前动态 PE 分别为 23、16 和 12 倍。我们看好公司管理层战略规划和战术运用能力，有能力保持 2011-2013 年净利年均增长 30%，维持“强烈推荐”评级。

股东大会交流纪要：

- 高档酒和低档酒发展很快，中档酒显得薄弱，这几年一直在调整中档酒，但效果不太明显。公司领导是否已经有一个比较清晰的思路，什么时候中档酒能够比较快的增长？

中价位酒一直在调整。过去十年公司在花最大力气塑造 1573，01-05 年在用泸州老窖的血来培育 1573。06 年以来 1573 成为公司最重要收入、利润来源，特曲等老产品的经销商人气有不足。从今年情况看，1-5 月份泸州老窖特曲及以上到 1573 以下有比较好的增长。国窖 1573 坚持走超高端的路线，3000 吨的原酒产能不会改变，商品量会根据高、低度有所变化。未来要走的路就是要做品牌高度、品质高度、文化高度的文章，再做价格的文章，这是定下来的方向。未来持续健康发展主要取决于战略思路，战术即出现一些情况也不算问题。

老窖要满足不同的市场需求，也要引导培育消费者，故要提高市场占有率。当前市场上还在生产的白酒企业有一万六、七千家白酒企业，小而散。

中价位酒是未来提高盈利能力和适应消费者的需要。故会用点市场的方式，如百年泸州老窖、年份特曲、金奖特曲、浓香经典等，这个方面在相当长的时间以内还会坚持。窖龄酒是老窖原创，至少未来 5 年会是竞争 1573 以下价格带的主要产品。老字号特曲实际市场销售结果来看是一个区域性产品，选择了修补性方式，推出金奖特曲，由博大和销售公司两家竞争销售。用的方式仍然是点状布局发展。金奖特曲的发展略好于预期，老字号也在增长。再用 3 年时间，把点做到面，后面再做品牌清晰化的安排。

低档方面，还有空间，会继续推动其增长。

- 2011 年目标规划，十二五、或十三五的规划是什么？

销售额 100 亿是柒泉公司的口径，86 亿是股份公司含税口径。十二五、十三五会保持健康、持续发展。

公司当前状态总结几句话：方向确定，聚积人才；环境优（内部风气，酒业集中发展区、白酒金三角）、基础强（品质、历史文化、产能、储备，内部组织结构、管理改革）、机遇好（中国经济发展、消费升级）、激励好。2013 年以后，泸州老窖以营销人才为代表的人才会成为全国的 NO.1。公司成立了商学院，加强对营销人员的培训。

- 华西证券股权方面，如果上市公司不转让会否更好，想问一下步骤？

华西证券净资产此前是 30 亿，融资融券要求是要达到 50 亿，故要增资扩股，增资扩股后已经达到了 50 亿的目标。今后华西要上市规范运作，以留住人才，这是未来发展的目标。故老窖要放弃大股东地位，否则不能上市。

- 武陵酒为何引入战略投资者？

武陵历史上经历了三次破产重组，2010 年湖南武陵销售不到一个亿，底子薄。但常德政府很看重，希望打造成地方名片，要求建设千亩、万吨、百亿的园区。同时，泸州是白酒金三角的核心区，南、北两区共 10000 亩酒业集中发展区 2011 年会建设得差不多，这是公司资金投入的重点。引入战略投资者，引入资金可以较好地解决这个问题。

■ 随着茅台价格往上涨，中国品味价格有没有考虑再往上涨？能否介绍公司产品顺价销售的情况？

茅台酒提价是整个白酒行业会受益，1573 也会受益，对中国品味的影响至少在相当长一段时间里是利好。

当前 1573 还是推广阶段，目前品牌高度、强度、影响力与茅台、五粮液等相比还很小，还处于需要销售推动阶段，而不是拉力拉动。中国品味最高供应量 600 吨，不会变。

未来价格走向方面，要关心市场变化，但一定要走自己的路。产能不变的情况下，兄弟企业都在放量，但老窖的量不动，价格会动，销售额也会动。再次强调价格会持续走强，会超出大家的期望，如有可能就会单兵突进。窖龄酒会填上提价后的空白，有价格上涨空间，比如提高 90 年的价格偏低。

这几年推广的重点是中国品味，但还没有能力推世界品味。提到未来如果做世界品味 300 吨，60 度的 200 吨。

公司销售收入的支撑是特曲以上产品，绝非二曲等产品。

■ 一季度收入增长 40%，现金增长 20%多，应收票据为何大幅增长，2、3 季度会否降下来？公司酿酒产能是多少，未来会否有酿酒产能的投资？窖龄酒产品体系，受众群体，市场竞争的情况，当前销售团队和销售区域、销售渠道和营销策划思路？专卖店和团购建设情况？

应收票据有很大增长，是更好地与经销商形成了利益的平衡。老窖保持了较高的存款余额，利息很低，监管要求不允许做理财产品等要求，同时经销商资金成本高。故为了让经销商与老窖保持更好的关系，才有票据大幅增长。未来随着销售的增长，应收票据还会增长，这是正常的，这些票据全是银行承兑汇票，最长时间 6 个月。2010 年开始建造的 10 万吨的在建工程，2011 年已经处于完工状态，已经开始贮酒。

1 季度收入增长高于利润的原因包括：华西证券减利、2011 年广告投放增长比较大、期权激励计提高于 2010 年。

窖龄酒是公司战略性产品，90 年做 1573 上移后的替代。中国白酒仍处在做蛋糕的阶段，公司仍在按市场定位来争取。专卖店是泸州老窖一大工程，2010 年开店速度有所放缓，2011 年下半年会进一步提速，未来 5 年会推动专卖店系统推进。未来专卖店产品配置是有要求的，商超走红色产品（竞争性产品），专卖店重蓝色产品（个性化产品）。正在做视频呼叫中心，可以在专卖店看生产现场，甚至和董事长、总经理对话，投资几千万来搞。

■ 老窖 1573 当前在高档白酒的市场份额占 10%左右，茅台、五粮液每年放量 15%，老窖 1573 未来份额会否变小？

1573 要走自己的特色，而不是和茅台、五粮液去拼量，因为当前市场基础和品牌高度不够，未来 1573 要是做到平均 5000/瓶，不放量收入增长也很快了。2009 年下半年和 2010 年，1573 曾经与五粮液形成了剪刀差（低于五粮液），这种情况如果继续下去，就又会走上原来的老路了。未来 1573 的价格一定会高于五粮液，因为稀有。

■ 2010 年报表上费用投放降低 1.6 亿，想问实际投放增长多快？未来投放重点？

2011 年 1573 那块的费用率会下降，中国品味推广过程中，会继续花费用，要持续 3-5 时间。2012 年费用占比较 2011 年不会下降。现在正在做大量的终端营销，正由批发这种形式往终端团购这种形式发展，人员数量会快速增长，至少 2011-2013 年，无论是以哪种形式，如股份、柒泉、经销商人员，人员都会快速增长。另外广告费用会继续增长，但幅度不会象 2010 年较 2009 年增幅那样大。费用投放比例 2011-2013 年不会大的变化，之后占比会下降。

■ 感觉公司多种产品投放并无重点，在平均用力，是公司在试探市场？能否对产品重要顺序排序？给柒泉、博大的费用如何处理的？

要大招商、招大商。竞争越来越激励，经销商资源正在碎片化，故公司只能增加经销商数量。产品不是平均用力，2011 年销售公司重点是中国品味，然后是窖龄酒，然后是特曲。销售公司现在只负责 4 个产品，1573、窖龄酒、中华老字号特曲、老百年泸州老窖，算不上平均给力。

博大 2011 年，或者未来 3 年，重点均是金奖特曲，2011 年将占到博大销售收入的 10%。

明确提出扁平化招商。如金奖特曲是县级招商，未来头曲、二曲是往乡镇市场延伸。

柒泉支付运费、广告费用等，2011 年会新组建柒泉公司，大片区已经取消了，要加强前端反应。再提双脱钩，市场费用与销售量脱钩，与经销商脱钩，从而聚焦费用投放。

要做到酒的计划等于财富，国窖一定会往这方面走。

老窖现在是把大客户减少，扩充经销商数量。2012 年重要的增长是大招商，使增长能够落地。

2011 年 1-5 月，1573 市场实际消化数量比 2010 年同期有明显增长。得益于茅台，并提到五粮液也受益于茅台。

■ 柒泉公司过去两年带来的成效？2011-2012 年会否加大柒泉推广。销售公司 4 个产品，还是太多，未来有否成立专门团队来做窖龄酒的打算？

要求销售人员由管理型转向参与为主，服务为辅。1573 从 2010 年到 2011 年的调整实现了顺价销售，销售人员得到解放，经销商积极性提高，动力上来了。2011 年提出要组建 12 只狼性团队，浓香经典组织了两个团队，2010 年只做了 2000 多万，2011 年前半年就比 2010 全年几倍增长。精品特曲也要组建一个专门团队，点状做法，比如只做 3 个省。前台狼性化，后台精细化。

2011 年要组建 3-4 个新的柒泉公司，今后要往一个省一个柒泉公司的模式走。正在试点要把权力下移到柒泉，要从前两年的经销商联盟转变为经营实体，总部的功能就是管理，主攻战略，柒泉则主搞战术。现正在川南试点，弱化总部。充分信任、充分授权、严格监管，把一线权力下移。

未来增长仍需要管理结构的反应。股份公司只负责经营品牌、文化、人才、管理。

■ 当前柒泉公司数量及未来规划？现在销售收入能够覆盖的比例？组建的原则，是区域还是省份？处理与柒泉公司的关系时，是按多少折扣，或返还来做的？

泸州老窖最大的特点在改革，不变的唯有变化。

精品特曲：把华东大区的经理变成民营企业，由其去销售精品特曲。

泸州老窖：要实现产权联结型往控制力发展型转型，回避国企体制，提高效率。比如包装生产线劳务外包后，生产效率提高了 60%。

柒泉以后每个省都要组建，解决经销商资源整合与联动的问题。华北柒泉要分开了，如北京要单独成立，因为要求高，经销商数量多。2011 年总经理在北京开现场会开了 4 次，针对中国品味。北京就是一个特区，博大、销售公司整合成一起了，不同渠道由不同队伍去做，板块化管理而非条块化。北京销售公司定的指标完成很好，1-4 月份，北京比 2010 全年都要多得多。

2011 年新的考核，“沉没法”。如计划是 2 个亿，其中 1.6 亿与收入无关，0.4 亿与考核相关，则等于加大了考核的激励力度，对 0.4 亿的追求力增强了。估计超额完成计划对收入的放大作用在 5 倍左右。

■ 面对经济下滑，对公司有无影响？有无准备？什么情况下会有危机？

10 年内老窖没有看到危机。即使市场有逆转，但白酒 2600 亿的市场，老窖 50 多亿的销售额，可以发挥人的作用。对白酒行业有信心，财政收入仍然在高增长。

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