

强烈推荐-A (维持)

泸州老窖 000568.SZ

目标估值: 53.5-66.9 元

当前股价: 41.99 元

2011 年 11 月 7 日

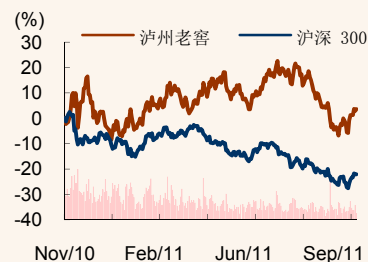
两头快速增长，腰部有待发力

基础数据

上证综指	2528
总股本(万股)	139424
已上市流通股(万股)	71534
总市值(亿元)	582
流通市值(亿元)	299
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	42.2
资产负债率	33.5%
主要股东	泸州老窖集团公司
主要股东持股比例	21.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	-4	4
相对表现	4	11	27



相关报告

- 1、《食品饮料业 2011 年中期投资策略 - 酒业销售模式演进的深度研究》2011/6/10
- 2、《泸州老窖 (000568) - 双品牌战略的调整与渠道扁平化》2010/10/19

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090511030001

王晗 (研究助理)

010-57601855
wanghan@cmschina.com.cn

龙隽对本文有重要贡献

结合近期调研与三季报情况，我们继续强烈推荐公司股票，预计 2011-13 年酒业 EPS 分别为 2.04、2.68、3.52 元，同比增长 52.8%、31.4%、31.4%，以明年业绩、20-25 倍 PE 定位的一年目标区间是 53.5-66.9 元，这还没有包括华西证券股权的价值以及华西证券未来 IPO 的增值预期（调研纪要请参阅正文）。

- **前三季度收入高速增长，投资收益减少拉低净利润增速。**公司前三季度实现销售收入 56.3 亿元，净利润 20.1 亿元，分别同比增长 49.5%、27.0%，实现 EPS 1.44 元；其中第三季度收入 20.6 亿元，净利润 5.92 亿元，同比分别增长 57.1%和 10.1%，实现 EPS 0.42 元。公司 3Q 收入较上半年还有所加快，净利润增速滞后最主要的原因：投资收益同比减少 2 亿元左右，这是确认未参加华西证券增资扩股影响导致的投资损失 1.6 亿元，以及华西证券本身净利润同比下降；其次原因是毛利率同比下降 3.7 个百分点，去年柒泉公司提价而公司未对柒泉提价，不过让柒泉承担了市场新增投入，这与销售费用率同比减少 2.4 个百分点相呼应。
 - **公司形成两头快速增长格局。**公司在超高端市场的国窖 1573 之上升级中国品味；中高端市场的特曲酒之上升级年份特曲酒，今年又新出窖龄酒；博大酒业则主推金奖特曲，并负责将头曲二曲往乡镇延伸；聚成酒业则作为中低档酒的总经销。公司今年上半年超高端与中低端这两头增长最快，其中的中国品味（一瓶价格顶两瓶半 1573）销售 200 吨；博大销售收入增速 40%，其中量增 30%，价增 10%。
 - **中高端新品频出，资源需要聚焦。**新推的窖龄酒尽管有 1000 吨的贡献，不过我们认为公司从力挺特曲价格到采用特曲年份酒拔高价格，再到窖龄酒的新角度，品类有些过多，资源难免分散。目前，公司主要品种在全国仍以点状市场分布，尤其是中档酒发展比较平淡，整体收入结构呈现哑铃型，腰部力量明显偏弱，增长后劲有待加强。
 - **维持强烈推荐评级。**公司管理团队有较好激励，业务发展积极主动，这是公司最值得推荐的一点。预计 2011-13 年酒业 EPS 分别为 2.04、2.68、3.52 元，同比增长 52.8%、31.4%、31.4%，以明年业绩、20-25 倍 PE 定位的一年目标区间是 53.5-66.9 元，这还没有包括华西证券股权的价值以及华西证券未来 IPO 的增值预期，预计华西证券明年后年、皆给公司贡献投资收益 2 亿元。
- 风险因素：**经济回落对超高端酒的影响。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	4370	5371	7819	10125	12758
同比增长	15%	23%	46%	29%	26%
营业利润(百万元)	2155	2917	3945	5406	7040
同比增长	29%	35%	35%	37%	30%
净利润(百万元)	1673	2205	2839	3932	5102
同比增长	32%	32%	29%	38%	30%
每股收益(元)	1.20	1.58	2.04	2.82	3.66
PE	35.0	26.5	20.6	14.9	11.5
PB	13.8	10.6	8.8	7.2	5.9

资料来源：招商证券

我们给公司的发展建议是：“超高端稀缺立品牌，次高端聚焦出利润，中档酒深耕扎基础，低档酒顺势占市场。超高端酒方面，主要以投资需求为主，价格越高、品牌力越强，公司在中国品味、世界品味、定制酒方面可以做一些铺垫，保持超高端的领先；次高端酒目前竞争比较激烈，需要大量集中的品牌投入加团购支持，公司具备一定基础，但要进行品牌聚焦，具体产品要持续投入才能见效；中档酒虽然竞争上更加激烈，但随着中低收入群体收入快速增长，未来也必将是消费升级量最大的价位段，泸州老窖的品牌对于支撑中档酒绰绰有余，而公司正在推广的柒泉模式也非常有利于中档酒的深度分销，因为柒泉模式其实质为省级经销商联盟，在全省同下一盘棋上有明显的体制优势且无串货之虞，片区完全可以细化到县级市场，做深做透，充分发掘销售潜力；而低档酒因价值量低，投入产出比也偏低，建议公司顺势而为，做好对下级经销商的管控及维持价格稳定即可，不必投入过多资源。

附录：9月8日调研纪要整理

一、公司产品线及收入结构：

公司目前有四个大的产品系列，分别是1573系列、精特系列、特曲系列和以低端酒为主的博大公司经营系列。从上半年来看，公司总销量6万吨同比增长20%，而主营低端酒的博大公司销量则同比增长了30%，低端酒有放量迹象。

公司收入呈现明显哑铃型，主要集中在高端的国窖1573和低端的头曲二曲，其中国窖1573收入占比近五成，利润占比则更高。目前，国窖1573已形成了全国市场，上半年除长江以南一个大区是下降之外，其他都是上升的。增长快的地区是华北、西南，湖南增长的也可以，安徽稍差。由于生产1573的100年以上窖池就是1619口，因此未来1573将向奢侈品发展，其原酒将限制在每年3000吨（由于原酒是60度，且500ml大概是0.91斤酒，因此对应1573成品酒是4500-5000吨）。

表 1、公司产品线及 2011 年 1-6 月销量结构

产品系列	主要子品牌	终端指导价(元)	2011年1-6月销量	运作公司
1573 系列	中国品味	1980	200 吨	销售公司、柒泉公司
	国窖 1573	939	2000 吨	
	定制酒	-	-	
精特系列	年份特曲 9 年	688	特曲系列（含年份、窖龄、精特）共 5000-6000 吨，其中窖龄酒 1000 吨	独立新团队
	窖龄酒（30 年、60 年、90 年）	278、358、608		销售公司、柒泉公司
	浓香经典	-		独立团队
	精品特曲	-		计划由单独团队做
特曲系列	老字号特曲	200 元左右	估计 1500-2000 吨	销售公司、柒泉公司
	经典特曲	200 元左右		
博大公司系列	金奖特曲	200 多-300 多	估计 1500-2000 吨	博大公司
	头曲	58		
	二曲	38		
上半年合计			6 万吨	

数据来源：招商证券

二、柒泉公司的运作

公司与柒泉公司只是经销权的关系，发货价格一视同仁。目前柒泉公司共有 6 家，今年新成立了 1 家，分布为西南、华中、华北、福建、重庆、北京（不含柒泉聚成公司）。公司给柒泉的价格与其他经销商的价格一样，但柒泉会得到公司的支持和培训以及市场指导，也包含一部分费用。大经销商加入柒泉后，分工精细化，只能代理老窖的产品，同时避免在一个地方相互恶性竞争。柒泉公司本质就是一个经销商联盟体系，不直接面对终端消费者，只对口二三级经销商，对后者的费用支持也由柒泉公司自主掌控。严格来说柒泉对经销商有定价权（一批价），但公司控制出厂价。

“双脱钩”政策其目的在于精细化费用投入。“双脱钩”即促销政策与销量脱钩、与经销商脱钩。柒泉公司年初上报一个营销方案及相应费用，由股份公司审批，主动权在公司手里，而市场具体由经销商来做，如果销售好，有一定的奖励。公司很少做市场，相关营销人员配备较少。实施该政策的原因在于原来销售费用的效率比较低，没有真正用在流通和营销上，因此为了提高效率，公司提出销售收入和费用进行脱钩，真正把费用用于市场，自己来掌控。例如在华北市场，公司主导具体的投资，避免多方投入，即以往是经销商渠道和公司一起双向投入，现在则是公司集中投入。双脱钩政策主要是针对特曲和 1573（针对柒泉，与博大无关）。

三、成本核算及费用投入

高、低档酒的成本分摊系数有别。依据分类法，高档酒和低档酒都有一个分摊系数，即酒出来后分等级，根据等级不同，给予一定的系数来核算成本。

老窖的人均利润最高，主要在于外包非核心业务。公司方向是“大集团，小配套”，很多东西如运输及日常工作人员都是配套外包完成，而像五粮液则很多包材环节是自己的。

各品牌市场费用以年初批准的各销售团队上报的方案为准。配置的原则：销售团队年初提出销售目标并上报方案，提出支持的费用，公司进行审批。费用结构上，高端酒的空中广告费用多，中低端酒地面投入较多，1573 占整个销售费用的比例不超过 50%。

2011 年销售费率下降太多不太现实。之前下降较多主要是柒泉公司承担了一部分费用，未来是否打算控制费用还要看市场的具体情况，。

四、主要销售运作公司的情况

上半年博大销售收入增速 40%，其中量增 30%，价增 10%。博大今年计划完成 31 个亿的收入（含税），上半年已完成 18 个亿，除税之后大约 15-16 个亿，其中中低端酒 10.7 个亿，剩余的 5-6 个亿主要来自今年新并入博大运作的金奖特曲所贡献。上半年博大整体的利润应该在 2 个亿左右。股份公司今年计划总销量 12 万吨（去年 10 万吨），增量将主要来自中低端酒及特曲的增长。

聚成柒泉公司统一运作总经销品牌。总经销品牌因为开发较多，具体数目不好统计，大的品牌应该有十多个，品牌所有权归属老窖，没有收取品牌使用费，由聚成柒泉公司统一运作。这类品牌近年来收入增速较快，但公司重点推广的品种还是中国品味和窖龄酒，总代理品牌保持一个自然增速即可。

论道不再代理年份特曲。公司专门成立一个新的团队取代论道销售年份特曲，与柒泉公司无关。

贵宾公司主要负责公司层面的团购。目前公司层面团购占收入 10%，未来会大力发展。

已组建 12 支狼性团队。狼性团队是一个立体结构，主要包括销售公司、贵宾公司、做单一品牌的公司以及总经销品牌的运作团队，四种类型四种政策，例如贵宾公司就有 3 个团队（分地区），此外年份特曲团队和博大团队也是狼性团队。

表 1：泸州老窖单季度及报告期业绩回顾

（百万元）	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	10H	11H	10Q1-3	11Q1-3	2009	2010
营业收入	1454	997	1314	1606	2071	1493	2064	2451	3565	3765	5628	4370	5371
营业毛利	1061	659	914	1094	1454	952	1360	1719	2406	2633	3766	2913	3728
营业费用	77	71	77	98	67	69	67	149	136	226	202	499	323
管理费用	73	99	98	121	96	114	107	171	210	269	317	290	390
财务费用	-2	-1	-4	15	-1	4	-3	-3	3	-7	0	0	8
投资收益	86	82	77	106	60	72	-127	168	131	245	10	357	351
营业利润	904	473	696	845	1206	717	853	1377	1923	2072	2781	2155	2917
净利润	679	363	539	625	896	514	592	1043	1410	1580	2008	1673	2205
EPS（元）	0.49	0.26	0.39	0.45	0.64	0.37	0.42	0.75	1.01	1.13	1.44	1.20	1.58
主要比率													
毛利率	73%	66%	70%	68%	70%	64%	66%	70%	68%	70%	67%	67%	69%
营业税金率	6%	9%	9%	8%	7%	8%	10%	8%	7%	8%	8%	7%	8%
营业费用率	5%	7%	6%	6%	3%	5%	3%	6%	4%	6%	4%	11%	6%
管理费用率	5%	10%	7%	8%	5%	8%	5%	7%	6%	7%	6%	7%	7%
营业利润率	62%	47%	53%	53%	58%	48%	41%	56%	54%	55%	49%	49%	54%
有效税率	23%	20%	21%	22%	23%	24%	28%	22%	23%	22%	25%	21%	22%
净利率	47%	36%	41%	39%	43%	34%	29%	43%	40%	42%	36%	38%	41%
YoY													
收入	13%	8%	30%	38%	42%	50%	57%	11%	45%	17%	49%	15%	23%
净利润	28%	13%	34%	50%	32%	41%	10%	22%	35%	26%	27%	32%	32%

资料来源：公司报表

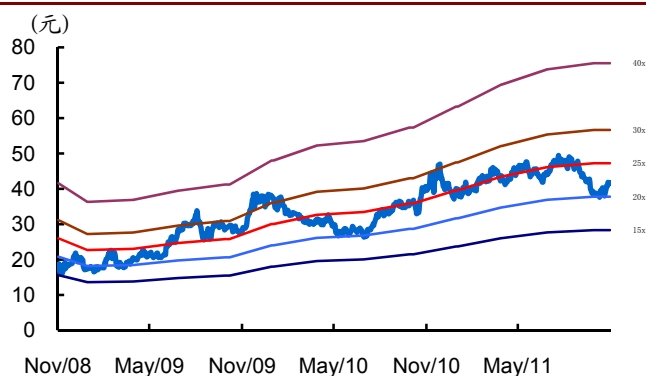
表 2：泸州老窖单季度及报告期业绩回顾

单位：百万元	2009	2010	2011Q2	2011E	2012E	2013E
营业收入	4370	5371	3565	7819	10125	12758
高档酒	2639	3519	2409	5364	6973	8998
中低档酒	1574	1670	1077	2255	2931	3517
其它	157	182	78	200	220	242
收入增长率	15.1%	22.9%	45.4%	45.6%	29.5%	26.0%
高档酒	6.0%	33.3%	50.5%	52.4%	30.0%	29.0%
中低档酒	31.1%	6.1%	38.2%	35.0%	30.0%	20.0%
其它	44.7%	15.8%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	2913	3728	2406	5278	6841	8767
高档酒	2176	2963	2002	4414	5738	7455
中低档酒	623	600	366	764	993	1191
其它	114	164	38	100	110	121
毛利增长率	16.1%	28.0%	40.0%	41.6%	29.6%	28.2%
高档酒	7.5%	36.2%	46.3%	48.9%	30.0%	29.9%
中低档酒	55.3%	-3.6%	27.7%	27.2%	30.0%	20.0%
其它	33.9%	43.5%	-40.7%	-38.9%	10.0%	10.0%
毛利率	66.6%	69.4%	67.5%	67.5%	67.6%	68.7%

高档酒	82.4%	84.2%	83.1%	82.3%	82.3%	82.8%
中低档酒	39.6%	35.9%	34.0%	33.9%	33.9%	33.9%
其它	72.6%	90.0%	48.5%	50%	50%	50%

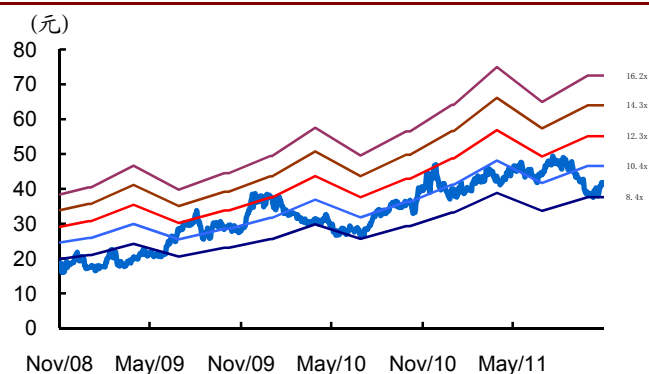
资料来源：公司报表

图 1：泸州老窖历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 2：泸州老窖历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

参考报告：

- 1、《食品饮料业 2011 年中期投资策略－酒业销售模式演进的深度研究》2011/6/10
深度研究白酒行业过去三十年的销售模式演进。
- 2、《食品饮料业 2011 年二季度投资策略－中档酒一季报、大众品超跌机会》2011/4/10
- 3、《泸州老窖（000568）－双品牌战略的调整与渠道扁平化》2010/10/19
- 4、2011 春季糖酒会系列五篇报告，秋季糖酒会系列三篇报告

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3004	4589	6898	9322	12204
现金	937	1079	1670	2560	3825
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	690	1799	2619	3391	4274
应收款项	31	47	56	72	91
其它应收款	25	26	38	50	63
存货	1196	1486	2283	2950	3586
其他	126	152	231	299	367
非流动资产	2978	3437	3416	3312	3218
长期股权投资	1702	1984	1984	1984	1984
固定资产	808	855	869	796	730
无形资产	308	352	317	285	257
其他	160	246	246	246	246
资产总计	5983	8026	10314	12634	15422
流动负债	1717	2455	3454	4143	4814
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	221	294	455	588	715
预收账款	659	1057	1634	2112	2567
其他	838	1104	1364	1443	1532
长期负债	1	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	9	9	9	9
负债合计	1718	2464	3463	4152	4823
股本	1394	1394	1394	1394	1394
资本公积金	354	463	574	574	574
留存收益	2500	3660	4704	6150	8026
少数股东权益	16	45	179	364	604
母公司所有者权益	4248	5517	6673	8119	9995
负债及权益合计	5983	8026	10314	12634	15422

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1067	1351	2351	3164	4269
净利润			2839	3932	5102
折旧摊销			121	115	105
财务费用			(14)	(21)	(32)
投资收益			(10)	(200)	(200)
营运资金变动			(726)	(854)	(954)
其它			141	193	248
投资活动现金流	(115)	(222)	(100)	(10)	(10)
资本支出			(100)	(10)	(10)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(719)	(987)	(1660)	(2265)	(2994)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			111	0	0
股利分配			(1795)	(2486)	(3226)
其他			24	221	232
现金净增加额	234	143	591	890	1265

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4370	5371	7819	10125	12758
营业成本	1458	1643	2541	3284	3991
营业税金及附加	324	438	606	785	989
营业费用	499	323	281	314	332
管理费用	290	390	469	557	638
财务费用	(0)	8	(14)	(21)	(32)
资产减值损失	2	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	357	351	10	200	200
营业利润	2155	2917	3945	5406	7040
营业外收入	7	18	26	26	26
营业外支出	10	16	10	10	10
利润总额	2152	2919	3961	5422	7056
所得税	460	638	988	1306	1714
净利润	1691	2281	2973	4117	5342
少数股东损益	18	75	134	185	240
母公司所有者净利润	1673	2205	2839	3932	5102
EPS (元)	1.20	1.58	2.04	2.82	3.66

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	15%	23%	46%	29%	26%
营业利润	29%	35%	35%	37%	30%
净利润	32%	32%	29%	38%	30%
获利能力					
毛利率	66.6%	69.4%	67.5%	67.6%	68.7%
净利率	38.3%	41.1%	36.3%	38.8%	40.0%
ROE	39.4%	40.0%	42.5%	48.4%	51.0%
ROIC	39.7%	41.1%	43.0%	47.6%	49.6%
偿债能力					
资产负债率	28.7%	30.7%	33.6%	32.9%	31.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.9	2.0	2.3	2.5
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.5	1.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2
应收帐款周转率	148.4	138.1	152.2	158.6	156.7
应付帐款周转率	8.3	6.4	6.8	6.3	6.1
每股资料(元)					
每股收益	1.20	1.58	2.04	2.82	3.66
每股经营现金	0.77	0.97	1.69	2.27	3.06
每股净资产	3.05	3.96	4.79	5.82	7.17
每股股利	0.75	1.00	1.29	1.78	2.31
估值比率					
PE	35.0	26.5	20.6	14.9	11.5
PB	13.8	10.6	8.8	7.2	5.9
EV/EBITDA	24.2	18.1	13.4	9.9	7.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

朱卫华： 清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

龙隽： 华南理工大学电气工程及其自动化学士、电力电子与电力传动硕士，曾任广州宝洁有限公司市场部助理品牌经理，两年证券从业经验。

王晗： 清华大学生物学学士，剑桥大学生物学硕士。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名、2010 年度第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性： 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避： 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。