

白酒
署名人: 张镭

S0960209060260
0755-82026705
zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东
S0960110080062
kehaidong@cjis.cn
0755-82026712

泸州老窖

000568

强烈推荐

业绩超预期, 重返快车道
——2010年业绩快报点评

12个月目标价: 55.70元

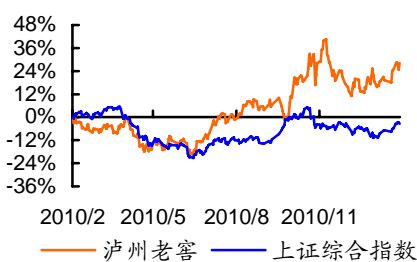
当前股价: 44.65元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2932.25
总股本(百万)	1394
流通股本(百万)	715
流通市值(亿)	319
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	3.06
资产负债率	28.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
泸州老窖	10.38	2.17	32.85
上证综合指数	7.99	1.51	10.97



相关报告

《泸州老窖-整固已近尾声, 再次腾飞在即》
2011-1-19

投资要点:

- 收入 53.72 亿元, 其中第四季度延续第三季的高增长, 预示公司很可能重归高增长的快车道。业绩快报预计公司 2010 年全年收入 53.72 亿元, 其中第四季度收入 16.07 亿元, 同比增长 39%, 延续了第三季度 30% 的高增长, 预示公司很可能重返高增长的快车道。
- 经销商联合体柒泉公司给力, 使成本、费用率持续下降。“柒泉模式”是以公司原渠道管理团队、经销客户及其管理团队共同出资建立的专营泸州老窖产品的销售公司(称为柒泉公司), 目前已建 7 家, 通过柒泉公司销售的国窖 1573 和特曲系列产品已占公司销量的 70%~80%。从近几个季度的报表来看, 公司的收入增速减缓(反映了出厂价降低)、承担的消费税增幅小(2009 年消费税政策有上调)、销售费用率大幅降低、前五名客户贡献收入比例大幅提高, 说明了“柒泉模式”的效应已经初步发挥出来了, 未来有望成为公司再次腾飞的基石。
- 重申我们强烈推荐泸州老窖的基本逻辑: 1、无法复制的老窖池资源构成公司的护城河。公司是我国浓香型白酒的鼻祖, 拥有我国建造最早, 最多的老窖池群。2、管理团队卓越, 2012 年 2 月股权激励将首次行权。公司管理团队任期以来将公司的人均盈利能力提高到业内首位, 显示出卓越的管理能力, 2012 年 2 月股权激励将首次行权有望再度提升管理潜力, 同时近两年进行的营销团队年轻化及竞聘制有望激发公司销售活力。3、茅台飙价, 给公司留出了发力的空间。当前茅台终端价已经拉开五粮液及国窖 1573 近一倍, 挤出部分商务需求将使国窖 1573 提价阻力减小, 高档酒提价后让出的 400~600 元的空档给老窖特曲留下发力空间。4、品牌上延新高度, 替代单纯提价。高档酒: 推出中国品味·国窖 1573 (1880 元), 将公司整体品牌提升到新高度; 中档酒: 一改对老窖特曲只提价不营销的做法, 推出升级产品年份特曲, 对普通特曲限价求量, 以百年老窖“窖龄酒”概念补充普通特曲与年份特曲间价格空白, 有望实现中档酒量价齐升。5、渠道从内到外整固已近尾声, 为放量打下基础。公司从三方面调整渠道: 建立专卖店, 在业内率先发力高校后勤团购; 建立经销商联盟的“柒泉模式”; 对原有的大区域市场管理

主要财务指标

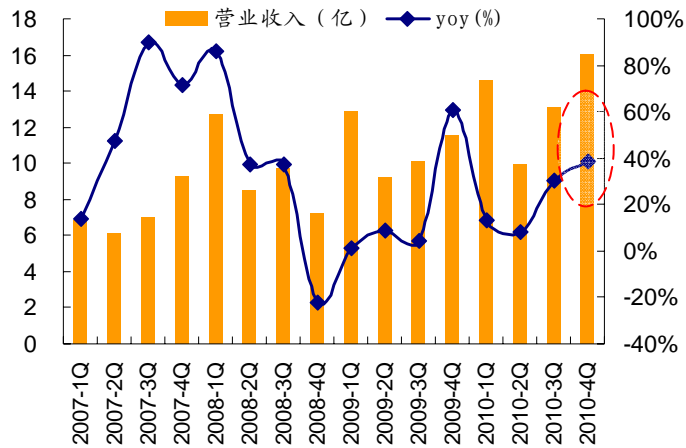
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4370	5379	6892	8617
同比(%)	15%	23%	28%	25%
归属母公司净利润(百万元)	1673	2167	2778	3575
同比(%)	32%	30%	28%	29%
毛利率(%)	66.6%	69.5%	75.2%	77.5%
ROE(%)	39.4%	40.4%	41.3%	42.2%
每股收益(元)	1.20	1.55	1.99	2.56
P/E	34.33	26.51	20.67	16.07
P/B	13.52	10.70	8.54	6.77
EV/EBITDA	24	18	14	11

资料来源: 中投证券研究所

细化，深耕细作。目前公司的渠道调整已近尾声，为销售放量打下坚实基础。

- **暂时维持公司盈利预测。**预测公司 10、11、12 年实现 EPS1.50、1.99、2.56 元，复合增速 30.4%，其中白酒业务 EPS1.30、1.79、2.36 元，给予 30 倍 PE 定价 53.70 元，证券业务 EPS0.2 元，给予 10 倍 PE 定价 2 元，6-12 个月目标价 55.70 元，较当前的 41.30 元还有 35% 的涨幅，给予“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**宏观经济下行、公务消费政策、中国品味、年份特曲推广受阻

图 1 经过近两年来的整固，公司增速开始出现提高的趋势



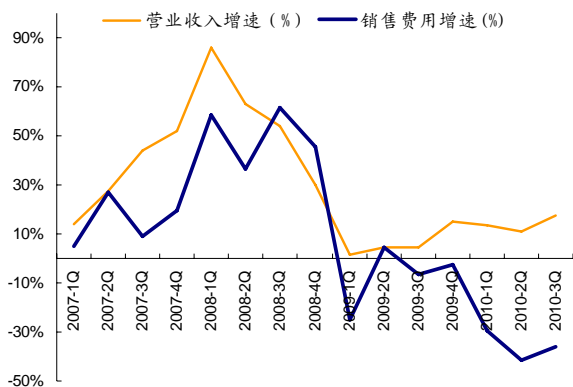
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

表 1 柒泉模式的分析

参与方	收益	风险
泸州老窖	与经销商利益紧密捆绑，防范了窜货，又通过提价利益分享机制，降低经销商对提价的抵触情绪，保证了价格体系的可控性	公司本身对柒泉公司无股权，管控难度加大
	激发经销商、业务员开拓市场的积极性	不利于业务人员的培养与管理
	能快速复制，有利于利用经销商的资金、资源迅速开拓市场	柒泉公司数量的增加，意味着公司的管理难度增大
	实现销售费用更精准的投放，降低销售费用率 以降低出厂价替代返酒的方式，变相降低了消费税	厂家与消费者间的距离变远
经销商	获得更低的进货价 可以从柒泉公司获得分红，分享泸州老窖的提价	搭便车现象 入股款被挪用
老窖业务员	从普通员工变成股东及管理者，还可获得分红	与经销商相比处于弱势地位

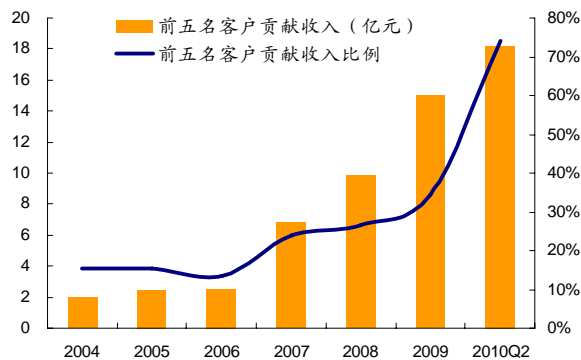
资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 2 泸州老窖销售费用迅速下降



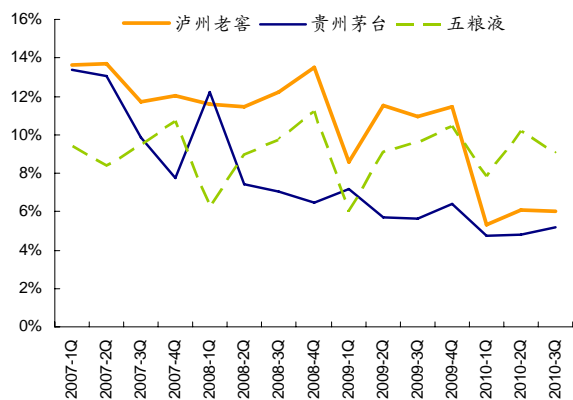
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 泸州老窖前五名客户贡献收入比提高



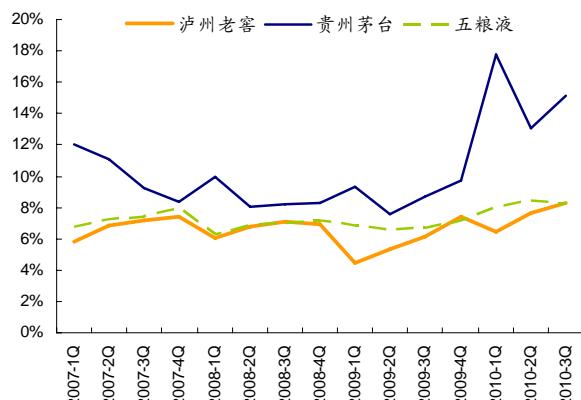
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 泸州老窖、茅台、五粮液销售费用率对比



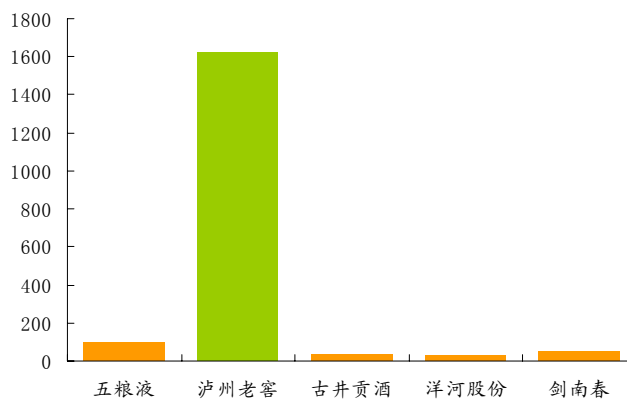
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 泸州老窖、茅台、五粮液消费税率对比



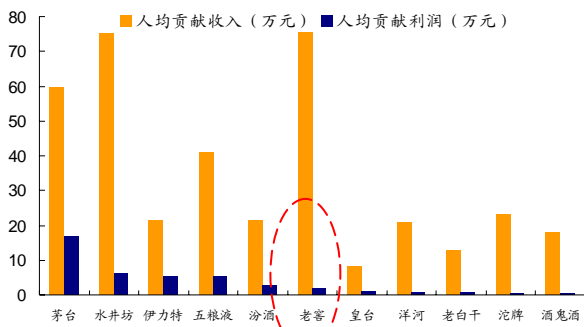
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 浓香型名酒企业拥有的老窖池数量对比



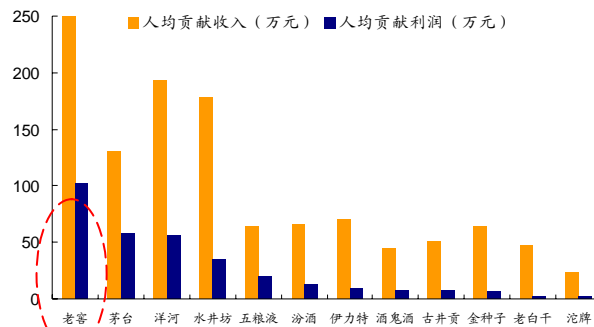
资料来源：中投证券研究所搜集整理（注：我们将老窖池定义为解放前就已经存在的窖池）

图 7 2004 年白酒业人均创造利润对比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8 2010 年白酒业人均创造利润对比



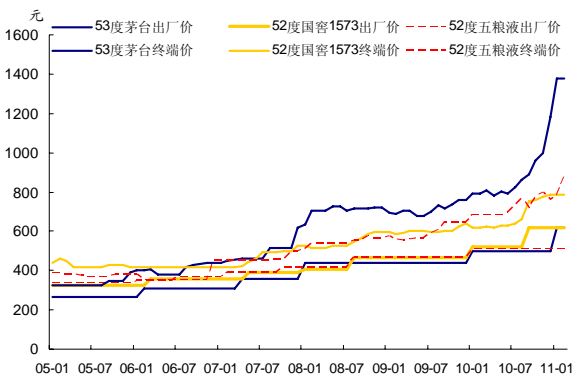
资料来源：wind、中投证券研究所搜集整理

表 2 泸州老窖股权激励方案

激励股份数量	1344 万股，占泸州老窖股本总额的 0.96%
激励对象	共 143 人，其中包括董事长谢明、总经理张良、营销负责人刘焱、林峰等 11 位高级管理人员和孙跃等 132 名骨干员工。
授予日	2010 年 2 月 10 日
行权价格	12.78 元
有效期	2010 年 2 月 10 日至 2015 年 2 月 10 日
等待期	2010 年 2 月 10 日至 2012 年 2 月 10 日
行权条件	2011—2013 年的 3 个会计年度中，分年度进行绩效考核，每个会计年度考核一次，要求(1)扣除非经常性损益后净利润比上年增长不低于 12%；(2)净资产收益率不得低于 30%且不得低于同行业上市公司 75 位值
行权方案	在等待期满至计划有效期结束止，可行权数量分别为获授股票期权总额的 30%、30%、40%。在行权有效期内，激励对象获取的股权激励收益占本期股票期权授予时薪酬总水平（含股权激励收益）的最高比重不得超过 40%。激励对象已行权的股票期权获得的股权激励实际收益超出上述比重的，尚未行权的股票期权不再行使。
限制条件	激励对象在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%。
影响业绩	2010 年/0.08；2011 年/0.09 元；2012 年/0.05 元；2013 年/0.03 元

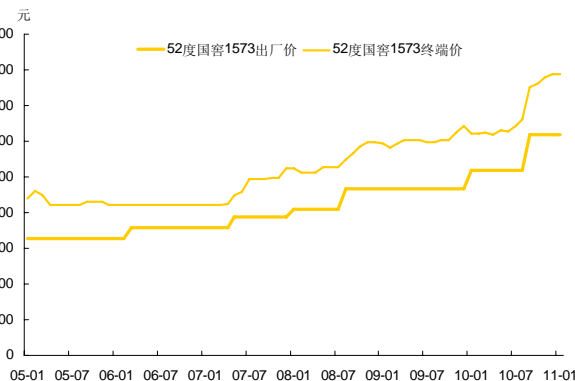
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 9 近五年高档白酒出厂价/终端价情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 10 泸州老窖出厂价/终端价情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 老窖估值具有极大的优势

公司	EPS				P/E				PS			PEG11
	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	10E	11E	12E	
泸州老窖	1.20	1.50	1.99	2.55	33.33	27.40	20.67	16.16	11.02	8.60	6.65	0.66
五粮液	0.86	1.24	1.54	1.86	38.42	26.55	21.27	17.67	8.64	7.17	6.04	0.94
洋河股份	3.04	4.66	6.94	9.30	68.25	44.53	29.89	22.31	13.18	9.73	7.56	0.72
贵州茅台	4.57	5.58	7.61	9.41	38.42	31.49	23.09	18.66	14.49	11.02	9.11	0.77
水井坊	0.66	0.66	0.77	1.00	32.37	32.26	27.58	21.34	5.27	7.15	6.04	1.47

资料来源: wind、中投证券研究所 (注: 泸州老窖、水井坊盈利预测来源于中投证券, 其余来自 wind 一致预期)

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3004	4273	5717	7664	营业收入	4370	5379	6892	8617
现金	937	1675	2797	4227	营业成本	1458	1639	1711	1936
应收账款	31	43	55	69	营业税金及附加	324	377	482	603
其他应收款	25	27	34	43	营业费用	499	377	689	862
预付账款	126	82	86	97	管理费用	290	377	586	732
存货	1196	1639	1711	1936	财务费用	-0	-4	-7	-11
其他流动资产	690	807	1034	1293	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	2978	2899	3033	3157	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1702	1485	1485	1485	投资净收益	357	279	279	279
固定资产	808	879	945	996	营业利润	2155	2893	3710	4773
无形资产	308	328	348	368	营业外收入	7	10	10	10
其他非流动资产	160	208	255	309	营业外支出	10	10	10	10
资产总计	5983	7172	8750	10822	利润总额	2152	2893	3710	4773
流动负债	1717	1782	1999	2313	所得税	460	723	927	1193
短期借款	0	0	0	0	净利润	1691	2170	2782	3580
应付账款	221	164	171	194	少数股东损益	18	3	4	5
其他流动负债	1496	1618	1828	2119	归属母公司净利润	1673	2167	2778	3575
非流动负债	1	2	2	2	EBITDA	2248	3001	3835	4916
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.20	1.55	1.99	2.56
其他非流动负债	1	2	2	2					
负债合计	1718	1784	2001	2315	主要财务比率				
少数股东权益	16	19	23	28	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1394	1394	1394	1394	成长能力				
资本公积	354	354	354	354	营业收入	15.1%	23.1%	28.1%	25.0%
留存收益	2500	3622	4978	6731	营业利润	28.5%	34.3%	28.2%	28.7%
归属母公司股东权益	4248	5369	6726	8479	归属于母公司净利润	32.2%	29.5%	28.2%	28.7%
负债和股东权益	5983	7172	8750	10822	获利能力				
					毛利率(%)	66.6%	69.5%	75.2%	77.5%
					净利率(%)	38.3%	40.3%	40.3%	41.5%
					ROE(%)	39.4%	40.4%	41.3%	42.2%
					ROIC(%)	110.1%	102.1%	117.4%	132.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	28.7%	24.9%	22.9%	21.4%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.75	2.40	2.86	3.31
					速动比率	1.05	1.48	2.00	2.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.82	0.87	0.88
					应收账款周转率	111	114	112	111
					应付账款周转率	8.27	8.52	10.21	10.62
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.20	1.55	1.99	2.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.14	1.82	2.33
					每股净资产(最新摊薄)	3.05	3.85	4.82	6.08
					估值比率				
					P/E	34.33	26.51	20.67	16.07
					P/B	13.52	10.70	8.54	6.77
					EV/EBITDA	24	18	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434