

聚焦浓香主业 中国品味领航

食品饮料行业研究小组 滕文飞
021-53519888-1969
terencelss@hotmail.com
执业证书编号: S0870510120025

基本数据 (Y11Q1)

报告日股价 (元)	45.19
12mth A 股价格区间 (元)	26.90/49.36
总股本 (百万股)	1394.24
无限售 A 股/总股本	51.31%
流通市值 (百万元)	32326.22
每股净资产 (元)	4.62
PBR (X)	9.78
DPS (Y10, 元)	1.00

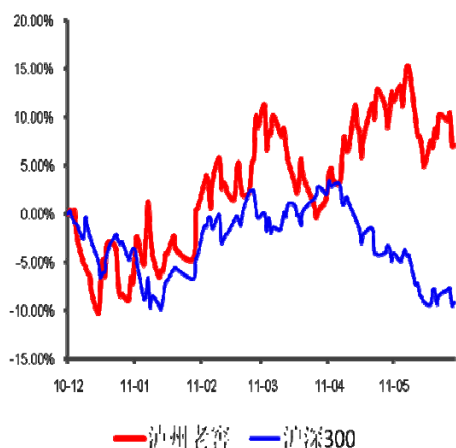
主要股东 (Y11Q1)

泸州老窖集团有限责任公司	21.52%
泸州市兴泸投资集团有限公司	20.23%
泸州市国有资产监督管理委员会	11.92%

收入结构 (Y10)

高档酒	65.51%
低档酒	32.09%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关编号: 11TWF-CT04

■ 报告目的:

近期我们对泸州老窖公司进行了调研,本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点:

十二五方向明确 13 年目标 130 亿

今年公司计划实现含税销售收入86亿元(股份公司口径),销售额100亿元(柒泉公司口径)。公司认为目前运行情况可总结为:方向定、聚人才、环境优、基础强、激励好。我们认为在公司管理团队的带领下,这一目标的实现概率较大。

1573 以上 限量提价是方向

公司提出国窖1573产品未来将以提价为主要策略,不会考虑放量,意在打造其稀有的奢侈品定位。同时将择机推出升级版的高端产品。公司目前产品仍处于销售推动阶段,尚做不到类似茅台的品牌拉动消费,但未来不排除根据市场情况,公司主动提价,单兵突进。至于高端酒提价后留下的价格空间,将由公司新推出的窖龄酒系列来填补。

引进战略投资者 合力做大武陵酒

武陵酒本次增资扩股完成后,泸州老窖的持股比例将下降至32.9%,让出实际控制权。短期内,武陵酒对老窖的整体业绩影响依然较小。

■ 投资建议:

未来六个月内,给予评级“跑赢大市”

预计公司未来3年净利润的复合增长率为29.93%,11、12、13年EPS分别为2.14元、2.78元、3.47元;对应的动态市盈率为21.16倍、16.28倍、13.02倍。2010年公司的市盈率波动范围为20-32倍,目前公司11年动态市盈率仅为21.16倍,具有较高的安全边际,维持其“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

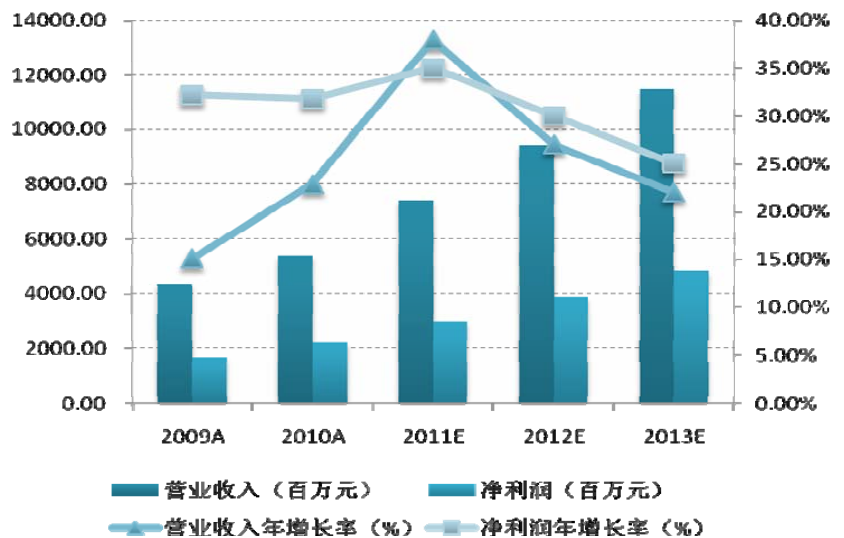
至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5370.87	7,411.80	9,412.99	11,483.84
年增长率 (%)	22.89	38.00	27.00	22.00
归属于母公司的净利润	2205.24	2,977.07	3,870.20	4,837.75
年增长率 (%)	31.79	35.00	30.00	25.00
每股收益 (元)	1.58	2.14	2.78	3.47
PER (X)	28.57	21.16	16.28	13.02

注: 有关指标按最新总股本为 1394.24 百万股计算

一、公司业绩保持稳定增长

2011 年一季度公司实现营业收入 20.71 亿元，同比增长 42%，归属于母公司净利润 8.96 亿元，同比增长 32%，实现每股收益 0.64 元。公司业绩增长主要源自于主打产品国窖 1573 的提价及低端产品的放量。1-5 月份泸州老窖特曲以上产品均取得较快增长。公司目前产品中，高档及低档增长较快，中档产品略显薄弱。公司也已关注到这一点，推出窖龄酒系列填补 1573 提价后留下的中档酒空间。我们认为公司目前以高端酒塑造品牌，中低端酒做渠道销售的策略，符合目前公司所处的行业竞争环境，有利于公司在不同层面的竞争中占得先机。目前高端酒限产提价的长远发展思路已经明确，中低端酒未来发展情况还要依赖于销售公司及柒泉公司销售模式的改革成效。

图 1 泸州老窖 2009 年-2013 年业绩预测图



数据来源：公司公告 上海证券研究所

二、十二五方向明确 13 年目标 130 亿

2011 年是公司“十二五”规划开局的光荣之年，公司计划在 2013 年实现含税销售收入 130 亿元，力争在十二五、十三五期间继续保持健康、持续发展。今年公司计划实现含税销售收入 86 亿元（股份公司口径），销售额 100 亿元（柒泉公司口径）。公司认为目前运行情况可总结为：方向定、聚人才、环境优、基础强、激励好。我们认为在

公司管理团队的带领下，这一目标的实现概率较大。对于整个产品线的布局，公司也已有了清晰的规划。公司的发展思路与同行业的公司有较为明显的不同，意在创新。

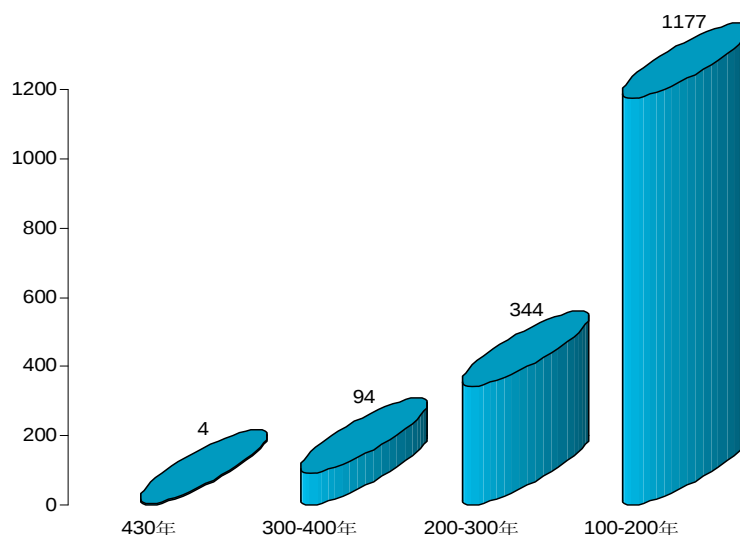
2.1、1573 以上 限量提价是方向

在高端产品方面，公司意在推动品牌的提升及价值的回归。公司提出国窖 1573 产品未来将以提价为主要策略，不会考虑放量，意在打造其稀有的奢侈品定位。同时将择机推出升级版的高端产品，如目前推出的 1573 战略升级产品—中国品味，就定位于中国超高端白酒消费市场，从目前的销售情况看，这一产品已经试水成功。未来不排除推出更为高端的升级产品—世界品味。目前公司对于产品的产量计划为国窖 1573（产量 3000 吨，商品量根据度数略有不同），中国品味（产量 600 吨），世界品味（计划产量 300 吨）。公司目前产品仍处于销售推动阶段，尚做不到类似茅台的品牌拉动消费，但未来不排除根据市场情况，公司主动提价，单兵突进。至于高端酒提价后留下的价格空间，将由公司新推出的窖龄酒系列来填补。

2.2、窖龄酒 承上启下填补空白

窖龄酒是公司今年 1 季度新推出的承上启下填补市场空白的产品，目前推出了包括 30 年、60 年、90 年产品。从泸州老窖公司拥有的窖池数量及窖池年份来看，这一产品线未来的拓展空间十分广阔。90 年产品主要定位于承接 1573 提价后的价格空间，当前上市价格明显偏低，未来有继续提价的潜力。目前窖龄酒的销售由销售公司和柒泉公司负责。销售公司目前的产品推广重点依次为中国品味（这个产品是近期的重中之重）、1573、窖龄酒、老字号特曲等。由此可见窖龄酒在公司整个产品线中的地位。鉴于窖龄酒是公司推出的一款以窖龄为概念的全新产品（有别于以往的原浆、年份等概念），同时又突出了泸州老窖公司在文化及窖龄资源方面的独特优势。我们认为这一产品的市场前景广阔，有助于老窖公司用于与其它中档白酒品牌进行竞争，且依据窖龄不同，产品价格弹性较大，可覆盖更为广阔的中线产品价格区间。

图 2 公司百年以上窖池数量情况



数据来源：上海证券研究所

2.3、其它品种依赖渠道精耕细作

公司的其它产品，如老字号特曲、金奖特曲、浓香经典等，未来的增长仍将依赖于渠道的精耕细作。以细分产品来占据点市场，并进一步的以点带面，形成区域市场后再做品牌清晰化的安排是目前主要的销售策略。金奖特曲目前由博大和销售公司两家同时销售，在互相竞争的同时共同发展；老字号特曲则更多侧重于区域性市场。同时染泉公司的运作模式将继续推广，今年争取再组建几只团队，目标是以省为单位组建染泉公司。同时改革考核方法，将超额完成计划的奖励部分放大了5倍，提高销售积极性。

三、引进战略投资者 合力做大武陵酒

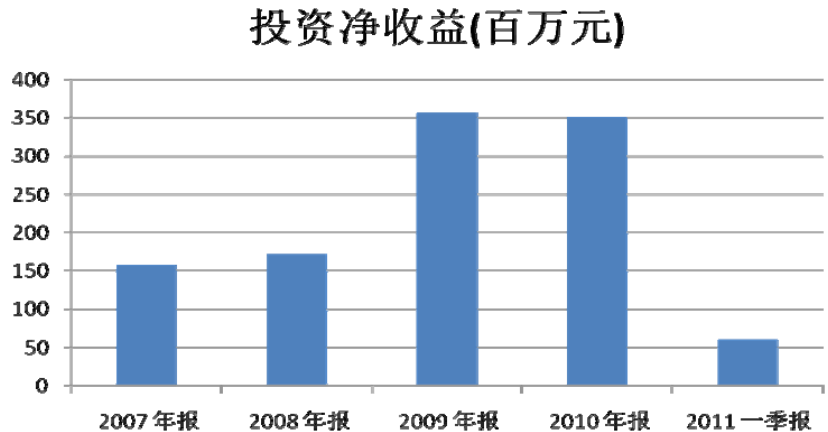
公司为了集中精力做强公司浓香型主导品牌，决定对湖南武陵酒有限公司（酱香型）进行增资扩股。公司控股的武陵酒业作为老十七大名酒之一，是底蕴深厚，一度与茅台、郎酒相并列的酱香型白酒，拥有无数荣誉，在口碑与品质方面具有天然优势的老牌白酒企业。截止2011年5月31日，湖南武陵酒有限公司经审计的净资产为8559.11万元，评估值约为12076.40万元。公司在评估值的基础上再溢价30%（约相当于1.66元/股），向联想控股有限公司定向发行股份7843万股（占湖南武陵酒有限公司增资扩股后总股本的39%），向黄星耀（自然人）定向发行股份2815万股（占湖南武陵酒有限公司增资扩股后总股本的14%）。在湖南武陵酒有限公司本次增资扩股完成后，泸州老窖公司在该公司的持股比例将下降至32.9%，让出实际控制权。湖

南武陵酒 10 年销售不到 1 亿元，对老窖公司的利润贡献有限。常德政府对武陵酒很看重，提出千亩、万吨、百亿的规划。由于目前老窖公司主要精力放在白酒金三角的打造上，尚无能力顾及远在湖南的武陵酒。老窖公司此次虽然放弃了控股权，但是引入战略投资者及其资金将有助于湖南武陵酒的更快发展。短期内，武陵酒对老窖的整体业绩影响依然较小。

四、公司持有的华西证券股权比例将稀释

华西证券有限责任公司增资扩股方案预计将在 2011 年下半年实施完毕。该方案实施完成后，老窖公司持有华西证券的股权比例将从 34.85% 降为 24.99%，享有的权益相应减少，预计将导致老窖公司下半年投资收益减少 1.4-1.6 亿元。华西证券此次增资扩股是为了达成融资融券业务对净资本的要求，华西证券此前净资本是 30 亿，融资融券要求是要达到 50 亿。考虑到华西证券今后的规范发展及可能的上市机会，泸州老窖公司必须放弃控股。

图 3 近 5 年公司投资收益图



数据来源：公司公告 上海证券研究所

五、风险提示

1. 白酒行业竞争激烈，未来可能存在销售增速不达预期或提价进程低于预期的风险。
2. 新推出产品销售不达预期的风险。

六、投资建议

预计公司未来 3 年净利润的复合增长率为 29.93%，11、12、13 年 EPS 分别为 2.14 元、2.78 元、3.47 元；对应的动态市盈率为 21.16 倍、16.28 倍、13.02 倍。公司目前经营状况良好，管理层主动寻求突破的意识强。在国窖 1573 达到 3000 吨上限的情况下，公司业绩增长将主要依靠 1573 产品的继续提价、1573 升级产品的推出及中低端产品的量价齐升。产品线齐全、不同档次产品区别化发展是公司的优势所在。2010 年公司的市盈率波动范围为 20-32 倍，目前公司 11 年动态市盈率仅为 21.16 倍，具有较高的安全边际，建议买入，长期持有，继续维持“跑赢大市”评级。

七、附表

附表 泸州老窖损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	5,370.87	7,411.80	9,412.99	11,483.84
营业总成本	2,805.02	3,254.73	4,069.39	4,854.85
营业税金及附加	437.86	519.69	660.01	805.21
销售费用	323.37	310.54	394.38	481.15
管理费用	390.47	344.30	437.26	533.46
财务费用	7.56	0.00	0.00	0.00
投资收益	351.04	200.00	200.00	200.00
营业外收入	17.57	10.00	10.00	10.00
营业外支出	15.52	8.00	8.00	8.00
利润总额	2,918.94	3,955.07	5,141.59	6,426.99
所得税费用	638.24	864.80	1,124.23	1,405.29
净利润	2,280.70	3,090.28	4,017.36	5,021.70
归属于母公司所有者的净利润	2,205.24	2,977.07	3,870.20	4,837.75
少数股东权益	75.46	113.20	147.16	183.96
每股收益（元）	1.58	2.14	2.78	3.47

数据来源：公司定期报告 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。