

# 泸州老窖 (000568)

## —品牌价值回归战略稳步推进

投资评级 推荐 评级调 首次推荐 收盘价 44.92 元

### 投资要点:

- **产品升级为业绩增长奠定基础。**我们认为，未来 2-3 年，国窖 1573 仍将坚持稳步提价策略，这是公司业绩的主要贡献点。同时，中国品味后续跟进，将进一步提升国窖 1573 整体盈利能力。另一方面，凭借着一流的品质基础以及全国知名品牌基础，泸州老窖特曲未来 2-3 年将从现有的点市场逐渐形成区域市场，而泸州老窖特曲升级产品（百年、年份、经典以及窖龄酒）的强势推出，完善了泸州老窖特曲产品线，增加了公司整体盈利水平。因此，我们认为，公司未来的业绩增长有充足的具有竞争力的产品作保障。
- **股权激励成功实施为业绩增长提供了内在动力。**公司于 2010 年 2 月向包括董事长谢明在内的 11 名高管以及其他 132 名骨干员工一次性授予 1344 万份股票期权，行权价格不低于 12.78 元/股，占公司当前股本的 0.96%。我们认为，股权激励的成功实施进一步提高了公司骨干员工工作积极性，为公司未来几年业绩稳步增长提供了内在动力。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.98 元、2.48 元和 2.89 元，目前股价（44.92 元/股）对应 2011-2013 年动态 PE 分别为 23x、18x 和 16x。由于国窖 1573 未来价格稳步提升、老窖特曲产品结构进一步优化将推动公司业绩稳步增长。因此，公司未来业绩增长有充分保障。从估值角度，我们认为，2011 年公司合理估值水平为 30x，对应未来 6 各月的目标价为 59.4 元，较当前股价具有 32%空间，因此给予公司“推荐”投资评级。

发布时间：2011 年 6 月 30 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	48.63/27.58
上证指数/深圳成指	2728.48/11913.20
50 日均成交额(百万元)	299.28
市净率(倍)	11.35
股息率	2.23%

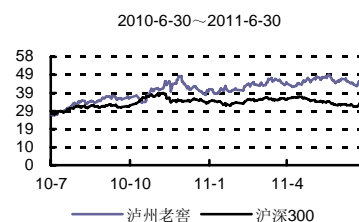
### 基础数据

流通股(百万股)	715.34
总股本(百万股)	1394.24
流通市值(百万元)	32132.97
总市值(百万元)	62629.24
每股净资产(元)	3.96
净资产负债率	44.66%

### 股东信息

大股东名称	泸州老窖集团有限责任公司
持股比例	21.52%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

《国元证券公司研究-泸州老窖中报点评：业绩有望迎来快速增长期》，2010-8-19

### 联系方式

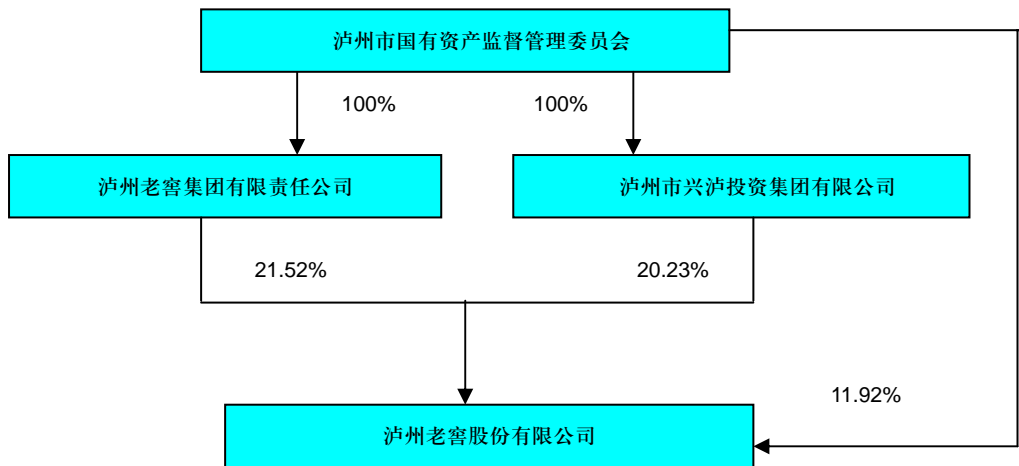
研究员：周家杏  
 执业证书编号：S0020511030015  
 电话：021-51097188-1920  
 电邮：zhoujiaxing@gyzq.com.cn

联系人：管理员  
 电话：  
 电邮：  
 地址：中国安徽省合肥市寿春路 179 号  
 (230001)

## 第 1 部分 公司概况

公司为我国知名白酒企业，其前身为泸州老酒酒厂，建于 1950 年，至今具有 400 多年的酿酒历史，旗下拥有我国使用时间最长、保存最完整的老窖池群，被誉为“中国第一窖”。公司从事白酒的生产与销售，主导产品为国窖.1573、百年泸州老窖以及泸州老窖特曲等。其中，国窖.1573 凭借着悠久的历史底蕴、一流的品质基础，牢牢占据了我国超高端白酒第一阵容（茅台、五粮液、国窖.1573）。泸州老窖为中国老四大名酒，蝉联历届中国名酒称号，被誉为“浓香鼻祖”。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 1. 公司的股本结构

股本类别	数量 (万股)	占比 (%)
限售 A 股	67890.18	48.69%
国有法人持股	67888.83	48.69%
其他境内法人持股		
高管持股	1.35	
流通 A 股	71533.77	51.31%
总股本	139423.95	100%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

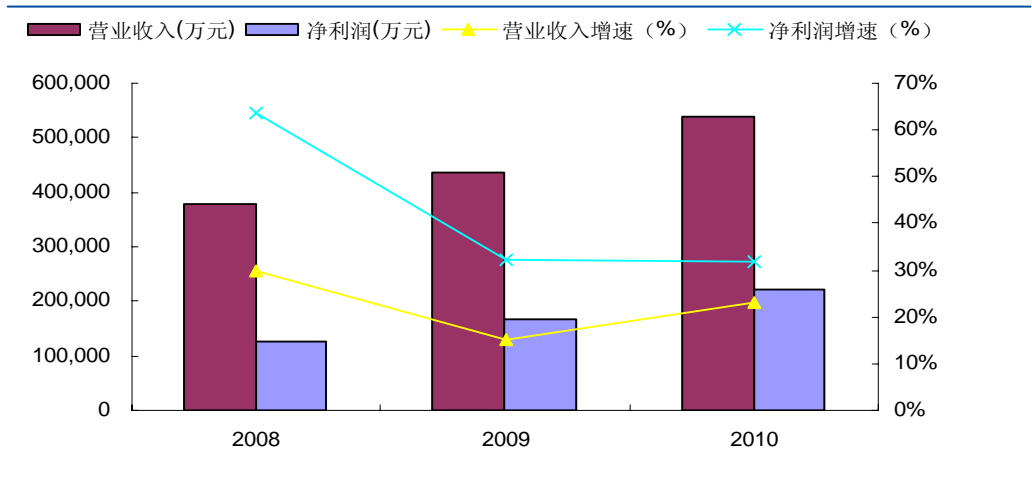
## 第 2 部分 公司经营情况

公司主要从事白酒的生产与销售，主打产品为国窖 1575 系统和泸州老窖系统。在国窖 1573 不断提价、以及泸州老窖产品升级双重因素推动下，近几年公司收入、净利润呈现稳步增长态势，其中净利的增速明显快于收入增速，显示出公司优化产品结构效果逐渐显现。2005-2010 年，公司营业收入年均增幅达 30%、净利润年均增速达到 117%。同时从表 2 可以看出，公司净利润增速明显高于收入增速，原因为公司近几年稳步推进双品牌战略、不断优化产品结构，公司盈利能力稳步攀升。

最新财务报告显示，2011 年一季度，公司实现收入、净利增速分别为 42%、32%，增速仍保持在较高位置。

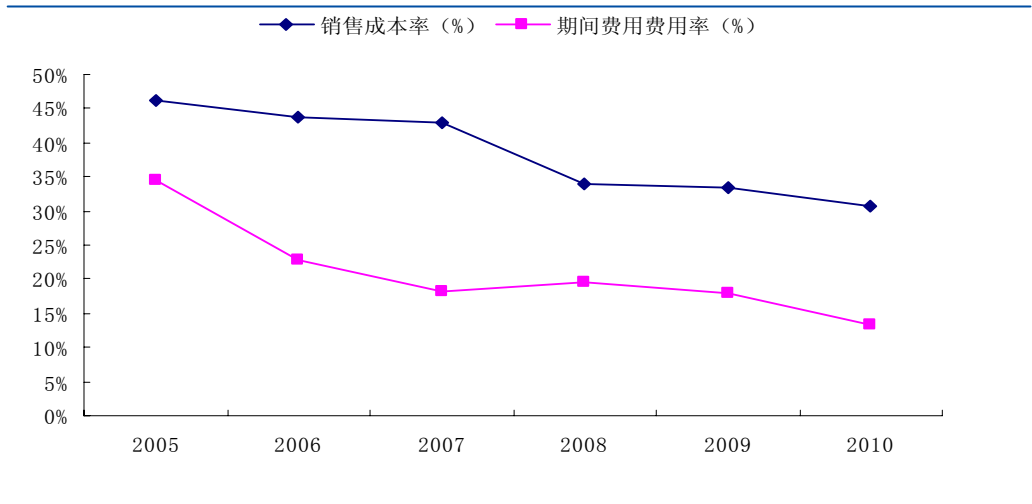
另一方面，随着公司业务规模不断扩大的同时，公司治理能力稳步提升，费用率逐年下降，显示出公司内控体系建设对业绩贡献逐渐显现，随着公司内控体系构建的稳步推进，未来公司成本费用控制仍将保持在一个较低的水平。

图 2:近三年公司收入、利润情况



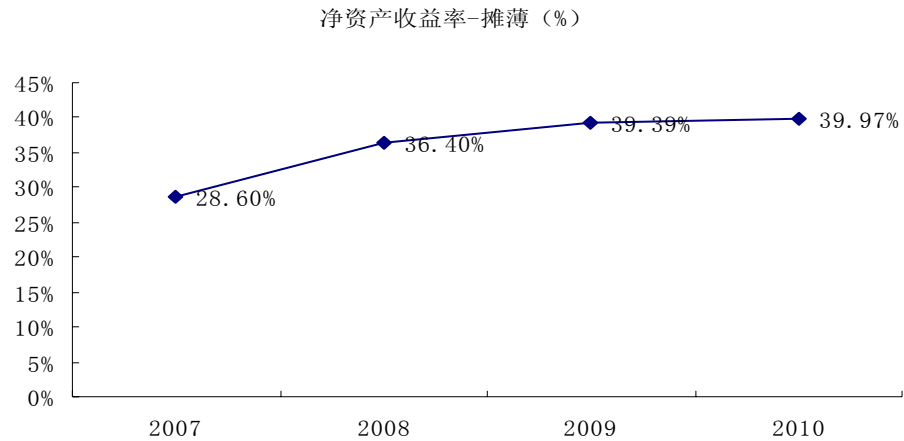
资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

图 3:公司成本费用逐年下降



资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

图 4：公司盈利能力逐年提高



资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心。

## 第3部分 股东大会交流纪要

### ➤ 中端酒市场未来战略定位？

关于高端、低端和中价位这块，这几年公司一直在调整，只是调整的效果不是很明显。过去十年里，公司集中精力打造国窖.1573 品牌，2001—2005 年，公司培育 1573 品牌，2006 年以来，国窖.1573 产品的市场表现好，盈利占比不断提升，成为公司最重要的收入、利润来源。但在当时的市场竞争的格局下，仍没形成强势，没有完全形成品牌拉动效应。未来，泸州老窖将进一步聚焦主业，做专业的白酒公司，努力的找准对应市场的定位，国窖 1573 基酒 3000 吨产能不会发生改变，商品量根据高低度数发生改变，必须强调的是未来必须坚持品质为最大的基础以及消费者的定位。

未来国窖.1573 将持续走奢侈品之路，做品牌高度、品质高度、文化高度、价格高度文章。对于高端酒来说，品质的支撑非常重要，而对于奢侈品而已，在乎其稀缺性。因此企业必须把握好战略定位，战略定位定准之后，战术问题不会影响全局。

老窖要满足不同的市场需求，也要引导培育消费者，故要提高市场占有率。中价位酒是未来将提高盈利能力和适应消费者的需要。在市场切入方面，会采用点市场的方式，如百年泸州老窖、年份特曲、金奖特曲、浓香经典等，这个方面在相当长的时间以内还会坚持。窖龄酒是老窖原创，至少未来5 年会是竞争1573 以下价格带的主要产品。老字号特曲实际市场销售结果来看是一个区域性产品，选择了修补性方式，推出金奖特曲，由博大和销售公司两家竞争销售。金奖特曲的发展略好于预期，老字号也在增长。再用3 年时间，把点做到面，后面再做品牌清晰化的安排。

白酒行业集中度有望进一步提高，现在全国有 16000~17000 家白酒生产企业，小而散，

不符合低碳循环、环保。全国白酒产量从 2003 年 320 万吨到 2010 超过 900 万吨，数量的持续增长，但酒厂的数量随之不断扩张。因此，未来白酒行业必将进入一个整合加速期。

### ➤ 2011 年目标规划，十二五、十三五的规划是什么？

按柴泉公司统计口径，2011 年的销售目标为 100 亿元；按股份统计口径，2011 年销售目标为 86.41 亿元（含税）。十二五、十三五公司会保持健康、持续发展。

公司目前的发展总体概括为：方向定，聚人才，环境优，基础强，激励好。

当前是历史最好时期，改革开放 30 年以来，中国经济高速发展带来的历史机遇，这个机遇会持续 30 年~50 年，因此中国白酒行业将随之收益。同时，城镇化稳步推进进一步推动了中国白酒产量增长以及结构调整。基础强主要表现在公司具有品质基础，历史文化基础，储备基础。此为，公司重视人才培养，成立了泸州商学院、每年从大学里选拔优秀人才，2013 年后公司骨干人才数量有望成为白酒行业第一。在员工激励方面，公司与 2010 年 2 月向包括董事长谢明在内的 11 名高管以及其他 132 名骨干员工一次性授予 1344 万分股票期权，完成了管理层的股权激励。

### ➤ 关于白酒出口

公司认为，中国白酒出口会提速，公司正在筹备进出口公司，预计设在香港。但企业要走向世界，单靠企业自身是微弱的，国家实力的强劲才有白酒出口，即使是全球经济危机，对中国白酒也是好事，中国在国际舞台影响力提高，短期出口量也会比较好。

### ➤ 关于放弃华西证券增资配股权

放弃华西证券的增资配股权，是保证华西证券稳健发展，进入融资融券行列，目前已经净资本已达到 50 亿元，超过证监会的规定。

华西证券的目标就是在资本市场上市，仅仅为大股东泸州老窖控制下的证券公司，不是华西证券的经营目标。另一方面，西部同沿海相比基础比较差，留住人才、吸纳人才、规范运作，需要引入战略投资人，目前我们关注的重点为公司的酒类主业。

因此，未来华西证券今后有更大的发展空间并成功上市，泸州老窖继续做大股东，对泸州老窖的白酒主业发展也是不利的，公司把增资配股权转让给集团，起到了双赢的效果。

### ➤ 关于武陵酒未来的发展规划

在湖南，作为中国酱香型白酒知名品牌，武陵酒并没有做起来，后经几次重组不成功，品牌价值进一步缩水。2010年，武陵酒业销售收入不足1亿元，累计销售经营还出现亏损。另一方面，地方政府很看中武陵酒知名品牌，想以武陵酒打造成地方政府名片。因此，公司引进战略合作合办，放弃对武陵酒第一大股东地位，泸州老窖哪怕少一点股权，获得的收益可能更高，而泸州老窖不可能在两个城市建两个加工中心，而且没有6亿元不可能建成。那么不如在泸州投入。因此，公司将引进战略投资者，前期投入一两亿元资金，对武陵酒园区进行建设，重新组建股份公司。

➤ **关于中国品味价格进一步计划和考虑，柒泉公司的顺价销售价格体系**  
中国白酒发展过程中，倡导共同发展，去年茅台酒的提价，使得中国白酒整体受益，国窖1573也受益。茅台的提价在很长一段时间内对公司构成利好，由于国窖1573正处于推广阶段，品牌支撑是第一位的。在品牌的强度、高度影响力方面，公司和茅台、五粮液有很大的距离，要承认国窖1573的影响力不足。因此，公司需要比较强劲的营销，从而拉动销量，而不是茅台的消费拉动阶段。总之，国窖1573所处的阶段还是大力推动推广阶段，茅台的提价对我们是有利的。

中国品味产能需要控制，需求量很大了，也不会扩产，最高供应量600吨。我们要学习兄弟企业，关注白酒市场的变化，对于国窖1573，未来将坚持走奢侈品之路，打造单兵突击的营销能力，在价格问题上，一定会单兵突击，现在没有条件去超越茅台和五粮液，不等于未来没有，今天落后不等于未来落后。

➤ **国窖 1573 当前在高档白酒的市场份额为 10%左右，随着茅台、五粮液的放量，老窖是否可能被边缘化？**

关于国窖1573放量问题，公司认为目前还不具有这个市场基础。需要强调的是，国窖1573的特色在文物窖池，历史文化品质基础，小众传播。未来国窖1573的目标是平均价格5000元，相当于500元一瓶的十倍。因此，公司将坚持塑造高度，坚持品味之道在于稀有，避免重蹈覆辙。去年形成了剪刀差，去年和前年一直比五粮液高，未来1573的价值会高于五粮液，因为是国宝窖池，文物稀有。

➤ **费用投入少了1.7亿元，不考虑经销商联盟，实际是多少？**

国窖1573的费用会逐渐降低，商超费用率肯定下降。中国品味会花比较多的市场费用，品牌高度有差距，因此会持续3-5年大幅费用推广。总体来说，未来费用占比不会下降，经销商的业务员、体系、人数会快速增长，而这些费用将从产品销售中支付。11年广告费用增长不会太大，12年增长也不会太大，费用投入比例，变化不太大，不会有大的下降。

➤ **柒泉公司成效、是否会加大推广，窖龄酒是否单独成立团队来做？**

公司将组建12只狼性团队，前端狼性化，柒泉公司正在总结，未来会提速，2011年要新组建3-4家，争取未来一个省一个柒泉公司。未来，公司将整合资源，以经济考核为重点，要把权力下移到柒泉，要从前两年的经销商联盟转变为经营实体，总部的功能就是管理，主攻战略，柒泉则主搞战术。现正在川南试点，弱化总部。充分信任、充分授权、严格监管，把一线的权力下移。浓香经典组织了两个团队，2010年只做了2000多万，2011年前半年就比2010全年几倍增长。精品特曲也要组建一个专门团队，点状做法，比如只做3个省。

## 第 4 部分 盈利预测与投资建议

预计公司2011-2013年EPS分别为1.98元、2.48元和2.89元，目前股价（44.92元/股）对应2011-2013年动态PE分别为23x、18x和16x。我们认为，未来2-3年，国窖1573仍将坚持稳步提价策略，这是公司业绩的主要贡献点。同时，中国品味后续跟进，将进一步提高国窖1573整体盈利能力。另一方面，凭借着一流的品质基础以及全国知名品牌基础，泸州老窖特曲未来2-3年将从现有的点市场逐渐形成区域市场，而泸州老窖特曲升级产品（百年、年份、经典以及窖龄酒）的强势推出，完善了泸州老窖特曲产品线，增加了公司整体盈利水平。因此，我们认为，公司未来的业绩增长有充分保障。从估值角度，我们认为，2011年公司合理估值水平为30x，对应未来6各月的目标价为59.4元，较当前股价具有32%空间，因此给予公司“推荐”投资评级。

表 2：公司利润表预测

利润表				单位:百万元
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5371	6982	8968	10650
营业成本	1643	2028	2679	3229
营业税金及附加	438	538	700	834
营业费用	323	633	757	879
管理费用	390	478	624	742
财务费用	8	10	12	14
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	351	323	338	335
营业利润	2917	3617	4532	5286
营业外收入	18	13	14	14
营业外支出	16	17	15	16
利润总额	2919	3613	4531	5284
所得税	638	793	989	1156
净利润	2281	2820	3542	4128
少数股东损益	75	57	81	98
归属母公司净利润	2205	2762	3460	4030
EBITDA	3016	3740	4683	5463
EPS (元)	1.58	1.98	2.48	2.89

资料来源：国元证券研究中心、公司公告

表 3:公司资产负债表预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
流动资产	4589	7630	10621	14169	
现金	1079	3892	5604	8079	
应收账款	47	55	72	87	
其它应收款	26	37	47	55	
预付账款	116	146	198	235	
存货	1486	1783	2351	2850	
其他	1834	1717	2349	2863	
非流动资产	3437	3308	3472	3567	
长期投资	1984	1783	1837	1843	
固定资产	855	982	1077	1143	
无形资产	352	390	420	454	
其他	246	153	138	127	
资产总计	8026	10938	14093	17736	
流动负债	2455	2551	3069	3511	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	294	319	438	530	
其他	2161	2232	2631	2981	
非流动负债	9	5	6	6	
长期借款	0	0	0	0	
其他	9	5	6	6	
负债合计	2464	2556	3075	3517	
少数股东权益	45	102	184	282	
股本	1394	1394	1394	1394	
资本公积	463	463	463	463	
留存收益	3660	6422	8978	12080	
归属母公司股东权益	5517	8280	10835	13938	
负债和股东权益	8026	10938	14093	17736	

资料来源: 国元证券研究中心、公司公告

表 4：公司现金流量表预测

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	1351	2515	2586	3339	
净利润	2281	2820	3542	4128	
折旧摊销	92	114	139	163	
财务费用	8	10	12	14	
投资损失	-351	-323	-338	-335	
营运资金变动	-653	-135	-776	-641	
其它	-25	30	7	10	
投资活动现金流	-222	336	37	76	
资本支出	257	160	206	209	
长期投资	0	-201	53	7	
其他	36	295	296	292	
筹资活动现金流	-987	-38	-911	-939	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	110	0	0	0	
其他	-1097	-38	-911	-939	
现金净增加额	142	2813	1711	2476	

资料来源：国元证券研究中心、公司公告

## 国元证券投资评级体系：

### (1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：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；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn