

泸州老窖 (000568.SZ) 白酒行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆

联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

老窖：二次创业进行时；

事件

我们近期参加泸州老窖 10 年股东大会，总结如下。

没有最好的模式，只有最适合的模式

■ 超高端酒，坚定做价格文章，发展思路清晰。

- 通过品牌、品质、文化高度做价格高度的文章。11 年，1573 超高端品牌的主要工作为定制酒、中国品味和 VIP 客户的团购开发。我们认为老窖在超高端酒的发展探索上一直走在行业之前，通过不断的创新，成功贴近挑剔的高端客户。定制酒、中国品味和 VIP 客户的团购开发契合客户更个性化的需求、对更高品质和价格的需求、对更全面细致服务的需求。更关键的是，以上措施的成功落地将极大的提升 1573 主品牌的品牌美誉度，是一箭双雕之举。
- 1573 主品牌价格梳理工作成果明显，最大的变化为顺价销售的实现和双脱钩政策的贯彻。通过前期的控货和加速梳理，1573 有效实现顺价销售，经销商得以通过卖酒赚钱而不必单纯依靠返点，积极性得到提升。双脱钩政策的贯彻，意味着费用投入聚焦化，市场费用投放与市场销量及经销商脱钩，做到有的放矢，避免以往粗放的平均主义。
- 老窖超高端产品的发展思路和架构已非常清晰，推力才是决胜关键。1573 主品牌坚定原酒产量不超过 3000 吨，中国品味最大供应量不超过 600 吨，定制酒等供应量则更少。整体思路是通过产量的稀有确保价格的高度，通过价格的高度提升品牌的整体美誉度。我们觉得 1573 想跟竞品拉开较大差距，并通过差距的时间积累实现品牌高度的超越并非易事，但实践的过程意义越大于结果（通过不断追赶和超越茅台和五粮液，老窖才能不断提升自身品牌的高度）。产品定价比茅台和五粮液高并非难事，现在各个名酒厂基本都推出了相应的超高端产品，但都难以形成气候，这充分说明定高价容易，但聚集消费人气难。对于老窖来说，如何通过有效的推力，实现小众传播和消费风潮才是现在和未来的决胜关键。

■ 中低档酒的“群泸战术”，汇聚人气与买气

- 弱势地区采取“群泸战术”，通过“大招商，招大商”的方式汇聚弱势地区的消费人气。对于老窖来说，短时间内难以推进市场的深度分销，“群泸战术”配合各个区域产品带动弱势地区的消费人气是老窖目前过渡性的最佳选择。无论是浓香经典、金奖特曲、百年特曲、还是新推出的窖龄酒，实际上都服务于“群泸战术”。
- 郎酒在发展前期也曾大力提倡“群狼战术”，短时间内起到了汇量式的增长和消费人气的聚集。我们认为“群泸战术”是一把双刃剑，对于短时间的跑马圈地及消费人气、经销商人气的聚集有正面的作用、同时避免了巨大的全国广告投入，但对中长期的品牌和产品聚焦则有阻碍作用。考虑到目前其他名酒更精细化的营销、更精简的产品结构、更聚焦的品牌投放，“群泸战术”绝非长久之策，因为竞品的快速发展不会给老窖的中档产品太多时间实现由点到片再到面的转变。
- 强势地区，做精做强，探索精细化管理有重要意义。我们对此寄予更多的期望。

■ 未来发展方向：人才与激励，机制更灵活

- 老窖十二五规划的总结为“方向定、聚人才、环境优、基础强、激励好”，我们认为最关键的落脚点是聚人才以及激励好，消费品最本质的竞争还是人的竞争。公司这几年大量招人，借助老窖商学院加强内部培训，提前做好中层干部的培养和储备。人才考核和激励进一步科学化，多劳多得，超额结果获得超额收益。
- 老窖的机制改革和创新是走在同行前面的。前台的民营化和后台的外包化是老窖机制改革的重点方向。在不改变国有体制的前提下，组织结构创新绝对走在行业前列。机制的改革和创新才是一个组织健康长期快速发展的基石，这点大多同行难以比拟。

有舍才有得:关于华西证券和武陵酒业

■ 关于武陵酒业

- 武陵酒，有舍才有得。通过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%），老窖让出第一大股东地位，持股比例下降至 32.9%。武陵酒虽为十七大名酒，但由于历史原因，一度沉寂，通过多年梳理，10 年销售收入方突破 1 亿。老窖通过此举引入战略投资者共同做大蛋糕，同时能满足地方政府希望将武陵酒打造成地方市场城市名片的愿望，以实现武陵酒厂千亩、万吨、百亿的目标。

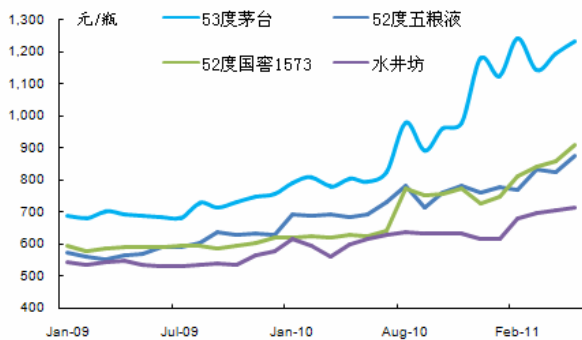
■ 关于华西证券

- 老窖放弃增资扩股，放弃华西证券第一大股东地位。短期投资收益有所牺牲，公司净利润将因此下降 1.4-1.6 亿，但长期看有利于各自的发展。

盈利预测及投资建议:

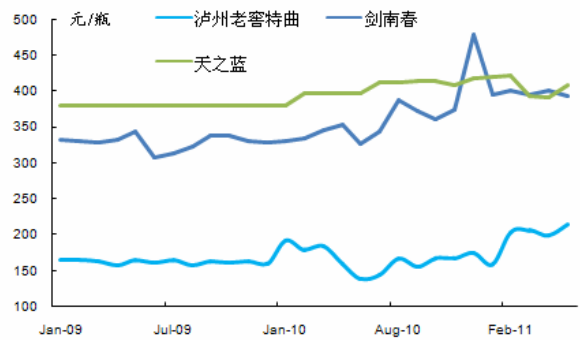
- 11-12 年的 EPS 将分别达到 2.045、2.667 元，同比增长 33.10%，26.68%。我们按华西贡献 0.10 元，给 10 倍估值，白酒 1.945 元，按 28-30 倍估值，给予公司买入评级，对应目标价位为 55.46-59.35 元。

图表1: 超高端酒价格走势



来源: 国金证券研究所;

图表2: 中高端酒价格走势

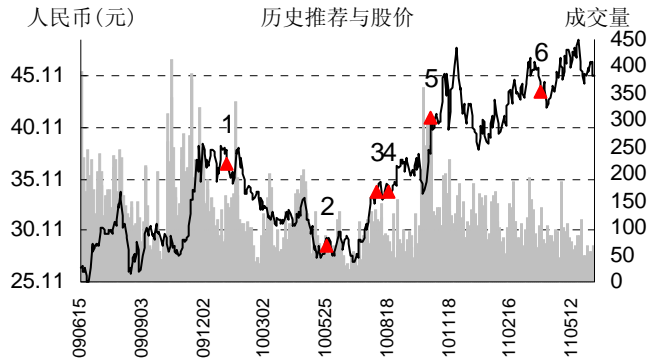


来源: 国金证券研究所;

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-01-04	买入	36.65	42.68 ~ 46.95
2	2010-05-25	买入	28.66	42.68 ~ 46.95
3	2010-08-03	买入	33.84	41.87 ~ 46.06
4	2010-08-19	买入	33.95	41.87 ~ 46.06
5	2010-10-25	买入	41.14	50.88 ~ 50.88
6	2011-03-28	买入	43.56	56.46 ~ 60.35

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室