

## 泸州老窖

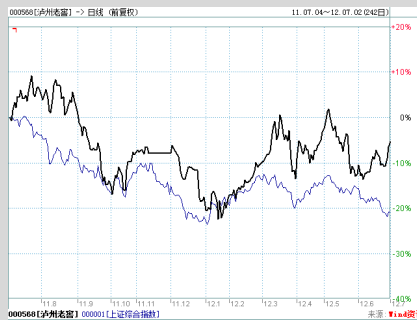
2012年07月2日

投资评级：未评级

市场数据：2012年07月22日

收盘价(元)	42.80
一年内最高/最低(元)	50.08/33.97
市盈率	18.07
市净率	7.04
总股本/流通A股(亿股)	13.94/13.94
A股市值(亿元)	596.73

### 一年内股价与大盘对比走势



分析师：杨海

证书编号：S0790512050001

联系人：马小龙

邮箱：[maxiaolong@kysec.cn](mailto:maxiaolong@kysec.cn)

地址：西安市高新区锦业路1号  
都市之门B座5层

电话：(029) \*\*\*\*\*

开源证券有限责任公司

<http://www.kysec.cn>

## 泸州老窖调研简报

### 管理团队成熟，腰部产品持续发力

公司管理层团队结构稳定，战略思想基本成熟，管理思想清晰。公司完成第七届董事会换届，管理层团结稳定，关于企业的发展战略和思想已经基本成熟，从品牌战略到管理战略到经营思想等已稳定，未来这方面不会再有折腾，只是如何执行和规划的问题。

公司管理层管理思想清晰，将坚持控制理性发展的管理原则，走轻资产、重品牌、多杠杆之路。运用管理原则，通过合理外包，经营品牌在高端，实现轻资产。通过高品牌含金量，双品牌树立，多品牌运作。实现多杠杆经营，利用金融杠杆实现收益率的提升，充分利用现金流，比如通过存款与销售资源的开发结合等途径。

公司高端产品市场价格保持坚挺。去年年底高端酒销售受经济波动和去库存化等影响较大，茅台等价格出现较大幅度回调。公司采取的措施是控量保价，通过减少发货量，降低经销商资金压力，在保证质量的前提下，保持价格体系的稳定。这将有利于公司在长期保持并稳定高端的市场低位。

国窖系列坚持走奢侈化路线。国窖 1573 将坚持质量标准，打造高端奢侈品方向。由于老酒窖数量有限，产能也一定，且浓香型发酵工艺中只有少部分能做成高档白酒，产能扩张需要非常长的周期，因此浓香型白酒中的高档酒具有稀缺性，适合提高品质，走高端路线。未来国窖 1573 目标价是 5000/瓶，现有终端零售价还有较大的上涨空间。

腰部产品持续发力。公司认为随着中国经济发展，消费结构在变化，消费层次带宽在增宽，产品和营销越来越细分。产品结构上，为填补 1573 提价后的价格空档，公司陆续推出新的腰部产品来填补价格空白，比如年初推出的“年份特曲”，以及“窖龄酒（30年、60年和90年）”。

目前 30 年和 60 年窖龄酒定价偏低，正在纠正。2011 年窖龄酒成本管理比较好，利润增速比收入快。未来公司计划在价格上做调整，在提高利润率的同时提高窖龄酒的销售收入。公司年初推出的特曲老酒，为纪念泸州老窖荣获“中国四大名酒”60 周年而定，采用洞藏 6 年的特曲基酒设计，重在突出公司获取的另外一项国家非物质文化遗产“泸州老窖传统酿制技艺”。特曲老酒目前状况较好，在酒博会前已出样品，目前刚达到生产正常的状态，预收款数量比发货数量多，下半年可能生产状况较好，预计未来 5 年该新产品有望保持高速增长，从而带动公司腰部产品继续保持快速增长。

渠道下沉，坚持招大商、大招商。两头现状来看，公司市场

空间还很大，一是通过打造国窖 1573 走高端路线，二是往县级市场扩张，与地产酒竞争空间大。公司通过大招商，渠道向县级市场下沉，目前处于摸索过程。中低档酒在 2011 年实现 55% 的增长率后，今年将有望保持高速增长。博大公司前期的营销推广正在收到实效，低端产品收入保持较快增长，未来将在提高利润率方面做工作。同时进一步引导经销商成立联盟公司，支持联盟公司优化管理与运营系统。

**公司目前专卖店 600-700 家左右，公司将坚持开店的进度，2012 年将建成 1000 家，2013 年计划达到 1500 家。专卖店的开设有利于保持产品价格体系的稳定，扩大消费群体，有利于资源分析建立专卖体系。**

图 1 泸州老窖与指数走势



表 1: 泸州老窖一年的季度财务数据

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
营业收入 (亿元)	20.71	14.93	20.64	28	31.92
YOY	42.43%	49.75%	57.08%	74.35%	54.13%
营业利润 (亿元)	12.06	7.16	8.53	12.51	18.13
YOY	33.41%	51.37%	22.73%	48.05%	50.33%
净利润 (亿元)	9.31	5.45	6.31	9.43	13.62
YOY	34.15%	43.42%	14.31%	44.19%	46.29%
毛利率	70.21%	63.75%	65.90%	64.85%	68.42%
净利率	44.98%	36.47%	30.59%	33.68%	42.67%
每股收益 (元)	0.6427	0.3688	0.4249	0.6436	0.9276

## 开源证券研究所投资评级

### 股票投资评级

买 入（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

增 持（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 5%至 20%之间）

持 有（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在-10%至 5%之间）

卖 出（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级

看 好（预计 6 个月内，行业指数表现超越市场整体表现）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现与整体市场表现基本持平）

看 淡（预计 6 个月内，行业指数表现弱于整体市场表现）

### 分析师声明

负责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。

### 免责条款

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，开源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。

开源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。

开源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。

本报告旨在发送给开源证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为开源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，需注明出处为开源证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

开源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。



### 开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

## 公司简介

开源证券有限责任公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 13 亿元，公司经营范围为：证券经纪、证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理。

## 业务简介：

■ 代理买卖证券业务：我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；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。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。

■ 证券投资咨询业务：我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、看法或建议；

■ 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。

■ 证券自营业务：我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，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 资产管理业务：我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。

## 公司下设十家营业部：

西大街营业部：西安市西大街 495 号(西门里 200 米路北)	电话：029-87617788
长安路营业部：西安市长安南路 447 号(政法学院正对面)	电话：029-85389098
纺织城营业部：西安市纺织城三厂什字西南角(纺正街 426 号)	电话：029-83542958
榆林航宇路营业部：榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话：0912-3258261
榆林神木营业部：榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话：0912-8018710
商洛名人街营业部：商洛市名人街旅游局大楼一层	电话：0914-2981717
安康石泉营业部：安康石泉县向阳路中段	电话：0915-8228999
铜川正阳路营业部：铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话：0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部：渭南市朝阳大街中段	电话：0913-8189866
咸阳兴平证券营业部：兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话：029-38615030