泸州老窖 (000568.SZ)　白酒行业

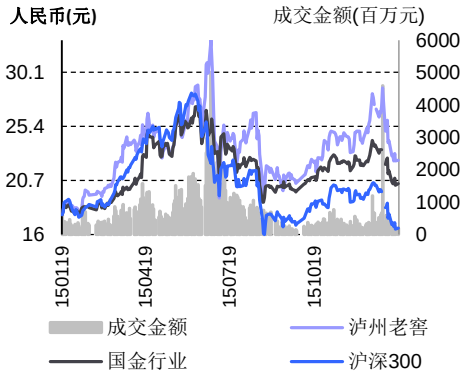
评级：买入　首次评级　　**公司研究**

市场价格（人民币）：22.45 元
目标价格（人民币）：33.00-40.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,400.53
总市值(百万元)	31,480.57
年内股价最高最低(元)	32.88/17.64
沪深 300 指数	3130.73
深证成指	10155.96



再次起航，直挂云帆济沧海

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	2.452	0.627	1.049	1.275	1.681
每股净资产(元)	7.54	6.93	6.73	6.70	7.10
每股经营性现金流(元)	0.87	0.93	1.43	1.29	1.43
市盈率(倍)	8.21	32.51	27.54	22.66	17.18
行业优化市盈率(倍)	9.57	14.43	19.53	19.53	19.53
净利润增长率(%)	-21.69%	-74.41%	67.15%	21.55%	31.85%
净资产收益率(%)	32.53%	9.06%	15.59%	19.03%	23.67%
总股本(百万股)	1,402.25	1,402.25	1,402.25	1,402.25	1,402.25

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **白酒行业最坏时刻已过：**2015 年前 9 月，白酒（折合为 65 度）行业销量 914 万吨，同比增速 6.88%。考虑到部分高端白酒提价（五粮液 2015 年 8 月提价 50 元），行业收入增速略高于销量增速，行业呈现弱复苏。
- **行业趋势强者愈强：**白酒企业业绩已经出现明显分化，品牌和渠道比较扎实的企业增长较好，区域三线品牌压力较大，小酒厂处于半停半开工状态。预计未来 3-5 年行业必然出现洗牌，贴牌白酒企业将最先退出市场，竞争力不强的地产酒将紧随其后。
- **公司核心资源宝贵：**目前公司 100 年以上的还在持续使用的窖池有近百口，占全国浓香型名酒企业拥有老窖池数量的 90%以上，平均每口年产酒 1-3 吨，这些窖池和酒是泸州老窖的宝贵财富。
- **雄关漫道真如铁，而今迈步从头越：**公司在 2013 年逆势大幅提价，业绩出现“雪崩”，市场拱手让给竞争对手。如今公司改革决心巨大，人员调整、组织结构扁平化、产品结构聚焦，甚至以停止发货的形式去终端库存，使其恢复到健康状态。
- **高端 1573 国窖已经恢复高增长：**2015 年，高端白酒 1573 国窖已经恢复高增长。2016 年，预期中端白酒窖龄酒会在春糖会品牌负责人到位后恢复发货。博大从 08 年成立至今，基础非常好，随着休养生息结束，2017 年后将迎来 20%以上的高增长。

投资建议

- 我们预计 2015-2017 年公司 EPS1.05\1.28\1.68 元/股，增速分别为 67%、21%、32%。其中，2015-2017 年主业 EPS 为 0.85\1.12\1.53 元/股，增速为 54%、31%、36%。考虑到白酒上市企业的平均估值水平和泸州老窖的成长性，我们认为泸州老窖主业的合理 PE 区间在 2017 年的 20-25 倍之间，加上华西证券 30 亿市值，对应公司 2017 年目标市值在 460 亿到 560 亿，即目标股价 33-40 元。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 33-40 元目标价位，相当于 2017 年 PE20-25 倍。

刘枝花　分析师 SAC 执业编号：S1130515060001
(8621)61038289
liuzhih@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

风险

- 经济增长超预期放缓下可选消费品行业性不景气。
- 高端白酒行业终端库存依然不低。
- 公司高、中、低档白酒的终端库存依然不低。
- 长期来看，白酒的主动性消费人群在减少。
- 公司业绩存在较大不确定性。

内容目录

白酒行业基本面分析 5
白酒行业销量——最坏时刻已过 5
白酒行业收入、利润增速 5
白酒行业发展趋势——强者愈强 6
白酒上市企业表现 9
白酒上市企业经营情况：泸州老窖业绩过山车 9
白酒企业牛市市值变化：泸州老窖 8 年十倍 9
白酒企业熊市市值变化：泸州老窖市值缩水超 30% 9
公司经营 12
公司基本情况 12
国宝级窖池价值连城 12
公司发展简史 13
人事大调整 14
组织架构优化 14
产品结构变化:聚焦大单品 15
盈利预测及估值 21
持股华西证券 21
集团不断增持彰显信心 22
业绩预测及估值 22

图表目录

图表 1：历年白酒（折合为 65 度）销量数据 5
图表 2：高端白酒代表企业历年出厂价情况 5
图表 3：白酒行业收入、利润增速 6
图表 4：2012-至今白酒行业调整图 6
图表 5：传统酒类终端销售采购方式 7
图表 6：近几年白酒流通企业融资 LIST 7
图表 7：近十年白酒并购 LIST（不完全统计） 8
图表 8：2004-2014 十年的企业收入规模及增速 9
图表 9：白酒上市企业 2004-2012 年市值表现 9
图表 10：白酒企业 2012 年 7 月至 2015 年底市值表现 10
图表 11：全国主要白酒企业分布 11
图表 12：公司上市后收入利润情况（单位:亿） 12
图表 13：国窖 1573 窖池 13
图表 14：公司发展简史图 13
图表 15：公司核心管理层变化 14
图表 16：公司销售组织架构变化 15

图表 17：全国白酒分类（不完全统计） 16
图表 18：泸州老窖聚焦大单品 17
图表 19：泸州老窖核心大单品图 17
图表 20：中国白酒企业主要分类及代表企业 17
图表 21：1573 发展图 18
图表 22：高端白酒渠道利润 19
图表 23：公司中档白酒发展史 19
图表 24：博大产品体系 20
图表 25：盈利预测核心分部数据 21
图表 26：公司和集团持有华西证券股权图 22
图表 27：集团增持 LIST 22
图表 28：白酒主要上市企业估值 23

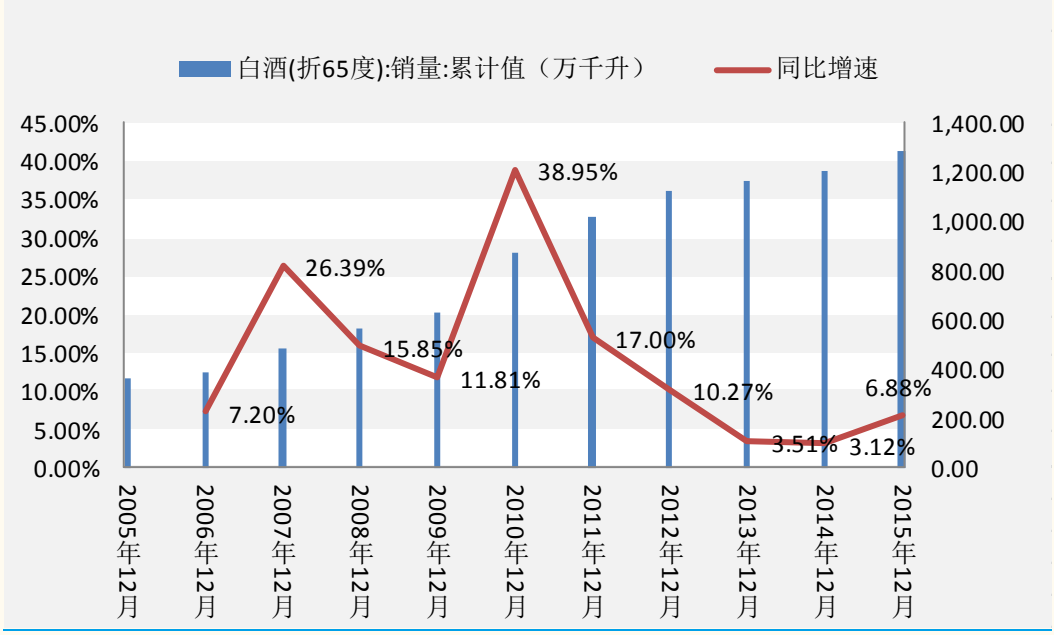
白酒行业基本面分析

白酒行业销量——最坏时刻已过

2014 年白酒（折合为 65 度）行业销量 1202 万吨，增速 3.12%，为十年来的增速低点。考虑到高端白酒在 2013、2014 年呈现价格暴跌趋势，实际行业收入增速负增长。

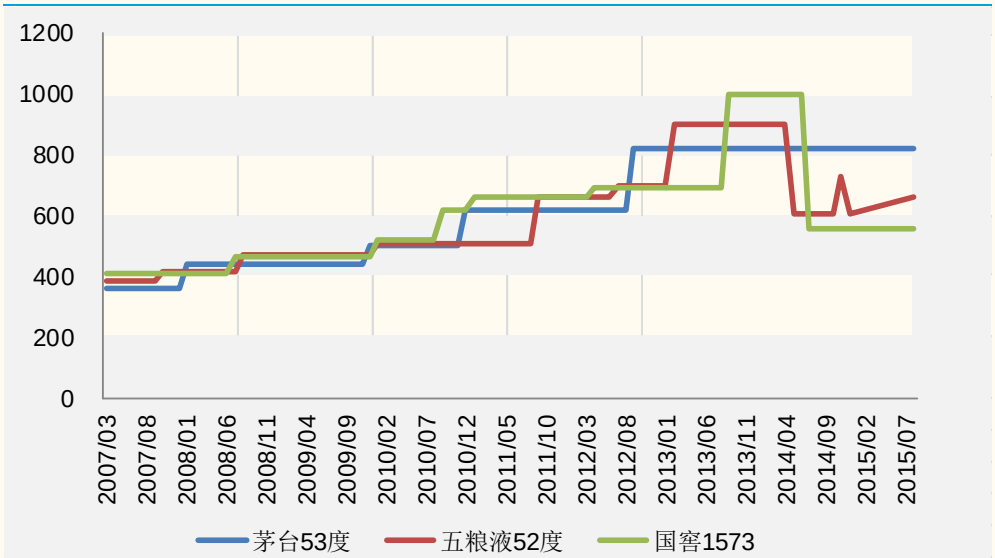
2015 年前 9 月，白酒（折合为 65 度）行业销量 914 万吨，同比增速 6.88%。考虑到部分高端白酒提价（五粮液 2015 年 8 月提价 50 元），行业收入增速略高于销量增速，行业呈现弱复苏。

图表 1：历年白酒（折合为 65 度）销量数据



来源：国金证券研究所、wind

图表 2：高端白酒代表企业历年出厂价情况



来源：国金证券研究所、年报

白酒行业收入、利润增速

近十五年，白酒行业收入负增长仅出现在 2000-2001 年前后及 2013 年两次，白酒行业利润负增长也仅出现在 2001-2002 年前后及 2013-2014 年两次。目前行业收入和利润都出现企稳回升，增速在 8%左右。

图表 3：白酒行业收入、利润增速

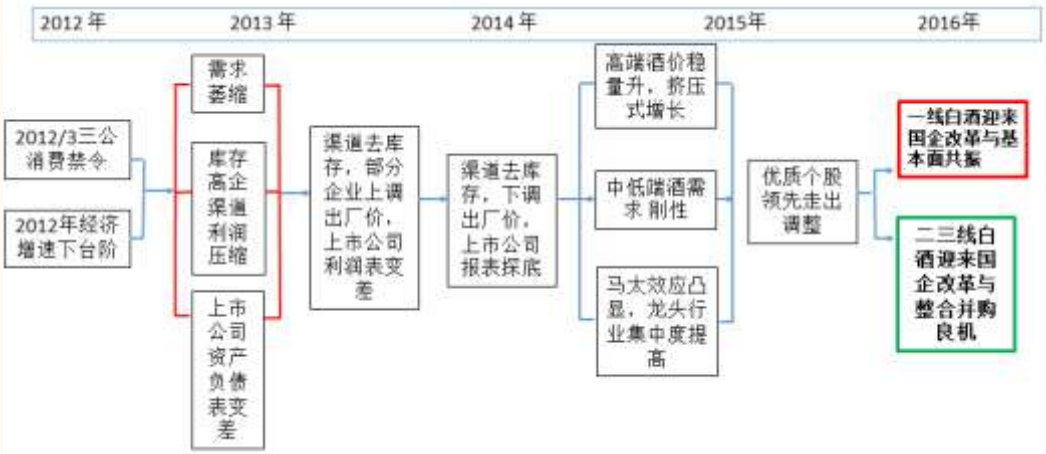
来源：国金证券研究所、wind

白酒行业发展趋势——强者愈强

2012 年外部环境巨变，限制三公消费、反腐、投资增速下行，白酒行业进入“寒冬”。行业经历了渠道利润变薄、生产企业利润变薄、再到 2015 年渠道库存消化基本到位、补库存，生产企业分化式增长。

目前，品牌和渠道比较扎实的企业增长较好，区域三线品牌压力较大，小酒厂处于半停半开工状态。**预计未来 3-5 年行业必然出现洗牌，贴牌白酒企业将最先退出市场，竞争力不强的地产酒将紧随其后。**

图表 4：2012-至今白酒行业调整图

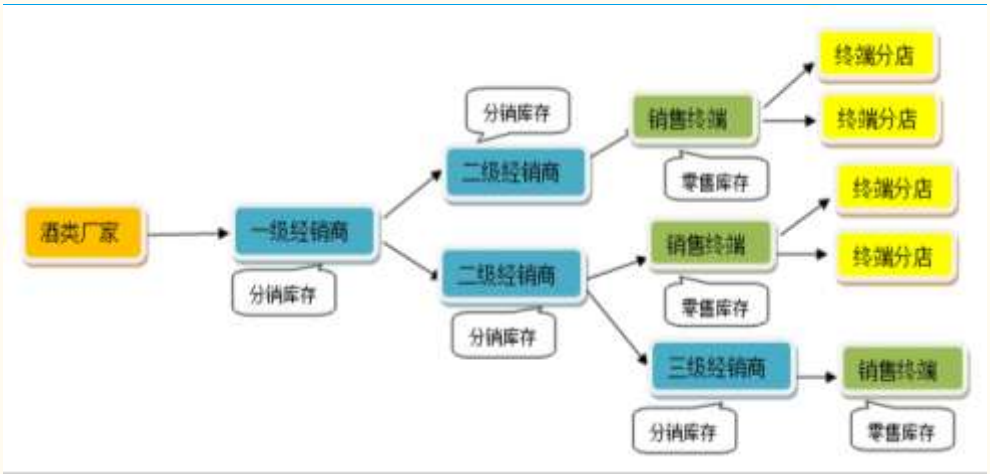


来源：国金证券研究所

白酒行业当下最大的问题依然是供给过剩，包括渠道经销商过剩和生产企业产能过剩。

目前，渠道正在经历扁平化、集中化，生产企业正在经历去大商化、去产能化。由于渠道企业大部分为民营企业或个体户且相对轻资产，渠道调整速度远比生产企业快。

图表 5：传统酒类终端销售采购方式



来源：国金证券研究所

经销商过剩：以上海为例，据不完全统计，上海有 3 万个白酒销售终端，8000 个经销商，一个经销商仅对应 4 个终端，经销商数量过剩严重。

图表 6：近几年白酒流通企业融资 LIST

披露日期	融资企业	PE/VC投资机构	投资金额(万)	融资轮次
2015/11/3	对酒当歌电子商务	创新工场，隆领投资，盈信资本	13,000	A
2015/7/30	酒仙网	丰图投资，民享财富	50,000	G
Aug-14	酒仙网	国开金融		F
2014/3/25	酒仙网	沃衍资本		E
2013/12/13	酒仙网	沃衍资本，东方富海，红杉中国		D
2012/7/12	酒仙网	沃衍资本		C
2011/8/12	酒仙网	红杉中国，东方富海	8,000	B
2011/4/13	酒仙网	广东粤强	1,500	A
2015/4/29	链酒020	聚信达基金	1,000	Angel
2015/9/10	易酒批	景林投资，源码资本，贝塔斯曼，光源资本	20,000	B
2014/9/10	易酒批	贝塔斯曼亚洲投资基金	5,000	
2013/11/1	中酒网	担保银行授信	20,000	A
2013/11/1	中酒网	中银国际证券发行债券	20,000	
2015/5/6	中酒网	青青稞酒收购90.55%的股权	14,000	
2015/6/30	1919	挂牌新三板	30,000	

来源：国金证券研究所、网络整理

白酒产能过剩：白酒企业进入门槛远比啤酒、葡萄酒低，导致白酒行业 2014 年产能 2000 万吨（据不完全统计），而销量仅 1200 万吨，产能依然严重过剩。我们梳理了近些年来的白酒并购案例，行业整合动作并不大。预期未来较长时间，优势白酒生产企业依然是内生性挤压式增长为主。

图表 7：近十年白酒并购 LIST（不完全统计）

首次披露日	交易买方	交易标的	交易总价值(人民币万元)
2015/4/28	青青稞酒(002646.SZ)	中酒时代90.55%股权	14399.70
2014/4/18	五粮液(000858.SZ)	五谷春11%股权;五滨咨询公司100%股权	25514.34
2014/4/30	泸州老窖(000568.SZ)	金三角10%股权	100.00
2013/11/30	青青稞酒(002646.SZ)	葡萄酒酒庄	9150.27
2013年	洋河股份(002304.SZ)	梨花村酒业	300.00
2013年	平安集团	红楼梦酒业	50000.00
2013/8/5	五粮液(000858.SZ)	河北永不分梨酒业有限公司51%	25500.00
2013/7/24	Diageo Highlands Holding B.V.	全兴集团47%股权	--
2012年	联想控股	蜀光酒业51%股权	14000.00
2012年	海航集团	贵州怀酒20%股权	20000.00
2012/9/26	通天酒业(0389.HK)	烟台白洋河60%股权	22500.00
2012/3/22	Diageo Highlands Holding B.V.	水井坊60.29%股权	631808.15
2011年	联想控股	乾隆醉酒业87%股权	96000.00
2011/11/1	湖南高新创投集团等十家机构	浏阳河	100000.00
2011年	洋河股份(002304.SZ)	双沟酒业	117600.00
2010年	中信产业基金	西凤酒15%股权	36000.00
2007/11/1	酩悦轩尼诗	文君酒55%股权	10000.00
2007/10/26	伊力特(600197.SHN，600197.SH)	新天国际葡萄酒业有限责任公司7.28%的股权	--
2006/12/12	Diageo Highlands Holding B.V.	成都全兴43%股权	20290.10
2004/8/10	泸州老窖(000568.SZ)	武陵酒60%股权	1500.00

来源：国金证券研究所

在 2004-2012 年白酒处于卖方市场时，制造企业价值大于流通企业价值。在 2012 年至未来，白酒处于买方市场时，整合流通渠道，无限接近消费者变得越来越重要。同时，消费变得越来越没有边界，强者愈强成为趋势，品牌企业集中度将逐步提高。

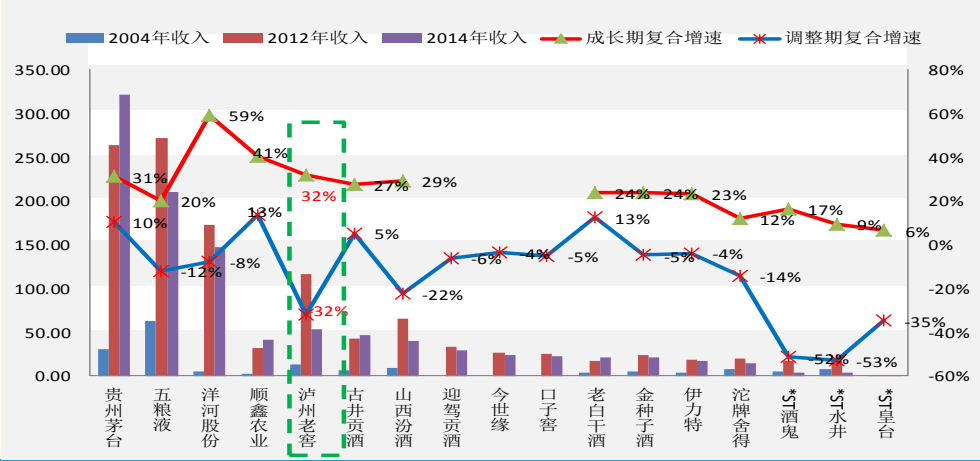
白酒上市企业表现

白酒上市企业经营情况：泸州老窖业绩过山车

从上市公司来看，在行业高速成长期，洋河的收入复合增速最快，高达59%，其次为顺鑫、泸州老窖、贵州茅台，复合增速均超过30%。

到了行业调整期，出现逆势增长的企业有四家，顺鑫农业、老白干、贵州茅台和古井贡酒。除了三家 ST 公司，泸州老窖收入下滑最厉害，超过 30%，五粮液、山西汾酒、沱牌舍得下滑超过10%。

图表 8：2004-2014 十年的企业收入规模及增速

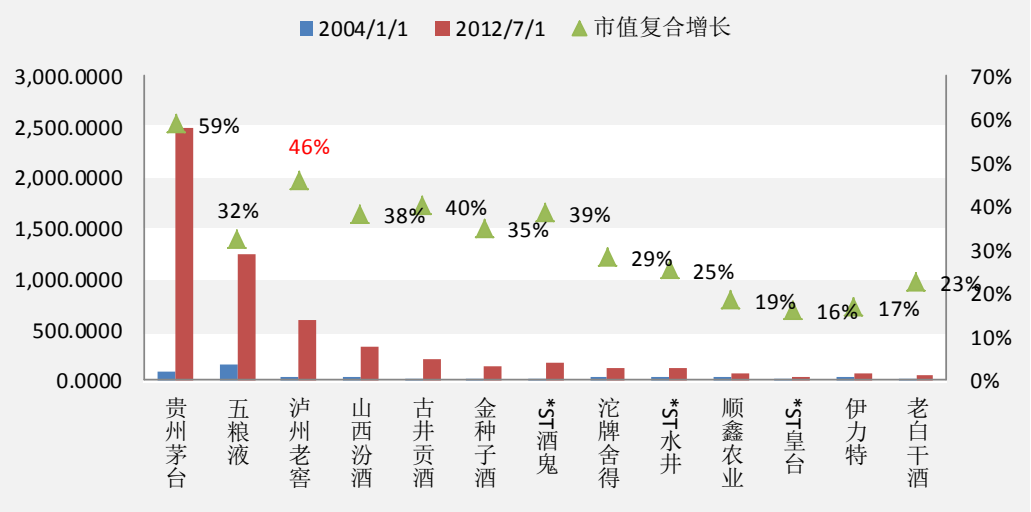


来源：国金证券研究所、wind

白酒企业牛市市值变化：泸州老窖 8 年十倍

可以看到，贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、ST 酒鬼的市值实现了 10 倍以上涨幅。贵州茅台、泸州老窖市值复合增速超过 45%。

图表 9：白酒上市企业 2004-2012 年市值表现



来源：国金证券研究所

白酒企业熊市市值变化：泸州老窖市值缩水超 30%

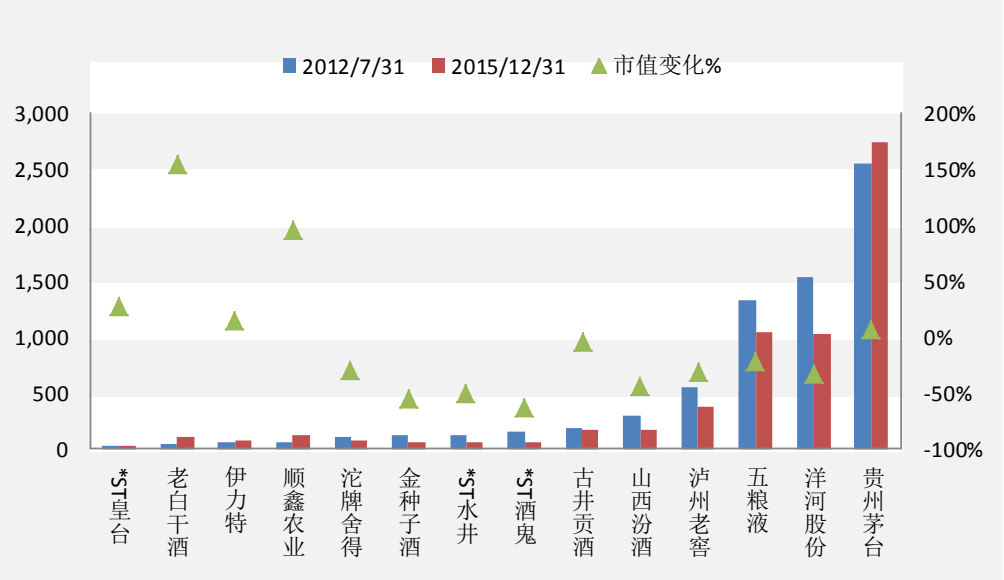
行业调整时期，2012 年 7 月至今，白酒企业市值涨幅最大的是老白干酒、顺鑫农业、伊力特、贵州茅台，分别达到 155%、96%、14%、7%。寻其原因，

顺鑫农业、伊力特、贵州茅台在此期间净利润均出现了增长。老白干酒净利润虽然下滑接近一半，收入依然有较大增长，且国改带来的业绩改善预期强烈。

2012 年 7 月至今，白酒企业市值跌幅较大的除了 ST 水井 、ST 酒鬼市值下滑超过 50%外，金种子酒、山西汾酒、泸州老窖、洋河股份的市值相比 2012 年调整前缩水 30%以上。寻其原因，泸州老窖净利润从高峰 45.43 亿下滑至 2014 年的 9.76 亿。金种子酒净利润从高峰 5.6 亿下滑至 2014 年的 0.89 亿。山西汾酒净利润从高峰的 13.87 亿，下滑至 2014 年的 3.58 亿。洋河股份净利润从 61.52 亿下滑至 2014 年的 45 亿。

可喜的是，2015 年洋河股份和泸州老窖业绩已经率先止跌回升。

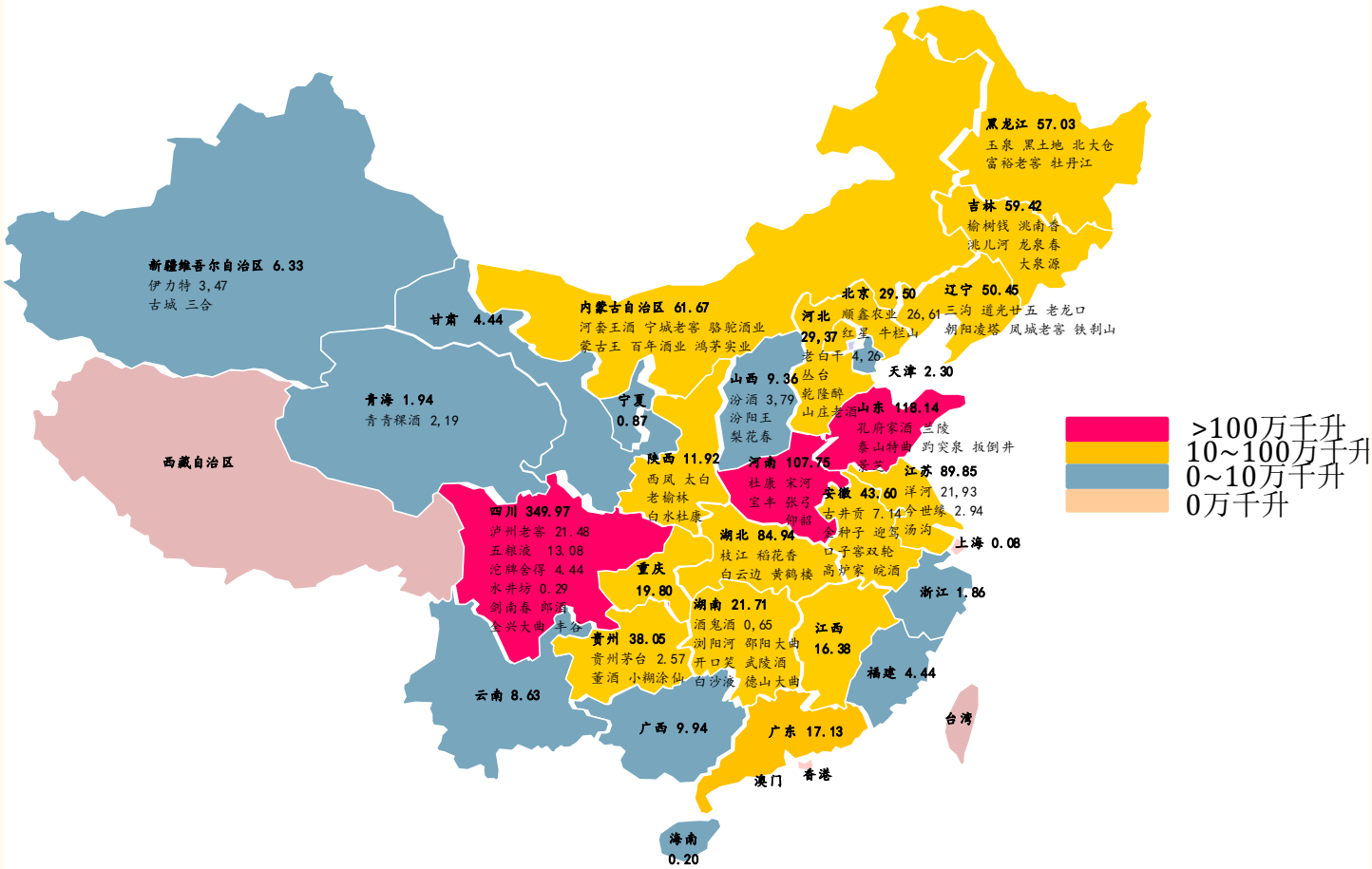
图表 10：白酒企业 2012 年 7 月至 2015 年底市值表现



来源：国金证券研究所

图表 11：全国主要白酒企业分布

图：2014年全国各省份白酒产量和品牌产量（单位：万千升）



来源：国金证券研究所、wind

可以看到，白酒行业的销量、收入均触底回升。行业进入新常态之际，流通企业变革速度加快，生产企业中贴牌白酒企业将最先退出市场，竞争力不强的地产酒将紧随其后，行业将呈现强者愈强。

无论牛熊期，白酒企业市值变化与业绩直接挂钩。行业高速成长期，泸州老窖曾是除了贵州茅台外最大的白酒牛股。泸州老窖在行业高速成长期时公司业绩成长性出类拔萃，行业调整期时业绩出现滑铁卢。未来泸州老窖何去何从？

我们判断：公司业绩将呈现先缓后快的节奏，2014 年为清理历史包袱，2015、2016 年为打基础和成长性兼顾，2017 年步入高、中、低档齐增长通道。

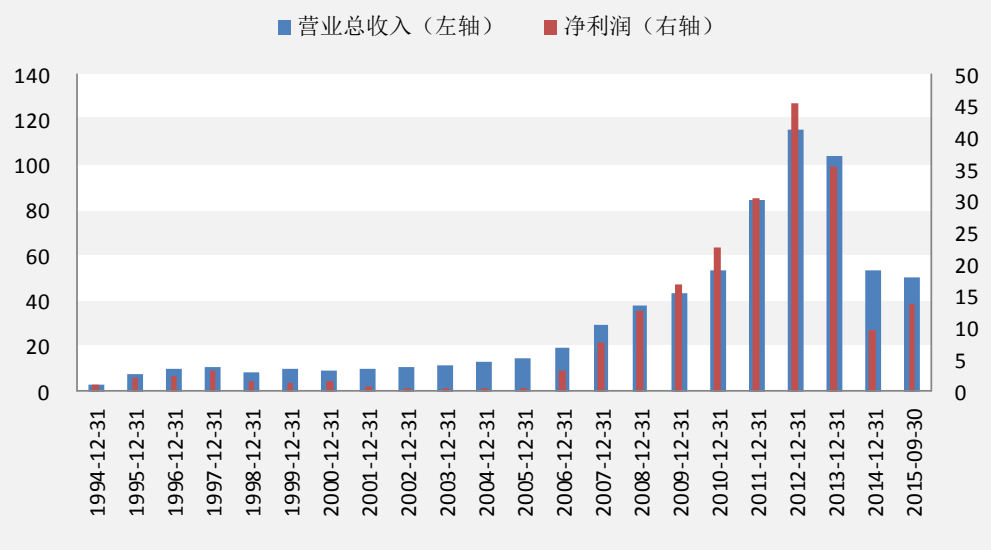
我们预计 2015-2017 年公司 EPS1.05\1.28\1.68 元/股，增速分别为 67%、21%、32%。其中，2015-2017 年主业 EPS 为 0.85\1.12\1.53 元/股，增速为 54%、31%、36%。考虑到白酒上市企业的平均估值水平和泸州老窖的成长性，我们认为泸州老窖主业的合理 PE 区间在 2017 年的 20-25 倍之间，加上华西证券 30 亿市值，对应公司 2017 年目标市值在 460 亿到 560 亿，即 1 年目标股价 33-40 元。

公司经营

公司基本情况

公司是具有 400 多年酿酒历史的国有控股上市企业。1994 年上市至今，销售额从 3.17 亿增长至 2012 年高峰时期 115.56 亿再到 2014 年的 53.53 亿，净利润从 4000 万增长至高峰 45 亿再到去年的 9.76 亿。

图表 12：公司上市后收入利润情况（单位:亿）



来源：国金证券研究所、wind

国宝级窖池价值连城

公司拥有我国建造最早（始建于 1573 年）、连续使用时间最长、保护最完整的 1573 国宝窖池群。自公元 1573 年（明朝万历年间）起持续酿造至今，430 余年从未间断。1996 年 11 月，国务院（国发 1996）47 号文件，颁布 1573 国宝窖池群为“全国重点文物保护单位”，故被誉为“国窖”；2006 年，“1573 国宝窖池”因其对人类文明的特殊贡献，入选“中国世界文化遗产”预备名单。

窖池越老，有益微生物越多，泥窖连续投入时间越长，窖池中栖息的微生物越丰富，其生命活动代谢所产生的复合窖香气就越浓郁，酿糟发酵产酒，酒质就特好。

泸州老窖拥有百年以上老窖池数量，占全国浓香型名酒企业拥有老窖池数量的 90%以上，成了名副其实的中国浓香型白酒的发源之地。

目前公司 100 年以上的还在持续使用的窖池有近百口，平均每口年产酒 1-3 吨，这些窖池和酒是泸州老窖的宝贵财富。

图表 13：国窖 1573 窖池

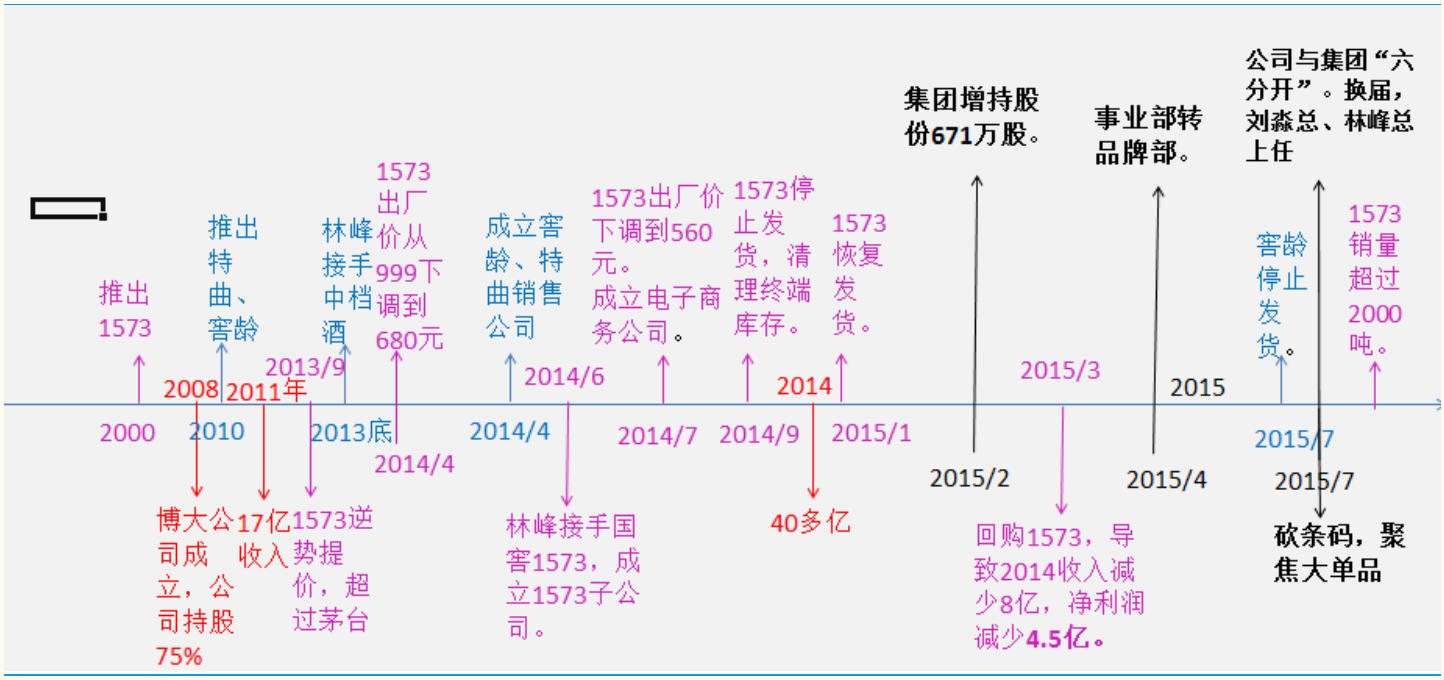
来源：国金证券研究所、网络整理

公司发展简史

2000 年公司推出高档 1573 国窖，2008 年成立低端白酒博大公司，2011 年即到 17 亿销售额，2010 年前后推出中档酒特曲、窖龄发力“腰部”。2012 年行业遇冷，贵州茅台、五粮液纷纷降价，公司却在 2013 年逆势大幅提价，市场拱手让给竞争对手，导致业绩出现“雪崩”。

随着 2012-2014 年 3 年的业绩大幅下滑，公司 2015 年迎来管理层换届，2015 年，高档白酒 1573 已经调整到位，并出现翻倍放量增长。预期 2016 年中档白酒将恢复增长， 2017 年博大低档产品将迎来第二次高增长。

图表 14：公司发展简史图



来源：国金证券研究所

人事大调整

2015 年中旬，公司董事换届，刘淼任董事长，林峰任总经理。刘淼、林峰等核心高管由于长期在市场一线“摸爬滚打”，具备更坚实的市场把握能力。

除董事长、总经理变动外，公司多个关键岗位人员也发生相应调整。随着核心高管陆续到位，2016 年公司将迎来再起航。

图表 15：公司核心管理层变化

高管	背景介绍
现任董事长刘淼	生于1969年10月，曾任公司策划部部长，总经理助理兼销售公司总经理。
现任总经理林峰	生于1973年11月，曾任公司人力资源总监，总调度长，营销总监，销售公司总经理。
前任董事长谢明	泸州市经委高级经济师，处长、副区长、区长、区委书记，人大常委会主任，2004年先后任泸州老窖集团公司董事局主席、总裁、董事长、党委书记。2015年卸任董事长一职。
前任总经理张良	中国酿酒大师，非物质文化遗产传承人，中国白酒专家组成员，四川省微生物学会常务理事，四川省事务发酵协会副理事长，享受国务院特殊津贴专家。2002年之后先后担任副总经理、总经理、泸州老窖集团董事局董事、总裁。

来源：国金证券研究所、wind

组织架构优化

行业高速发展期，公司以经销商入股形式独创了柒泉模式，共有 21 个柒泉公司，其中 2 个是全资子公司，3 个完全无股权关系，其他均是参股或控股。

酒从生产公司销售出来，加价率在 20-30%左右，销售公司加价率在 50-100%左右，柒泉公司加价率在 200-300%（需要支付公司品牌费 5-15%不等，同时需要承担经销商促销费）左右，终端零售加价在 30-50%左右。

过去各柒泉公司拿货渠道不统一，有些直接从股份公司拿货，有些从生产公司拿货，有些从销售公司拿货，有些可以从股份公司、生产公司、销售公司任何一家拿货，由于所有的柒泉公司均可运营公司所有的品牌（博大低端品牌除外），不同渠道拿货成本不一致，易导致终端价格体系混乱。从公司销售组织结构图可以看到，过去公司白酒从企业到消费者手中至少经历了 5 个层级，且层级混乱，价格体系混乱。

各柒泉公司为了避免同质化价格战，开发了一堆系列产品，随着非标产品数量不断增多，公司条码超过 4000 个，直接影响了主流产品品牌形象和业绩。

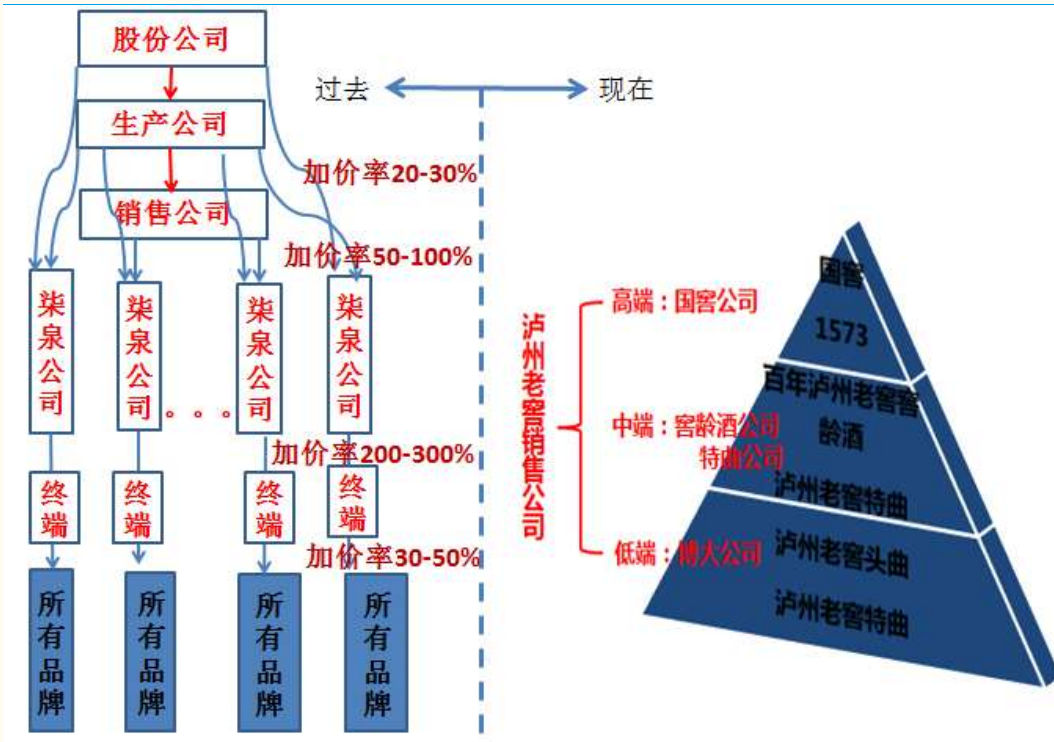
总结下来，柒泉模式以经销商入股形式成立，解决了经销商利益捆绑问题，但却带来了诸多问题：1、品牌太多太杂，内耗严重；2、有渠道，但产品终端能见度低；3、多渠道多价格多人说了算，价格体系混乱；4、费用投入浪费惊人。

从新任领导上任前后，公司组织架构发生了翻天覆地变化：1、股份公司与集团彻底分开，非酒主业全部划到集团公司，酒主业全部归到上市公司；2、为高端 1573 专门成立了 1573 销售公司，为中档酒专门成立了窖龄销售公司、特曲销售公司。加上 08 年就负责运营低档酒水的博大销售公司，公司高中低档 4 家品牌销售公司孕育而生。所有的销售端口统一归到这四家公司，且实行品牌负责人制度；3、对经销商各品牌分开独立考核；4、砍掉 1874 个条码，聚焦大单品；5、强调控价，强调动销。

分析销售组织架构的变化，可以看到，新模式将带来：1）价格体系理顺；2）权责统一；3）重新树立大单品品牌形象；4）节省费用；5）健康可持续的发展。

目前国窖公司、窖龄公司、特曲公司为经销商持股，博大 75%的股权为公司销售公司持股。我们预计在厂商一体化大趋势下，未来存在国窖公司、窖龄公司、特曲公司被公司参股，博大公司引进经销商持股的可能性。

图表 16：公司销售组织架构变化



来源：国金证券研究所

产品结构变化:聚焦大单品

可以看到和预计，在行业进入平稳增长期后，区域龙头全国化突围难度越来越大，三四线地产酒正在和即将边缘化，新建品牌的投入期将更长更难。

作为一个高中低档品牌都有的全国化白酒企业，公司拥有过硬的质量和强大的消费群众基础。

但过去肆意增长的柒泉模式带来的“非正规部队”酒水体量已经严重影响了“正规部队”发展。公司条形码高达几千条，各类挂着泸州老窖名号的系类酒招摇过市，此时不趁着换届东风做刮骨疗伤，进行彻底的产品瘦身聚焦大单品，更待何时？

图表 17：全国白酒分类（不完全统计）

分级	分类	规模	品牌	现状	未来
A	全国龙头	50+	茅台、五粮液、剑南春、洋河、古井贡、汾酒、郎酒、西凤	**缩小的名酒范畴：** 传统优势更加无可复制 名酒更加名副其实	中国酒未来
B	省级龙头	15+	习酒、今世缘、白云边、四特、老白干、酒鬼、口子窖、种子、青青稞、伊力特、鲁酒三朵金花（景芝、扳倒井、花冠）、丰谷	根据地为主	根基扎稳扎深
C	全国中盘	20+	皖酒、迎驾、枝江、稻花香、金六福	**再无新势力，五年内无新生力量：** 品牌制约扩张 竞争驱动收缩	边缘价值带，处于被瓜分，进一步被切割段位
	全国底盘	20+	老村长、牛栏山、红星	**地位牢靠，五年内没有新生力量：** 唯一专业价格带占有者	
D	省级中枢	5+	趵突泉、琅琊台、河南四朵金花（宋河、赊店、仰韶、杜康）、河北板城、山庄、丛台、河套、山西汾阳王	可进可退	非稳定阶层，持续受打击
E	区域龙头	1+	安徽文王、玉泉、富裕、北大仓、三沟、洮儿河、洮南香、张弓、宝丰、皇沟、十里香、江西章贡、刘伶醉	难进难退，全省化	危险地带，不进则萎缩
F	区域中枢	1		无路可进、无路可退	生死边缘

来源：国金证券研究所

我们认为在白酒行业进入平稳增长期时，存量博弈成为常态，瘦身聚焦、以退为进乃行业发展大趋势。即使今日公司不做产品瘦身，根基不够牢固、体量不够大、资源投入不够集中的品类也会被竞争对手慢慢蚕食。

此轮公司改革的核心是以最大的决心进行产品“瘦身”，聚焦大单品。目前仅保留 6 款核心品牌：国窖 1573、窖龄、特曲、头曲、二曲。国窖 1573 出厂价 560，窖龄主要为 30 年窖龄和 60 年窖龄，出厂价分别为 178、260 元，特曲出厂价 150 元，头曲出厂价 50-100 元，二曲出厂价 10-40 元。六款品牌横跨高中低档。

图表 18：泸州老窖聚焦大单品

核心价位	定位	对位	竞争格局/消费群	出厂价	经销商毛利率
500元以上	“国”酒	国窖	五粮液	560（计划内）620（计划外）	30%+
200-300元左右	“省”酒	窖龄	天之蓝、红花郎10年、汾酒青花瓷20年、古井贡年份原浆8年、口子窖10年等地产酒	178（30年窖龄占比70%）260（60年窖龄）	35%
150元左右	“市”酒	特曲	海之蓝等地产酒	150	35%
50-120元	“县”酒	头曲	老白干、古井贡酒	50-100	20-25%
20-40元	“镇”酒	二曲	重度消费群	20-40	10-15%
20元以下	“村”酒		民工酒	10-20	10-15%

来源：国金证券研究所

图表 19：泸州老窖核心大单品图

来源：国金证券研究所（价格来自天猫或酒仙网等网络）

■ 高档 1573——“龙抬头”

1573 是浓香型白酒企业代表之一，主要竞争对手即五粮液。从中长期来看，行业前三品牌市场份额应该达到：第一名占比 50%，第二名占比 25%，第三位占比 10-15%。目前高端白酒（终端价格 500 元以上）茅台销量 1.9 万吨、五粮液 1.5 万吨，1573 仅仅 2000 吨左右。

图表 20：中国白酒企业主要分类及代表企业

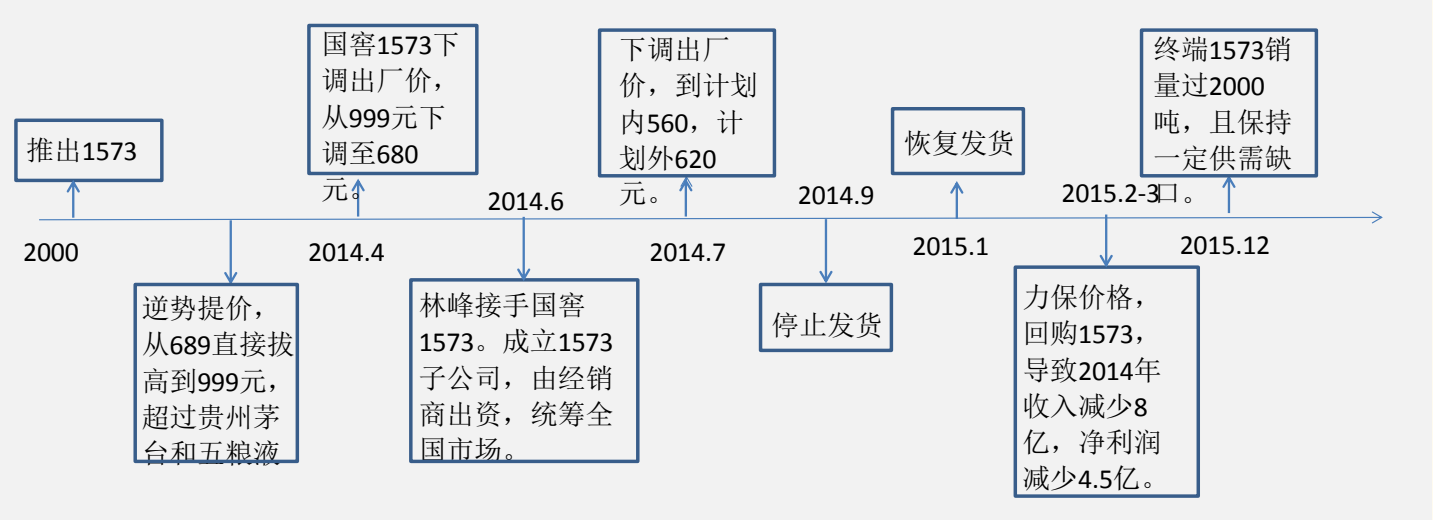
香型	代表品牌	行业占比	品类规模（亿）
浓香型	五粮液、泸州老窖	78%	4102
酱香型	茅台、郎酒	9%	473
清香型	汾酒、老白干	8%	420

来源：国金证券研究所

1573 高峰时期销量达到 4000-5000 吨，2013 年公司逆市提价，从 689 直接拔高到 999 元，一度超过贵州茅台和五粮液。战略失误直接带来 1573 销量的滑铁卢，2014 年销量下滑到 800 吨。

2014 年开始，公司组合拳重磅改造 1573，包括专门组建 1573 品牌销售公司、下调出厂价、断货清理 1573 库存、回购串货低价产品、理顺经销商利益，终于在 1 月份开始重新发货。

图表 21：1573 发展图



来源：国金证券研究所

竞争对手五粮液提价：2015 年 9 月，五粮液逆市提价 50 元，从 609 元提价至 659 元，并在 1218 会上宣布，2016 年 1 季度在经销商不减少拿货情况下，给予经销商每瓶 40 元补贴。我们从基层调研了解，五粮液的终端库存量依然不小，在不减少拿货量情况下库存去化（终端库存去化到年销量的一半以内比较健康）需要一年甚至更长时间。

管理改善（管控稳定、团队稳定、价格稳定）、竞争对手提价、低基数三大因素带来 2015 年 1573 超预期放量，预计终端销售量在 2200 吨左右，预期未来几年将维持偏高增长。

未来几年，我们认为 1573 的增长具备可持续性基础：1）政务消费已经见底，随着人均收入的提高，居民消费高端白酒的能力在提升。2）深厚的底蕴：1573 既有百年窖池优质产品基础，又有超过 15 年的消费群体基础。3）1573 稳定的价格体系，从图标可以看出，目前高端酒水经销商利润最厚的即 1573，经销商有充分的动力做终端拦截，吸引消费者购买 1573 酒水。4）2015 年销售 90%都是通过直控渠道出货，公司对终端的把控更强，不再“盲人摸象”。5）2015 年虽然高增长，但到年底，几大市场依然保持了几千件的供需缺口，可见动销较好，而非简单的补库存带来的增长。

考虑到 1573 在消费者心智中的影响力远不及贵州茅台、五粮液，未来公司还需加强品牌建设投入。

我们预计 1573 国窖将在 2-3 年时间恢复到 3000 吨销量水平，每年复合增速 30%左右。

图表 22：高端白酒渠道利润

	国窖1573	普五	飞天茅台
出厂价	560	659	819
折扣后结算价	415	——	——
一批价	560	615-625	820-830
终端价格	580-740	620-700	859-880
一批经销商毛利率	26%	倒挂，等补贴	基本不赚钱
终端毛利率	4%-32%	0-13%	5%-7%

来源：国金证券研究所、草根调研

■ 中档——发力还需时日

中档白酒是白酒规模最大的价格带，同时是各地产酒必争之地，该价位段白酒市场化竞争压力最大，拼的是管理能力、执行能力。

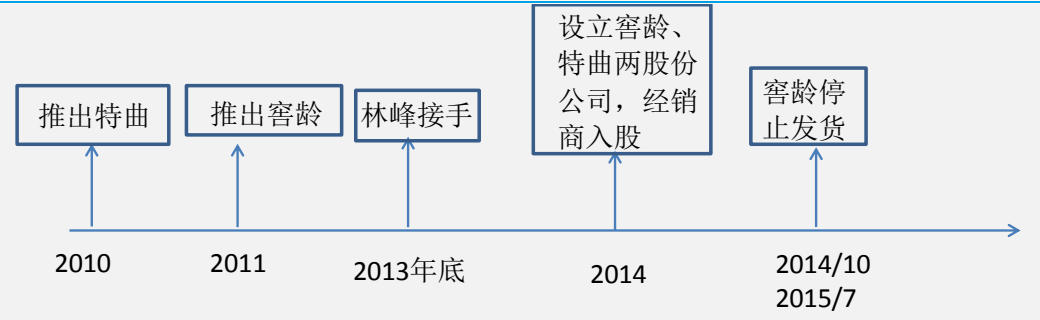
公司在 2010 年推出份特曲，2011 年推窖龄酒、金奖特曲，2012 年推特曲老酒、百技艺系列。窖龄酒中 30 年窖龄收入占比 70%，出厂价 178 元，60 年窖龄销售占比 30%。

2014 年、2015 年窖龄酒两次停止发货，由于特曲、窖龄价格定位存在一定重叠，目前窖龄价格往 200 元上靠，调整基本到位。由于停止发货时间长达半年，2015 年窖龄酒销售额不到 5 亿，预计 2016 年春糖会之后回归正常销售。

特曲价格在 150 元附近，曾荣获巴拿马金奖，品质优、品牌强，在重度饮酒消费群体心中地位不可动摇。特曲公司管理水平处于行业中上，目前动销较好，主要竞争对手是各省同价格带的地产酒。预计 2015 年销售额 10 亿。

特曲维持稳健增长较易，但想大发展，需要看品牌活化效果：特曲目前忠实消费群年龄在 40-50 岁，品牌存在老化问题。公司意识到该问题，目前已将特曲发展策略转为一曲两翼，开发水晶瓶等新产品投放空白市场和弱势市场，投放广告和加强终端教育，尝试品牌年轻化、时尚化。我们将持续关注特曲在品牌年轻化上的效果。

图表 23：公司中档白酒发展史



来源：国金证券研究所

■ 低档——博大：产品聚焦与深度分销

行业介绍：

低档白酒中，光瓶酒消费群体以月收入在 3000 元附件的农民工为主，主流价格带在 7-10 元，盒装酒以月收入在 5000-8000 元附件的工薪阶层家庭消费为主，主流价格带在 30-50 元。

从过去几年主流价格带趋势来看，低档酒每年提价幅度在 5-8%左右。

公司介绍：

博大公司 2008 年成立，股份公司持股 75%。主要产品包括头曲、二曲。价格带在 10-100 元之间。头曲为“县”酒，主要消费区域为县城。二曲为“镇”酒、“乡”酒，主要消费区域为镇、乡。

博大在 08 年成立时就开始信息化管理，销售管理系统、OA 系统都是业内领先。

产品介绍：

公司高峰期 2013 年收入超过 40 亿，这两年处于休养生息阶段，预计 2015 年收入在 30-32 亿之间。

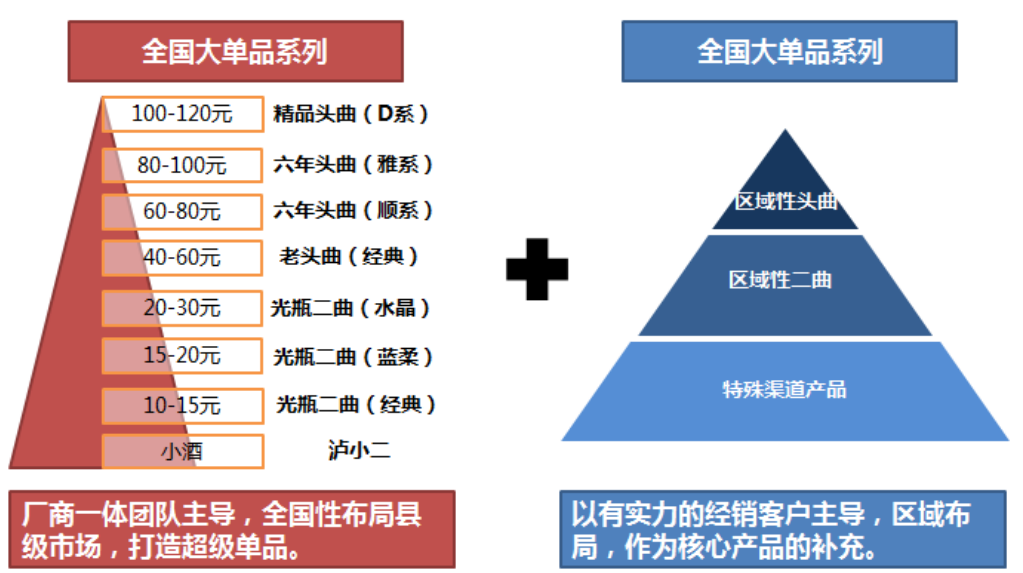
博大的销售额 70%是头曲和二曲，博大系列白酒主要集中于西南（四川、云南、重庆等）、东北、北京、华中（湖北、湖南占比高）。

头曲出厂价在 50-100 元，二曲出厂价在 10-40 元。 2015 年 12 月到 2016 年 2 月，零售、终端价格上升 15%。考虑到原来终端价格微往下走，经销商利润过薄，且头曲二曲的群众消费基础也非常好，我们预期提价反而会刺激终端销量，发展空间依然很大。

竞争格局分析：

二曲一个条码做到 20 亿左右的销量，在此价位带处于行业龙头地位。二曲赢在品质，重度消费群体基数盘大。从长期来看，二曲的竞争对手主要为地产酒，如山东泰山酒、伊力特酒、邵阳大曲、北大仓酒等（大部分地产酒龙头销售额在 5-15 亿之间）。劣质地产酒由于使用了大量酒精，成本低，且管理半径小，费用投入效果好，也会对头曲、二曲形成劣币驱逐良币的威胁。

图表 24：博大产品体系



来源：国金证券研究所

盈利预测及估值

核心假设：

1）依据我们的草根调研，白酒终端库存量已经达到 2012 年来的历史最低点，且政务消费也达到了历史最低点。但高端白酒终端库存量依然不小，真正去化到健康的库存量仍需一年以上时间（贵州茅台除外）。高端白酒企业短期处于“稳价去库存”还是“提价恢复经销商利润”的博弈之中。对大部分企业而言，稳价去库存不失为更明智选择。所以我们预期行业销量虽恢复正增长，但价格将继续维持稳定。

我们预期未来 3 年高端白酒行业依然有 5%左右的销量增速，增量部分基本被 1573 国窖拿走。1573 国窖 3 年时间从 2000 吨恢复到 3000 吨左右的销量。

2）特曲维持 20%-25%左右增长。

3）窖龄 2016 年 2 季度开始正常发货，2017 年维持 10%增长。

4）博大头曲、二曲依然处于调整期，2016 年下滑 5%，2017 年恢复增长。

5）公司管理费用率逐年下降，但营销费用投入继续加大，营销费用率 2016 年维持 2015 年水平，2017 年开始向下。

图表 25：盈利预测核心分部数据

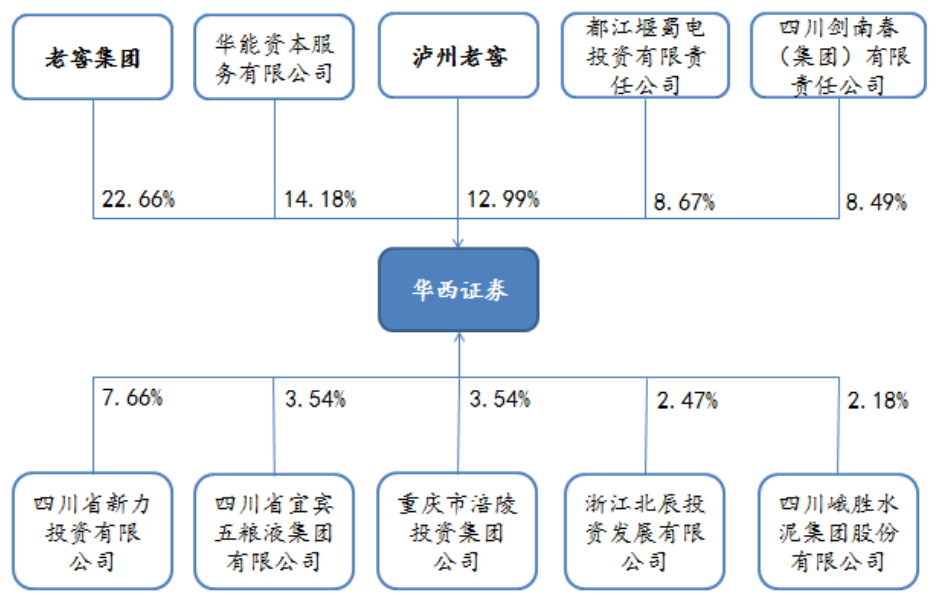
单位：百万人民币	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	3,798	4,370	5,371	8,428	11,556	10,431	5,353	6,608	7,463	9,374
主营业务	3,700	4,217	5,189	8,232	11,283	10,146	5,007	6,232	7,050	8,919
高档酒	2,489	2,639	3,519	5,641	7,564	2,878	898	1,680	2,227	2,895
中档酒	-	-	-	-	1,550	3,215	586	1,380	1,776	2,350
低档酒	-	-	-	-	2,170	4,054	3,524	3,172	3,047	3,674
其他业务	99	154	182	195	273	285	347	376	414	455
销售增速		15.1%	22.9%	56.9%	37.1%	-9.7%	-48.7%	23.4%	12.9%	25.6%
主营业务		14.0%	23.1%	58.7%	37.1%	-10.1%	-50.7%	24.5%	13.1%	26.5%
高档酒		6.0%	33.3%	60.3%	34.1%	-61.9%	-68.8%	87.0%	32.6%	30.0%
中档酒							-81.8%	135.5%	28.7%	32.3%
特曲										
窖龄										
低档酒							-13.1%	-10.0%	-3.9%	20.6%
其他业务		56.0%	18.5%	7.3%	39.8%	4.4%	21.6%	8.4%	10.0%	10.0%

来源：国金证券研究所

持股华西证券

泸州老窖持有华西证券 12.99%股份，老窖集团持有 22.66%部分，分别位列华西证券第三、第一大股东。华西证券 2014 年年报净资产为 81.89 亿元，类比上市券商估值，我们估计华西证券上市后市值参考值为 300 亿左右，泸州老窖持股 12.99%，IPO 摊薄后持股比例 9.7%，市值约 30 亿。

图表 26：公司和集团持有华西证券股权图



来源：国金证券研究所

集团不断增持彰显信心

泸州老窖集团多次增持上市公司股份，彰显信心。2014 年 4 月至今累计动用资金超过 2.7 亿元，增持比例 0.94%，平均增持价格高于 21 元/股。

四川五粮液企业已经做了白酒国企改革，**随着泸州老窖收入重新步入增长轨道， 行业地位的重新恢复，我们预计公司未来也存在国企改革可能性。届时，公司将出现业绩、估值双升局面。**

图表 27：集团增持 LIST

时间	增持方	数量（万股）	增持比例	价格(元/股)
2014年4月14日-2015年2月9日	泸州老窖集团	670.92	0.48%	预估均价19
2015年4月23日-2015年4月27日	泸州老窖集团	189.39	0.14%	不低于26
2015年7月10日-2015年12月15日	泸州老窖集团	453.41	0.32%	22

来源：国金证券研究所

业绩预测及估值

预计 2015-2017 年 EPS1.05\1.28\1.68 元/股，增速分别为 67%、21%、32%。

考虑到白酒上市企业的平均估值水平和泸州老窖的成长性，我们认为泸州老窖主业的合理 PE 区间在 2017 年的 20-25 倍之间，加上华西证券 30 亿市值，对应公司 2017 年目标市值在 460 亿到 560 亿，即目标股价 33-40 元。

图表 28：白酒主要上市企业估值

股票名称	EPS			PE			PS	股价
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	
贵州茅台	13.22	14.57	16.16	15.05	13.66	12.31	7.31	199.00
五粮液	1.56	1.73	1.91	15.13	13.64	12.36	4.17	23.60
古井贡酒	1.33	1.56	1.81	21.43	18.27	15.75	2.58	28.50
洋河股份	3.41	3.96	4.60	17.48	15.05	12.96	5.54	59.60
伊力特	0.65	0.72	0.80	16.92	15.28	13.75	3.11	11.00
老白干酒	0.69	1.50	2.85	66.23	30.47	16.04	3.08	45.70
沱牌舍得	0.10	0.53	0.75	161.60	30.49	21.55	3.86	16.16
山西汾酒	0.46	0.57	0.69	33.80	27.28	22.54	3.29	15.55
迎驾贡酒	0.71	0.81	0.92	31.52	27.63	24.33	5.77	22.38
今世缘	1.34	1.44	1.56	20.33	18.92	17.46	5.52	27.24
口子窖	0.98	1.15	1.45	34.89	29.73	23.58	7.80	34.19
ST酒鬼	0.27	0.36	0.45	53.41	40.06	32.04	7.50	14.42
ST水井	0.13	0.46	0.91	71.62	20.24	10.23	6.00	9.31
泸州老窖	1.05	1.28	1.68	21.33	17.50	13.33	4.76	22.40
平均值	1.85	2.19	2.61	41.48	22.73	17.73	5.02	37.79

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	**11,556**	**10,431**	**5,353**	**6,608**	**7,463**	**9,374**
增长率		-9.7%	-48.7%	23.4%	12.9%	25.6%
主营业务成本	-3,970	-4,487	-2,804	-3,203	-3,430	-4,259
%销售收入	34.3%	43.0%	52.4%	48.5%	46.0%	45.4%
毛利	7,587	5,944	2,549	3,405	4,034	5,115
%销售收入	65.7%	57.0%	47.6%	51.5%	54.0%	54.6%
营业税金及附加	-717	-423	-344	-423	-478	-600
%销售收入	6.2%	4.1%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
营业费用	-665	-680	-579	-859	-970	-1,125
%销售收入	5.8%	6.5%	10.8%	13.0%	13.0%	12.0%
管理费用	-533	-413	-466	-555	-530	-609
%销售收入	4.6%	4.0%	8.7%	8.4%	7.1%	6.5%
息税前利润（EBIT）	5,672	4,428	1,161	1,568	2,056	2,781
%销售收入	49.1%	42.5%	21.7%	23.7%	27.5%	29.7%
财务费用	37	157	91	120	146	152
%销售收入	-0.3%	-1.5%	-1.7%	-1.8%	-2.0%	-1.6%
资产减值损失	1	0	-205	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	378	90	145	380	300	300
%税前利润	6.2%	1.9%	11.9%	18.4%	12.0%	9.3%
营业利润	6,089	4,675	1,192	2,068	2,502	3,233
营业利润率	52.7%	44.8%	22.3%	31.3%	33.5%	34.5%
营业外收支	63	4	25	0	0	0
税前利润	6,152	4,680	1,218	2,068	2,502	3,233
利润率	53.2%	44.9%	22.7%	31.3%	33.5%	34.5%
所得税	-1,610	-1,142	-241	-483	-591	-759
所得税率	26.2%	24.4%	19.8%	23.3%	23.6%	23.5%
净利润	4,543	3,538	976	1,585	1,910	2,474
少数股东损益	152	100	96	115	123	117
归属于母公司的净利润	**4,390**	**3,438**	**880**	**1,471**	**1,788**	**2,357**
净利率	38.0%	33.0%	16.4%	22.3%	24.0%	25.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	4,543	3,538	976	1,585	1,910	2,474
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	132	138	359	133	143	153
非经营收益	-493	58	-314	-278	-320	-305
营运资金变动	598	-2,507	287	572	69	-322
经营活动现金净流	**4,781**	**1,227**	**1,307**	**2,012**	**1,802**	**2,000**
资本开支	63	-270	-164	-108	-110	-109
投资	1,119	14	-1	0	0	0
其他	1	14	22	380	300	300
投资活动现金净流	**1,184**	**-241**	**-143**	**272**	**190**	**191**
股权募资	54	51	8	0	0	0
债权募资	0	0	0	-16	3	5
其他	-2,226	-2,629	-1,834	-52	-1,753	-1,823
筹资活动现金净流	**-2,171**	**-2,578**	**-1,826**	**-69**	**-1,750**	**-1,818**
现金净流量	**3,793**	**-1,593**	**-662**	**2,216**	**243**	**373**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	6,942	5,349	4,710	6,925	7,168	7,541
应收款项	2,882	3,029	1,779	2,169	2,419	2,864
存货	2,912	2,415	2,827	2,372	2,428	3,077
其他流动资产	16	39	604	375	434	415
流动资产	12,752	10,832	9,920	11,841	12,449	13,897
%总资产	81.9%	78.9%	75.3%	79.1%	80.0%	81.9%
长期投资	1,052	1,121	1,284	1,284	1,284	1,284
固定资产	1,182	1,360	1,372	1,341	1,303	1,253
%总资产	7.6%	9.9%	10.4%	9.0%	8.4%	7.4%
无形资产	282	260	252	257	262	268
非流动资产	2,821	2,902	3,251	3,125	3,112	3,072
%总资产	18.1%	21.1%	24.7%	20.9%	20.0%	18.1%
资产总计	**15,573**	**13,734**	**13,171**	**14,966**	**15,561**	**16,969**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	4,431	2,887	3,087	2,918	3,360	4,091
其他流动负债	1,341	177	247	2,394	2,456	2,449
流动负债	5,772	3,063	3,333	5,311	5,816	6,540
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	30	33	44	28	32	35
负债	**5,802**	**3,097**	**3,377**	**5,340**	**5,848**	**6,577**
普通股股东权益	9,703	10,568	9,713	9,431	9,395	9,957
少数股东权益	68	69	80	195	318	435
负债股东权益合计	**15,573**	**13,734**	**13,171**	**14,966**	**15,561**	**16,969**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	3.140	2.452	0.627	1.049	1.275	1.681
每股净资产	6.940	7.537	6.927	6.726	6.700	7.101
每股经营现金净流	3.419	0.875	0.932	1.435	1.285	1.426
每股股利	1.800	1.250	0.800	1.250	1.300	1.280
回报率						
净资产收益率	45.24%	32.53%	9.06%	15.59%	19.03%	23.67%
总资产收益率	28.19%	25.03%	6.68%	9.83%	11.49%	13.89%
投入资本收益率	42.87%	31.47%	9.50%	12.48%	16.15%	20.47%
增长率						
主营业务收入增长率	37.12%	-9.74%	-48.68%	23.43%	12.95%	25.60%
EBIT 增长率	41.94%	-21.94%	-73.79%	35.09%	31.13%	35.26%
净利润增长率	51.13%	-21.69%	-74.41%	67.15%	21.55%	31.85%
总资产增长率	24.81%	-11.81%	-4.10%	13.63%	3.98%	9.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	1.6	0.5	2.0	1.7	1.6
存货周转天数	231.9	216.6	341.1	270.3	258.4	263.7
应付账款周转天数	55.8	49.3	53.6	56.2	54.3	53.8
固定资产周转天数	31.5	38.9	74.1	56.0	45.6	32.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-71.05%	-50.29%	-48.09%	-71.94%	-73.80%	-72.55%
EBIT 利息保障倍数	-152.2	-28.3	-12.8	-13.0	-14.1	-18.3
资产负债率	37.26%	22.55%	25.64%	35.68%	37.58%	38.76%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD