

白酒
署名人: 张镭
S0960209060260
0755-82026570
zhanglei@cjis.cn
参与人: 柯海东
S0960110080062
kehaidong@cjis.cn
0755-82026712

泸州老窖

000568

强烈推荐

2011年将重返业绩增长的快车道

——2010年业绩年报点评

3月25日,老窖公布2010年年报:2010年营业收入53.70亿元,增长22.89%;净利润为22.05亿元,增长31.79%,实现EPS1.58元,略高于公司此前披露的业绩快报。结合近期糖酒会调研的信息,我们认为公司经过近两年主动性的经营调整整固,成长速度有望重新提高,对其提出2011年收入86.41亿元(含税,同比增速37.53%),到2013年收入130亿元(含税,复合增速27.43%)的规划目标持乐观态度,公司当前估值具有吸引力,我们维持“强烈推荐”的投资评级。

12个月目标价: 62.00元

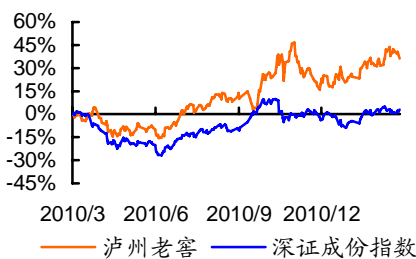
当前股价: 44.51元
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12942.07
总股本(百万)	1394
流通股本(百万)	715
流通市值(亿)	318
EPS(TTM)	1.43
每股净资产(元)	3.99
资产负债率	30.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
泸州老窖	3.27	14.92	0.00
深证成份指数	2.44	3.07	0.00



相关报告

《泸州老窖-业绩超预期,重返快车道——2010年业绩快报点评》2011-2-22
《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53.70亿元,其中第四季度延续第三季的高增长,预示公司重归高增长的快车道。公司2010年全年收入53.70亿元,其中第四季度收入16.05亿元,同比增长38.48%,延续了第三季度30.46%的高增长,预示公司重返高增长的快车道。在收入结构中,高档酒(特曲以上产品)增长了33.25%,中低档酒增长了5.86%。尽管高档酒国窖1573在2010年全年分别在1月份、9月份提价,但2010年全年销量增速仍在10%+,第四季度销量增速5%+,表明市场接受情况良好,据我们终端调研了解,今年以来高档酒仍延续高成长,一季度增速有望在50%左右。公司规划目标为:2011年收入86.41亿元(含税,同比增速37.53%),2013年收入130亿元(含税,复合增速27.43%),我们对此规划的顺利完成持乐观态度。
- 经销商联合体柒泉公司给力,使消费税率、营业费用率持续下降。“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总销量的70%~80%。从近几个季度的报表来看,公司的收入增速从减缓到重新提高(初期收入增速降低反映了出厂价降低)、承担的消费税率增幅小(尽管2009年起消费税有上调,但公司的消费税率在同行中相对最低,仅为8.15%,而2009年为7.41%)、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,将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

主要财务指标

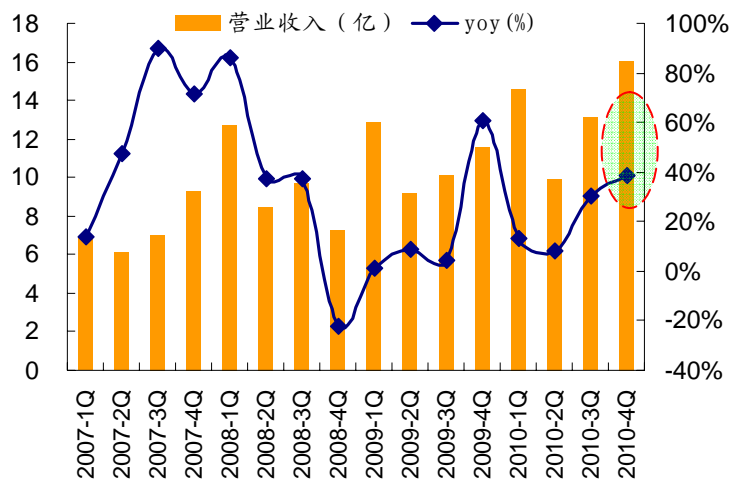
单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5371	7530	9064	10376
同比(%)	23%	40%	20%	14%
归属母公司净利润(百万元)	2205	3070	3604	4112
同比(%)	32%	39%	17%	14%
毛利率(%)	69.4%	73.9%	76.1%	77.3%
ROE(%)	40.0%	42.7%	40.9%	38.7%
每股收益(元)	1.58	2.20	2.58	2.95
P/E	28.14	20.21	17.22	15.09
P/B	11.25	8.63	7.04	5.83
EV/EBITDA	20	14	12	10

资料来源:中投证券研究所

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。**当前茅台酒终端价已经拉开五粮液及国窖 1573 近一倍，且缺货严重，挤出部分商务需求使国窖 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及百年老窖“窖龄酒”等中档酒留下发力空间。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，迄今为止已建专卖店近百家，在业内率先发力高校后勤团购；建立经销商联盟的“柴泉模式”；对原有的大区域市场管理细化，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。

- **上调公司 2011 年盈利预测 12%。**为反映我们对公司收入增长的信心，我们上调公司 11、12、13 年 EPS 预测至 2.20、2.58、2.95 元，其中白酒业务 EPS2.00、2.38、2.75 元，对 2011 年白酒业务 EPS 给予 30 倍 PE 定价 60 元，证券业务 EPS0.2 元，给予 10 倍 PE 定价 2 元，6-12 个月目标价 62 元，维持“强烈推荐”的投资评级。
- **股价催化剂：**季报、年报业绩超预期
- **风险提示：**宏观经济下行、公务消费政策、中国品味、年份特曲、窖龄酒推广受阻

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 泸州老窖的季度关键财务数据

单位 (百万元)	2008-1Q	2008-2Q	2008-3Q	2008-4Q	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q
预收账款	366.40	333.61	321.67	708.71	243.75	423.21	565.59	658.56	736.59	692.29	1087.25	1056.78
预收款 yoy(%)	-44.25%	-41.98%	-30.47%	50.05%	-33.48%	26.86%	75.83%	-7.08%	202%	63.58%	92.23%	60.47%
营业收入	1266.76	843.46	966.66	721.49	1283.80	919.86	1007.04	1159.72	1453.99	997.15	1313.79	1605.94
收入 yoy(%)	86.20%	37.44%	37.38%	-22.35%	1.34%	9.06%	4.18%	60.74%	13.26%	8.40%	30.46%	38.48%
毛利率	68.76%	58.83%	65.81%	70.16%	62.95%	66.73%	67.90%	69.59%	72.95%	66.06%	69.57%	68.15%
营业税金率 (%)	6.02%	7.82%	7.79%	6.36%	4.43%	6.59%	7.99%	10.84%	6.45%	9.48%	9.48%	7.79%
营业费用率 (%)	11.59%	11.30%	13.96%	18.81%	8.57%	15.58%	9.77%	12.73%	5.33%	7.13%	5.88%	6.07%
管理费用	42.67	59.72	53.65	71.27	52.86	59.60	97.35	80.61	72.51	98.70	98.25	121.01
归属于母公司所												
有者净利润	512.74	228.76	343.37	181.12	531.39	320.55	403.52	417.88	679.21	363.39	537.98	624.67

净利润 yoy(%)	262%	104%	122%	-50.33%	3.64%	40.13%	17.52%	131%	27.82%	13.36%	33.32%	49.49%
EPS	0.59	0.16	0.25	0.13	0.38	0.23	0.29	0.30	0.49	0.26	0.39	0.45

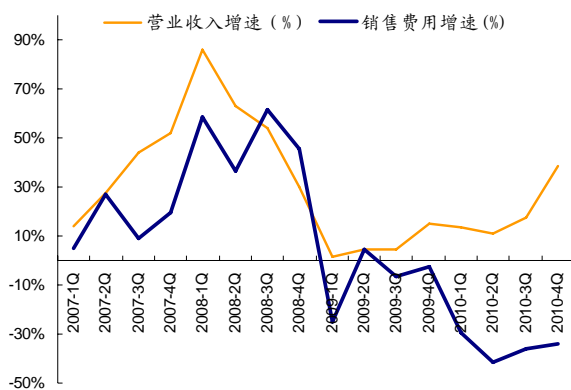
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2 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掌控性 激发经销商、业务员开拓市场的积极性 能快速复制, 有利于利用经销商的资金、资源迅速开拓市场 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	公司本身对柒泉公司无股权, 管控难度加大 不利于业务人员的培养与管理 柒泉公司数量的增加, 意味着公司的管理难度增大 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

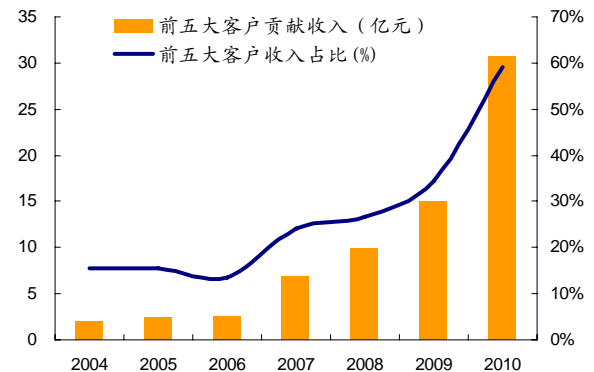
资料来源: 中投证券研究所搜集整理

图 2 泸州老窖销售费用迅速下降



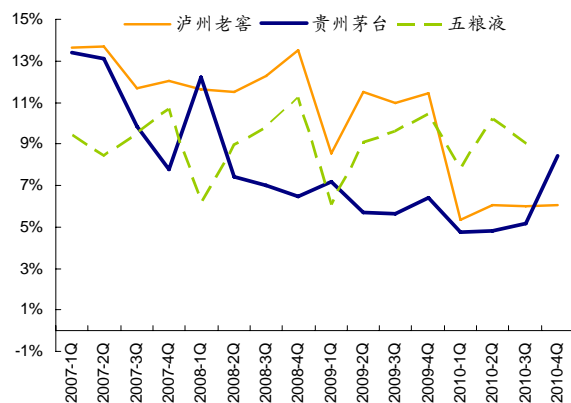
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 3 泸州老窖前五名客户贡献收入比提高



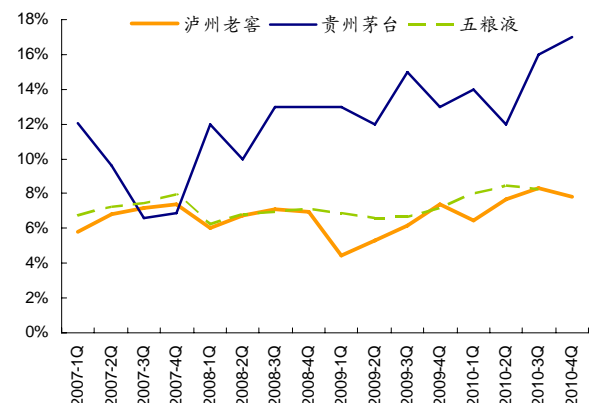
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 4 泸州老窖、茅台、五粮液销售费用率对比



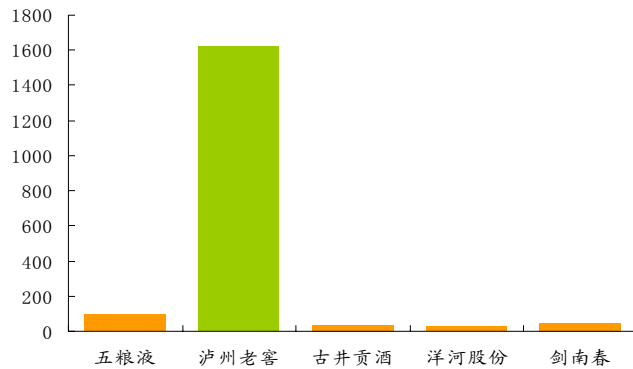
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 5 泸州老窖、茅台、五粮液消费税率对比



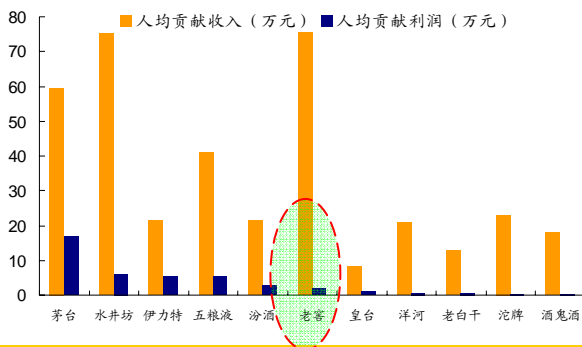
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 6 浓香型名酒企业拥有的老窖池数量对比



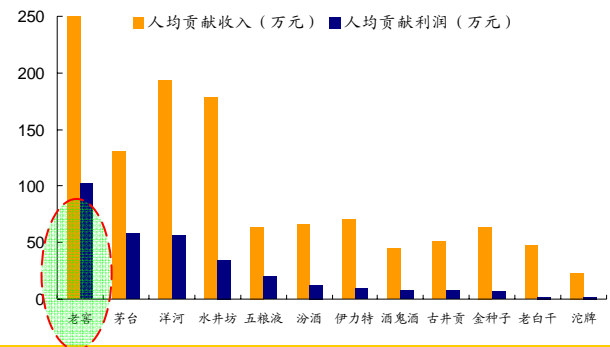
资料来源：中投证券研究所搜集整理（注：我们将老窖池定义为解放前就已经存在的窖池）

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



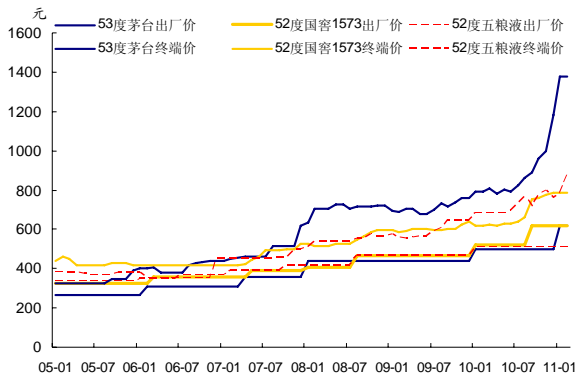
资料来源：wind、中投证券研究所搜集整理

表 3 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、营销负责人刘淼、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

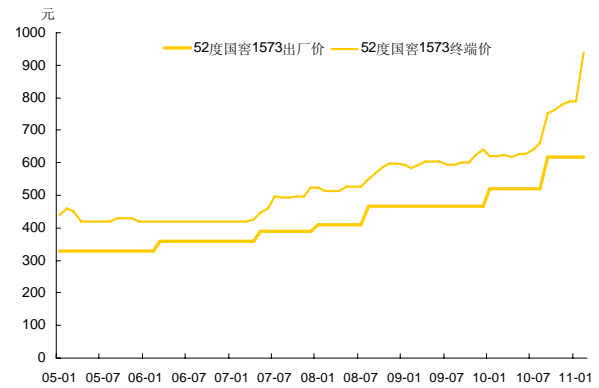
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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 国窖 1573 出厂价/终端价情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 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	1.58	2.20	2.58	33.33	28.14	20.21	17.22	11.02	8.60	6.65	0.73
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	32.63	22.52	18.10	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、贵州茅台、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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4589	6000	7420	9078	营业收入	5371	7530	9064	10376
现金	1079	2706	3667	4912	营业成本	1643	1969	2167	2356
应收账款	47	60	73	83	营业税金及附加	438	617	743	851
其他应收款	26	38	45	52	营业费用	323	527	816	1038
预付账款	116	98	108	118	管理费用	390	602	816	934
存货	1486	1969	2167	2356	财务费用	8	-6	-10	-13
其他流动资产	1834	1130	1360	1556	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	3437	3421	3882	4291	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1984	1485	1485	1485	投资净收益	351	279	279	279
固定资产	855	1326	1735	2077	营业利润	2917	4099	4811	5490
无形资产	352	372	392	412	营业外收入	18	10	10	10
其他非流动资产	246	238	270	316	营业外支出	16	10	10	10
资产总计	8026	9421	11302	13368	利润总额	2919	4099	4811	5490
流动负债	2455	2177	2425	2669	所得税	638	1025	1203	1372
短期借款	0	0	0	0	净利润	2281	3074	3608	4117
应付账款	294	197	217	236	少数股东损益	75	4	5	5
其他流动负债	2161	1980	2209	2434	归属母公司净利润	2205	3070	3604	4112
非流动负债	9	2	2	2	EBITDA	3016	4229	5003	5743
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.58	2.20	2.58	2.95
其他非流动负债	9	2	2	2					
负债合计	2464	2179	2427	2671					
少数股东权益	45	49	54	59	主要财务比率				
股本	1394	1394	1394	1394	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	463	463	463	463	成长能力				
留存收益	3660	5336	6963	8780	营业收入	22.9%	40.2%	20.4%	14.5%
归属母公司股东权益	5517	7193	8821	10638	营业利润	35.4%	40.5%	17.4%	14.1%
负债和股东权益	8026	9421	11302	13368	归属于母公司净利润	31.8%	39.2%	17.4%	14.1%
					获利能力				
					毛利率(%)	69.4%	73.9%	76.1%	77.3%
					净利率(%)	41.1%	40.8%	39.8%	39.6%
					ROE(%)	40.0%	42.7%	40.9%	38.7%
					ROIC(%)	94.9%	104.4%	99.7%	98.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	30.7%	23.1%	21.5%	20.0%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.87	2.76	3.06	3.40
					速动比率	1.26	1.85	2.17	2.52
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.86	0.87	0.84
					应收账款周转率	109	113	109	107
					应付账款周转率	6.38	8.01	10.48	10.42
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.58	2.20	2.58	2.95
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	2.12	2.39	2.82
					每股净资产(最新摊薄)	3.96	5.16	6.33	7.63
					估值比率				
					P/E	28.14	20.21	17.22	15.09
					P/B	11.25	8.63	7.04	5.83
					EV/EBITDA	20	14	12	10

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