

泸州老窖 (000568)

高档酒奢侈品化 多品牌打造中档酒

——泸州老窖调研报告

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
编号 S0880511010015

本报告导读:

老窖管理层优秀,对高中档酒定位清晰,内部调整理顺后公司正在逐步发力。今年重点推广几款高中档新品,大招商招大商将共同驱动今年白酒业务增长提速。

投资要点:

- 公司高档产品将坚持走奢侈品路线,量服从于价。去年 1573 提价幅度在 30%左右,适当控货,依靠推更高新品中国品味来弥补,未来计划适时推出更高端产品世界品味和国学促成品牌和价格向上延伸。今年一季度中国品味销售 100 多吨,预计全年销售 400-600 吨。1573 提价和推广中国品味将带动公司 1573 系列酒吨酒价格大幅上升。
- 丰富中档酒产品线。公司今年中档酒力推新品“百年老窖·窖龄酒”(价格分为 300、400、600 元三档)和金奖特曲(经典装、金奖 1963、金奖 1952 三款,价格在 200-400 元之间),希望通过逐点市场精耕细作,对中价位酒进行点市场布局。其中金奖特曲交给博大和销售公司共同运作,预计今年博大贡献业绩有望翻倍,达到 0.30 元左右。
- 销售渠道改革:1)今年计划新设 3-4 家新渠泉公司,针对北京市场单独成立渠泉公司,聚焦资源重点突破中国品味;2)未来三年计划大幅增加销售人员总人数,打造 12 支狼性团队,推动扁平化招商,对区域市场进行分品牌逐点突破;3)放大销售人员超出任务计划之后的激励系数,改善激励机制,增强员工积极性和渠道推力。
- 华西证券:假设未来两年华西证券净利润较 2010 年下降 30%,考虑增发和摊薄因素影响,预计 11-12 年华西证券贡献 Eps0.04、0.13 元。
- 公司今年收入爆发式增长,白酒业绩有保障,估值不高,建议增持。内部理顺后公司正在逐步发力,今年重点推广几款高中档新品,大招商招大商将共同驱动今年白酒业务增长提速,预计 11-12 年 Eps 为 1.99、2.63 元,其中白酒主业 Eps 分别为 1.95、2.50 元,增速 47%、28%。给予白酒业务 30 倍 PE,年内目标价 59 元,增持。
- 二季度销售淡季不淡。预计中报业绩同比增长 35%左右。

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,370	5,371	7,190	8,986	10,922
(+/-)%	15%	23%	34%	25%	22%
经营利润(EBIT)	1,799	2,576	3,607	4,652	5,794
(+/-)%	19%	43%	40%	29%	25%
净利润	1,673	2,205	2,774	3,662	4,543
(+/-)%	32%	32%	26%	32%	24%
每股净收益(元)	1.20	1.58	1.99	2.63	3.26
每股股利(元)	0.75	1.00	1.20	1.60	2.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	41.2%	48.0%	50.2%	51.8%	53.1%
净资产收益率(%)	39.4%	40.0%	41.9%	45.5%	47.7%
投入资本回报率(%)	55.2%	56.2%	53.3%	54.4%	55.6%
EV/EBITDA	32.1	22.7	16.2	12.5	9.9
市盈率	36.9	28.0	22.3	16.9	13.6
股息率(%)	1.7%	2.3%	2.7%	3.6%	5.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 59.00

上次预测: 62.00

当前价格: 44.30

2011.06.17

交易数据

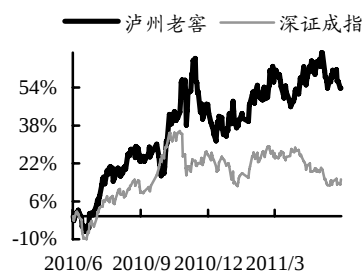
52 周内股价区间(元)	26.90-49.36
总市值(百万元)	61,765
总股本/流通 A 股(百万股)	1,394/715
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	51%
日均成交量(百万股)	7
日均成交值(百万元)	330

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	6,443
每股净资产	4.62
市净率	9.6
净负债率	0%

EPS(元)	2010A	2011E
Q1	0.49	0.64
Q2	0.26	0.38
Q3	0.39	0.47
Q4	0.45	0.50
全年	1.58	1.99

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	-6%	51%
相对指数	-3%	4%	37%

相关报告

《收入增长再提速》	2011.04.17
《老窖焕发新活力 再次迎来超常规发展》	2011.03.27
《哑铃型增长驱动业绩超预期 建议增持》	2011.02.22
《为 2011 年作准备》	2011.01.06
《业绩稳定增长 等待再次腾飞》	2010.10.24

模型更新时间: 2011.06.15

股票研究

必需消费

食品饮料

泸州老窖 (000568)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 59.00

上次预测: 62.00

当前价格: 44.30

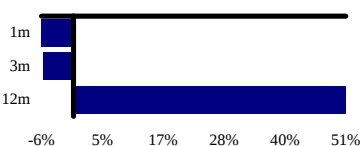
公司网址

www.lzlj.com.cn

公司简介

公司是具有 400 多年酿酒历史的国有控股上市公司。公司拥有我国建造最早（始建于公元 1573 年）、连续使用时间最长、保护最完整的老窖池群，1996 年经国务院批准为全国重点文物保护单位，被誉为“中国第一窖”。公司主导产品有国窖·1573、百年泸州老窖及泸州老窖特曲等。泸州老窖特曲是中国最古老的四大名酒，蝉联历届中国名酒称号，被誉为“浓香鼻祖”、“酒中泰斗”。公司持有 3.5 亿股华西证券股权，持股比例达到 34.86%，为控股股东，为公司带来了新的利润增长点。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

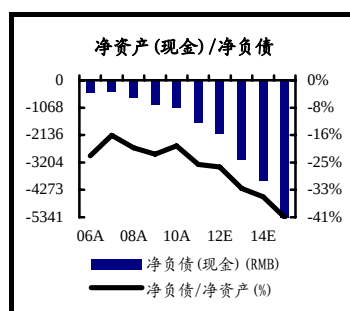
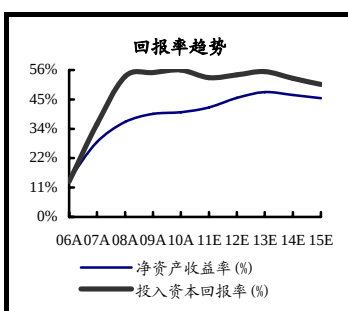
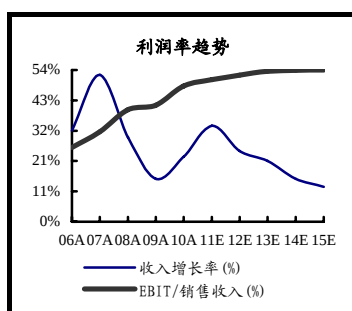
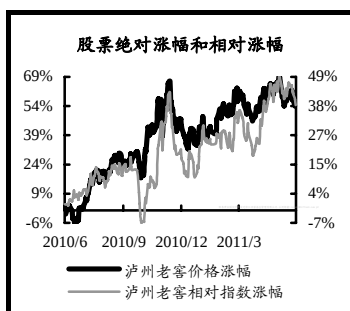
26.90-49.36

市值 (百万)

61,765

财务预测 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表										
营业收入	1,926	2,927	3,798	4,370	5,371	7,190	8,986	10,922	12,574	14,115
营业成本	841	1,261	1,289	1,458	1,643	2,070	2,527	2,994	3,440	3,863
税金及附加	153	217	263	324	438	586	732	890	1,025	1,150
销售费用	294	352	513	499	323	435	539	650	742	826
管理费用	134	168	227	290	390	493	535	594	638	706
EBIT	505	929	1,506	1,799	2,576	3,607	4,652	5,794	6,729	7,570
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-6	159	172	357	351	51	176	193	213	234
财务费用	11	14	2	0	8	-14	-19	-26	-35	-46
营业利润	493	1,063	1,676	2,155	2,917	3,670	4,846	6,013	6,976	7,850
所得税	170	291	387	460	638	803	1,060	1,316	1,526	1,717
少数股东损益	-1	-2	1	18	75	95	126	156	181	204
净利润	323	773	1,266	1,673	2,205	2,774	3,662	4,543	5,271	5,931
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	779	444	704	937	1,079	1,659	2,087	3,077	3,938	5,344
其他流动资产	0	0	0	0	35	0	0	0	0	0
长期投资	101	811	1,343	1,702	1,984	1,470	1,628	1,802	1,993	2,203
固定资产合计	708	941	848	866	972	1,135	1,327	1,540	1,724	1,878
无形及其他资产	192	183	299	308	352	363	373	383	392	401
资产合计	3,458	4,492	5,093	5,983	8,026	9,475	11,820	14,039	16,743	19,151
流动负债	1,207	1,779	1,599	1,717	2,455	2,713	3,501	4,088	4,826	5,282
非流动负债	6	2	2	1	9	3	3	3	3	3
股东权益	2,232	2,704	3,478	4,248	5,517	6,618	8,049	9,525	11,310	13,058
投入资本(IC)	2,423	1,900	2,150	2,562	3,578	5,289	6,688	8,146	9,921	11,663
现金流量表										
NOPLAT	330	675	1,154	1,414	2,013	2,818	3,635	4,527	5,257	5,914
折旧与摊销	84	73	84	94	92	105	128	156	186	216
流动资金增量	-28	410	58	-140	-723	-1,038	-770	-245	-721	-173
资本支出	-135	-280	-127	-118	-256	-277	-327	-377	-377	-377
自由现金流	251	877	1,169	1,251	1,125	1,607	2,665	4,060	4,345	5,580
经营现金流	357	1,229	814	1,067	1,351	2,045	2,968	4,415	4,703	5,942
投资现金流	-120	-1,256	-67	-115	-222	288	-310	-358	-356	-354
融资现金流	244	-306	-487	-719	-987	-1,753	-2,231	-3,067	-3,486	-4,183
现金流净增加额	481	-333	260	234	143	580	428	990	861	1,406
财务指标										
成长性										
收入增长率	32.2%	51.9%	29.8%	15.1%	22.9%	33.9%	25.0%	21.5%	15.1%	12.3%
EBIT 增长率	208.5%	84.2%	62.0%	19.5%	43.2%	40.0%	29.0%	24.5%	16.1%	12.5%
净利润增长率	598.5%	139.8%	63.7%	32.2%	31.8%	25.8%	32.0%	24.1%	16.0%	12.5%
利润率										
毛利率	56.4%	56.9%	66.1%	66.6%	69.4%	71.2%	71.9%	72.6%	72.6%	72.6%
EBIT 率	26.2%	31.8%	39.6%	41.2%	48.0%	50.2%	51.8%	53.1%	53.5%	53.6%
净利润率	16.7%	26.4%	33.3%	38.3%	41.1%	38.6%	40.8%	41.6%	41.9%	42.0%
收益率										
净资产收益率(ROE)	14.5%	28.6%	36.4%	39.4%	40.0%	41.9%	45.5%	47.7%	46.6%	45.4%
总资产收益率(ROA)	9.3%	17.2%	24.9%	28.0%	27.5%	29.3%	31.0%	32.4%	31.5%	31.0%
投入资本回报率(ROIC)	13.6%	35.5%	53.7%	55.2%	56.2%	53.3%	54.4%	55.6%	53.0%	50.7%
运营能力										
存货周转天数	519	357	344	299	298	280	300	300	300	300
应收账款周转天数	7	7	4	2	3	3	4	4	4	4
总资产周转天数	579	496	461	463	476	444	432	432	447	464
净利润现金含量	1.11	1.59	0.64	0.64	0.61	0.74	0.81	0.97	0.89	1.00
资本支出/收入	7%	10%	3%	3%	5%	4%	4%	3%	3%	3%
偿债能力										
资产负债率	35.1%	39.7%	31.4%	28.7%	30.7%	28.7%	29.6%	29.1%	28.8%	27.6%
净负债率	-22.6%	-16.4%	-20.2%	-22.1%	-19.6%	-25.1%	-25.9%	-32.3%	-34.8%	-40.9%
估值比率										
PE	119.7	49.9	48.8	36.9	28.0	22.3	16.9	13.6	11.7	10.4
PB	17.3	14.3	17.8	14.5	11.2	9.3	7.7	6.5	5.5	4.7
EV/EBITDA	64.7	38.1	38.4	32.1	22.7	16.2	12.5	9.9	8.4	7.2
P/S	20.0	13.2	16.3	14.1	11.5	8.6	6.9	5.7	4.9	4.4
股息率	0.8%	1.3%	1.5%	1.7%	2.3%	2.7%	3.6%	5.0%	5.6%	6.8%



目 录

1. 我们的观点：白酒业务高增速，建议增持	4
2. 高档酒奢侈品化，多品牌打造中档酒	4
2.1. 高档酒定位奢侈品	5
2.2. 中档酒依靠特曲和窖龄酒双品牌运作	6
2.2.1. 丰富特曲产品线	6
2.2.2. 中档主推“百年老窖·窖龄酒”	7
3. 不断探索新的销售模式	8
3.1. 柒泉公司带来模式创新	8
3.2. 打造狼性团队，改善激励机制	9
4. 关于华西证券和武陵酒业	9
4.1. 华西证券增发减少公司下半年净利润 1.4-1.6 亿	9
4.2. 放弃武陵酒业控股权	9
5. 股权激励即将进入行权期	10
6. 盈利预测与投资建议	11
 图 1: 泸州老窖产品结构示意图	4
图 2: 高档白酒出厂价	6
图 3: 高档白酒终端零售价	6
图 4: 金奖特曲（1952）	7
图 5: 百年泸州老窖·窖龄酒	7
图 6: 泸州老窖收入及增速（百万元；%）	8
图 7: 前五名客户收入及占比（百万元；%）	8
图 8: 销售费用率显著下降（百万元；%）	8
图 9: 同业销售费用率比较	8
 表 1: 泸州老窖主要产品及定价、定位策略	5
表 2: 历届评酒会获奖名单	6
表 3: 泸州老窖股权激励行权条件	10
表 4: 泸州老窖主要收入假设	11

1. 我们的观点：白酒业务高增速，建议增持

计划收入快速增长：公司计划到 2013 年实现含税收入 130 亿，未来三年复合增长率 27%，竞争对手的快速发展带来上市公司收入和市值的快速扩张也给公司管理层带来较大压力，公司一度提出要在今年争取做到收入税前 90 亿左右，收入增速超 40%，可以看出管理层严抓市场和营销的态度坚决。

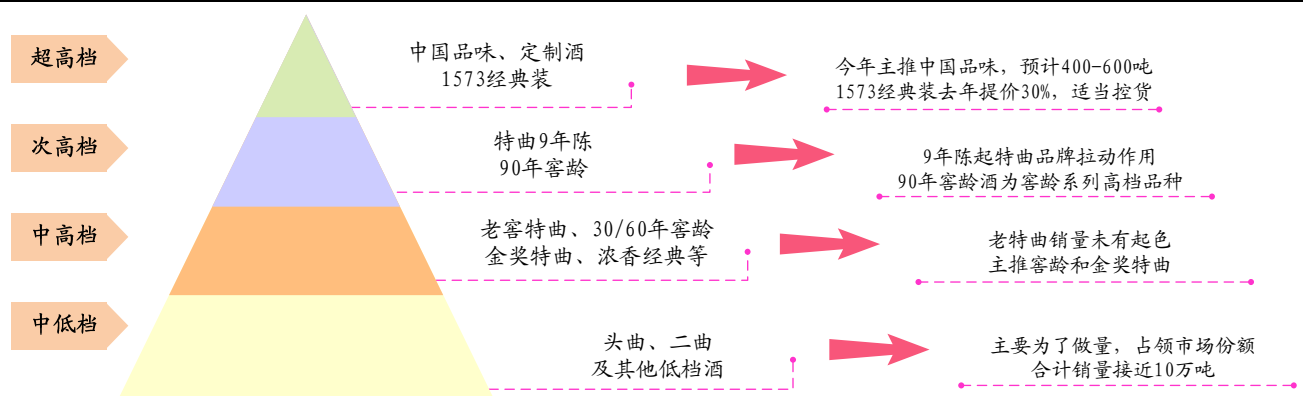
管理层非常优秀，对高中档酒定位清晰。去年至今年初推出了高中档几款新品，对产品线进行了重新的调整和梳理，大招商招大商将共同驱动今年白酒业务增长提速，预计 11-12 年 Eps 为 1.99、2.63 元。其中 11-12 年华西证券贡献 Eps0.04、0.13 元，白酒主业 Eps1.95、2.50 元，对应白酒业务增速为 47%、28%。给予白酒业务 30 倍 PE，年内目标价 59 元，增持评级。今年以来公司销售与同业白酒企业一样呈现出淡季不淡的特征，预计中报业绩将同比增长 35%左右。

2. 高档酒奢侈品化，多品牌打造中档酒

高档酒运作明确走奢侈品路线：坚持量服从于价。根据高档白酒行业格局变化和公司具体运作的情况，适时推出并重点打造更高端储备品牌促成品牌和价格向上延伸，跟上以茅台为代表的高档白酒终端价格上涨。我们认为公司对高档酒的运营思路是非常清晰和明智的。

中档酒主推品牌和运营思路仍在尝试和探索：今年推出并重点运作窖龄酒和金奖特曲，强调中档酒依靠特曲和窖龄酒双品牌支持，应该主要为了弥补老特曲销售市场逐步区域化的尴尬局面，当然老特曲运作不太成功的确比较令人遗憾。不过，新产品诉求有所创新，价格定位更加友好，经过一段时间市场培育，我们认为窖龄酒有成为公司中档拳头产品的潜质，可能是未来中档酒最大的看点。

图 1：泸州老窖产品结构示意图



数据来源：国泰君安证券研究

表 1: 泸州老窖主要产品及定价、定位策略

	产品	出厂价格	零售价格	销量	定位策略
国窖 1573	定制酒、封坛酒等			限量	超高端，奢侈品，限量
	中国品味	1573	1980	限量 600 吨	超高端，奢侈品，限量，预计 2011 年能达到 400-600 吨，今年主推
	经典装 1573	659	959	限量 3000 吨	主要高档产品，提价、限量
					策略：提高产品价格、维持高档品牌优于产品销量
老窖特曲	年份特曲（9 年）		688		填补 1573 提价的空档，提升特曲档次和价格，2010 年推出，预计 2012 年盈利增长较快
	窖龄酒		300-600		独创窖龄概念，诉求新颖，今年主推
	精品特曲、浓香经典等			6000 多吨	中高档特曲产品，完善特曲产品系列
	泸州老窖特曲（老字号包装）	135	228		中高档主要产品。06-09 年提价，2010-2013 年不提价，增加渠道利润，提高销量为主
低档产品	金奖特曲		200-400		丰富特曲产品线，今年主推
	头曲系列酒			10000 吨左右	
	二曲系列酒			40000 吨左右	低档酒，价格略有上升，放量为主
	其他			40000 吨左右	

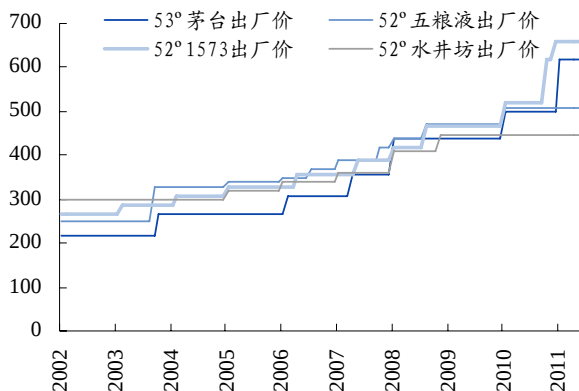
数据来源：国泰君安证券研究

2.1. 高档酒定位奢侈品

国窖 1573 最大产能 3000 吨，实际商品酒产量预计可达 4500 吨。依靠品质基础，在品牌高度、文化高度上做价格的高度。具体执行上如果能够看到激励改善带来渠道推力进一步提高将更有助于新品推广。

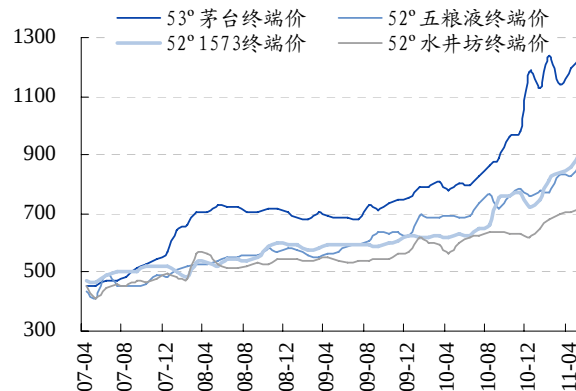
- **对 1573 经典装适当控量：**去年 1573 提价幅度在 30% 左右，随后适当控货保终端价，依靠推更高新品中国品味来弥补。目前上海地区终端价 959 元/瓶，经过我们半年以来草根调研跟踪到的情况，提价后一段时间内终端价格有些混乱，但目前已基本理顺，经销商已基本实现顺价销售，与本次调研了解到的公司反馈情况基本一致。目前 1573 的社会库存有所下降，销售增长主要依靠自然推动。
- **重点运作中国品味：**去年下半年公司高调推出新品中国品味（属于 1573 系列酒），出厂价 1573 元/瓶，终端零售价 1980 元。运作初期对营销商返酒较多，扣除返酒影响后经销商提货的成本在 1000 元左右。公司今年以来砍掉了较多原来投入到 1573 的费用，转而投放到中国品味上，推动大量事件行销、国窖之旅和品鉴活动。一季度销售 100 多吨，我们预计全年在 400-600 吨左右。
- **未来计划推出更高端世界品味和国学：**公司计划中国品味最高销量 600 吨，在销量稳定和高档白酒终端价格进一步上移后，选择推出更高端的世界品味和国学，预计定价分别在 3000 元和 4000-5000 元左右，计划销量目标 300 吨和 200 吨。大的策略上维持高价白酒的高端形象，沿着奢侈品的运作思路，走小众路线。

图 2: 高档白酒出厂价



数据来源: 国泰君安证券研究

图 3: 高档白酒终端零售价



数据来源: 糖酒快讯, 国泰君安证券研究

2.2. 中档酒依靠特曲和窖龄酒双品牌运作

考虑到中档酒有其自有的生命周期等原因, 单纯依靠老特曲再次完成中档酒品牌复兴难度较大, 公司管理层对此应该也有比较清醒的认识。今年力推“百年老窖·窖龄酒”(价格分为 300、400、600 元三档)和金奖特曲(经典装、金奖 1963、金奖 1952 三款, 价格在 200-400 元之间), 希望通过逐点市场精耕细作, 对中价位酒进行点市场布局, 用 3-5 年时间培育逐步形成遍地开花的销售局面。

2.2.1. 丰富特曲产品线

特曲曾经代表泸州老窖五次上榜评酒会名单, 在 1997 年销量也曾突破万吨, 后来在一系列问题中逐步下降, 到 2010 年老特曲销量恢复至 4000 多吨。应该说 2001-2005 年公司在培育 1573 期间, 对特曲的投入力度不够、加之前几年特曲多次提价也造成终端接受情况不理想等原因, 造成了如今老特曲在完成品牌复兴的进程中并没有给大家带来更多惊喜。公司去年至今推出新品年份特曲和金奖特曲, 力求丰富特曲产品线, 在特曲品牌基础上推动产品结构上移。

表 2: 历届评酒会获奖名单

	评选结果	年份	地点	名酒名称
第一届	四大名酒	1952	北京	茅台、汾酒、 泸州大曲酒 、西凤
第二届	八种名酒	1963	北京	五粮液、古井贡酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲、茅台、西凤、汾酒、董酒
第三届	八大名酒	1979	大连	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、 泸州老窖特曲
第四届	十三种名酒	1984	太原	茅台、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	十七种名酒	1999	合肥	茅台、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

数据来源: 国泰君安证券研究

- **年份特曲**是去年新推中高档品种, 在不提高特曲出厂价的情况下提升产品档次, 拉高特曲品牌形象, 思路完全正确, 只是定价略有偏

高，688 元/瓶的终端价与老特曲 200 元左右之间的价差有些偏大。具体销售情况还需观察。

- **金奖特曲**应该是今年特曲重点运作的主打产品之一。年初开始重新打造并重点推广，共分三款产品，分别为经典装(铁盒)、金奖 1963、金奖 1952，商超零售价分别为 239 元、299 元、389 元，对 200-400 价格带进行覆盖，由销售公司和博大酒业同时来运作，内部有竞争，力求销售细化到县级化市场。虽然未来三年金奖特曲只能贡献博大酒业收入的 10%，但将是博大的工作重点和主要利润贡献产品，今年一季度博大净利润同比增长 130%左右即主要得益于金奖特曲的销售增长，预计今年博大贡献公司 Eps 有望同比翻倍，达到 0.30 元。

图 4：金奖特曲（1952）



数据来源：国泰君安证券研究

2.2.2. 中档主推“百年老窖·窖龄酒”

今年初公司推出了新品百年老窖窖龄酒，分为 30、60、90 年窖龄三档，终端零售价分别为 298、408、598 元，对 300-600 左右价格带做到了有带宽覆盖。公司提出今年主推产品除中国品味外，次推窖龄酒，计划做到 10 个亿含税收入。如果按照 200 元出厂均价来假设和估算，合计销量要达到 2500 吨，我们认为完成这个任务还是有难度的。但考虑到窖龄酒概念为公司所独创，诉求新颖，经过一段时间运作，未来具备发力的潜质，窖龄酒有取代特曲成为公司接下来中档酒最大看点的可能性，非常值得持续跟踪和期待。

图 5：百年泸州老窖·窖龄酒



数据来源：国泰君安证券研究

3. 不断探索新的销售模式

3.1. 柒泉公司带来模式创新

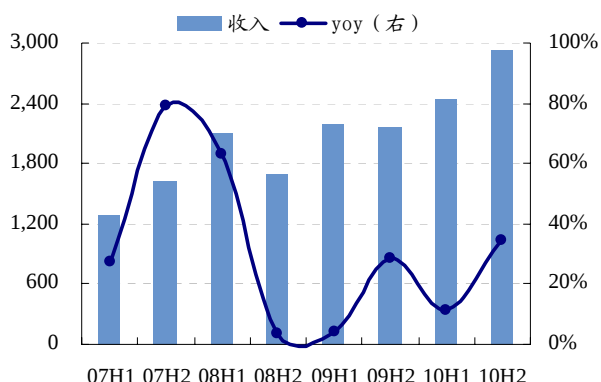
柒泉模式：柒泉公司是由一定区域内经销商组成的经销商联盟体，经销特曲以上级产品，现有 6 家。由公司中层管理人员前往出任总经理，公司与柒泉之间并没有明确的股权关系，通过品牌经销权绑定柒泉公司。在这一模式下同一柒泉公司覆盖区域内的经销商利益被捆绑，可有效减小公司防区域内串货和进行价格管控的难度；但由于不存在直接股权关系，对柒泉公司控制力应该弱于直接参股或控股区域销售公司的模式。

费用分担和出厂价结算方式发生变化：对柒泉公司出厂价由到岸价改为离岸价进行结算，运输费用由柒泉公司承担，并与柒泉公司分担部分市场费用，同时取消对其的返酒政策，公司以适当降低出厂价为补偿。

表现在公司报表上：1) 销售收入受到影响；2) 由公司支出的销售费用减少，销售费用率大幅下降，并且预期未来较长的一段时间内，在此柒泉模式下公司的销售费用率都会维持在较低水平；3) 公司前几大客户都在此 6 个柒泉公司中，披露的前 5 家客户的销售占比大幅上升。

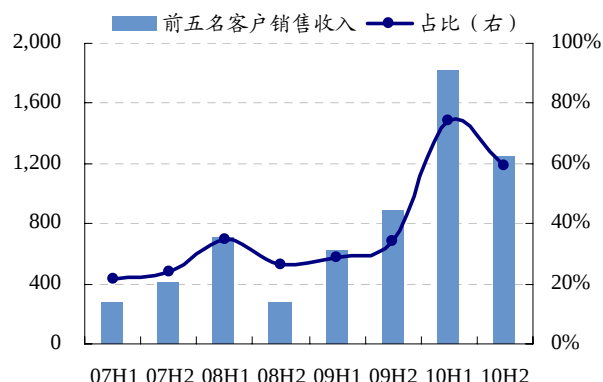
柒泉模式带来销售模式和财务报表的变化，一定程度上将削弱公司的财务透明度，增加对于公司业绩预测的难度。

图 6：泸州老窖收入及增速（百万元；%）



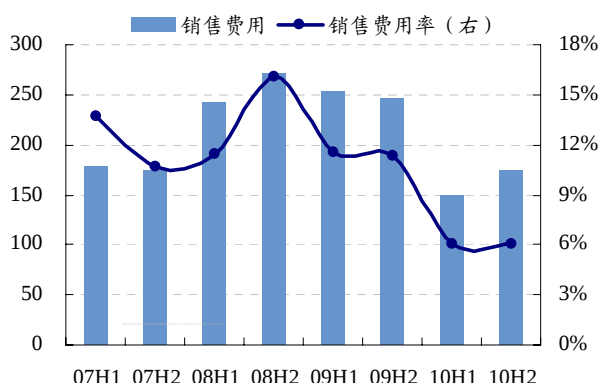
数据来源：国泰君安证券研究

图 7：前五名客户收入及占比（百万元；%）



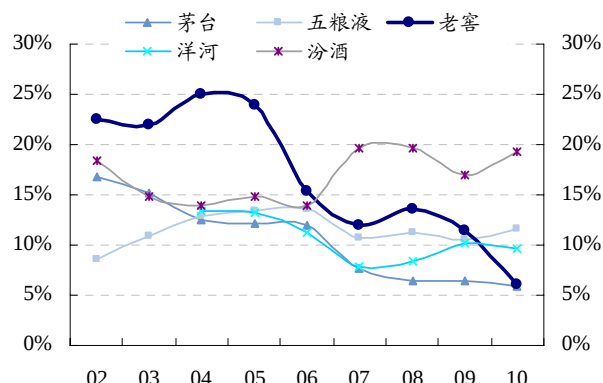
数据来源：国泰君安证券研究

图 8：销售费用率显著下降（百万元；%）



数据来源：国泰君安证券研究

图 9：同业销售费用率比较



数据来源：国泰君安证券研究

公司今年计划再新设 3-4 家新的柒泉公司。其中，计划在华北柒泉的基础上，针对北京市场单独成立一家柒泉公司，聚焦资源高举高打重点突破中国品味。公司总经理今年以来已经在北京组织了 4 场现场办公会议，对北京市场中国品味提出了跨越式发展的目标。

3.2. 打造狼性团队，改善激励机制

打造狼性团队：公司管理层也意识到增加地面部队增强渠道推力的作用，未来三年计划老窖业务人员体系（含经销商部署的地面人员队伍）的总人数会快速增长。今年计划打造 12 支狼性团队，做到“前端市场狼性化，后端保障精细化，综合运筹全局化”。浓香经典目前有两个团队在推广，去年只有 2000 多万，但是今年以来就实现了几倍的增长。将华中大区经理变成一个经销商，组织一帮团队，利用民营企业去运作精品特曲。公司管理层也提出要做扁平化招商，学习郎酒和洋河的成功经验。

改善激励机制：管理层指出最近三年公司销售人员的待遇在业内有些偏低，接下来要进一步改善激励机制。提出要将销售人员超出计划之后的激励系数不断放大。比如超出 1 个亿，设定一个系数，超出 2 个亿系数将更大，多劳多得，放大倍数最高会到 5 倍左右。激励改善利于进一步激发销售人员潜能，增强渠道推力。

4. 关于华西证券和武陵酒业

4.1. 华西证券增发减少公司下半年净利润 1.4-1.6 亿

放弃华西证券增发，利于公司专注主业。华西证券增资完成后，公司对华西证券持股比例由 34.86%下降至 24.92%。由于公司投资华西证券按照权益法核算计入长期股权投资，增发摊薄导致长期股权投资减少，同时华西证券增发带来公司持有华西证券净资产增加，合计影响当期损益 1.4-1.6 个亿。放弃华西证券增发将利于公司专注白酒主业，华西证券贡献投资收益波动较大会加剧公司整体业绩的波动幅度，增发摊薄后公司白酒主业贡献业绩占比有望进一步增大。按照 11-12 年华西证券净利润较 2010 年下降 30% 计算，考虑增发和摊薄因素影响，预计 11-12 年华西证券贡献 Eps0.04、0.13 元。

4.2. 放弃武陵酒业控股权

公司控股武陵酒业历史沿革。公司 2004 年使用 1500 万元收购武陵酒业 60% 股权，2007 年以公司持有金健米业 10% 的股权与金健米业所持武陵等额股份进行资产置换、另花费 400 万元现金，合计增持武陵酒业股权至 80%。2008 年公司以 250 万元价格将 10% 的武陵酒股权转让给湖南武陵商贸有限公司，公司持有武陵酒业股权降至 70%，并在当年对武陵酒业提供技改资金 1014 万元。

放弃控股权对公司业绩影响不大。通过本次武陵酒业向联想控股和自然

人黄星耀溢价定向增发后，公司持有武陵酒业股权比例变更为 32.9%，联想控股持有 39% 股权成为第一大股东。武陵酒业年收入 1 亿左右，2010 年净利润 1300 多万，对泸州老窖贡献 Eps 不足 0.01 元。因为当初收购价格并不高，后期投入也不多，因此放弃实际控制人地位对公司实际影响并不大。加之武陵酒品牌本身已透支很严重，公司再下大力气打造牵扯更多资金和精力也有可能得不偿失，公司此次放弃大股东地位，未来有可能逐步从武陵酒退出。

5. 股权激励即将进入行权期

2011 年是公司股权激励考核首年，2012 年股权激励将进入行权期。公司股权激励主要条款如下：

股票期权总数：1,344 万股，占泸州老窖股本总额的 0.96%。

行权价格：12.78 元。

股票期权的获授条件：2011-2013 年的 3 个会计年度中，分年度进行绩效考核，每个会计年度考核一次，要求 1) 扣除非经常性损益后净利润比上年增长不低于 12%；2) 净资产收益率不得低于 30% 且不得低于同行业上市公司 75 位值。

股票期权的行权安排：等待期满后，激励对象在剩余的三年内按照如下方式分批行权，在等待期满至计划有效期结束止，可行权数量分别为获授股票期权总额的 30%、30%、40%。在行权有效期内，激励对象获取的股权激励收益占本期股票期权授予时薪酬总水平（含股权激励收益）的最高比重不得超过 40%。激励对象已行权的股票期权获得的股权激励实际收益超出上述比重的，尚未行权的股票期权不再行使。

激励对象：共 143 人，其中包括董事长谢明等 11 位高级管理人员和孙跃等 132 名骨干员工。

股票期权的授予日：2010 年 2 月 10 日。

有效期：自股票期权授权日起 5 年时间，即 2010 年 2 月 10 日至 2015 年 2 月 10 日。

等待期：等待期为二年，即 2012 年 2 月 10 日开始可以行权。

禁售期：激励对象在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%。

表 3：泸州老窖股权激励行权条件

	预计需计提的期权费用（万元）	可行权比例	可行权股数（万股）	影响 EPS
2010 年	10885.21（按授权后 11 个月摊销）			0.08
2011 年				0.09
2012 年	7209.686	30%	403.2	0.05
2013 年	3675.526	30%	403.2	0.03
2014 年	282.7328	40%	537.6	0.00
合计	33927.94	100%	1344	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

6. 盈利预测与投资建议

去年底至今年初推出了高中档几款新品，对产品线进行了重新的调整和梳理，大招商招大商将共同驱动今年白酒业务增长提速，预计 11-12 年 Eps 为 1.99、2.63 元。其中 11-12 年华西证券贡献 Eps0.04、0.13 元，白酒主业 Eps1.95、2.50 元，对应白酒业务增速为 47%、28%。给予白酒业务 30 倍 PE，年内目标价 59 元，增持评级。今年以来公司销售与同业白酒企业一样呈现出淡季不淡的特征，预计中报业绩将同比增长 35% 左右。

- 国窖 1573 经典装产品控量 20%，中国品味销量 400 吨，去年提价和中国品味销量上升带动 1573 系列产品吨酒价格大幅上升。
- 老窖特曲系列中档酒，2011、2012 年销量均大幅增长 20%，新品窖龄酒推出带动吨酒价格上升。
- 金奖特曲推广带动低档酒销售收入大幅增加。
- 消费税税基不上升，税率维持不变，主营业务税金率基本持平。
- 销售费用率维持在去年水平，相对 2009 年大幅下降。
- 期权费用年摊销如表 3。剔除此费用外，管理费用率略有下降。

表 4: 泸州老窖主要收入假设

		2008	2009	2010	2011E	2012E
销量 (吨)	1573 系列酒	2,600	2,700	2,950	2,800	3,000
	yoy	16.1%	3.8%	9.3%	-5.1%	7.1%
	特曲等中档酒	6,100	6,000	6,200	7,440	8,928
	yoy	5.17%	-1.64%	3.33%	20.00%	20.00%
吨酒价格	1573 系列酒	56.31	58.70	70.00	104.00	114.40
	yoy	6.23%	4.26%	19.24%	48.57%	10.00%
	特曲等中档酒	16.80	17.57	18.74	22.49	24.74
	yoy	28.2%	4.5%	6.7%	20.0%	10.0%
销售收入	1573 系列酒	1,464	1,585	2,065	2,912	3,432
	yoy	23.3%	8.3%	30.3%	41.0%	17.9%
	特曲等中档酒	1,025	1,054	1,162	1,673	2,209
	yoy	34.9%	2.8%	10.2%	44.0%	32.0%
	中低档酒	1,201	1,574	1,670	2,605	3,345
	yoy	-6.8%	31.1%	6.1%	56.0%	28.4%
	白酒收入合计	3,690	4,213	5,189	7,190	8,986
	yoy	42.1%	14.2%	23.2%	38.6%	25.0%

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业六年。2007 年进入国泰君安, 2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名, 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷湔 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业助理研究员, 2010 年进入国泰君安。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		