

泸州老窖 (000568)

改革思路清晰，老窖逐步恢复良性发展

——泸州老窖更新报告

	柯海东 (分析师)	闫伟 (分析师)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	021-38674873	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.co	yanwei@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880515080002	S0880511010015

本报告导读:

新管理层改革思路清晰、执行力强，老窖逐步恢复良性发展；1573 有望受益龙头提价，全年产品结构回升趋势明确；受五粮液改革示范，公司国企改革进程值得期待。
投资要点:

- **维持增持。**清理开发品牌可能影响短期销量，下调 2015-16 年 EPS 预测至 1.12、1.37 元（前次 1.32、1.52 元）。考虑战略改革带来较大潜力，给予 2016 年 23 倍 PE，上调目标价至 31.4 元（前次 29.2 元）。
- **新管理层改革思路清晰，老窖逐步恢复良性发展。**新任董事长、总经理刘淼及林锋先生深谙营销之道，上任伊始即推出清理开发品牌、严控产品价格体系措施，直击开发品牌泛滥、产品体系不清晰等导致老窖在此轮调整期表现较差的核心问题，显示其调整思路清晰、改革决心强。短期来看对产品销量有一定影响，但中长期利于明晰产品结构、聚焦品牌价值、优化经销商结构等，预计后续仍将有其他改革措施推出，期待新管理层加强执行力、带领老窖逐步恢复良性发展道路。
- **中高档酒恢复增长较快，1573 有望受益茅台、五粮液提价。**2014 年底以来公司持续控货去库存收到明显成效，据渠道调研 2015 上半年 1573 发货量已与 2014 全年持平，窖龄、特曲出货量已超 2014 全年。近期茅台以强硬手段上调一批指导价至 850 元以上，五粮液提高出厂价 50 元带动一批价回升至 620 元，目前 1573 一批价在 560-580 元，受益龙头提价、恢复速度有望加快，预计全年 1573 销量增长 50% 以上，有望带动中高档酒收入占比回升至 50% 左右（2014 年为 30%）。
- **五粮液改革示范下，公司国企改革进程值得期待。**近期五粮液公告拟定增实施员工持股计划，将对白酒行业产生明显的示范效应。2014 年四川省国企四川长虹已先行改革，此次五粮液改革重大突破，同为川酒国企的泸州老窖国企改革加速值得期待。
- **核心风险：**高端白酒价格下行风险、行业竞争加剧风险。

财务摘要 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10,431	5,353	6,891	7,984	8,830
(+/-)%	-9.7%	-48.7%	28.7%	15.9%	10.6%
经营利润 (EBIT)	4,519	1,101	2,330	2,832	3,077
(+/-)%	-23.2%	-74.5%	111.6%	21.5%	8.7%
净利润	3,438	880	1,575	1,915	2,080
(+/-)%	-21.7%	-74.4%	79.0%	21.5%	8.7%
每股净收益 (元)	2.45	0.63	1.12	1.37	1.48
每股股利 (元)	1.25	-	0.57	0.70	0.76

利润率和估值指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	43.3%	20.6%	33.8%	35.5%	34.8%
净资产收益率 (%)	32.5%	9.1%	14.0%	15.4%	15.4%
投入资本回报率 (%)	85.4%	25.0%	56.5%	54.0%	52.1%
EV/EBITDA	7.0	25.9	13.2	10.8	9.8
市盈率	11.2	43.7	24.4	20.1	18.5
股息率 (%)	4.6%	0.0%	2.1%	2.5%	2.8%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **31.40**

上次预测: 29.20

当前价格: 25.12

2015.08.20

交易数据

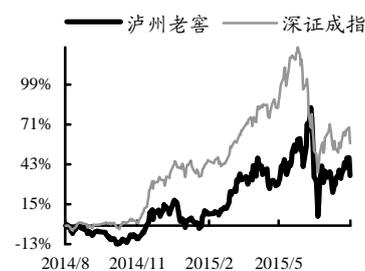
52 周内股价区间 (元)	15.88-34.24
总市值 (百万元)	35,225
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,402/1,400
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	5020.43
日均成交值 (百万元)	1362.08

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	10,257
每股净资产	7.31
市净率	3.4
净负债率	-42.83%

EPS (元)	2014	2015E
Q1	0.35	0.39
Q2	0.33	0.40
Q3	0.21	0.28
Q4	(0.26)	0.06
全年	0.63	1.12

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	5%	35%
相对指数	0%	18%	-23%

相关报告

《2014 年报表调整充分，期待 2015 年反转》
2015.03.31

《存款风波已成过去，反转改善正当时》
2015.03.25

《底部明朗，春意渐浓》2015.02.10

《仍处清理渠道阵痛期，期待未来半年否极泰来》2014.10.09

《二季度负增长收窄，期待下半年去库存加

模型更新时间: 2015.08.20

股票研究

必需消费
食品饮料

泸州老窖 (000568)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **31.40**

上次预测: 29.20

当前价格: 25.12

公司网址

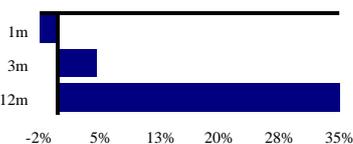
www.lzlj.com.cn

公司简介

公司是具有 400 多年酿酒历史的国有控股上市公司。

公司拥有我国建造最早(始建于公元 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”。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

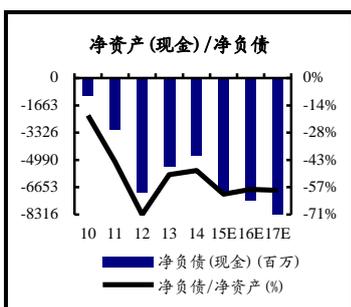
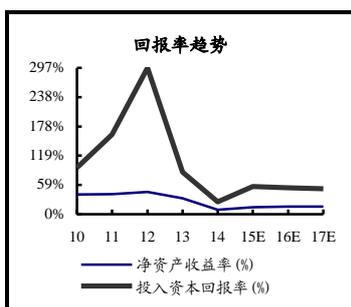
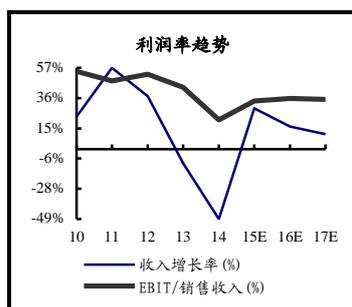
15.88-34.24

市值 (百万)

35,225

财务预测 (单位: 百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
损益表								
营业收入	5,371	8,428	11,556	10,431	5,353	6,891	7,984	8,830
营业成本	1,643	2,846	3,970	4,487	2,804	3,287	3,727	4,027
税金及附加	438	695	717	423	344	351	415	459
营业费用	323	390	665	680	579	744	862	883
管理费用	390	501	533	413	466	482	543	592
EBIT	2,924	4,029	6,052	4,519	1,101	2,330	2,832	3,077
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	351	38	378	90	145	304	395	208
财务费用	8	-3	-37	-157	-91	-18	-22	-24
营业利润	2,917	4,032	6,089	4,675	1,192	2,348	2,854	3,101
所得税	638	989	1,610	1,142	241	587	713	775
少数股东损益	75	151	152	100	96	186	226	245
净利润	2,205	2,905	4,390	3,438	880	1,575	1,915	2,080
资产负债表								
货币资金、交易性金融资产	1,079	3,149	6,942	5,349	4,710	6,982	7,468	8,318
其他流动资产	0	0	0	154	464	0	0	0
长期投资	1,984	1,997	1,052	1,129	1,284	1,164	1,179	1,174
固定资产合计	856	1,014	999	1,112	1,086	1,660	2,131	2,526
无形资产及其他资产	482	556	586	432	595	557	581	591
资产合计	8,026	12,477	15,573	13,907	13,171	15,611	17,472	19,232
流动负债	2,455	5,245	5,772	3,218	3,333	4,055	4,551	4,967
长期负债	9	8	30	45	44	2	30	25
股东权益	5,562	7,225	9,771	10,643	9,793	11,554	12,891	14,240
投入资本(IC)	2,408	1,881	1,503	4,002	3,537	3,092	3,937	4,433
现金流量表								
NOPLAT	2,285	3,043	4,469	3,416	883	1,748	2,124	2,308
折旧与摊销	92	109	134	138	154	129	185	238
流动资金增量	721	(601)	(448)	2,343	(278)	(1,096)	376	75
资本支出	106	101	109	177	11	650	651	652
自由现金流	3,203	2,652	4,263	6,075	771	1,431	3,336	3,273
经营现金流	1,290	3,627	4,649	1,233	1,189	2,554	1,568	2,270
投资现金流	(125)	(34)	1,254	(192)	8	(252)	(301)	(469)
融资现金流	(893)	(1,293)	(1,839)	(2,405)	(1,616)	(30)	(780)	(952)
现金流净增加额	272	2,300	4,063	(1,364)	(418)	2,272	486	850
财务指标								
成长性								
收入增长率	22.9%	56.9%	37.1%	-9.7%	-48.7%	28.7%	15.9%	10.6%
EBIT 增长率	35.7%	37.8%	50.2%	-25.3%	-75.6%	111.6%	21.5%	8.7%
净利润增长率	34.8%	34.0%	48.7%	-22.1%	-72.4%	80.4%	21.5%	8.7%
利润率								
毛利率	69.4%	66.2%	65.7%	57.0%	47.6%	52.3%	53.3%	54.4%
EBIT 率	54.5%	47.8%	52.4%	43.3%	20.6%	33.8%	35.5%	34.8%
净利润率	42.5%	36.3%	39.3%	33.9%	18.2%	25.5%	26.8%	26.3%
收益率								
净资产收益率(ROE)	40.0%	40.5%	45.2%	32.5%	9.1%	14.0%	15.4%	15.4%
总资产收益率(ROA)	27.5%	23.3%	28.2%	24.7%	6.7%	10.1%	11.0%	10.8%
投入资本回报率(ROIC)	94.9%	161.8%	297.4%	85.4%	25.0%	56.5%	54.0%	52.1%
运营能力								
存货周转天数	294	229	229	214	336	308	298	310
应收账款周转天数	3	3	3	2	1	2	3	3
总资产周转天数	545	540	492	487	898	827	799	795
净利润现金含量	0.59	1.25	1.06	0.36	1.35	1.62	0.82	1.09
资本支出/收入	1.97%	1.20%	0.94%	1.70%	0.21%	9.43%	8.15%	7.38%
偿债能力								
资产负债率	30.7%	42.1%	37.3%	23.5%	25.6%	26.0%	26.2%	26.0%
净负债率	-19.4%	-43.6%	-71.0%	-50.3%	-48.1%	-60.4%	-57.9%	-58.4%
估值比率								
PE	17.3	13.2	8.7	11.2	43.7	24.4	20.1	18.5
PB	6.9	5.3	3.9	3.6	4.0	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	10.8	7.9	5.3	7.0	25.9	13.2	10.8	9.8
P/S	7.16	4.56	3.33	3.68	7.18	5.58	4.81	4.35
股息率	3.6%	5.1%	6.6%	4.6%	0.0%	2.1%	2.5%	2.8%



目 录

1. 新管理层改革思路清晰, 老窖逐步恢复良性发展.....	4
2. 中高档酒恢复较快增长, 1573 有望受益龙头提价.....	4
3. 五粮液改革示范下, 公司国企改革进程值得期待.....	5
4. 盈利预测与估值.....	6
5. 核心风险.....	6
图 1: 近期飞天茅台批价有所回升.....	5
图 2: 近期五粮液批价有所回升.....	5
图 3: 近期 52 度国窖 1573 一批价保持平稳.....	5
图 4: 2014 年中高档酒收入占比 30%.....	5
图 5: 泸州老窖历史动态 PE 区间.....	6
表 1: 新一届董监高成员平均年龄 46 岁, 年富力强.....	4
表 2: 可比公司估值对比.....	6

1. 新管理层改革思路清晰，老窖逐步恢复良性发展

新任董事长及总经理年富力强、深谙营销之道，在公司威望颇高。公司于6月底完成董事会换届，新一届董监高成员平均年龄46岁、年富力强。新任董事长、总经理刘淼及林锋先生均曾担任老窖销售公司总经理，深谙营销之道，在公司威望颇高。

改革思路清晰、改革决心强，老窖逐步恢复良性发展。

- 据糖酒快讯报道，8月初泸州老窖下发通知：1、明确“1573、窖龄酒、特曲、头曲、二曲”为核心单品，严格按照“泸州老窖”（头曲、二曲除外）字样产品结算价100元-400元/瓶，头曲、二曲等系列品系产品100元/瓶以下的价格带实施管理；2、带有“泸州老窖”字样（头曲、二曲除外）产品结算价不低于100元/瓶，光瓶品鉴酒价格不得低于结算价的70%，调整后各销售单位不接受经销商退货。
- 开发品牌泛滥、产品及价格体系不清晰是导致老窖在此轮调整期表现较差的核心问题。泸州老窖的开发品牌估计有上千个，涉及的厂商利益关系较为复杂，新管理层上任伊始即对此进行改革，显示其调整思路清晰、改革决心强。短期来看对产品销量有一定影响，但中长期利于明晰产品结构、聚焦品牌价值、优化经销商结构等，预计后续仍将有其他改革措施推出，期待新管理层加强执行力、带领老窖逐步恢复良性发展道路。

表 1: 新一届董监高成员平均年龄 46 岁，年富力强

姓名	职务	年龄
刘淼	董事长,董事	46
沈才洪	董事	49
张桥云	董事	53
王洪波	董事, 副总经理	51
林锋	董事, 总经理	42
钱旭	董事	52
伍勤	监事会主席,监事	53
连劲	监事	46
曹聪	监事	31
杨本红	职工监事	49
杨甲平	职工监事	31
何诚	副总经理	49
谢红	财务总监	48
平均年龄		46

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

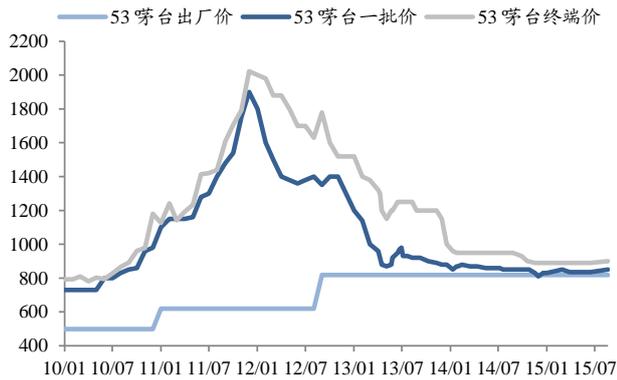
2. 中高档酒恢复较快增长，1573 有望受益龙头提价

上半年中高档酒恢复增长较快。2014 年底以来公司持续的控货去库存

措施收到明显成效，据渠道调研 2015 年上半年 1573 发货量约 800 吨，已与 2014 年全年基本持平，窖龄、特曲出货量已超 2014 年全年。

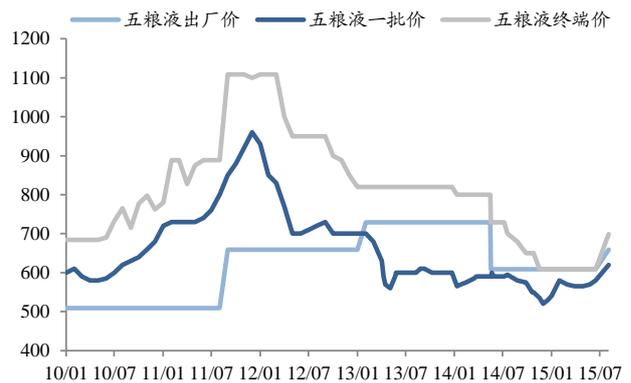
1573 有望受益龙头提价，公司产品结构有望明显回升。近期茅台以强硬手段上调一批指导价至 850 元以上，五粮液提高出厂价 50 元带动一批价回升 30-40 元至 620 元，目前 1573 一批价在 560-580 元，有望受益龙头提价、加快恢复速度，预计全年 1573 销量增长 50% 以上，有望带动中高档酒收入占比回升至 50% 左右（2014 年为 30%）。

图 1: 近期飞天茅台批价有所回升



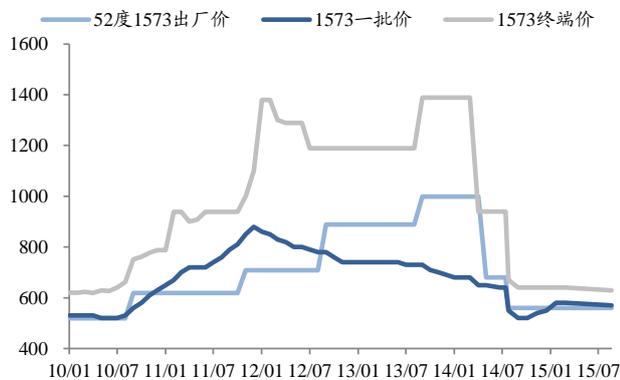
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 近期五粮液批价有所回升



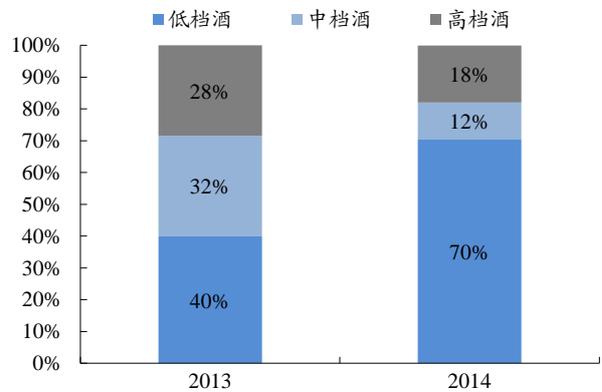
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 近期 52 度国窖 1573 一批价保持平稳



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 2014 年中高档酒收入占比 30%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 五粮液改革示范下，公司国企改革进程值得期待

近期五粮液公告拟定增实施员工持股计划，另据糖酒快讯报道，五粮液此次定增也计划引入经销商持股。身为白酒行业最大龙头之一的五粮液在国企改革上的重大进展，将对白酒行业产生明显的示范效应，预计将加速行业的国企改革进程。2014 年四川省国企四川长虹已先行改革，此次五粮液改革重大突破，同为川酒国企的泸州老窖国企改革加速值得期待，如此将明显提升公司员工和渠道商的积极性，加强执行力，提升经营潜力。

4. 盈利预测与估值

综上，我们认为：公司新管理层改革思路清晰、执行力较强，老窖逐步恢复良性发展道路；1573 有望受益龙头提价，全年产品结构回升趋势明确；受五粮液改革示范，公司国企改革进程值得期待。

近期公司多项调整措施可能影响短期销量，下调 2015-16 年 EPS 预测至 1.12、1.37 元（前次 1.32、1.52 元）。参考一二线可比白酒公司，2016 年平均 PE 为 20 倍，考虑到公司战略改革带来的较大潜力，给予 2016 年 23 倍 PE，上调目标价至 31.4 元（前次预测 29.2 元），维持增持。

表 2: 可比公司估值对比

截止日期:	2015/8/19	总市值 (亿元)	EPS			CAGR		PE			PEG	PS		
			14A	15E	16E	2014-16	14A	15E	16E	14A		15E	16E	
000568.SZ	泸州老窖	363	0.63	1.12	1.37	48%	41	23	19	0.5	6.8	5.3	4.5	
相关可比公司														
600519.SH	贵州茅台	2,533	12.22	12.99	13.93	7%	17	16	14	2.3	8.0	7.4	6.9	
000858.SZ	*五粮液	977	1.54	1.63	1.85	10%	17	16	14	1.6	4.6	4.5	4.1	
002304.SZ	洋河股份	924	2.99	3.42	3.83	13%	20	18	16	1.4	6.3	5.6	5.0	
600809.SH	山西汾酒	162	0.41	0.52	0.60	21%	46	36	31	1.7	4.1	3.6	3.2	
000596.SZ	古井贡酒	186	1.19	1.36	1.56	15%	31	27	24	1.8	4.0	3.5	3.1	
可比公司平均									20					

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 五粮液盈利预测来自 Wind 一致预期, 其他公司盈利预测来自国泰君安证券研究

图 5: 泸州老窖历史动态 PE 区间



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 核心风险

高端白酒价格下行风险。若高端白酒龙头加大供给、或行业需求低于预期导致高端白酒价格下行，公司的中高端产品销售可能受到影响。

行业竞争加剧风险。行业虽处于弱复苏，但竞争可能加剧，公司可能面临产品销售不达预期、费用投放高于预期的压力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		