

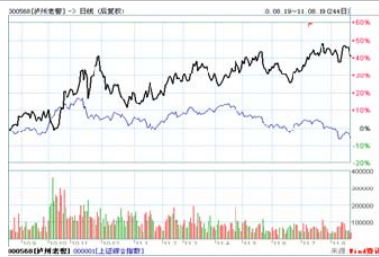
公司评级

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）	657
流通市值（亿元）	337

公司股价走势图



相关报告

- 《专注浓香 品位奢侈——泸州老窖（000568）调研简报》
2011年6月10日
- 《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

研发部

冉伶俐

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

战略清晰 稳健增长
——泸州老窖（000568）半年报点评
事件：

公司公布 2011 年中报。

点评：

- **业绩概况：符合预期。**2011 年 1-6 月，公司实现营业收入 356,450.8 万元，同比增长 45.42%；实现归属于上市公司所有者的净利润 141,020 万元，同比增长 35.20%；每股收益 1.01 元。
- **毛利率和费用率双降。**报告期内，公司毛利率下降 2.64 个百分点，为 67.5%，我们认为下降原因可能是成本上升、成本配置以及中高端酒的销售提升。公司期间费用率下降 3.14 个百分点，由于柒泉模式带来的运营效率提升，公司销售费用率下降 2.25 个百分点，管理费用率下降 1.1 个百分点。我们认为，未来公司对中国品味的广告投入仍会较大，为发展中档单品，终端销售人数也会增加，而公司计提的期权费用会减少，公司费用率后续为处于一个比较稳定的水平。
- **华西证券投资收益贡献 EPS 约 0.09 元，同比减少 0.03 元。**公司持有华西证券 34.85% 的股权，报告期内，实现投资收益 1.31 亿元，贡献 EPS 约 0.09 元。公司已放弃华西证券的增资扩股，公司持有华西证券的股权比例将降为 24.99%。华西证券下半年将完成增资扩股，预计这将导致公司净利润减少约 1.6 亿元，折合 EPS 约 0.11 元。
- **少数股东损益上升可看作博大金奖特曲的顺利运作。**金奖特曲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%。报告期内，公司少数股东损益由去年同期的 3194 万元上升至 6589 万元，我们认为这可看做博大公司金奖特曲顺利运作而带来的收益提升。

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,451	7,298	9,519	11,963
(+/-)	-54.36%	38.00%	28.00%	24.00%
营业利润	1,377	3,717	4,857	6,244
(+/-)	-52.78%	169.81%	30.69%	28.56%
归属于母公司的净利润	1,043	2,783	3,690	4,744
(+/-)	-52.72%	166.92%	32.59%	28.56%
每股收益（元）	0.75	2.00	2.65	3.40
市盈率（倍）	63	24	18	14

- **预收账款环比上升。**报告期内，公司预收账款 14.57 亿元，较 1 季度末增加 4.16 亿元，这从侧面再次印证了今年高端白酒销售的旺盛。
- **公司双品牌战略清晰，国窖 1573 坚决走奢侈品路线，中档产品走单品壮大路线。**公司国窖 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。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。公司今年推出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。公司在中价位酒上实施点市场布局，以点带动片再形成面。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。
- **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、中国品味的推广以及腰部产品的发力。鉴于华西证券投资收益下降，我们调低公司 2011 年盈利预测 0.03 元，调整后我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 2 元、2.65 元和 3.4 元，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：公司中报业绩概况

产品	营业收入	营业成本	收入同比增减(%)	毛利率(%)	毛利率同比增减(%)
高档酒	240,906.75	40,671.40	50.54	83.12	-2.82
中低档酒	107,723.86	71,139.68	38.19	33.96	-7.62
合计	348,630.61	111,769.43	46.49	67.94	-2.31

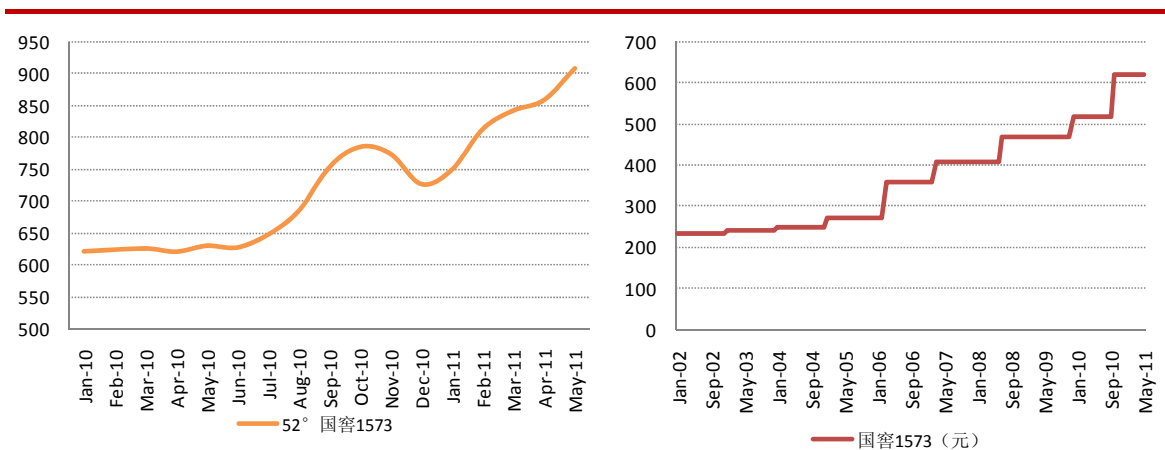
数据来源：公司网站，中邮证券研发部

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



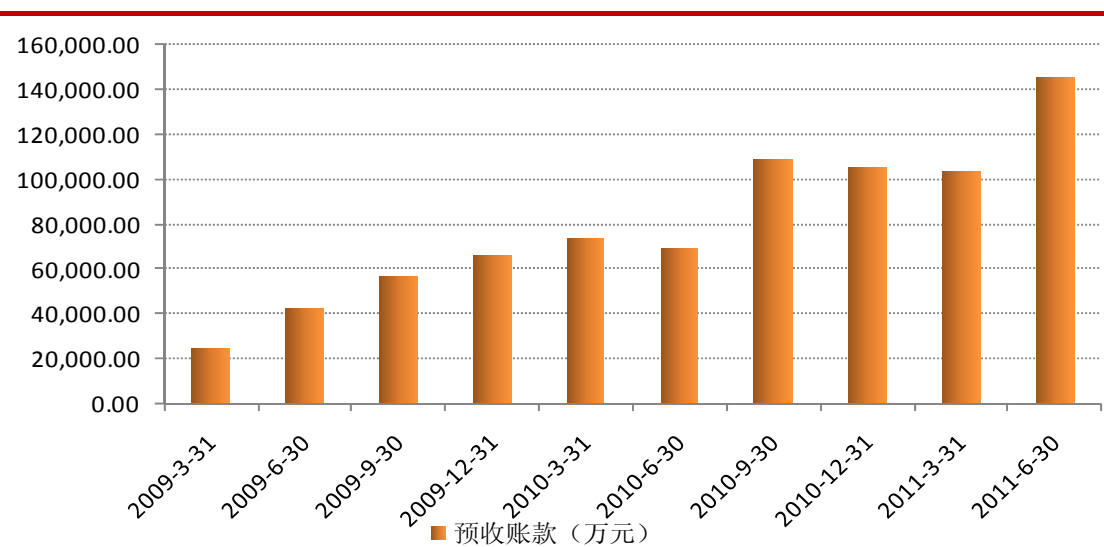
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：公司毛利率和费用率情况

	2,008	2,009	2,010	2010年中期	2011年中期	中期变动
毛利率	66.07%	66.65%	69.41%	70.14%	67.50%	下降2.64个百分点
销售费用率	13.50%	11.43%	6.02%	6.06%	3.81%	下降2.25个百分点
管理费用率	5.98%	6.65%	7.27%	6.98%	5.89%	下降1.1个百分点
财务费用率	0.06%	-0.01%	0.14%	-0.12%	0.10%	上升0.22个百分点
期间费用率	19.54%	18.07%	13.43%	12.92%	9.79%	下降3.14个百分点

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 5：公司预收账款情况



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 6：公司期权费用摊销安排

会计年度	预计需计提的期权费用 (万元)
2010年	10,885.21
2011年	11,874.78
2012年	7,209.69
2013年	3,675.53
2014年	282.7328
合计	33,927.94

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 7：公司盈利预测表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	537,087	245,114	729,756	951,928	1,196,327
增长率	22.89%	-54.36%	38.00%	28.00%	24.00%
减：营业税金及附加	43,786	18,823	59,110	77,106	96,903
销售费用	32,337	14,858	45,245	59,020	74,172
管理费用	39,047	17,121	51,083	66,635	83,743
财务费用	756	(302)	730	952	1,196
期间费用率	13.43%	12.92%	13.30%	13.30%	13.30%
资产减值损失	257	442	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	35,104	16,760	16,000	15,000	15,000
营业利润	291,690	137,747	371,652	485,706	624,418
增长率(%)	35.38%	-52.78%	169.81%	30.69%	28.56%
加：营业外收入	1,757	204	0	0	0
减：营业外支出	1,552	41	0	0	0
利润总额	291,894	137,910	371,652	485,706	624,418
增长率(%)	35.65%	-52.75%	169.49%	30.69%	28.56%
利润率(%)	54.35%	56.26%	50.93%	51.02%	52.19%
减：所得税费用	63,824	30,456	81,763	106,855	137,372
实际税负比率(%)	21.87%	22.08%	22.00%	22.00%	22.00%
净利润	228,070	107,454	289,888	378,851	487,046
归属母公司所有者的净利润	220,524	104,259	278,293	369,001	474,383
增长率	31.79%	-52.72%	166.92%	32.59%	28.56%
净利润率(%)	42.46%	43.84%	39.72%	39.80%	40.71%
少数股东损益	7,546	3,194	11,596	9,850	12,663
总股本(万股)	24,385	24,385	24,385	24,385	24,385
每股收益(元)	1.58	0.75	2.00	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。