

2011-06-19

食品饮料

泸州老窖 000568.SZ

维持

买入

当前价格 44.30 元
目标价格 63 元
目标期限 6 个月

分析师:

张力扬 (执业证书编号: S0930511010005)

021-22169167 zhangly@ebsecn.com

联系人:

于青青

021-22169165 yuqq@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股) 1,394
总市值(百万元) 61,765
流通比例(%) 51.31%
12 个月最高/最低(元) 49.36/26.90
近 3 月日均成交量(百万股) 6.96
主要股东 泸州老窖集团
有限责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.24	3.82	47.18
绝对收益	-9.11	-6.24	54.45

相关报告:

品牌定位明晰，双品牌共塑成长

◇ 调研地点: 泸州

◇ 拜访对象: 泸州老窖董事长谢明等高管

◆ 超高端白酒坚持奢侈之路:

公司 2005 年重点推广的国窖 1573 系列定位于超高端白酒, 该系列产品出自于公司拥有的具有 400 多年悠久历史的 1573 国宝窖池群。2010 年公司又推出了国窖 1573 的升级产品中国品味, 目前出厂价为 1573 元/瓶, 市场零售价为 1980 元/瓶。由于国宝窖池群数量有限, 所以使该系列产品的产能在一定程度上受到限制, 而正是因为产能的限制, 目前公司坚持国窖 1573 系列 3000 吨、中国品味 600 吨的产能不放大, 产能不扩大会造成产品存在稀缺性, 而“品味之道, 在乎稀有”, 价格的不断上扬会成为公司国窖 1573 系列白酒的最大看点。

◆ 中高档白酒产品结构优化进行时:

公司对老字号老窖特曲系列的营销重点在于销量的增长, 因此对出厂价价格上涨的概率较小, 为了优化中档酒产品结构, 提高中档酒的均价和毛利率, 公司 2010 年推出了年份特曲系列, 今年又推出了金奖特曲系列。两大系列产品价格填充了公司 200-400 元得价格空白区间外, 还对特曲系列产品的结构进行了合理的优化。面对公司国窖 1573 系列价格上涨留下的 300-600 元价格区间空白, 公司借助自己天然的窖池资源优势, 率先推出了窖龄酒系列, 未来将成为公司中高档白酒系列的业绩亮点, 而该系列的营销理念是告知消费者酒品质和窖池年限之间的关系, 所以也为该系列白酒奠定了天然的进入壁垒。

◆ 柒泉模式效果显现, 规模持续扩张:

目前 6 家柒泉公司销售的国窖 1573 系列和特曲系列占到公司总销量的 70% 和 50% 左右。由于柒泉公司是由经销商组成的联盟, 所以对当地市场了解透彻, 可以有针对性地销售推广, 在产品销量上升的同时, 公司的销售费用率却出现了下降。公司 10 年营业收入较去年同期上涨 22.89%, 而销售费用率同比下降了 5.41%, 柒泉模式的效果已经开始显现。公司将继续扩大柒泉模式的规模, 计划今年将再新设 3-4 家新的柒泉公司。

◆ 盈利预测:

预计公司 2011-13 年的 eps 分别为 2.10 元、2.74 元和 3.40 元, 维持“买入”评级, 目标价位 63 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,370	5,371	7,245	9,298	11,411
营业收入增长率	15.06%	22.89%	34.90%	28.33%	22.73%
净利润(百万元)	1,673	2,205	2,928	3,823	4,738
净利润增长率	32.18%	31.79%	32.77%	30.57%	23.93%
EPS(元)	1.20	1.58	2.10	2.74	3.40
ROE(归属母公司) (摊薄)	39.39%	39.97%	41.52%	42.35%	41.69%
P/E	37	28	21	16	13
P/B	15	11	9	7	5
EV/EBITDA	32	22	16	12	9

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

公司计划 2013 年销售收入达到 130 亿

公司计划在 2013 年实现销售收入达到 130 亿元（含税），而公司 2010 年销售收入为 63 亿元（含税），为了达到公司 13 年的计划，则公司 10-13 年营业收入复合增长率要达到 27%。目前公司运营状态可定位在：方向定、聚人才、环境优、基础强、激励好。我们认为公司实现计划的概率较大。

超高端白酒系列坚持走奢侈之路

泸州老窖是浓香型白酒的发源地，浓香型白酒需要采用窖池工艺，窖池时间越长，窖泥中的酿酒微生物越多，生产的酒品质越好，而一旦窖池连续三个月不生产，则窖泥中的酿酒微生物将全部死亡，使得窖池成为废窖，所以浓香型白酒窖池的连续使用时间的长短直接关系到酒品质的高低。公司拥有 10086 口窖池，其中百年以上的窖池有 1619 口，公司拥有的 1573 国宝窖池群，因建造时间最早（1573 年建造），连续使用时间最长、保持最完整而在 2006 年 5 月被入选为首批“国家级非物质文化遗产名录”，成为我国“国宝窖池”。

公司的 1573 国宝窖池除了确保酒品质的优异外，还为该系列白酒注入了丰富的酒文化内涵，为公司将国窖 1573 系列奠定为超高端白酒提奠定了基础。公司 2005 年开始重点推广超高端产品国窖 1573 系列，该系列产品出自于公司 1573 国宝窖池群，2010 年公司又推出了国窖 1573 的升级产品中国品味，目前出厂价为 1573 元/瓶，市场零售价在 1980 元/瓶。由于国宝窖池群数量有限，所以使该系列产品的产能在一定程度上受到限制，目前公司坚持国窖 1573 系列 3000 吨、中国品味 600 吨的产能不放大，产能不扩大会造成产品存在稀缺性，而“品味之道，在乎稀有”，价格的不断上扬会成为公司国窖 1573 系列白酒的最大看点。

中高档白酒产品结构优化

泸州老窖特曲是唯一蝉联五届名酒的浓香型白酒。由于公司 2005-2010 年产品推广重点在国窖 1573 系列，对特曲系列投入力度有限，导致特曲系列销量一直不尽如人意。公司从 2010 年开始加大对特曲系列酒的投入力度，使得特曲系列销量止步下滑态势，重新 4000 吨左右的水平。公司在 2013 年对老字号特曲系列的营销重点在于扩大销量，所以预计将不会对该系列出厂价进行提升。

公司去年推出年份特曲系列和今年推出的金奖特曲系列，是对特曲系列产品结构进行优化。目前金奖特曲的三款产品经典装、金奖 1963 和金奖 1952 的零售价分别为 239 元、299 元和 389 元，而去年推广的年份特

曲是以 9 年陈酒为基酒酿造而成，市场零售价为 538 元。年份特曲和金奖特曲的推出不仅填充了公司 200-400 元价格的空白区间，而且对特曲系列的产品结构进行了优化，提高了特曲系列酒的均价。

公司 2011 年一季度推出了窖龄酒系列产品，分为 30、60 和 90 年窖龄三个档次，对应市场零售价为 298 元、408 元和 598 元，对 300-600 元的价格区间进行了覆盖。公司拥有的万口窖池是公司窖龄酒的天然资源优势，是该系列产品的天然进入壁垒，为该系列未来的品质优化和产品升级奠定基础，也符合公司将该系列定位在国窖 1573 系列产品价格上涨后留下的价格空白地带区域的策略，会成为公司未来发展的另一个业绩新亮点。

柒泉模式效果显现，规模持续扩张

柒泉模式是公司的一种新的营销模式。柒泉公司由一定区域内经销商组成的经销商联盟体，经营公司中高端产品。柒泉公司与老窖之间不存在明确的股权关系，通过品牌经销权维系两方的关系。柒泉公司承担产品的运输费用和部分销售费用，同时取消对其返酒政策，而老窖公司则对柒泉公司采取适度降低产品的出厂价格。

目前柒泉公司从 3 家扩张到 6 家，柒泉公司销售的国窖 1573 系列和特曲系列占到公司总销量的 70%和 50%左右。由于柒泉公司是由经销商组成的联盟，所以对当地市场了解透彻，可以有针对性地销售推广，在产品销量上升的同时，公司的销售费用率却出现了下降。公司 2010 年营业收入较去年同期上涨 22.89%，而销售费用率为 6.06%，同比下降了 5.41 个百分点，柒泉模式的效果已经开始显现。公司将继续扩大柒泉模式的规模，计划今年将再新设 3-4 家新的柒泉公司，其中针对中国品味推广的重点城市北京将单独成立一家柒泉公司。

放弃华西证券增资

华西证券增资扩股方案预计在今年下半年实施完成。方案实施后，公司持有华西证券的股权比例将从 34.85%降至 24.99%，从而预计导致老窖公司下半年投资收益将减少 1.4-1.6 亿元，短期投资收益有所牺牲，但是随着华西证券规模的不断扩大，盈利能力的不断提高，长期来看，公司放弃增资扩股，有利于双方发展。

武陵酒引入战略投资者

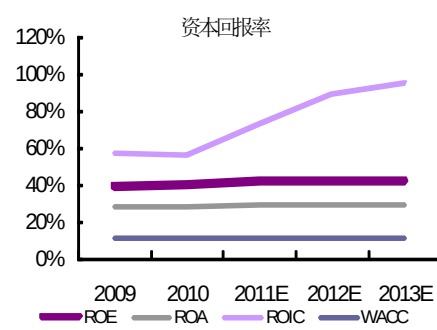
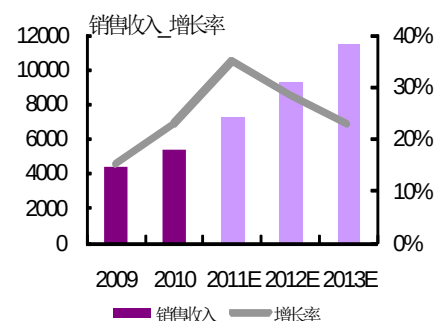
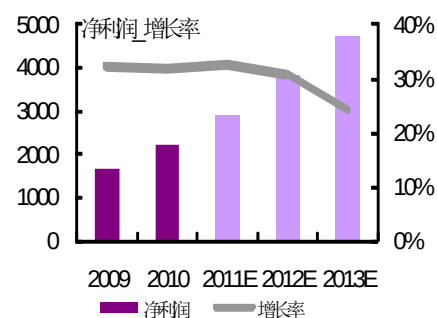
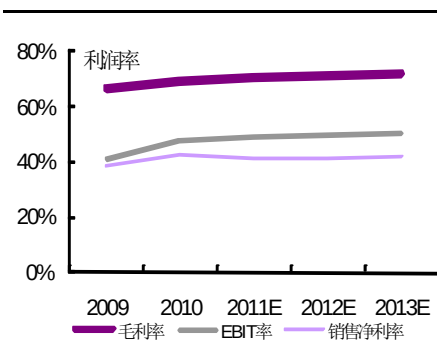
武陵酒是中国的十七大名酒之一，也是中国酱香型白酒的三朵金花之一，公司 2011 年 5 月 31 日公告，在评估值基础上溢价 30%，向联想控股有限公司定向发行 7843 万股，向黄星耀定向发行 2815 万股。完成增

资扩股后，公司持股比例降至 32.9%，让出实际控制权。我们认为公司对武陵酒引入战略投资者主要是因为常德地方政府十分看重武陵酒，希望未来成为地方名片，以实现“千亩、万吨、百亿”的目标，对公司的资金、管理等一系列方面提出了较高的要求，而公司目前正按照四川省政府要求集中力量努力打造“白酒金三角”泸州区，对常德市对武陵酒的要求略显力不从心，而公司引入战略投资者后，可以和战略投资者共同做大蛋糕。

盈利预测

预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入分别为 72.45 亿元、92.98 亿元和 114.11 亿元，归属于母公司的净利润分别为 29.28 亿元、38.23 亿元和 47.38 亿元，对应的 eps 分别为 2.10 元、2.74 元和 3.40 元，维持“买入”评级，目标价位 63 元。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,370	5,371	7,245	9,298	11,411
营业成本	1,458	1,643	2,137	2,652	3,195
折旧和摊销	94	92	160	175	189
营业税费	324	438	590	758	930
销售费用	499	323	435	558	685
管理费用	290	390	529	683	844
财务费用	0	8	-28	-76	-129
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	357	351	200	200	200
营业利润	2,155	2,917	3,781	4,919	6,081
利润总额	2,152	2,919	3,812	4,957	6,129
少数股东损益	18	75	50	50	50
归属母公司净利润	1,673.34	2,205.24	2,927.96	3,823.15	4,738.22

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	5,983	8,026	10,301	13,130	16,360
流动资产	3,004	4,589	6,831	9,515	12,664
货币资金	937	1,079	2,812	4,919	7,088
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	31	47	58	74	91
应收票据	690	1,799	1,811	1,860	2,282
其他应收款	25	26	40	51	63
存货	1,196	1,486	1,923	2,387	2,876
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,702	1,984	2,004	2,024	2,044
固定资产	808	855	984	1,099	1,161
无形资产	308	352	335	318	302
总负债	1,718	2,464	3,155	3,957	4,800
无息负债	1,718	2,464	3,155	3,957	4,800
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	4,264	5,562	7,146	9,173	11,560
股本	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
公积金	1,052	1,380	1,380	1,380	1,380
未分配利润	1,802	2,743	4,277	6,254	8,591
少数股东权益	16	45	95	145	195

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,067	1,351	3,219	3,997	4,511
净利润	1,673	2,205	2,928	3,823	4,738
折旧摊销	94	92	160	175	189
净营运资金增加	235	905	193	185	560
其他	-935	-1,851	-62	-186	-976
投资活动产生现金流	-115	-222	-120	-120	-70
净资本支出	118	256	300	300	250
长期投资变化	1,702	1,984	-20	-20	-20
其他资产变化	-1,935	-2,462	-400	-400	-300
融资活动现金流	-719	-987	-1,366	-1,770	-2,272
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	118	746	691	802	843
净现金流	234	142	1,733	2,107	2,169

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	15.06%	22.89%	34.90%	28.33%	22.73%
净利润增长率	32.18%	31.79%	32.77%	30.57%	23.93%
EBITDA 增长率	18.92%	40.91%	39.27%	29.78%	23.33%
EBIT 增长率	19.31%	43.17%	38.05%	30.69%	23.90%
估值指标					
PE	37	28	21	16	13
PB	15	11	9	7	5
EV/EBITDA	32	22	16	12	9
EV/EBIT	33	23	16	12	10
EV/NOPLAT	42	30	21	16	12
EV/Sales	14	11	8	6	5
EV/IC	24	17	16	14	12
盈利能力 (%)					
毛利率	66.65%	69.41%	70.51%	71.48%	72.00%
EBITDA 率	43.28%	49.63%	51.24%	51.82%	52.07%
EBIT 率	41.13%	47.91%	49.03%	49.93%	50.41%
税前净利润率	49.24%	54.35%	52.61%	53.32%	53.71%
税后净利润率 (归属母公司)	38.29%	41.06%	40.41%	41.12%	41.52%
ROA	28.27%	28.42%	28.91%	29.50%	29.27%
ROE (归属母公司) (摊薄)	39.39%	39.97%	41.52%	42.35%	41.69%
经营性 ROIC	56.54%	56.27%	73.45%	88.70%	95.42%
偿债能力					
流动比率	1.75	1.87	2.17	2.41	2.64
速动比率	105.33%	126.40%	155.98%	180.52%	204.28%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	1.20	1.58	2.10	2.74	3.40
每股红利	0.75	1.00	1.32	1.72	2.13
每股经营现金流	0.77	0.97	2.31	2.87	3.24
每股自由现金流(FCFF)	0.83	0.68	1.75	2.38	2.78
每股净资产	3.05	3.96	5.06	6.48	8.15
每股销售收入	3.13	3.85	5.20	6.67	8.18

资料来源：光大证券、上市公司

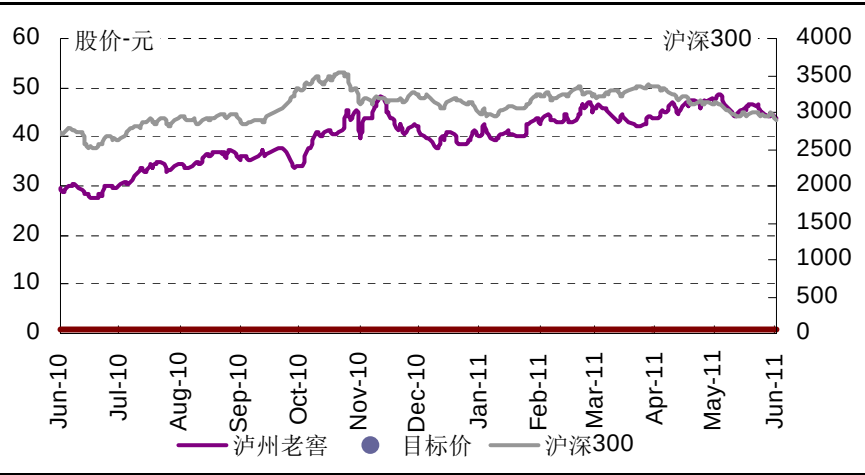
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

泸州老窖（000568）

分析师：张力扬



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-03-17	67.90	90.00	买入
2008-10-24	19.42	25.00	买入
2008-12-22	21.54	35.00	买入
2010-01-15	21.42	42.00	增持
2010-08-19	34.43	44.27	买入
2011-02-22	43.70	56.30	买入
2011-03-17	43.70	56.30	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。