

2011年03月15日

饮料制造

证券研究报告--公司评级报告

收盘价(元): 45.06

目标价(元): 58.00

泸州老窖(000568)

双品牌战略和独特营销模式决战高端白酒市场

投资评级: A--买入(首评)

TMT 消费组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

消费成长: 邱俊灏

邮箱: qiujunhao@cnhbstock.com

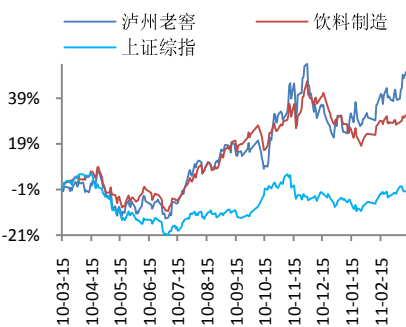
联系人: 曾毅

电话: 021-50122119

公司基本数据

| | |
|----------------|---------------|
| 总股本(万股) | 139423.95 |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 71533.77/0.00 |
| 资产负债率(%) | 29.66 |
| 每股净资产(元) | 3.49 |
| 市净率(倍) | 13.45 |
| 净资产收益率(加权) | 34.71 |
| 12 个月内最高/最低价 | 48.5/26.9 |

股价走势图



相关研究报告

◎投资要点:

- ◆泸州老窖是中国白酒浓香型代表。中国八大名酒,历史最悠久的酒窖酒。
- ◆公司的高端产品推动业务发展。悠久品牌和和公司战略决定了公司将高端路线作为发展方向。
- ◆2010年进行的营销体制改革将会取得成果。经销商投股成了的经销公司将会极大促进销售的增长。
- ◆股权激励促进业绩在未来释放。

◎不同之处:

- ◆高端白酒的市场认识不足。相比其他消费品,国人对高档白酒的消费品质认识不足。我们认为高端消费品具有奢侈品和消费品双属性。因此价和量都将呈现稳步上升趋势。
- ◆中国新兴阶级的高档奢侈品的“迷恋”和政府消费的国情。

◎关键假设:

- ◆公司收入增长 25%以上。
- ◆证券业务每年贡献约 0.15 元。

◎风险提示:

- ◆高档新品的销量可能不如预期。

| | 2008A | 2009A | 2010Q3 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万) | 3798.38 | 4370.42 | 1313.79 | 5375.62 | 6719.52 | 8533.80 |
| 同比增速(%) | 29.78 | 15.06 | 31.76 | 23.00 | 25.00 | 27.00 |
| 净利润(百万) | 1265.99 | 1673.34 | 537.98 | 2147.76 | 2759.46 | 3327.39 |
| 同比增速(%) | 63.70 | 32.18 | 48.05 | 28.35 | 28.48 | 20.58 |
| 毛利率(%) | 66.07 | 66.65 | 69.57 | 70.00 | 71.00 | 69.94 |
| 每股盈利(元) | 0.91 | 1.20 | 0.39 | 1.54 | 1.98 | 2.39 |
| ROE(%) | 36.28 | 39.66 | 10.98 | 40.15 | 41.75 | 41.51 |
| PE(倍) | 0.00 | 0.00 | | 30.48 | 23.72 | 19.67 |

正文目录

| | |
|---------------------------------------|----------|
| 1. 泸州老窖的股东结构和悠久历史 | 3 |
| 1.1. 中国最具历史沉淀的浓香型白酒代表 | 3 |
| 1.2. 双品牌战略 金字塔结构 | 3 |
| 1.3. 全球经验显示 高档酒市场份额持续增长 | 4 |
| 2. 经销体制变革带来市场份额扩展 | 5 |
| 2.1. 老窖原先销售模式- 费用高 经销商与公司利益冲突较多 | 5 |
| 2.2. 公司创立柒泉模式 巩固厂商关系 | 6 |
| 3. 股权激励面向骨干 期权费用摊销影响有限 | 7 |
| 3.1. 股权激励成为公司发展新动力 | 7 |
| 3.2. 公司专注主业发展 转入华西证券增发给集团 | 7 |
| 4. 盈利预测和估值 | 8 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 图 1 新推出的中国品味 | 4 |
| 图 2 国窖 1573 | 4 |
| 图 3 泸州老窖 | 4 |
| 图 4 年份特曲 | 4 |
| 图 5 2009 年保乐力加烈酒销售比例 | 5 |
| 图 6 2005-2009 年保乐力加全球销售增长 | 5 |
| 图 7 2009 年三大高端白酒团购占比对比 | 6 |
| 图 8 2009 年三大高端白酒销售费用占比对比 | 6 |
| 图 9 公司销售费率趋势 | 7 |

1. 泸州老窖的股东结构和悠久历史

1.1. 中国最具历史沉淀的浓香型白酒代表

泸州酒业有着非常悠久的历史。据史记载，泸州酒业始于秦汉，兴旺昌盛贯穿于唐宋明清时代，并且在新中国成立后得到了更大的发展。

泸州老窖是中国浓香型白酒的发源地，也是中国白酒中浓香型白酒的代表。公司拥有中国建造最早的（始于 1573 年）、连续使用时间最长、保护最完整的 1573 国宝窖池群，1996 年 12 月经国务院批准为行业首家全国重点文物保护单位，2006 年被国家文物局列入“世界文化遗产预备名录”。公司拥有非常丰富的资源，这其中拥有老窖池 10086 口，其中百年以上老窖池 1619 口。此外，公司还拥有明清 36 家古老酿酒作坊。

除了资源丰富外，泸州老窖酿制技艺也是浓香型白酒中的唯一代表。该技艺于 2006 年 5 月入选首批“国家级非物质文化遗产名录”，成为行业首家拥有“双国宝”的企业。泸州老窖特曲是中国最古老的四大名酒，1915 年获巴拿马太平洋万国博览会金奖，1952 年在中国首届评酒会上被国家确定为浓香型白酒的典型代表，是唯一蝉联五届“中国名酒”称号的浓香型白酒。

1.2. 双品牌战略 金字塔结构

公司以“国窖 1573”和 2010 年新推出的“中国品味”打造超高端的白酒品牌。国窖的储量每年是固定，因此稀贵就成为泸州老窖的品质保障。公司发展高档白酒就是定位于奢侈品牌的酒，类似于葡萄酒中的拉菲一般。每年生产限量，保证品质，并给长期持有者带来增值的价值。

图 1 新推出的中国品味



资料来源：公司网站、华宝证券研究所

图 2 国窖 1573



图 3 泸州老窖



资料来源：公司网站、华宝证券研究所

图 4 年份特曲



泸州老窖特曲是泸州老窖公司的拳头产品，有着“四百年老窖飘香、九十载金牌不倒”之美誉；其前身是于 1915 年最早获得巴拿马万国博览会金奖的“三百年老窖大曲”；1952 年在全国首届评酒会上与茅台、西凤、汾酒一道被评为中国“最古老的四大名酒”，并确定为浓香型白酒的典型代表泸州老窖。

公司形成了高中低三个品种齐全的金字塔形系列。高端是以国窖 1573 和中国品味、中档泸州老窖、老窖特曲和窖龄酒并辅之以低端的大曲和二曲。

1.3.全球经验显示 高档酒市场份额持续增长

高端化是国际酒业发展的趋势，中国未来白酒业也将沿着这条路发展下去。品牌化和高端化将会是未来发展趋势，市场份额也将向优势企业集中。这从全球烈酒市场的走势可以看出，烈性酒并非人们想象的那样江河日下，相反龙头企业呈现出稳定的价量齐升的趋势。烈性酒巨头 DIAGEO 旗下全球销量最大的伏特加品牌 Smirnoff、全球销量最大的苏格兰威士忌品牌 Johnnie Walker 年均价格增长超过 4%，销量稳步提升，即使在十分成熟的英国、美国市场也能获得 2-5% 的持续增长。产品有不断高端化的趋势，例如 Johnnie Walker 低端产品 Red Label 占比持续下降，高端产品 Blue Label、Gold Label 持续上升。

同样全球第二大酒业巨头保乐力加也显示出了相关趋势。从公司 2005 年以来销售收入分析，高档烈酒想 Absolute Vodka 等在发达国家都有超过了近 5% 的增长。

图 5 2009 年保乐力加烈酒销售比例

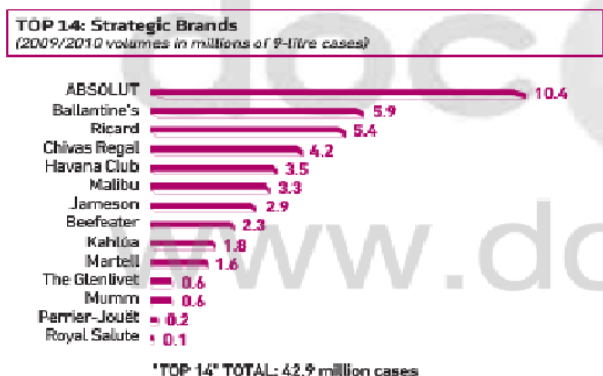
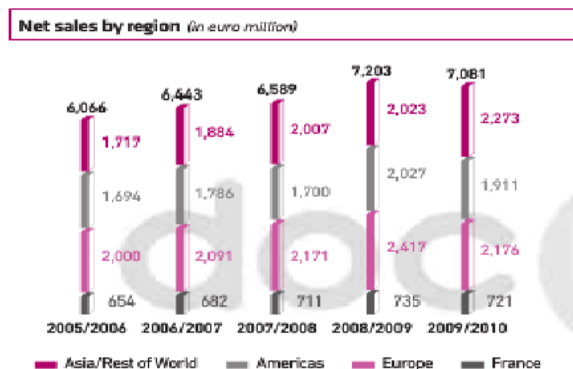


图 6 2005-2009 年保乐力加全球销售增长



资料来源：保乐力加年报、华宝证券研究所

而与发达国家的经济增长趋势来看，中国在未来 10 年还将保持近 7-8% 的增长。相对经济高增长，财政支出高增长也是大概率事件。据中国国情，高端白酒的党政军消费与财政支出具有较高的正相关性，稳定成长可期。而且随着人民收入水平提高和经济转型，消费升级不可避免，商务消费和个人消费也会稳步增长。因此，高档白酒将会占据越来越多的市场。

2. 经销体制变革带来市场份额扩展

2.1. 老窖原先销售模式- 费用高 经销商与公司利益冲突较多

公司过去是以餐饮销售为主，这导致了销售渠道复杂、层级相当多。泸州老窖 1573 当时是借高端商务第一用酒的角度切入市场，70% 是通过餐饮酒店渠道销售，有利的方面是泸州老窖在终端有较强的控制能力，但是国内即饮场高昂的入场费同时也提高了销售费用。虽然大部分销售费用能促进销售增长，但终端最终受益相对有限。因此，同比贵州茅台和五粮液，泸州老窖的销售费用占比一直很高。

这其中最关键的差异就是销售模式。相对泸州老窖的走传统销售渠道，茅台和五粮液通过团购形式来扩大销量。一方面，公司降低了销售成本；另一方面，公司也能加强对终端的控制力度。

图 7 2009 年三大高端白酒团购占比对比

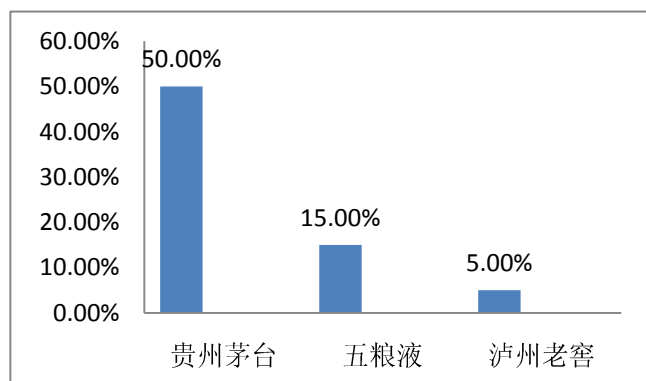
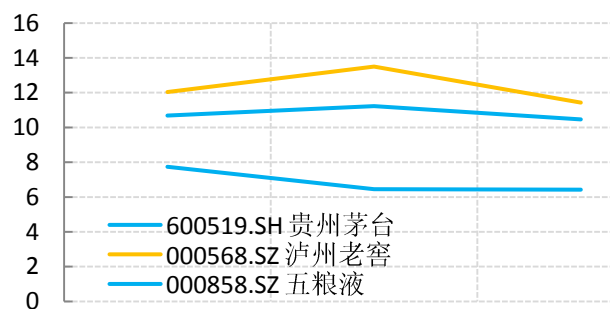


图 8 2007-2009 年三大高端白酒销售费用占比对比



资料来源：公司年报、华宝证券研究所

因此，公司在 2010 年开始实行管理扁平化过程，缩短渠道层级，这样就可以避免渠道过多过于复杂局面。其次，公司计划打造 400 家专卖店。虽然成本和时间大大增加，但可以更有利控制终端销售。

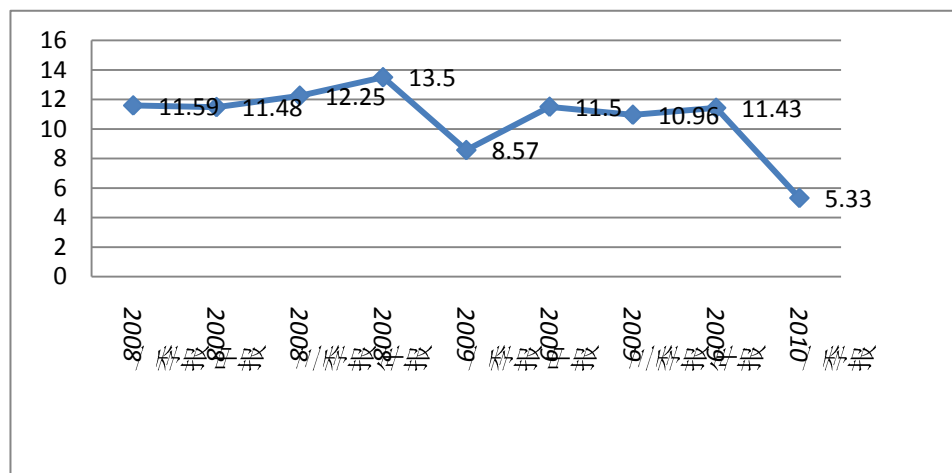
2.2.公司创立柒泉模式 巩固厂商关系

白酒公司的竞争主要是销售竞争。因此，销售模式的改变将会使得公司销售规模不断扩大。原先公司采取传统的销售模式，即分层级的中央集权销售公司模式。该模式使得公司销售和管理成本较高，而且经销商和厂商之间利益分配之间也存在矛盾。

公司在 2009 年在行业内首创“柒泉模式”，即把经销商与销售骨干利益进行捆绑的模式。该公司是有地区经销商投资成立并控股，原大区经理成为新成立柒泉公司的总经理（职业经理人），该公司的财务也是对老窖透明的。这种股权关系的结盟是把经销商与公司最大利益的捆绑。

该模式最大的优势是充分调动了经销商的积极性，能够给区域经销商更大的自主性进行精准营；其次，提价分享制度的建立将会在未来减少公司产品提价所产生的阻力；第三，可以明显减少公司销售费用的支出。虽然该模式也存在一些风险，比如销售公司未来与公司的利益博弈（要求更多优惠出厂价支持会降低毛利率水平）。但是目前在国内一线白酒公司中，通过在风险可控的前提下，通过柒泉销售模式，公司走出了一条差异化营销的手段。

图 9 公司销售费率趋势



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

3.股权激励面向骨干 期权费用摊销影响有限

3.1.股权激励成为公司发展新动力

泸州老窖股权激励计划出台，将用 1344 万份股票期权，授予 11 名高管人员以及其他 132 名骨干员工。这也是白酒类上市公司中第一家推出股权激励的上市公司（洋河股份是上市前已经有了相关股权激励）。

这 1334 万股股票期权，占当前公司总股本的 0.96%。激励股票期权的行权价格不低于 12.78 元。其中，董事长谢明及总经理张良均各得 58 万份股票期权，分别价值约 2668 万元。副总经理以及其余 9 位高管分别获得 41 万份股票期权，分别价值约 1886 万元。

相关激励规定，未来公司 3 年每年利润增长必须达到 12%，即在 2011 年—2013 年 3 年中，每年扣除非经常性损益后净利润比上年增长不低于 12%；净资产收益率不得低于 30%。

根据待摊费用计算，每年对 EPS 影响不超过 0.1 元，相对影响较小。

3.2.公司专注主业发展 转入华西证券增发给集团

公司为了更好的专注于白酒主业发展，把华西证券的增发转入给了老窖集团公司。虽然让渡了增发权，但公司仍然是华西证券的第一大股东，占总股份的 24.92%。我们预计未来 1-2 年证券每年还将贡献 0.15 元左右利润。

4.盈利预测和估值

我们认为公司未来的盈利增长点就是看高端产品的收入增长 25%以上，主要是提价因素。而老窖特曲的放量是关键，这对公司未来业绩将会产生比较大的影响。

我们预计，未来 3 年泸州老窖的 EPS 为：1.54、1.98、2.39。动态市盈率为：30、24 和 20 倍。据 WIND 统计的中信白酒行业平均市盈率（TTM）约 38 倍。具有相当安全边际的投资品种。

我们以 2011 年 30 倍市盈率预测，公司目标股价为 58 元。

附录：三大报表预测值

资产负债表

| 单位：百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|---------|---------|---------|----------|
| 流动资产 | 3004.26 | 4032.49 | 4815.30 | 6255.99 |
| 现金 | 937.28 | 1611.72 | 1758.34 | 2225.31 |
| 应收账款 | 30.66 | 66.35 | 46.97 | 94.12 |
| 其它应收款 | 24.83 | 41.24 | 37.70 | 62.01 |
| 预付账款 | 125.97 | 246.58 | 173.17 | 337.59 |
| 存货 | 1195.61 | 1644.57 | 1737.61 | 2690.87 |
| 其他 | 689.91 | 422.03 | 1061.50 | 846.09 |
| 非流动资产 | 2978.43 | 3387.36 | 3895.77 | 4502.46 |
| 长期投资 | 1702.35 | 1932.16 | 2189.83 | 2454.92 |
| 固定资产 | 808.13 | 925.37 | 1083.99 | 1299.26 |
| 无形资产 | 307.70 | 370.04 | 455.24 | 570.11 |
| 其他 | 160.25 | 159.80 | 166.70 | 178.17 |
| 资产总计 | 5982.69 | 7419.85 | 8711.07 | 10758.46 |
| 流动负债 | 1717.07 | 2240.35 | 2457.98 | 3287.04 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 89.68 | 56.98 |
| 应付账款 | 220.97 | 150.18 | 307.12 | 293.92 |
| 其他 | 1496.10 | 2090.17 | 2061.18 | 2936.14 |
| 非流动负债 | 1.17 | -198.50 | -398.59 | -598.60 |
| 长期借款 | 0.00 | -200.00 | -400.00 | -600.00 |
| 其他 | 1.17 | 1.50 | 1.41 | 1.40 |
| 负债合计 | 1718.24 | 2041.86 | 2059.39 | 2688.44 |
| 少数股东权益 | 16.40 | 27.85 | 45.52 | 68.08 |
| 归属母公司股东权益 | 4248.06 | 5350.14 | 6606.16 | 8001.93 |
| 负债和股东权益 | 5982.69 | 7419.85 | 8711.07 | 10758.46 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|---------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金流 | 1277.55 | 1983.13 | 2102.79 | 3102.88 |
| 净利润 | 1691.46 | 2159.22 | 2777.13 | 3349.95 |
| 折旧摊销 | 94.06 | 102.81 | 130.65 | 167.59 |
| 财务费用 | -0.24 | -5.05 | -13.77 | -15.51 |
| 投资损失 | -356.82 | -262.17 | -278.68 | -286.20 |
| 营运资金变动 | -120.14 | -30.51 | -508.25 | -111.95 |
| 其它 | -30.78 | 18.83 | -4.29 | -1.00 |
| 投资活动现金流 | -123.88 | -268.39 | -356.09 | -487.10 |
| 资本支出 | 27.37 | 194.03 | 248.33 | 340.33 |
| 长期投资 | -359.70 | -229.81 | -257.67 | -265.09 |
| 其他 | -456.21 | -304.17 | -365.44 | -411.86 |
| 筹资活动现金流 | -903.54 | -1040.30 | -1689.76 | -2116.12 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | -200.00 | -200.00 | -200.00 |
| 其他 | -903.54 | -840.30 | -1489.76 | -1916.12 |
| 现金净增加额 | 250.14 | 674.44 | 56.94 | 499.67 |

利润表

| 单位：百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 4370.42 | 5375.62 | 6719.52 | 8533.80 |
| 营业成本 | 1457.58 | 1612.69 | 1948.66 | 2565.13 |
| 营业税金及附加 | 323.76 | 389.69 | 487.16 | 620.92 |
| 营业费用 | 499.37 | 483.81 | 551.00 | 768.41 |
| 管理费用 | 290.42 | 337.20 | 426.61 | 543.85 |
| 财务费用 | -0.24 | -5.05 | -13.77 | -15.51 |
| 资产减值损失 | 1.79 | 4.38 | 3.48 | 5.11 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 356.82 | 262.17 | 278.68 | 286.20 |
| 营业利润 | 2154.56 | 2815.07 | 3595.06 | 4332.09 |
| 营业外收入 | 7.35 | 8.13 | 8.42 | 8.14 |
| 营业外支出 | 10.10 | 16.95 | 17.52 | 16.09 |
| 利润总额 | 2151.81 | 2806.26 | 3585.96 | 4324.14 |
| 所得税 | 460.34 | 647.04 | 808.83 | 974.18 |
| 净利润 | 1691.46 | 2159.22 | 2777.13 | 3349.95 |
| 少数股东损益 | 18.12 | 11.45 | 17.67 | 22.56 |
| 归属母公司净利润 | 1673.34 | 2147.76 | 2759.46 | 3327.39 |
| EBITDA | 2217.75 | 2867.53 | 3658.87 | 4419.92 |
| EPS (元) | 1.20 | 1.54 | 1.98 | 2.39 |

主要财务比率

| | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 15.06% | 23.00% | 25.00% | 27.00% |
| 营业利润 | 28.54% | 30.66% | 27.71% | 20.50% |
| 归属母公司净利润 | 32.18% | 28.35% | 28.48% | 20.58% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 66.65% | 70.00% | 71.00% | 69.94% |
| 净利率 | 38.70% | 40.17% | 41.33% | 39.26% |
| ROE | 39.66% | 40.15% | 41.75% | 41.51% |
| ROIC | 39.29% | 39.75% | 42.05% | 43.01% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 28.72% | 27.52% | 23.64% | 24.99% |
| 净负债比率 | 0.00% | 0.00% | -1.66% | -4.25% |
| 流动比率 | 1.75 | 1.80 | 1.96 | 1.90 |
| 速动比率 | 1.05 | 1.07 | 1.25 | 1.08 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.79 | 0.80 | 0.83 | 0.88 |
| 应收帐款周转率 | 148.41 | 110.82 | 118.59 | 120.97 |
| 应付帐款周转率 | 8.27 | 8.69 | 8.52 | 8.54 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.20 | 1.54 | 1.98 | 2.39 |
| 每股经营现金 | 0.92 | 1.42 | 1.51 | 2.23 |
| 每股净资产 | 3.06 | 3.86 | 4.77 | 5.79 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 0.00 | 30.48 | 23.72 | 19.67 |
| P/B | 0.00 | 12.24 | 9.91 | 8.18 |
| EV/EBITDA | -0.41 | 22.28 | 17.39 | 14.24 |

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。