

2009 年 04 月 19 日

长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	49.00
市场优化平均市盈率	20.60
国金白酒指数	5708.30
沪深 300 指数	2650.69
上证指数	2503.94
深证成指	9580.06
中小板指数	4030.80



相关报告

- 1 《未来春季将成为行业最困难时期》，2008.11.11
- 2 《品牌打造仍然是影响白酒企业的核心要素》，2008.9.25

陈钢

(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

白酒行业研究报告

——关注估值修复及补库存背景下的投资机会

减持

持有

增持

投资要点

- 从去年底以来，在白酒销售情况出现下降之后，几家名酒企业均采取了限量保价的措施，目前我们认为高档白酒经过这段时间的梳理，渠道情况出现了一定好转。
- 我们对中档酒的看法是，尽管这一块蛋糕很大，但中档酒的运作思路完全不同于高档酒，因此我们认为这几家优势白酒企业想在一两年内实现这一价位酒销量大幅提升的目标不太现实。
- 经过多年运作，白酒企业对价格的关注程度极高，因此限量保价成为当下各家共同的选择。
- 面对经济减速各家企业境况不一，贵州茅台由于目前龙头地位，使其受冲击最小，五粮液意识到自身差距酝酿着再次腾飞，泸州老窖及时调整航向为下一步发力做准备。
- 厂商与经销商之间，一直以来就存在着“店大欺客”与“客大欺店”的关系，我们认为目前白酒企业在打造自身核心竞争力方面仍有很大提升空间。
- 目前各厂商在做的事情就是限量保价，这样做从长期来看是非常有利于品牌打造，随着厂商控货严格执行下去，加上终端消费需求逐步好转，我们判断厂商将会在未来三季度之前形成一波由渠道补货所带来的销量反弹。如果反弹形成之后又恰巧赶上经济形势好转，厂商销量反弹将会转化为反转，反之经济形势仍然不能好转的话，厂商又将持续新一轮限量保价的措施，最终厂商需要用时间换空间办法等待消费者购买能力提升。
- 从我们分析近几年食品饮料企业主要估值数据，食品饮料相对全部 A 股估值水平要高些，而目前实际情况则是近一段时期 A 股估值水平有了较大提升而食品饮料板块没有提升太多，因此我们认为白酒板块估值水平也将逐步得到修复性提升。
- 我们认为高档白酒股票将会出现估值上的修复，使得白酒企业股票价格出现一定反弹性上涨，如果未来消费情况确实出现好转将会根据销量恢复程度而维持股价稳定或者继续上涨，如果经济形势出现下降，这些股票将会因为防御性特性而保持与其它板块估值上的优势。
- 我们判断市场对食品饮料行业估值修复的热情要高于对基本面好转的期盼。白酒目前最大的投资机会就来自于估值优势，而与此同时发生的补库存所带来厂商销量好转将成为其股价上涨催化剂。
- 我们建议投资者可逐步配置高档白酒类股票，我们的推荐顺序依次是泸州老窖、贵州茅台和五粮液。
- 风险提示：消税费的提升是近期影响白酒企业最大负面因素，上级政府的硬性考核在一定程度上也会影响到厂商执行限量保价的连续性。

内容目录

高档白酒经过梳理，渠道情况较为好转.....	4
中档酒空档看上去挺美.....	5
限量保证成为名酒企业共同的选择.....	6
企业不会放弃打造高档品牌的过程	7
面对危机各企业境况不一	7
贵州茅台：龙头地位使其受冲击较小.....	7
五粮液酝酿着再次腾飞	9
泸州老窖：暗中坐三看二.....	10
厂商与经销商之间博弈仍将继续	11
寻找拐点的思路	11
消费税所带来负面影响.....	12
选择股票的策略	13
行业内重点公司简介	14
五粮液：买入	14
泸州老窖：买入	14
贵州茅台：买入	15

图表目录

图表 1：2007-2008 年全国各区域白酒产量表（单位：吨）.....	4
图表 2：白酒行业的产量	4
图表 3：白酒近三年月度产量及同比增速	4
图表 4：白酒行业近几年利润总额及同比增长	5
图表 5：主要城市高档白酒零售价格有企稳迹象	5
图表 6：2005-2008 四川白酒销售收入一览表	5
图表 7：四川地区主要白酒近几个月一批价格变化情况.....	5
图表 8：主要白酒企业产品结构收入占比比较	6
图表 9：主要白酒企业产品结构利润占比比较	6
图表 10：各档次酒提价前后分布	6
图表 11：郎酒近几年销售收入增长较快.....	6
图表 12：名酒历年来的价格.....	7
图表 13：贵州茅台近几年主营业务增长较快.....	8
图表 14：公司 2008 年年报预收帐款又出现大幅提升	8
图表 15：茅台高度酒近年出厂价和零售价对比	8
图表 16：茅台近几年提价情况	8
图表 17：公司 2008 年年报预收帐款又出现大幅提升	8

图表 18：五粮液近几年销量及增速	9
图表 19：五粮液渠道分布	9
图表 20：渠道五粮液历年出厂价及幅度	9
图表 21：公司近几年预收帐款	9
图表 22：1573 销量及增速	10
图表 23：泸州老窖渠道	10
图表 24：1573 价格及提价幅度	11
图表 25：主要白酒企业营业税金实际比率比较	12
图表 26：消费税假如提升对主要白酒企业的影响分析	13
图表 27：食品饮料估值及历年来估值比较	13
图表 28：白酒企业的估值及历年来估值比较	13
图表 29：食品饮料主要企业最新估值表	14

高档白酒经过梳理，渠道情况较为好转

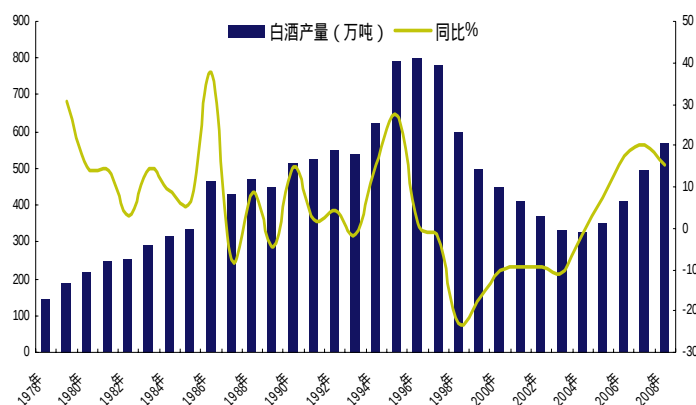
- 高档白酒从去年 10 月份开始出现较为明显的下降，这在一定程度上反映了消费要滞后于经济运行的特征。
- 在白酒销售情况出现下降之后，各个厂家也表现出了不同的判断及运作手法，贵州茅台在去年年底因为竞争对手出现较为明显销量下降的时候，采取逐步放量的做法，但后来由于一批价格下降较快，及时调整了运作思路，采取了对大经销商的计划量减半执行并加大了对窜货和价格执行力度不到位的处罚力度，目前渠道情况要好春节时。五粮液自去年提价之后就一直开始控制经销商发货量，泸州老窖则及时调整此前高举高打的进攻性战略转为控量保价，对各地低价窜货采取没收及处罚并举的措施，对经销商发货采取更为严格的控制，从近一两月的情况来看，一批价格开始出现回升终端价格保持稳定，窜货现象减少。我们判断随着经销商的信心增强加上前期库存较少，在三季度旺季来临之前会出现主动性补货的情况，这时厂家销售状况进一步恶化的态势将会得到一定程度遏制。

图表1：2007-2008 年全国各区域白酒产量表（单位：吨）

省份	2007 年产量	增长率	2008 年产量	增长率	省份	2007 年产量	增长率	2008 年产量	增长率
四川省	861770.46	28.33%	1117600	29.43	广东省	83022.58	0.1073	98500	13.35
山东省	834404.88	9.27%	765500	-7.36	陕西省	52741.39	-0.0347	69200	36.76
河南省	421918.8	34.15%	579000	13.98	新疆	46628	-0.0093	45600	-8.98
辽宁省	350338.11	43.26%	431700	27.46	天津市	44214.6	0.128	46500	17.13
内蒙古	305761.47	62.44%	323900	58.85	湖南省	34941.25	0.1015	66300	52.41
江苏省	273866.24	17.96%	295000	11.07	云南省	32914	0.0641	37400	9.68
安徽省	245086.59	14.44%	290100	18.6	浙江省	30864.36	0.2498	26200	-15.21
湖北省	207844.09	22.29%	323900	58.85	广西省	25005.42	0.1843	36500	57.33
河北省	175203.07	30.61%	199900	10.75	甘肃省	22537.12	-0.0904	26900	22.83
吉林省	147374.2	-9.88%	168100	-1.18	福建省	11356.22	0.3012	23900	117.27
贵州省	145665.05	1.56%	183500	22.25	青海省	8225	0.0903	10400	26.83
北京市	145110.03	43.12%	175600	20.44	上海市	5490	-0.2056	6700	21.82
江西省	118268.14	51.22%	116700	-0.26	宁夏	5297.1	0.0263	6400	3.23
黑龙江	115549.64	83.18%	91700	-1.71	海南省	5062	-0.3006	7400	45.1
重庆市	92027.41	6.46%	102100	10.5	西藏	41	-0.795	N.A	N.A
山西省	90987.25	4.64%	102100	12.69	总计	4939522.5	22.24%	5693300	15.26

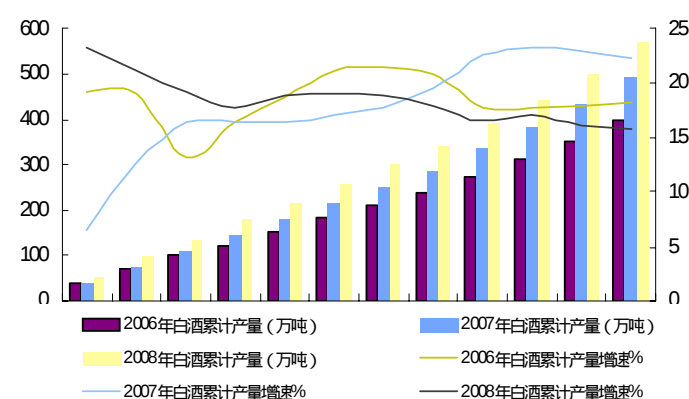
来源：国金证券研究所

图表2：白酒行业的产量

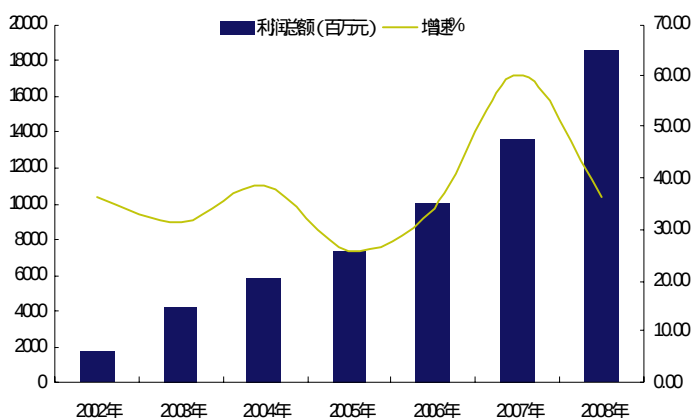


来源：国金证券研究所

图表3：白酒近三年月度产量及同比增速

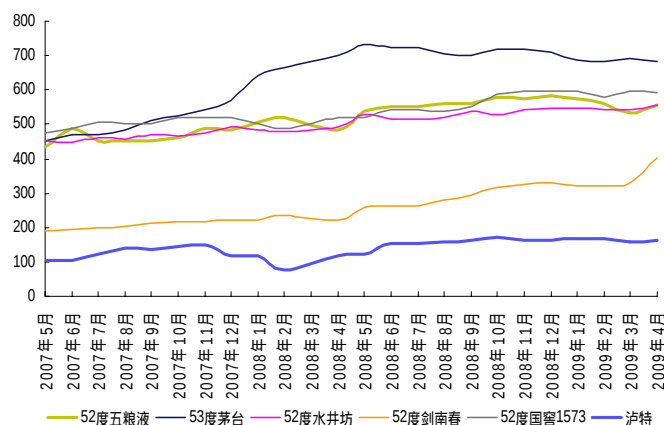


图表4：白酒行业近几年利润总额及同比增长



来源：国金证券研究所

图表5：主要城市高档白酒零售价格有企稳迹象

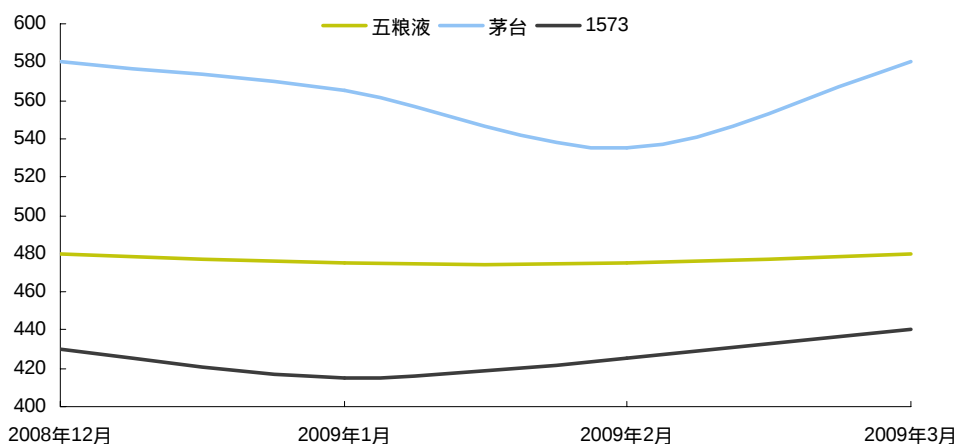


图表6：2005-2008 四川白酒销售收入一览表

时间	销售收入 (亿)	同比 (%)	总产值 (亿)	同比 (%)	利润 (亿)	同比 (%)	利税 (亿)	同比 (%)
2005	264.9	15.05	272	16.05	33.54	7.65	71.29	13.54
2006	342.5	229.2	337.85	23.96	42.24	26.19	84.05	17.7
2007	459.85	32.81	453.4	33.26	57.08	34.18	107.7	28.13
2008	524.89	14.14	N.A	N.A	64.97	13.82	118.66	10.08

来源：国金证券研究所

图表7：四川地区主要白酒近几个月一批价格变化情况



来源：国金证券研究所

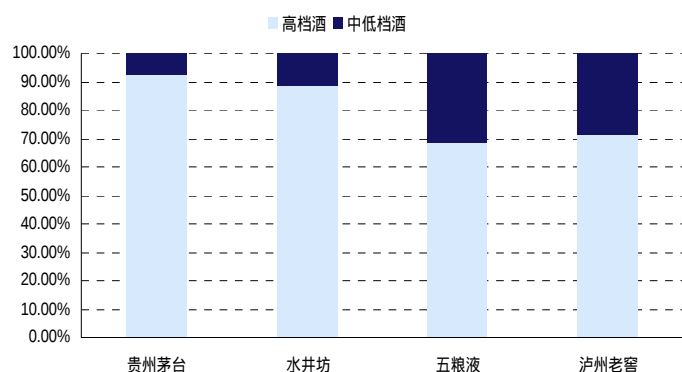
- 从我们所跟踪的四川地区主要白酒企业的一批价格来看，也出现一定程度回升。

中档酒空档看上去挺美

- 近几年来，特别是从 2006 年开始，中国高档白酒不断的提升出厂价格，这使得 200-400 中档酒市场留出了巨大空间，特别是这次金融危机使得主打产品在这一档次的企业受益不少。我们的判断是目前中国这几家主流高档白酒企业还没有一家在产品实现不断价格提升后，同时又把提价后所留下空档有效进行填补，我们判断这几家企业想在一两年内实现这一价位酒销量大幅提升的目标不太现实。

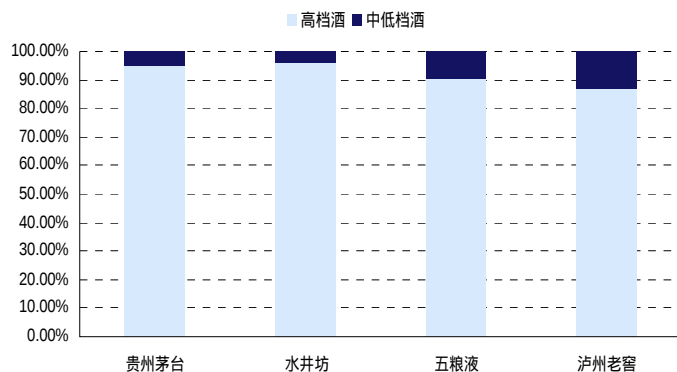
- ◆ 我们认为贵州茅台、五粮液和泸州老窖这几家白酒企业未来净利润增长仍然要依靠高档酒的局面短期内不会发生变化。
- ◆ 近一两年洋河和郎酒等老名酒企业复苏的较快，我们认为这主要是因为企业体制发生重大变化，同时公司战略定位准确，我们判断这一两年经济减速对其主流产品销量提升也有极大促进作用。
- ◆ 我们判断目前中档酒目前由于消费降级的影响使得蛋糕突然增大，未来随着经济复苏消费，竞争将会加剧，将出现多品牌并举的格局。

图表8：主要白酒企业产品结构收入占比比较



来源：国金证券研究所

图表9：主要白酒企业产品结构利润占比比较

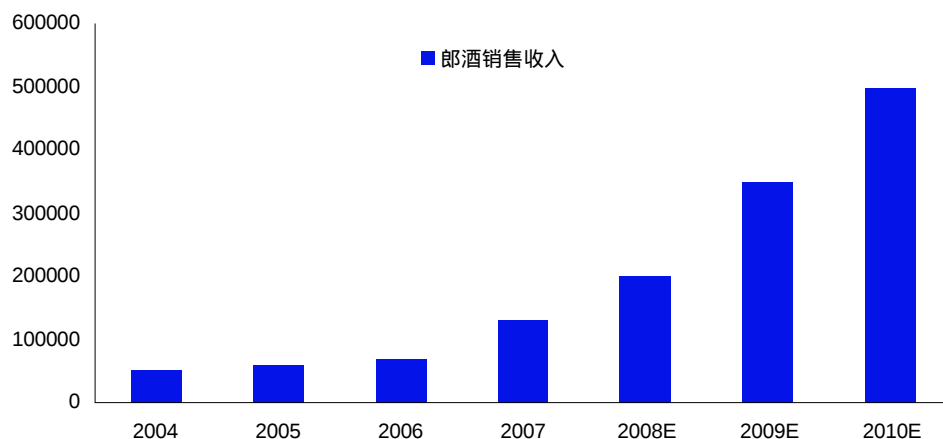


图表10：各档次酒提价前后分布

涨价之前			涨价之后		
档次划分	出厂价	代表品牌	档次划分	出厂价	代表品牌
超高端	400以上	1573, 水井坊	超高端	500以上	茅台年份酒, 五粮液老酒、年份酒, 1573定制酒
高档	280-380	茅台, 五粮液	高档	400-500	茅台、五粮液、1573、水井坊
中高档	90-200	剑南春、五粮春及部分地方品牌高端产品	中高档	200-400	剑南春、红花郎及部分地方品牌高端产品
中档(金腰带)	30-90	泸州老窖特曲, 五粮春和老白汾等老名酒主打产品	中档(金腰带)	100-200	新泸州老窖特曲, 五粮春, 剑南春
中低档	10-30	规模最大, 五粮醇、地产品牌为主	中低档	40-100	金六福、浏阳河、五粮醇、郎酒、全兴大曲等
低档	9元以内	尖庄、沱牌大曲、绵竹大曲、二锅头等	低档	10-40元	红星二锅头, 地产品牌为主

来源：国金证券研究所

图表11：郎酒近几年销售收入增长较快



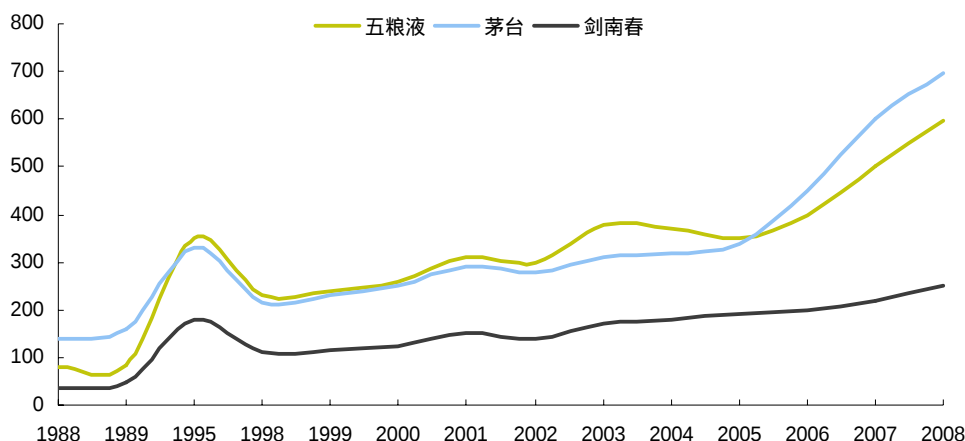
来源：国金证券研究所

限量保证成为名酒企业共同的选择

企业不会放弃打造高档品牌的过程

- 白酒的价格包括涨价幅度近几年一直要高于其它酒精饮料，我们认为这种不断提升的价格是许多名酒企业付出巨大代价所换来的。
 - ◆ 对于高档白酒的消费来说，第一是价格，如果价格不能体现得的价值，你就先天的失去了进入一个市场的资格。
 - ◆ 价格也不是品牌，销售额更不是品牌，品牌是让消费者共同认定的非价格的文化心理因素，但由价格保证——这才是品牌要做的工作。这也是为什么名酒企业非常关注自身价格的主要原因之一。
 - ◆ 关于降价和提价这一问题，名酒企业思考了许多年。当价格下降时，短期均会带来较好的销量，实际上当价格下降时所带来消费氛围的上升，通常不是该产品原有的主力消费群，而是产品向下一层次的消费群滑落所引起的，这就意味着产品所承载的品牌的地位的下降。高档消费人群消费能力是在不断在提升的，因此名酒提价就变成了保持品牌高端形象的必然选择。
 - ◆ 回顾白酒发展历史，白酒的价格走向是决定一个企业二十年兴衰的关键因素之一，最早实行降度降价的古井贡酒已经早早退出了行业前五名的地位，泸州老窖也由于“名牌变民牌”的行为，在后来的发展中备受煎熬；而那些一路提价的企业，如五粮液和茅台等，虽然在发展中也遇到过不同的挫折，却在每一次风雨过后都见到了彩虹。

图表12：名酒历年来的价格



来源：国金证券研究所

- ◆ 白酒短期内提价过快，如果经济增速出现下降就在一定程度上透支掉了未来消费能力，使得厂商不得不用时间来换空间，维持价格尽量不下跌，等待居民消费水平提升。

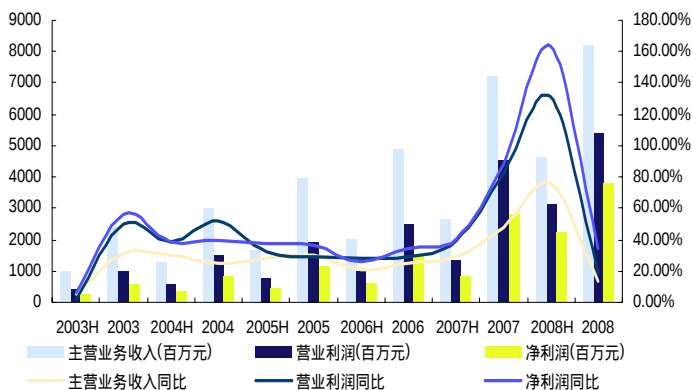
面对危机各企业境况不一

贵州茅台：龙头地位使其受冲击较小

- 团购业务崛起是近年来茅台基本面最大的变化，从目前的形势来看，我们认为公司依然靠着团购锁定意见领袖的基础，加上近一年经济高速提升以及较小的生产弹性，使得产品提价成为一种必然，但目前经济减速以及产量扩充使得公司面临着两难选择，如果放量程度大于真实需求就必然使得价格下跌，同时短期价格上涨过快使得公司产品价格需要等待消费能力的及时提升，尽管我们许多团购消费者刚性需求较强，但是我们要看到近几年茅台销量中增量部分是与其购买力提升有着密切正相关性，因此我们判断增量部分要成为茅台销量增长的助推力量，就要等到经济全面复苏。

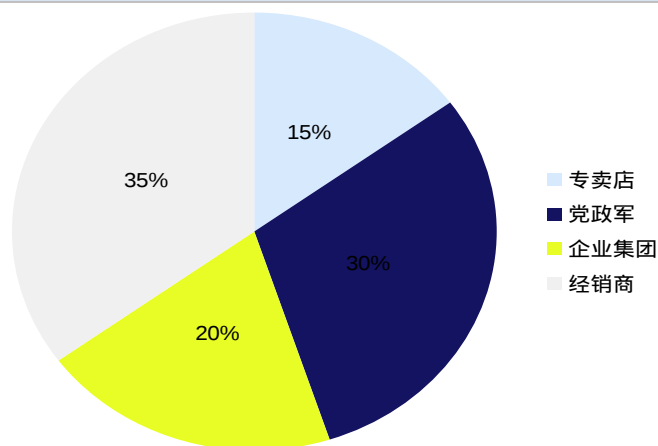
- 我们判断茅台酒所做系列近一两年很难会有很大起色，我们在以前的报告中谈到这一点，因为公司目前现状以及运作能力使得公司在高档酒的竞争力很难复制到中低档酒上来，这样使得公司未来业绩增长要靠高端酒量价齐升成为必然。

图表13：贵州茅台近几年主营业务增长较快

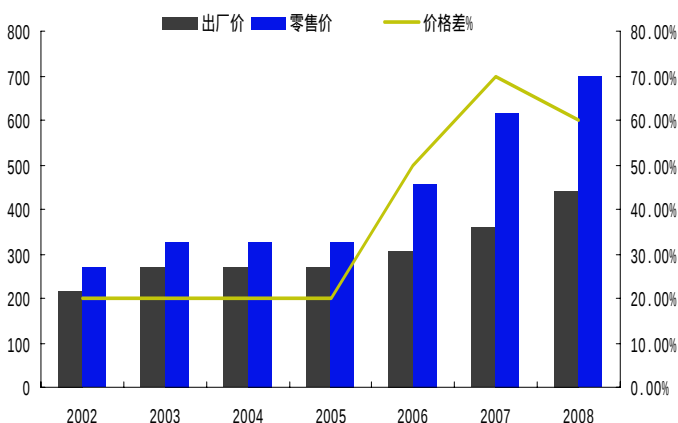


来源：国金证券研究所

图表14：公司2008年年报预收帐款又出现大幅提升

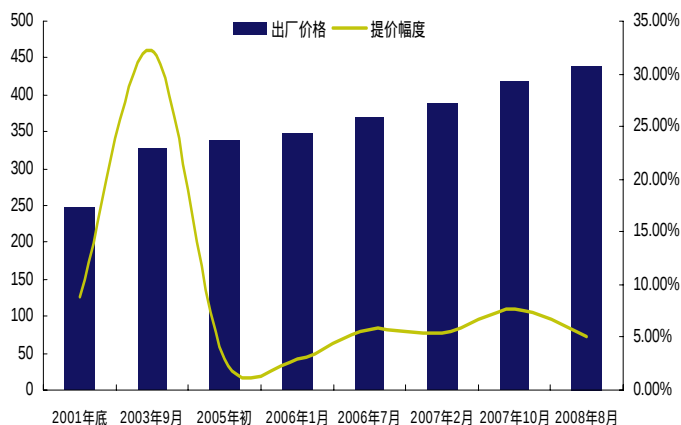


图表15：茅台高度酒近年出厂价和零售价对比

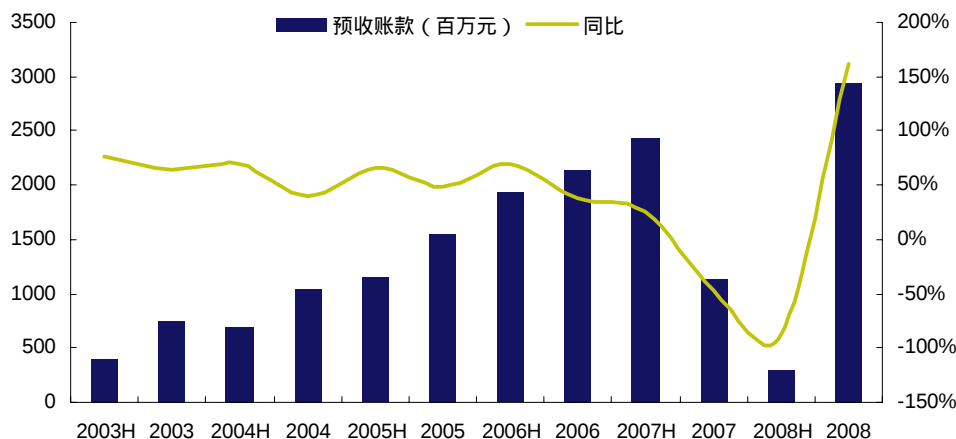


来源：国金证券研究所

图表16：茅台近几年提价情况



图表17：公司2008年年报预收帐款又出现大幅提升

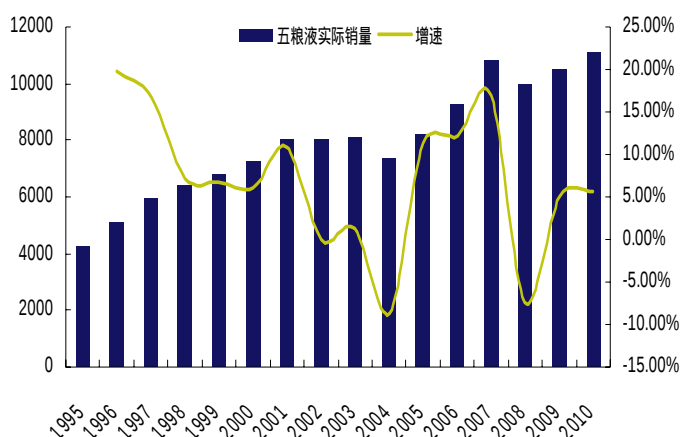


来源：国金证券研究所

五粮液酝酿着再次腾飞

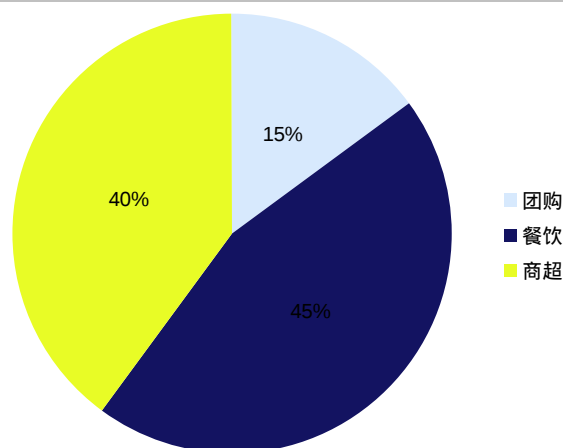
- 2009 年公司目标是两个突破：一级产酒率突破历史记录，白酒销售收入要创历史新高记录。公司目标是销售 1 万吨五粮液，销售收入增幅不低于 20%，力争实现销售收入 100 亿元。
- 2009 年的重点工作包括：加大团购工作、加大中高价位酒销售力度并改革现有销售模式，在新产品方面公司表示要做好六和液以及酱香型酒的推广和销售工作。
- 公司认为团购是五粮液发展的重中之重，将为五粮液发展带来新的契机，公司将团购视为是五粮液的第二次创业，我们认为公司之所以这样强调团购主要原因是：锁定意见领袖的需要；迎合自带酒水消费的需要；团购减少了中间环节也能发挥五粮液的品牌力；通过团购与专供酒市场开拓也可以在一定程度上减轻零售渠道高价酒销量与价格下跌压力。
- 事实我们认为公司提出的加强团购，是公司发挥自身专长的极为有效手段，但我们知道再好的理念，也需要人去执行，公司关联交易理顺仅解决了浮在表面上的问题，我们判断近几年乃至未来几年最影响公司发展的因素是目前双层国资背景以及政府思想的不够解放，导致了公司员工思想以及执行力将会打折扣，如果说这些问题能得到有效解决将能使公司的品牌力发挥到极致。

图表18：五粮液近几年销量及增速

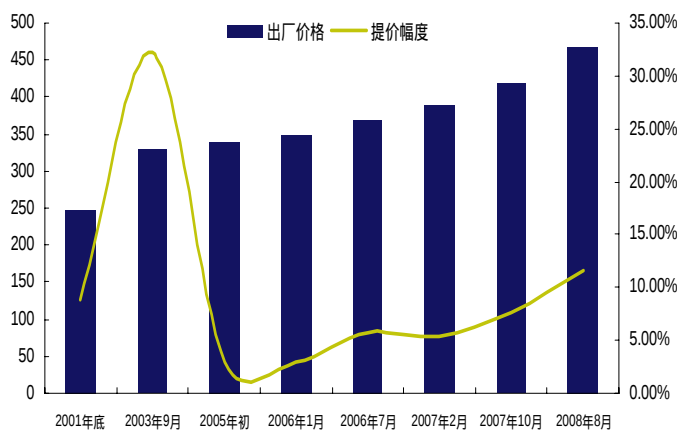


来源：国金证券研究所

图表19：五粮液渠道分布

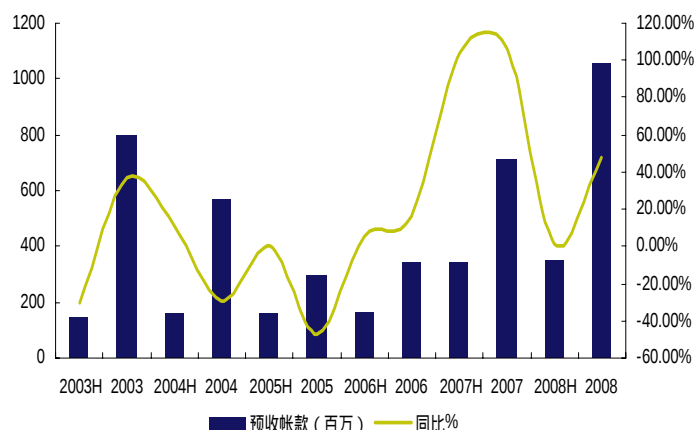


图表20：渠道五粮液历年出厂价及幅度



来源：国金证券研究所

图表21：公司近几年预收帐款

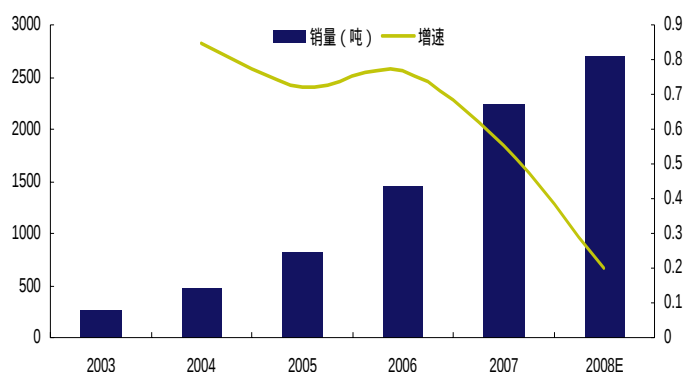


- 公司目前与茅台相比各方面指标已无酒业大王的优势，公司方面已经也意味到这一问题，公司也表示将力争未来几年做到产品价格以及股票市值超过竞争对手。我们认为公司最大的竞争对手不是别人而是自己，我们认为公司应抓紧时间尽早理顺内外关系，以借助本次金融风暴的机会实现再次腾飞。

泸州老窖：暗中坐三看二

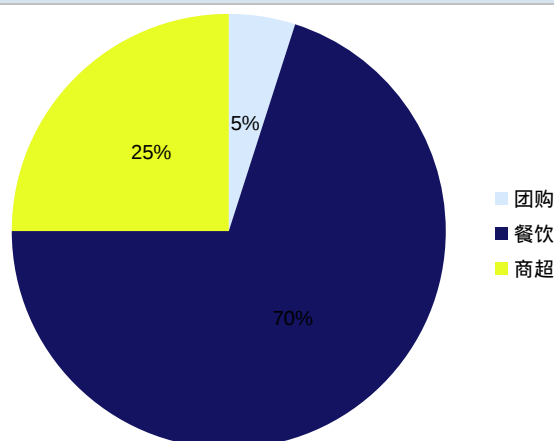
- 公司认为国窖 1573 在整个高档白酒的占比还非常小，品牌还处于成长期，国窖 1573 在达到 3000 吨之后就要依靠产品结构调整提升盈利能力，公司可通过加大 60 度 1573 的推广力度，并加大推广定制酒等特殊渠道的高档酒，这些高档酒销量的增长会减少普通国窖 1573 的销售压力，有利于整体 1573 产品价格的上升。我们认为公司最明智的一点就是提出了 1573 的产能是有极限的，这非常有利于公司品牌打造，有利于引导消费者。
- 公司还通过定制酒的开发实现 1573 的“曲线放量”，走定制酒奢侈品路线，这将使得公司走到“血统酒”的路上，如同波尔多的葡萄酒，在酒瓶上标注年份、庄园、公司、人、地点等。
- 公司表示 2008 年国窖 1573 账面的销量为 2600-2700 吨，特曲 5000 吨，特曲系列（包括百年老窖，浓香经典）6000 多吨。09 年的销售策略：公司仍继续将国窖 1573 和老窖特曲作为其主推的产品，公司同时也会加大对百年老窖、浓香经典、头曲、二曲等非重点中低档产品的投入。公司提出了第三次创业，力争 3-5 年内实现 10% 的市场份额。
 - ◆ 四川片区将进行创新试点。公司推出了由一级经销商、二级经销商以及原片区经理、营销人员参股销售公司的运作思路，其中片区经理担任销售公司总经理。销售公司成为公司所有产品的地区总代理，公司将以统一的价格对销售公司供货。
 - ◆ 华西证券 08 年净利润 4.64 亿元，今年一季度股市的平均交易量高于去年，贡献的利润将较去年有所提升。
 - ◆ 公司的股权激励方案根据相关规定对股份数有所压缩，其进程将加快。
- 我们判断目前为公司最难的时期，如果这段时间挺过去，公司将迎来大发展。

图表22：1573 销量及增速

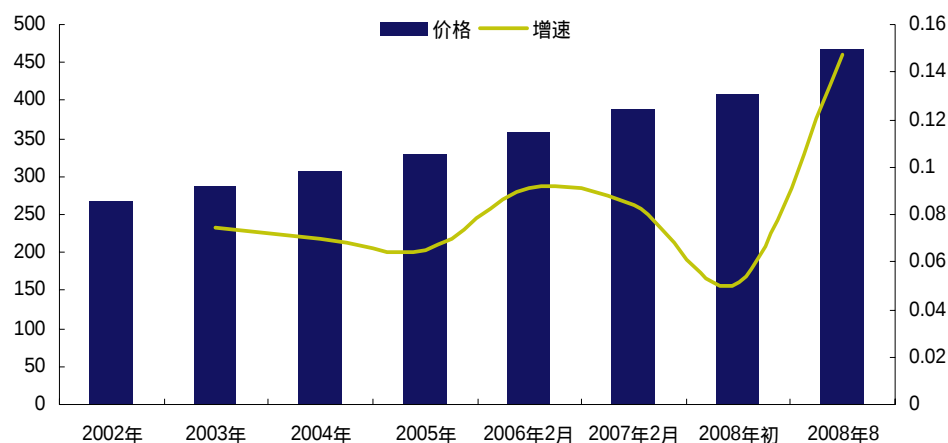


来源：国金证券研究所

图表23：泸州老窖渠道



图表24：1573 价格及提价幅度



来源：国金证券研究所

厂商与经销商之间博弈仍将继续

- 厂商与经销商之间的关系，一直就将存在着“店大欺客”与“客大欺店”的关系。目前许多传统经销商正向品牌运营商之路迈进。从传统经销商到品牌运营商，是一个从“坐商”到“行商”再到“智商”的嬗变。
 - ◆ 品牌运营商生存的土壤是不断上升的区域市场进入壁垒，这种趋势导致厂家更加依靠经销商做市场，即使是号称“做终端”的一线厂家，采取更多的还是“助销”这种形式，尽可能把经营的风险转嫁给经销商，尽可能最大化地利用经销商的资金、人脉资源优势，实现市场投入和产出的最大化。
 - ◆ 而经销商的生存环境日趋恶化，为了生存和发展，既要成为更加专业和具有成本优势的物流商、配送商，更要充分利用自身发展起来的分销能力，寻找发展或代理“活品牌”、“快品牌”的机会，以期进一步做大做强。
 - ◆ 成功的品牌运营商会形成主流市场赚取强势品牌差价、细分市场自有品牌开发和代理产品优秀但缺乏营销能力的品牌三重业务，实现相关多元化，最大限度地获取自身渠道资源的回报，并显著地降低对一线品牌过于依赖份额的风险。
 - ◆ 厂商之间互为依存的同时也在互相博弈，所谓“和谐的厂商关系”不过是一种自欺欺人的幻想。五粮液可以在早期依赖品牌运营商的营销能力迅速做大，但最终也将不得不面对自己需要发育出成熟的营销管理能力的挑战，毕竟像营销这样的核心竞争力，是很难长期外包出去的。而茅台取消市场投入，完全依靠经销商进行市场营销的做法，如果市场环境变差，就变成了“羊与狼共舞”。
- 实际上葡萄酒中的张裕应该给我们许多启示，那就是如果是属于自身核心竞争力的东西，就最好不要外包，必须自己踏踏实实地去做。张裕公司一直以来致力于做三级营销体系，拒绝与金六福等的合作，自己脚踏实地地做市场做品牌，从销售力角度来说，我们认为张裕是酒精饮料中做得最好的公司。张裕策略一直是以葡萄酒为主，同时发展白兰地、冰酒等系列产品，以葡萄酒带动白兰地保健酒，以高档葡萄酒带动中低档。

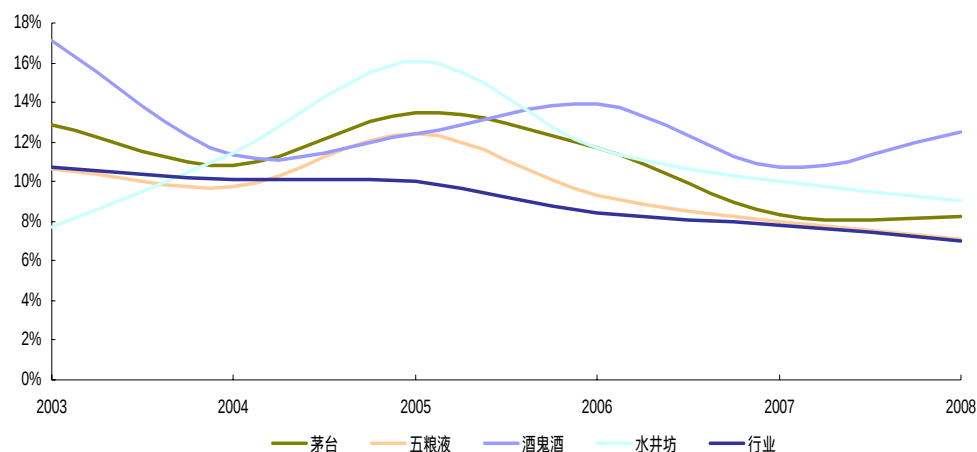
寻找拐点的思路

- 对于白酒行业，厂商、经销商和终端之间存在着相互博弈的关系，这其中影响厂商决策的最主要要素是消费者，但我们很难精确预测消费者心理及其行为变化，只能越靠近消费终端越能把握高档白酒增长的拐点。我们认为一批价格在一定程度上仅反映供求关系，并且与厂家管理市场的能力密切相关，我们在观察这项指标的时候要辩证地去分析其。
 - ◆ 目前各厂商在做的事情就是限量保价，这样做从长期来看是非常有利于品牌打造，随着厂商控货严格执行下去，加上终端消费需求逐步好转，我们判断厂商将会在未来三季度之前形成一波由渠道补货所带来的销量反弹。如果反弹形成之后又恰巧赶上经济形势好转，厂商销量反弹将会转化为反转，反之经济形势仍然不能好转的话，厂商又将持续新一轮限量保价的措施，最终厂商需要用时间换空间办法等待消费者购买能力提升。
 - ◆ 分析主要几家白酒企业的年报我们可以发现，实际上上市公司已经将今年一季度所形成的销售下滑的风险，部分转移到 2008 年年报中去了，这也增加了我们准确把握上市公司实际销售情况的难度。
 - ◆ 我们认为判断未来经济走势已经超出了我们能力范围，但我们是判断随着几家厂商共同限量保价，渠道补货将是必然，我们判断三季度或者更早点时候就能出现这一局面。
 - ◆ 我们也要考虑到这些名酒厂均属于国企，如果未来因为上级政府财政压力过大而强行给企业增负，这有可能使得厂商为完成考核目标被迫向经销商压货，这时靠限量保价梳理出来的渠道价格坚挺局面，将又出现新一轮失控。
 - ◆ 根据历年以往经验来判断，经济复苏之后，先是中档酒走量得以提升，然后才是高档酒销量的不断提升。

消费税所带来负面影响

- 目前市场上对于消费税提高的预期较为强烈，我们征询各个厂商对该税的评价也不太一致，认为不会提升的企业主要是因为如果消费税提升不利于名酒企业的发展，反而打击白酒行业正常运作。认为该项税收将提升的主要原因在于，目前财政吃紧，有可能从高档白酒这些企业入手多征税。我们假设了如果将企业现在实际交税达到真实情况的 60%，影响最大的依次是酒鬼酒、五粮液、泸州老窖、水井坊、贵州茅台。我们判断是如果真的提高消费税，对上市公司净利润是有一定影响，这在一定程度上将影响到股东的利益。

图表25：主要白酒企业营业税金实际比率比较



来源：国金证券研究所

图表26：消费税假如提升对主要白酒企业的影响分析

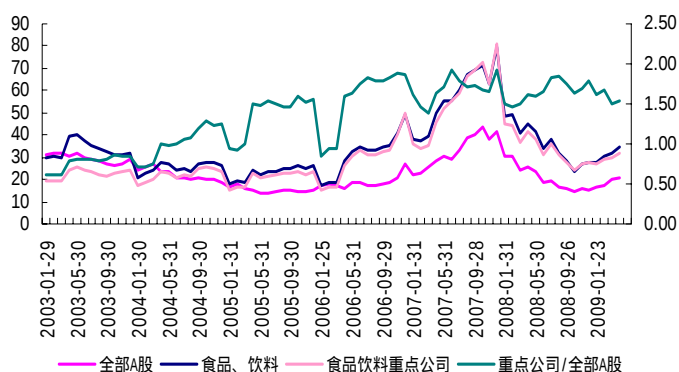
	茅台	水井坊	五粮液	酒鬼酒	泸州老窖
倒推的原出厂价格 (万元/吨)	10.37	6.88	0.29	6.42	0.03
新出厂价格	30.63	16.50	5.07	19.87	2.27
新出厂价格占经销商收购价格比重	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
销售量	16149.77	4141.39	92152.00	1103.00	97530.00
原消费税（从价部分）	418607929.19	71235819.68	66907818.15	17695738.17	6610854.96
现消费税（从价部分）	1236567822.83	170823495.59	1167541426.72	54803701.11	553328560.15
消费税从量部分	16149770.00	4141390.00	92152000.00	1103000.00	97530000.00
对利润的影响额度	817959893.64	99587675.91	1100633608.57	37107962.94	546717705.19
百分比	0.15	0.20	0.46	0.90	0.33
给经销商平均价格 (万元/吨)	51.03	27.49	8.44	33.10	3.78

来源：国金证券研究所

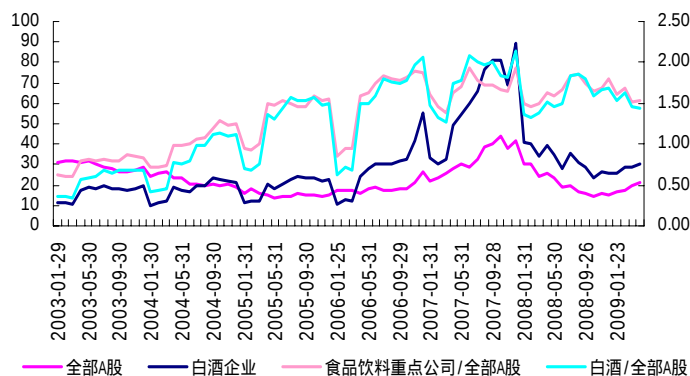
选择股票的策略

- 从我们分析近几年食品饮料企业主要估值数据，食品饮料相对全部 A 股估值水平要高些，而目前实际情况则是近一段时期 A 股估值水平有了较大提升而食品饮料板块没有提升，因此我们认为白酒板块估值水平也将逐步得到修复性提升，我们判断终端销售不再恶化将是高档白酒股票上涨的催化剂。
- 我们认为高档白酒股票将会出现估值上的修复，使得白酒企业股票价格出现一定反弹性上涨，如果未来消费情况确实出现好转将会根据销量恢复程度而维持股价稳定或者继续上涨，如果经济形势出现下降，这些股票将会因为防御性特性而保持与其它板块估值上的优势。
 - ◆ 我们判断市场对食品饮料行业估值修复的热情要高于对基本面好转的期盼。白酒目前最大的投资机会就来自于估值优势，而与此同时发生的补库存所带来厂商销量好转将成为其股价上涨催化剂。
- 我们建议投资者可逐步配置高档白酒类股票，我们对这几家白酒企业股票推荐顺序依次是泸州老窖、贵州茅台和五粮液。这主要是因为泸州老窖公司成长性要强且其股票前期涨幅较小，公司一旦销售形势好转业绩向上的弹性更大。

图表27：食品饮料估值及历年来估值比较



图表28：白酒企业的估值及历年来估值比较



来源：国金证券研究所

图表29：食品饮料主要企业最新估值表

股票代码	股票名称	收盘价	EPS				PE			
		2009-4-17	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
000848.SZ	承德露露	16.31	0.46	0.58	0.77	0.90	62.01	27.46	21.78	18.45
000729.SZ	燕京啤酒	14.23	0.37	0.41	0.55	0.65	56.54	34.37	26.33	22.07
600298.SH	安琪酵母	14.12	0.33	0.39	0.52	0.66	89.44	27.82	27.07	21.27
600779.SH	水井坊	14.65	0.41	0.64	0.77	0.92	68.44	17.44	19.13	15.99
000858.SZ	五粮液	16.28	0.39	0.48	0.65	0.77	117.53	27.97	25.12	21.33
000895.SZ	双汇发展	35.90	0.93	1.15	1.43	1.74	63.62	29.90	24.75	20.37
000568.SZ	泸州老窖	22.25	0.89	0.91	1.25	1.53	82.82	22.13	18.22	14.90
600059.SH	古越龙山	10.60	0.38	0.26	0.35	0.41	69.70	26.99	30.27	25.76
000869.SZ	张裕 A	49.36	1.21	1.70	2.03	2.43	71.01	28.59	24.42	20.44
600616.SH	金枫酒业	14.32	0.45	0.57	0.62	0.72	60.32	18.80	23.12	19.77
600597.SH	光明乳业	6.83	0.20	-0.27	0.11	0.20	62.84	-15.48	62.51	34.67
600600.SH	青岛啤酒	25.30	0.43	0.54	0.74	0.92	91.74	37.38	34.18	27.50
600519.SH	贵州茅台	121.16	3.00	4.03	5.31	6.39	76.68	27.00	22.83	18.97
600887.SH	伊利股份	13.34	-0.04	-1.67	0.40	0.65	-948.43	-7.98	33.12	20.53
600809.SH	山西汾酒	19.38	0.83	0.57	0.78	0.96	44.31	19.16	24.96	20.10
									27.85	21.47

来源：国金证券研究所，WIND

行业内重点公司简介

五粮液：买入

- 我们认为市场对于五粮液公司有一定分歧，这与公司历史所遗留问题有着密切关系。五粮液品牌影响力及在消费者心目中的地位，使得我们不应轻易否认其价值。
- 2009 年的重点工作包括：加大团购工作、加大中高价位酒销售力度并改革现有销售模式，在新产品方面公司表示要做好六和液以及酱香型酒的推广和销售工作。2009 年公司力争销售 1 万吨五粮液，实现销售收入 100 亿元。
- 我们认为目前市场仍然将公司关注点放在进出口公司，如果因这一因素低于市场预期而使得股价下跌，将带来投资机会。我们预测公司 2009、2010 年每股收益分别为 0.71、0.92 元对应市盈率为 22.93、17.70。

泸州老窖：买入

- 我们认为泸州老窖的核心竞争优势在于悠久文化底蕴以及由成熟的终端营销系统和能够攻城拔寨的销售团队所构成的终端营销能力。前者是二线品牌所不具备，后者是行业领袖茅台和五粮液所不具备的。这种独特的竞争优势，在未来较长时间内不会改变。
- 公司认为国窖 1573 在整个高档白酒的占比还非常小，品牌还处于成长期，国窖 1573 在达到 3000 吨之后就要依靠产品结构调整提升盈利能力，公司可通过加大 60 度 1573 的推广力度，并加大推广定制酒等特殊渠道的高档酒，这些高档酒销量的增长会减少普通国窖 1573 的销售压力，有利于整体 1573 产品价格的上升。特曲的打造也为丰富公司品牌体系奠定坚实基础。

- 我们判断目前为公司最难的时期，如果这段时间挺过去，公司将迎来大发展。我们预测公司 2009 年、2010 年业绩分别为 1.15、1.45 元 / 股，对应市盈率为 19.34、15.34。

贵州茅台：买入

- 由于公司品牌积淀以及生产工艺所决定的优势，使得公司在生产经营、财务等指标方面，均领先于同行业公司。公司审时度势采取牢抓目标消费群，用团购等手段有效地培养起一大批消费者。
- 公司其目前所建立起来的白酒龙头地位，在短期无人所能撼动，同时得益于品牌力以及渠道利润的丰厚为公司业绩增长提供可靠的基础。公司业绩增长仍然将靠茅台酒放量及提价，公司系列酒的开发前景并不让人乐观。
- 我们预测公司 2009、2010 年每股收益分别为 5.30、6.30 元对应市盈率为 22.86、19.23。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。