

公司评级

推荐（维持）

公司基本情况

总股本（万股）	139424
流通股本（万股）	71534
总市值（亿元）	618
流通市值（亿元）	317

公司股价走势图



相关报告

- 《体制改革降费用 品牌调整提盈利——泸州老窖（000568）年报点评》
2011年3月28日
- 《品位·年份 奢侈开启——泸州老窖（000568）三季报点评》
2010年10月25日
- 《通胀&升级 酒香四溢》
2010年12月28日
- 《行业估值略显压力 白酒涨价预期持续——食品饮料4季度投资策略》
2010年10月8日
- 《白酒业绩喜人 旺季消费将启——食品饮料9月投资策略》
2010年9月1日

研发部

冉伶俐
 SAC 执业证书编号：S1340510120003
 联系电话：010-68858132
 Email: ranlingli@cnpsec.com

专注浓香 品位奢侈
——泸州老窖（000568）调研简报
事件：

近日我们参加了泸州老窖的投资者交流会。

点评：

● **双品牌战略，坚持品味奢侈。**公司战略非常清晰，即坚持“双品牌塑造，多品牌建设”的战略，即塑造国窖1573和泸州老窖两大品牌，国窖1573坚决走超高端和奢侈品之路。

（1）国窖1573：控量提价，奢侈品之路关键在推力

公司强调，国窖1573的核心战略不会改变，即坚持走超高端和奢侈品之路，未来要做品牌高度、品质高度、文化高度的文章，再做价格高度的文章。公司将严格控制产能，国窖1573就3000吨、中国品味600吨，未来的世界品味就300吨、国学200吨，宣传“品味之道在乎稀”。公司未来几年的推广重点都会是中国品味。

国窖1573实现了顺价销售和贯彻了双脱钩政策（即市场费用和销售量脱钩，和经销商脱钩），提高了经销商积极性，市场投放有的放矢，价格梳理和管理成效明显。

公司清楚地认识到自身品牌力尚不如五粮液和茅台，中国品味和普通国窖1573销售的关键不在需求的拉力而在营销的推力，我们认为，公司要适应消费、引导消费来形成有效推力，以实现高端产品的价格高度，这是需要时间的，也是战略能否成功的关键。

（2）泸州老窖中价位酒：点市场布局，拉长产品线

在去年推出年份特曲的基础上，公司今年继续推出新品：百年泸州老窖窖龄酒（90年、60年和30年）、金奖特曲，加上原有老窖特曲、中华老字号等产品，中价位酒的产品线明显拉长。

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,371	7,298	9,519	11,963
(+/-)	22.89%	38.00%	28.00%	24.00%
营业利润	2,917	3,717	4,857	6,244
(+/-)	35.38%	27.41%	30.69%	28.56%
归属于母公司的净利润	2,205	2,824	3,690	4,744
(+/-)	31.79%	28.04%	30.69%	28.56%
每股收益（元）	1.58	2.03	2.65	3.40
市盈率（倍）	28	22	17	13

公司在中价位酒上实施点市场布局，以点带动片再形成面。其中，窖龄酒是公司原创，今年运作非常成功，未来5年争取做成国窖1573之下的竞争性产品；金奖特曲是修补泸州老窖特曲的市场低位，是博大销售公司今年及未来3年的销售重点，实施县级层面的扁平化招商，争取今年占到博大公司销售额度的10%。

我们认为，公司点市场布局和拉长产品线的策略有利于提高公司的短期销售，但不利于形成精简的拳头产品，长期看能否在同档次产品的激烈竞争中脱颖而出尚需要观察。

● 专注浓香，降低武陵酒和华西证券的持股比例

(1) 武陵酒：放弃控股地位，引进战略投资者

武陵酒是十七大名酒之一（1989年评定），是酱香型白酒的三朵金花之一。武陵酒有限公司是破产重组三次的企业，公司2004年通过资产置换进来，2010年收入不到1个亿。但常德市地方政府对武陵酒有较大的期望，希望把武陵酒做成当地的地方名片，要求建设千亩、万吨、百亿的园区。

公司为了把精力发在主导品牌上，拟放弃控股权，引入战略投资者来发展武陵酒。拟向联想控股定向发行股份7843万股（占武陵酒有限公司增资扩股后总股本的39%），向黄星耀（自然人）定向发行股份2815万股（占武陵酒有限公司增资扩股后总股本的14%），发行价格1.66元/股，共吸收资金1.77亿元。公司对武陵酒持股比例将降为32.9%。

(2) 华西证券：放弃增资扩股，影响短期投资收益

公司放弃华西证券的增资扩股，公司持有华西证券的股权比例从34.85%降为24.99%。华西证券下半年将完成增资扩股，这将导致公司净利润减少1.4-1.6亿元，折合EPS约0.1元~0.11元。放弃华西证券的控制权，短期影响公司的投资收益，但长期有利于双方的发展。

● 柒泉模式继续推进并酝酿新的改变

柒泉模式是由片区的销售人员和经销商入股组建而成，将区域内经销商组织起来构建经销商联合体。通过柒泉模式，公司产品实现了顺价销售并有效降低了费用。2011年要组建3-4个新的柒泉公司，今后要往一个省一个柒泉公司的模式走。正在试点要把权力下移到柒泉公司，要从前两年的经销商联盟转变为经营实体。

● 费用率近三年将保持稳定。

尽管1573费用率会下降，但是中国品味的推广持续需要广告投入，加上公司为做大终端营销而不断扩大人员数量，所以，我们预计，公司未来三年的费用率不会下降会维持较为稳定的水平。

● **盈利预测和评级。**我们认为公司今明两年的主要增长还是来源于国窖1573的提价和中国品味的推广，我们预计公司2011-2013年的EPS分别为2.03元、2.65元和3.4元，以最新收盘价计算，对应的动态市盈率分别为22X、17X和14X，维持“推荐”的评级。

- 风险提示。(1) 新品推广不达预期的风险；(2) 食品安全的风险；(3) 白酒政务消费受控的风险。

图表 1：公司新品——窖龄酒（30、60、90 年）和金奖特曲



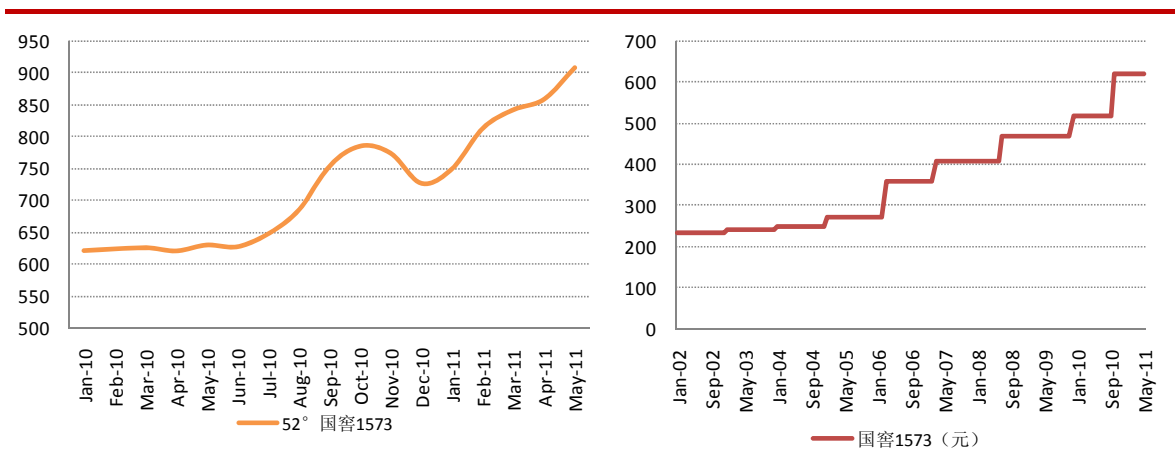
数据来源：公司网站，中邮证券研发部

图表 2：公司产品结构

	产品	描述
超高端	国学	
	中国品味	出厂价1573，零售价1880
高端	国窖1573	出厂价619，零售价989
次高端	百年泸州老窖（窖龄90年）	零售价600多
	年份特曲	零售价528
中端	金奖特曲	零售价250-580元
	百年泸州老窖（窖龄60年）	零售价300多
	百年泸州老窖（窖龄30年）	零售价200多
	特曲	零售价178
低端	头曲	零售价58元
	二曲	零售价36元

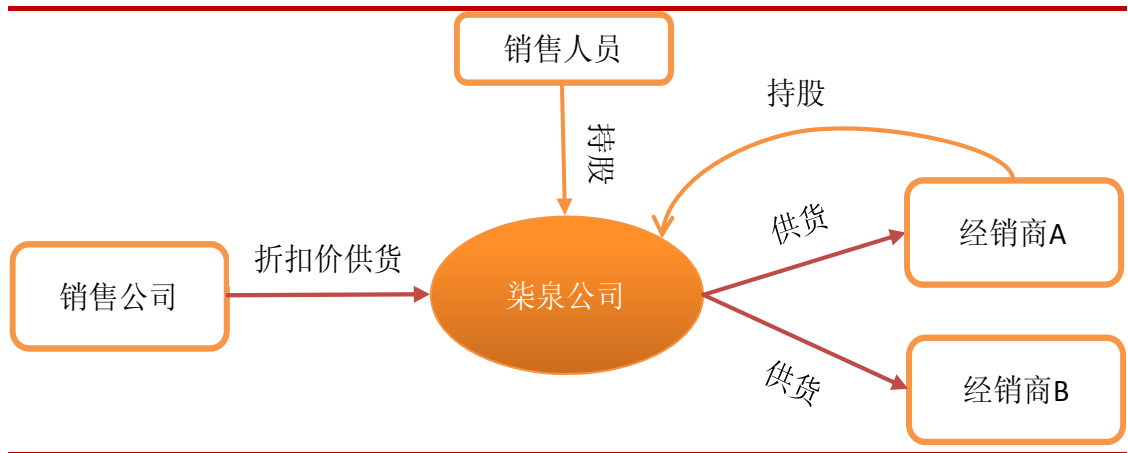
数据来源：公司网站，中邮证券研发部

图表 3：52 度国窖 1573 零售价与出厂价



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：柴泉模式



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 5：公司盈利预测表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	437,042	537,087	729,756	951,928	1,196,327
增长率	15.06%	22.89%	38.00%	28.00%	24.00%
减：营业税金及附加	32,376	43,786	59,110	77,106	96,903
销售费用	49,937	32,337	45,245	59,020	74,172
管理费用	29,042	39,047	51,083	66,635	83,743
财务费用	(24)	756	730	952	1,196
期间费用率	18.07%	13.43%	13.30%	13.30%	13.30%
资产减值损失	179	257	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	35,682	35,104	16,000	15,000	15,000
营业利润	215,456	291,690	371,652	485,706	624,418
增长率(%)	28.54%	35.38%	27.41%	30.69%	28.56%
加：营业外收入	735	1,757	0	0	0
减：营业外支出	1,010	1,552	0	0	0
利润总额	215,181	291,894	371,652	485,706	624,418
增长率(%)	30.13%	35.65%	27.32%	30.69%	28.56%
利润率(%)	49.24%	54.35%	50.93%	51.02%	52.19%
减：所得税费用	46,034	63,824	81,763	106,855	137,372
实际税负比率(%)	21.39%	21.87%	22.00%	22.00%	22.00%
净利润	169,146	228,070	289,888	378,851	487,046
归属母公司所有者的净利润	167,334	220,524	282,351	369,001	474,383
增长率	32.18%	31.79%	28.04%	30.69%	28.56%
净利润率(%)	38.70%	42.46%	39.72%	39.80%	40.71%
少数股东损益	1,812	7,546	7,537	9,850	12,663
总股本(万股)	24,385	24,385	24,385	24,385	24,385
每股收益(元)	1.20	1.58	2.03	2.65	3.40

数据来源：公司网站，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。