



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
研究报告

2010 年 3 月 24 日

食品饮料

研究部

袁霏阳

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010007

yuanfy@cicc.com.cn

孙轶佳

联系人

sunyj@cicc.com.cn

白酒板块反弹可期

投资提示:

二季度白酒板块跑赢大盘机会增加, 建议把握板块的短期反弹机会。

理由:

前期白酒板块股价调整并非基本面因素。白酒板块前期的回落主要因为: (1) 3 月渠道价格正常回落, 又逢白酒消费步入节后淡季, 导致市场资金预期白酒板块短期缺乏催化剂, 短期资金撤离; (2) 资金面对投资品仍热度不减; (3) 通胀数据略低于预期。由于白酒板块与通胀密切相关, 而 2 月 CPI 低于预期导致白酒板块短期吸引力有限, 并使得短期提价预期弱化。

二季度有望迎来板块反弹催化剂。随着季报的来临以及市场对业绩的重视, 白酒企业业绩将成为股价上涨的催化剂。同时, 渠道价格有望在二季度后企稳回升。节后, 渠道价格出现环比正常回落, 但回落幅度仅有 5%, 由于当前高端白酒企业渠道库存有限, 且需求回暖趋势不变, 我们预期二季度, 渠道价格又将环比回升。

行业基本面无忧。(1) 随着商务消费的持续复苏以及私人消费升级趋势的延续, 中高端白酒需求将保持持续稳定增长。(2) 近期我们调研江苏、山西、河南等地经销商, 其普遍表示茅台库存很低, 五粮液略有库存, 泸州老窖库存相对较高, 显示一线高端白酒库存并无隐忧。(3) 2010 年白酒产量继续加速上扬, 1-2 月白酒产量同比增速达到 30.2%, 大大高于 2009 年 1-11 月 22% 的同比增速, 显示白酒行业需求继续向好。(4) 酒厂期待增长。一线白酒企业重在放量和推新产品, 如五粮液推出其“酱酒”系列等; 而二线白酒企业正试图实现全国扩张。所以, 我们认为当前行业整体需求回暖仍在延续。同时, 酒厂普遍认为前期渠道价格下滑属正常回落, 对未来渠道价格回升充满信心。

板块估值再现吸引力。(1) 估值极具安全边际。白酒板块的平均估值水平仅有 24.2 倍, 远低于历史平均 28.5 倍的水平。而且目前 24.2 倍均值主要受市值较大的贵州茅台的影响, 而五粮液、山西汾酒、泸州老窖估值仅有 21.2 倍、22.1 倍和 21.1 倍。当前, 板块部分股票与大盘在 2008 年四季度大盘估值见底, 白酒板块出现基本面重大转折时 19.1 倍的估值水平仅有 21% 的溢价。而在大盘 1600 点时市场对未来白酒企业成长预期并不乐观, 当时 2009 年预期盈利低于 2009 年实际盈利, 也就是说市场给予的市盈率至少在 20 倍以上, 相比当前估值仅折价 10%。(2) 目前行业基本面远好于 08 年四季度。而且市场对于白酒板块增长的潜力深信不疑, 行业每年 20% 以上稳定增长预期强烈, 板块整体投资价值再现。

板块中的个股偏好依次为: 五粮液、山西汾酒、水井坊、贵州茅台和泸州老窖。我们首选估值低, 短期盈利弹性较大的品种。五粮液销售公司全年近 20 亿元的利润大幅超出市场预期, 公司 2010 年实际业绩有望达到 1.45 元, 投资价值凸显。山西汾酒强劲的一季度表现有望成为股价反弹催化剂。水井坊由于其销售体制锐意改革而有望再次步入快速成长期。贵州茅台一季度业绩也有超市场预期可能。但泸州老窖由于渠道库存较高, 股价回升动力相对有限。

风险:

二季度大盘表现不佳, 可能拖累板块反弹步伐。

近来事件

3/15/2010-3/21/2010 成都春季糖酒会

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表：白酒板块估值

公司 (收盘于2010-3-22)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	31.4	23.7	18.5	9.7	7.2	5.5	31.8	31.6	30.8	0.7	0.9	1.2	20.6	15.7	12.4
五粮液	000858.SZ	推荐	32.9	21.2	17.0	7.3	5.4	4.1	22.7	26.0	24.5	0.0	0.0	0.0	14.6	10.4	8.5
泸州老窖	000568.SZ	推荐	26.3	21.1	16.1	11.0	9.5	8.1	41.8	45.2	50.3	4.3	5.3	7.0	21.6	18.6	13.6
水井坊	600779.SH	审慎推荐	32.9	24.2	17.3	6.8	6.3	5.7	20.9	26.2	33.1	2.1	2.9	4.1	22.9	16.0	11.5
山西汾酒	600809.SH	推荐	44.2	22.1	15.2	8.6	6.8	5.5	21.9	34.1	39.3	1.6	3.2	4.6	23.6	14.7	10.3
白酒平均			33.5	22.5	16.8	8.7	7.0	5.8	27.8	32.6	35.6	1.7	2.5	3.4	20.7	15.1	11.3

资料来源：万德资讯，中金公司研究部

目录

行业表现积极向好.....	5
需求端：环比向好.....	5
经销商：依然保持乐观态度.....	6
生产端：白酒产量增速继续上扬.....	6
估值再现吸引力.....	7
板块估值振荡上行.....	7
前期股价调整与基本面无关.....	7
当前估值再现吸引力.....	7
业绩和渠道价格回升将是反弹催化剂.....	9
年报与季报业绩将不负众望.....	9
渠道价格有望在二季度回升.....	9
五粮液 (000858.CH)：上调评级至“推荐”.....	10
山西汾酒 (600809.CH)：推荐.....	13
水井坊 (600779.CH)：审慎推荐.....	17
贵州茅台 (600519.CH)：推荐.....	21
泸州老窖 (000568.CH)：推荐.....	24
2010 年春季糖酒会其他企业调研纪要.....	28
洋河股份 (002304.CH)：无评级.....	28
金种子 (600199.CH)：无评级.....	28

图表目录

图表 1：高端白酒周期.....	5
图表 2：全国超市系统，白酒销售仍保持环比快速增长（由于春节效应，同比数据暂不具有代表性）.....	5
图表 3：全国超市系统高端销售额占比同比提升.....	6
图表 4：白酒月度产量及增速.....	6
图表 5：白酒板块估值溢价将持续提升.....	7
图表 6：白酒板块估值.....	8
图表 7：主要白酒企业估值水平.....	8
图表 8：一季度业绩预览.....	9
图表 9：主要高端白酒终端价格.....	9
图表 10：历史和预测的财务指标.....	11
图表 11：盈利预测及其主要假设.....	11
图表 12：可比公司估值.....	12
图表 13：历史P/E和P/B.....	12
图表 14：盈利预测调整表.....	14
图表 15：历史和预测的财务指标.....	14
图表 16：盈利预测及其主要假设.....	15
图表 17：可比公司估值.....	15
图表 18：历史P/E和P/B.....	16
图表 19：水井坊股权结构.....	18
图表 20：盈利预测调整表.....	18
图表 21：历史和预测的财务指标.....	18
图表 22：盈利预测及其主要假设.....	19
图表 23：可比公司估值.....	19
图表 24：历史P/E和P/B.....	20
图表 25：历史和预测的财务指标.....	22
图表 26：盈利预测及其主要假设.....	22
图表 27：可比公司估值.....	23
图表 28：历史P/E和P/B.....	23
图表 29：盈利预测调整表.....	25
图表 30：盈利预测及其主要假设.....	25
图表 31：历史和预测的财务指标.....	26

图表 32：可比公司估值.....	26
图表 33：历史P/E和P/B.....	27

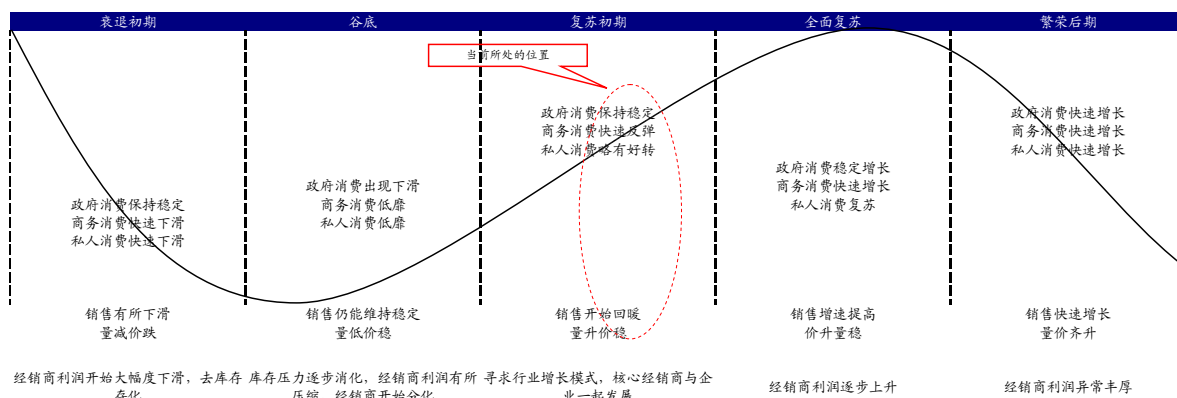
行业表现积极向好

需求端：环比向好

根据全国商业联合会的数据，2010年1月全国超市系统白酒销量环比增长26.5%，其中600元以上高端白酒销量环比增长70.7%，远高于行业平均增速。600元以上的白酒占白酒行业销售收入的比重由2009年1月的23%提升至2010年1月的30%，显示高端白酒的需求持续向好状态。（注：因2009年春节在1月，而2010年春节在2月2010年1月，同比数据不具有代表性）

我们认为，随着投资的持续高增长以及私人消费的升级，中高端白酒需求有望保持持续稳定增长态势。

图1：高端白酒周期



资料来源：中金公司研究部

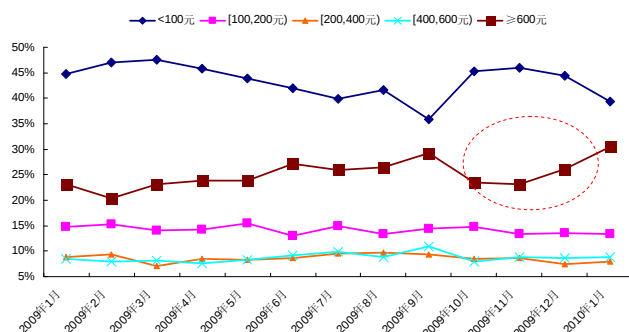
图2：全国超市系统，白酒销售仍保持环比快速增长（由于春节效应，同比数据暂不具有代表性）

2010年1月	<100元			[100,200元)			[200,400元)			[400,600元)			≥600元		
销售额:万元	月度销售	同比	环比	月度销售	同比	环比	月度销售	同比	环比	月度销售	同比	环比	月度销售	同比	环比
全国	78,764.5	-66.8%	28.6%	26,637.3	-66.1%	43.4%	16,007.1	-65.7%	55.0%	17,503.7	-61.1%	46.8%	60,846.5	-50.5%	69.3%
北京市	10,933.0	-61.4%	25.5%	3,956.9	-54.4%	85.6%	1,812.5	-53.0%	132.5%	1,967.3	-64.1%	54.4%	4,102.4	-59.1%	54.7%
天津市	4,486.2	-72.2%	28.5%	1,690.4	-52.6%	45.9%	800.2	-60.4%	70.4%	917.5	-34.1%	55.1%	1,544.5	-39.9%	77.3%
河北省	4,159.0	-66.4%	36.4%	835.5	-62.6%	51.1%	375.3	-72.8%	16.4%	908.8	-53.6%	22.7%	1,715.3	-43.7%	82.5%
辽宁省	2,653.3	-67.7%	27.6%	710.3	-71.6%	38.6%	379.5	-77.6%	63.9%	949.7	-50.7%	133.8%	3,456.5	-50.0%	51.9%
黑龙江	1,728.3	-74.6%	14.1%	249.4	-85.3%	4.3%	127.5	-84.6%	35.1%	381.3	-52.1%	75.0%	970.6	-29.0%	139.0%
上海市	3,873.6	-53.1%	21.3%	1,132.4	-80.1%	45.5%	1,350.9	-74.6%	44.4%	1,400.1	-58.2%	110.7%	4,635.1	-51.6%	58.0%
江苏省	5,434.9	-65.3%	34.2%	2,477.3	-60.2%	45.5%	1,669.2	-48.1%	121.0%	960.0	-71.9%	-14.4%	5,570.0	-53.6%	64.8%
浙江省	2,967.0	-59.2%	44.4%	876.9	-77.5%	28.6%	905.6	-76.7%	42.0%	1,001.7	-70.1%	42.4%	4,884.6	-56.0%	49.3%
山东省	9,863.3	-60.0%	47.9%	2,410.2	-67.1%	44.6%	1,174.2	-77.3%	28.1%	2,226.1	-55.0%	21.6%	5,647.1	-48.3%	65.4%
河南省	3,014.7	-75.7%	30.7%	965.0	-67.0%	28.4%	634.9	-66.4%	-22.5%	323.3	-31.0%	-3.3%	3,370.8	-32.5%	100.8%
湖北省	4,996.3	-64.4%	24.8%	1,995.5	-55.0%	64.0%	709.3	-54.0%	50.6%	702.2	-71.0%	79.0%	3,670.3	-37.5%	80.0%
湖南省	1,511.5	-71.2%	39.4%	464.0	-78.7%	45.1%	693.2	-62.0%	27.4%	694.1	-52.2%	53.4%	3,291.3	-61.3%	33.1%
广东省	5,618.3	-71.6%	21.1%	1,227.7	-67.9%	33.4%	1,207.1	-63.7%	60.2%	970.7	-66.4%	114.9%	4,333.5	-60.8%	62.0%
四川省	1,554.9	-74.0%	34.7%	948.3	-74.2%	34.6%	424.0	-80.1%	24.0%	736.1	-58.1%	23.2%	3,368.1	-33.7%	73.2%
陕西省	636.9	-75.2%	48.1%	524.1	-47.4%	33.5%	280.7	-56.5%	28.0%	132.9	-55.5%	28.9%	652.7	-67.7%	61.8%
西北四省	1,517.7	-72.7%	-18.8%	1,013.2	-59.2%	24.5%	520.5	-59.5%	223.3%	569.3	-34.1%	129.2%	1,675.8	-33.5%	193.4%
其他	13,815.7	-68.6%	26.4%	5,160.2	-68.2%	27.9%	2,942.5	-55.9%	57.0%	2,662.7	-67.4%	48.5%	7,957.9	-48.5%	98.8%

2010年1月	<100元			[100,200元)			[200,400元)			[400,600元)			≥600元		
销售量:吨	月度销售	同比	环比	月度销售	同比	环比	月度销售	同比	环比	月度销售	同比	环比	月度销售	同比	环比
全国	26,740.8	-44.3%	26.5%	986.5	-67.9%	43.9%	271.2	-68.6%	55.3%	174.6	-62.7%	49.3%	431.6	-53.7%	70.7%
北京市	5,312.6	-42.9%	20.4%	142.1	-55.4%	103.9%	32.0	-56.4%	144.8%	19.3	-66.3%	68.1%	28.2	-62.0%	81.8%
天津市	1,535.4	-50.0%	39.3%	62.5	-53.1%	47.1%	13.9	-60.8%	79.3%	9.0	-35.0%	51.2%	10.8	-47.4%	79.1%
河北省	1,544.1	-36.3%	34.9%	33.5	-63.4%	52.8%	6.2	-76.2%	5.8%	8.9	-56.8%	24.4%	11.4	-48.0%	101.1%
辽宁省	926.6	-43.3%	22.7%	26.8	-70.6%	47.7%	6.0	-80.3%	65.7%	8.4	-57.6%	108.6%	26.1	-51.6%	66.7%
黑龙江	470.8	-73.6%	-24.7%	9.1	-85.2%	6.3%	2.2	-83.5%	57.0%	3.9	-51.3%	92.1%	7.5	-26.0%	143.5%
上海市	1,560.6	-5.4%	26.5%	44.8	-79.6%	56.8%	22.0	-79.3%	43.7%	14.4	-55.9%	120.4%	35.9	-53.7%	51.1%
江苏省	1,807.2	-41.0%	18.0%	89.5	-63.1%	36.1%	27.3	-54.5%	118.0%	9.4	-75.0%	-20.9%	38.5	-58.7%	55.5%
浙江省	1,249.2	-19.2%	26.2%	34.0	-77.9%	30.6%	14.1	-79.1%	25.4%	10.1	-72.3%	35.5%	36.3	-58.9%	44.8%
山东省	3,512.8	-36.4%	43.2%	96.4	-64.0%	49.8%	21.7	-76.2%	38.0%	23.0	-54.2%	27.6%	39.2	-49.5%	59.3%
河南省	866.4	-61.9%	45.5%	39.7	-65.5%	28.2%	10.7	-66.1%	-22.0%	3.2	-36.8%	-1.7%	22.0	-40.8%	79.5%
湖北省	951.3	-53.1%	13.9%	72.2	-62.1%	65.5%	13.3	-53.5%	63.0%	6.7	-73.9%	76.5%	23.8	-41.7%	81.4%
湖南省	409.8	-48.1%	32.2%	15.8	-80.7%	40.9%	12.3	-64.5%	26.7%	6.9	-52.9%	64.2%	22.6	-64.7%	40.6%
广东省	1,488.2	-50.0%	33.7%	43.7	-70.3%	43.9%	19.7	-68.5%	59.6%	10.3	-62.2%	116.8%	32.8	-63.0%	67.2%
四川省	532.6	-49.8%	46.6%	30.9	-77.2%	29.5%	6.8	-83.1%	16.6%	7.2	-55.5%	28.3%	24.6	-32.5%	77.0%
陕西省	168.9	-51.3%	24.0%	18.7	-51.2%	21.1%	5.3	-57.9%	32.7%	1.3	-52.2%	39.6%	4.8	-58.5%	72.4%
西北四省	241.2	-67.9%	-16.4%	35.4	-63.2%	22.6%	8.7	-65.9%	214.5%	5.8	-30.8%	142.9%	11.6	-38.9%	196.8%
其他	4,163.1	-46.3%	27.8%	191.5	-72.0%	22.9%	48.9	-60.3%	56.0%	26.7	-69.2%	53.7%	55.5	-52.4%	105.0%

资料来源：全国商业联合会，中金公司研究部

图表 3：全国超市系统高端销售额占比同比提升



资料来源：全国商业联合会，中金公司研究部

经销商：依然保持乐观态度

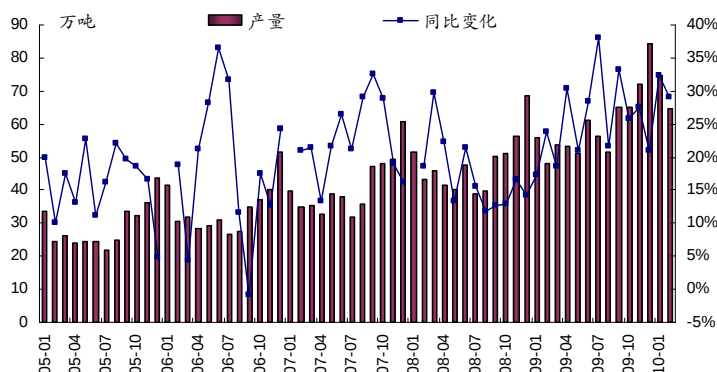
近期我们调研江苏、山西、河南等地经销商，其普遍表示茅台库存很低，五粮液略有库存，泸州老窖库存相对较高，显示一线高端白酒库存并无隐忧。同时，经销商普遍对白酒需求回暖持乐观态度，虽然短期酒厂提价可能性有限，但经销商普遍对茅台、五粮液、山西汾酒等乐观态度，尤其是部分产业人士对山西汾酒未来全国扩张的持续性表示出强烈的信心。

生产端：白酒产量增速继续上扬

产量加速上扬

2010 年白酒产量增速录得开门红，1-2 月白酒产量同比增速达到 30.8%，远高于 2009 年 1-11 月 22% 的同比增速，显示白酒行业需求继续向好。

图表 4：白酒月度产量及增速



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

酒厂预期乐观

2010 年 3 月份春季糖酒会上，各个酒厂的谈论重点均集中在未来高增长上。一线白酒企业重在“放量”和推新产品，如五粮液推出其“酱酒”系列等；而二线白酒企业正试图实现全国扩张，其中山西汾酒、洋河、金种子等品牌均通过销售改革、机制改革等方式，增强自身实力，试图完成全国扩张的梦想。通过这些表现我们可以看到，酒厂对当前宏观形式和需求均较为乐观，其中部分企业看好 400-600 元/瓶这一中高端细分市场的持续增长潜力。

所以，当前行业整体需求回暖仍在延续。酒厂普遍认为前期渠道价格下滑属正常回落，对未来价格回升充满信心。

估值再现吸引力

板块估值振荡上行

白酒板块由于其稳定的盈利增长预期，整体估值处于振荡上行态势。我们看到 2004 年后，由于宏观对周期性行业的不确定性凸显，白酒板块相对大盘的估值溢价率底部逐步抬高。而自去年 6 月我们推荐白酒板块出现反弹以后，白酒相对大盘的溢价率底部亦表现出逐步抬高态势。我们认为，随着当前宏观调控对周期板块的压制以及经济转型过程中经济增长模式的转变，消费板块相对大盘溢价率将持续提升，而白酒板块作为消费板块的重要子行业，相对大盘溢价率仍将继续振荡上行。

图表 5：白酒板块估值溢价将持续提升



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

前期股价调整与基本面无关

我们认为白酒板块前期股价调整主要与以下几个方面有关：

- ▶ 3 月渠道价格正常回落，导致市场资金预期白酒板块短期缺乏催化剂，短期资金撤离。
- ▶ 资金面对投资品仍热度不减。目前，资金面对周期性行业的反弹仍心存期待，导致短期撤离白酒板块。
- ▶ 通胀数据略低于预期。由于白酒板块与通胀密切相关，而 2 月 CPI 低于预期导致白酒板块短期吸引力有限，并使得短期提价预期弱化。

当前估值再现吸引力

估值极具安全边际

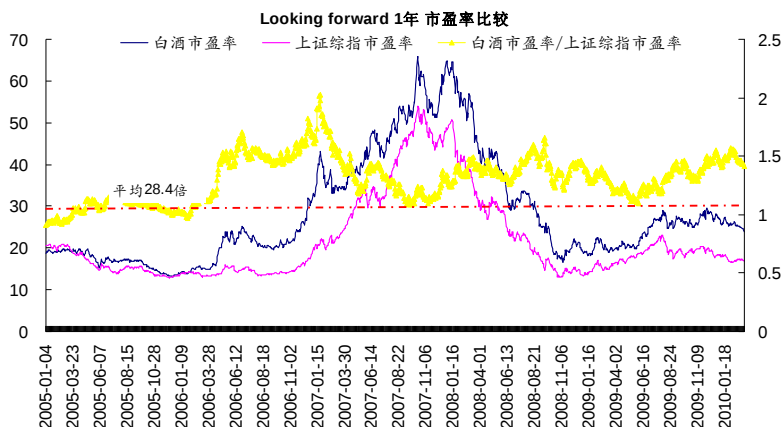
白酒板块的平均估值水平仅有 24.2 倍，远低于历史平均 28.4 倍的水平。而且目前，24.2 倍均值主要受市值较大的贵州茅台的影响，而五粮液、山西汾酒、泸州老窖估值仅有 21.2 倍、22.1 倍和 21.1 倍。当前，板块部分股票与大盘在 2008 年四季度大盘估值见底，白酒板块出现基本面重大转折时 19.1 倍的估值水平仅有 21% 的溢价。而在大盘 1600 点时市场对未来白酒企业成长预期并不乐观，当时 2009 年预期盈利低于 2009 年实际盈利 10%，也就是说 2008 年四季度市场给予的市盈率至少在 20 倍以上，相比当前估值仅折价 10%。

行业基本面强于 08 年四季度

目前行业基本面远好于 08 年四季度。而且市场对于白酒板块增长的潜力深信不疑，行业每年 20% 以上稳定增长预期强烈。

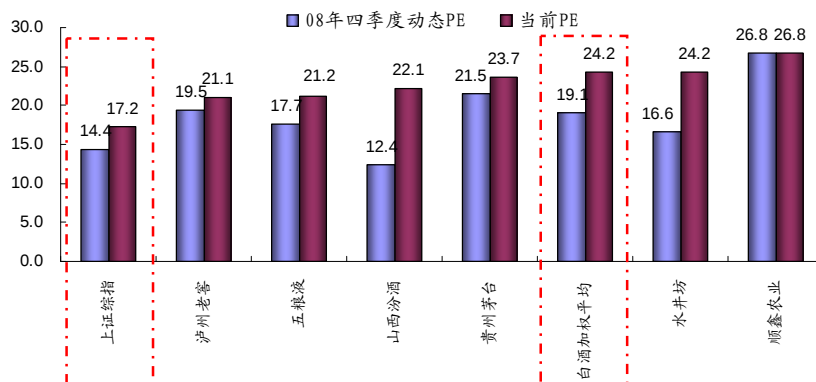
综上，我们认为板块整体投资价值再现。

图表 6：白酒板块估值



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 7：主要白酒企业估值水平



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

业绩和渠道价格回升将是反弹催化剂

年报与季报业绩将不负众望

由于当前行业发展较为平稳，主要白酒企业 2009 年和 2010 年业绩，符合市场预期的可能性较高，而这将成为股价上涨的催化剂，因为：

- (1) 前期市场对盈利预测仍较为保守，所以若盈利符合我们当前预期，则已超出市场预期。
- (2) 2010 年一季度盈利增速整体快于 2009 年。目前，经过我们测算 2010 年白酒板块的平均盈利增速将达到 37%，远高于 2009 年的 17.3%。

图表 8：一季度业绩预览

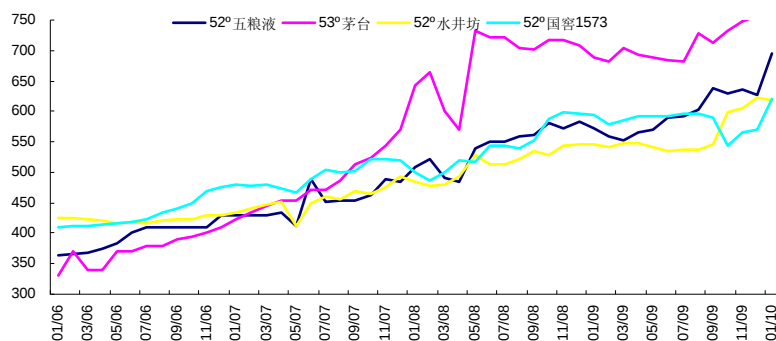
公司	评级	总股本	EPS				净利润(百万元)				净利润增长(%)			
			2009E	1Q2010E	2010E	2011E	2009E	1Q2010E	2010E	2011E	2009E	1Q2010E	2010E	2011E
五粮液	推荐	3,796	0.85	0.51	1.32	1.65	3,245	1,936	5,021	6,274	79.2	53.6	54.7	25.0
贵州茅台	推荐	944	5.01	1.80	6.63	8.48	4,724	1,699	6,260	8,008	24.3	39.5	32.5	27.9
泸州老窖	推荐	1,394	1.19	0.48	1.49	1.96	1,664	662	2,079	2,727	25.1	25.0	24.9	31.2
山西汾酒	推荐	433	0.84	0.52	1.68	2.43	363	225	726	1,051	64.8	44.4	100.2	44.7
水井坊	审慎推荐	489	0.65	0.26	0.89	1.25	319	127	434	609	1.8	30.0	35.9	40.3
顺鑫农业	无评级	439	0.37	0.14	0.81	2.09	161	61	356	916	-27.3	27.3	121.6	157.3

资料来源：中金公司研究部

渠道价格有望在二季度回升

节后，渠道价格出现环比正常回落，但回落幅度仅有 5%，由于当前高端白酒企业渠道库存有限，且需求回暖趋势不变，我们预期二季度，渠道价格又将环比回升。

图表 9：主要高端白酒终端价格



资料来源：醇酒快讯，中金公司研究部

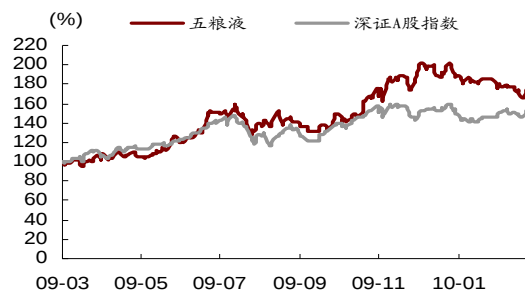
五粮液 (000858.CH)：上调评级至“推荐”

业绩或有持续惊喜

主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
主营业务收入	7,386	7,329	7,933	11,129	13,005	15,203
(+/-%)	15.1	-0.8	8.2	40.3	16.9	16.9
主营业务利润	3,213	3,368	3,749	6,470	7,962	9,648
(+/-%)	33.1	4.8	11.3	72.6	23.1	21.2
净利润	1,170	1,469	1,811	3,245	5,021	6,274
(+/-%)	47.9	25.5	23.3	79.2	54.7	25.0
每股收益 (元)	0.43	0.39	0.48	0.85	1.32	1.65
(+/-%)	47.9	-10.3	23.3	79.2	54.7	25.0
每股经营现金流 (元)	0.49	0.44	0.52	1.59	1.71	1.77
市盈率 (倍)	65.1	72.6	58.9	32.9	21.2	17.0
市净率 (倍)	9.2	11.1	9.3	7.3	5.4	4.1
股价/经营现金流	57.0	64.0	54.0	17.6	16.4	15.9
EV/EBITDA (倍)	34.1	29.3	27.7	14.6	10.4	8.5
净资产收益率 (%)	14.2	15.4	15.9	22.7	26.0	24.5
投入资本回报率 (%)	13.9	14.8	15.1	23.5	25.8	24.4
股息收益率 (%)	0.2	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0

A股	
股票代码	000858 CH
当前股价	人民币 28.08
日成交量 (百万股)	16.76
52周最高价/最低价	人民币 32.65/15.05
总市值 (百万元)	106,477
发行股数 (百万股)	3,796
其中：流通股 (百万股)	3,796
主要股东 (持股比例)	宜宾市国有资产经营有限公司 (56.07%)



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

投资建议

我们把五粮液视为此次反弹的首选品种，主要因为：

五粮液酒有望成功放量，为业绩高增长奠定基础。五粮液经销商会上，刘中国已提到2010年供应量将达到12000吨，显示公司2010年销售供应量增加为实质举措。同时，我们从五粮液核心经销商的调研来看，五粮液的供应量均同比持平或略有上升，部分销售量将通过大型团购、新增经销商和增加开发品牌的方式完成放量。1-2月，五粮液集团已完成全年销售计划的35%，公司业绩的高成长已有保证。

新销售公司利润大幅超市场预期。在2009年年报中，我们可以看到公司新设立的销售公司（2009年7月设立）4-12月的利润在9.68亿元，也就是说公司半年的销售利润已达到9.68亿元。若按照2010年公司销售提价8%，放量20%假设进行测算，公司2010年的实际业绩有望达到1.45元（ $(32.45-9.68*80\%+9.68*2*95\%)*1.28=55$ 亿元，对应每股收益1.45元）。公司可能出于股权激励考虑而递延部分业绩，所以我们暂维持2010年1.32元每股收益的盈利预测。

渠道价格将稳中有升，行业催化剂将来临。目前，五粮液的渠道库存仍维持较为合理的水平，水晶瓶52度五粮液渠道价格约为570-580元/瓶，相比春节旺季环比回落5%。目前，渠道价格已趋稳定，我们预期，随着渠道库存的逐步消化以及需求的逐步回暖，五粮液的渠道价格将出现环比上升。

估值极具安全边际，股价反弹最值得期待。目前，公司对应2010年的市盈率为21.2倍，接近2008年四季度的历史较低水平，而当前行业基本面以及大盘估值情况相比2008年四季度更高，显示公司估值安全边际很高。随着渠道价格的上升以及亮丽业绩的报出，股价有望反弹。我们上调评级至“推荐”，并把五粮液作为近期白酒板块反弹的首选。

图表 10: 历史和预测的财务指标

(单位: 人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表						
主营业务收入	7386	7329	7933	11129	13005	15203
主营业务利润	3213	3368	3749	6470	7962	9648
营业费用	(1005)	(783)	(891)	(1164)	(833)	(878)
管理费用	(472)	(498)	(589)	(839)	(499)	(533)
营业利润	1739	2087	2269	4467	6630	8237
财务费用	50	92	160	110	135	216
税前利润	1786	2178	2399	4606	6765	8453
净利润	1,170	1,469	1,811	3,245	5,021	6,274
每股盈利 (元)	0.43	0.39	0.48	0.85	1.32	1.65
每股股利 (元)	0.06	-	0.05	-	-	-
现金流量表						
经营活动现金流净额	1336	1666	1973	6054	6500	6721
投资活动现金流净额	(250)	(243)	(106)	4257	0	0
融资活动现金流净额	(271)	(148)	(3)	(179)	0	0
货币资金增加额	815	1275	1865	1618	6500	6721
货币资金期初余额	1971	2786	4061	5925	7544	14043
货币资金期末余额	2786	4061	5925	7544	14043	20764
资产负债表						
货币资金	2786	4061	5925	7544	14043	20764
应收款项	676	531	602	1842	2153	2516
存货	1508	1806	2077	3477	2354	2663
长期投资合计	26	26	27	30	30	30
固定资产合计	5212	4994	4662	7154	6630	6097
无形资产及其他资产	65	62	61	376	357	338
资产合计	10,334	11,572	13,496	20,849	25,992	32,833
短期借款	-	-	-	-	-	-
应付账款	36	30	38	239	242	262
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	1,211	942	828	221	221	221
长期借款	-	-	-	-	-	-
股本	2,711	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
储备和未分配利润	5,546	5,773	7,584	10,479	15,500	21,774
负债和所有者权益合计	10,334	11,572	13,496	20,849	25,992	32,833

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 11: 盈利预测及其主要假设

(人民币: 百万元)	2007	2008	2009A	2010E	2010E
销售收入	7,329	7,933	11,129	13,005	15,203
五粮液	4,938	5,936	6,415	9,286	10,726
中低价酒	2,284	1,880	2,736	3,612	4,370
销量(吨)	98,000	76,000	95,685	114,822	125,701
平均单价(元/吨)	74,934	104,658	116,311	113,260	120,942
五粮液	n.a.	n.a.	638,291	770,000	847,000
中低价酒	n.a.	n.a.	31,950	35,145	38,659
毛利率	53.9%	54.4%	65.3%	70.0%	72.2%
五粮液	72.0%	66.7%	77.0%	79.0%	79.0%
中低价酒	16.5%	16.7%	22.0%	40.0%	50.0%
营业费用	783	891	1,164	833	878
营业费用率	10.7%	11.2%	10.5%	6.4%	5.8%
管理费用	498	589	839	499	533
管理费用率	6.8%	7.4%	7.5%	3.8%	3.5%
税前利润	2,178	2,399	4,606	6,765	8,453
税前利润率	29.7%	30.2%	41.4%	52.0%	55.6%
所得税率	32.4%	23.7%	24.7%	25.0%	25.0%
净利润	1,469	1,811	3,245	5,021	6,274
净利润率	20.0%	22.8%	29.2%	38.6%	41.3%

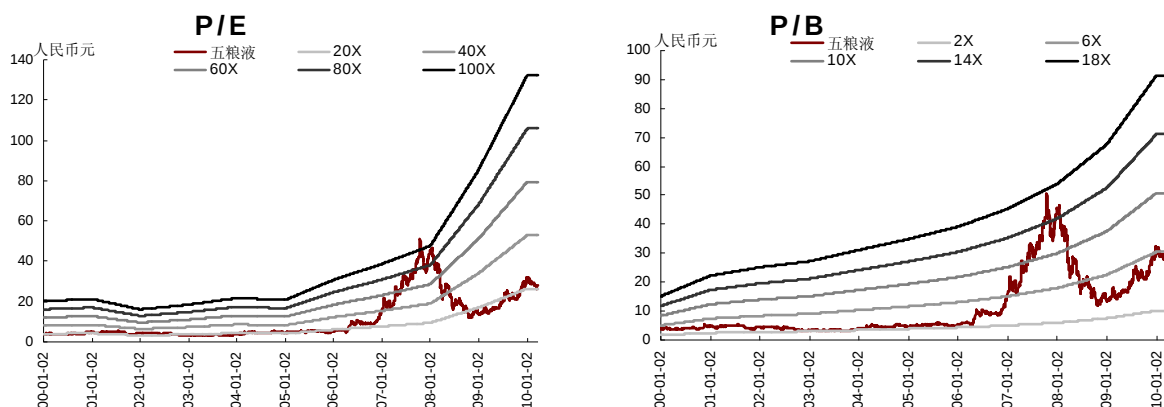
资料来源: 中金公司研究部

图表 12：可比公司估值

公司 (收盘于2010-3-22)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	31.4	23.7	18.5	9.7	7.2	5.5	31.8	31.6	30.8	0.7	0.9	1.2	20.6	15.7	12.4
五粮液	000858.SZ	推荐	32.9	21.2	17.0	7.3	5.4	4.1	22.7	26.0	24.5	0.0	0.0	0.0	14.6	10.4	8.5
泸州老窖	000568.SZ	推荐	26.3	21.1	16.1	11.0	9.5	8.1	41.8	45.2	50.3	4.3	5.3	7.0	21.6	18.6	13.6
水井坊	600779.SH	审慎推荐	32.9	24.2	17.3	6.8	6.3	5.7	20.9	26.2	33.1	2.1	2.9	4.1	22.9	16.0	11.5
山西汾酒	600809.SH	推荐	44.2	22.1	15.2	8.6	6.8	5.5	21.9	34.1	39.3	1.6	3.2	4.6	23.6	14.7	10.3
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	47.9	26.8	10.4	3.2	2.1	1.8	6.7	7.9	17.0	0.0	0.0	0.0	29.6	11.8	10.3
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	32.6	26.2	21.5	11.9	10.0	8.3	36.5	38.0	38.7	2.2	3.3	2.7	23.1	18.6	15.3
金枫酒业	600616.SH	中性	46.2	38.3	28.7	6.9	6.3	5.4	15.0	16.3	19.0	1.1	1.1	1.1	33.4	27.6	20.9
古越龙山	600059.SH	中性	53.5	42.8	42.0	4.2	4.0	3.8	8.1	9.6	9.3	2.2	2.8	2.9	20.6	17.0	16.6
可选消费类平均			38.7	27.4	20.7	7.7	6.4	5.4	22.8	26.1	29.1	1.6	2.2	2.6	23.3	16.7	13.3
可选消费类平均(剔除古越龙山)			36.8	25.4	18.1	8.2	6.7	5.5	24.7	28.2	31.6	1.5	2.1	2.6	23.7	16.7	12.8
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	推荐	53.9	35.7	23.7	5.2	4.5	3.8	9.7	12.7	16.1	0.0	0.0	0.0	15.6	10.8	7.3
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	44.6	32.8	24.8	8.4	7.6	6.7	19.6	24.1	28.3	1.3	1.8	2.4	22.9	18.2	14.6
青岛啤酒	600600.SH	中性	33.3	25.8	21.5	5.4	4.8	4.2	16.3	18.5	19.6	1.4	1.8	2.2	14.3	11.9	11.9
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	37.8	23.8	20.0	3.4	3.2	2.9	8.5	12.2	13.1	0.8	1.3	1.5	16.5	11.5	10.0
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	33.6	28.2	25.0	10.4	8.6	7.3	31.0	30.5	29.1	1.6	1.8	2.1	20.4	16.9	14.7
*ST伊利	600887.SH	推荐	36.0	24.5	18.1	7.1	5.8	4.6	19.7	23.5	25.4	0.6	0.8	1.1	17.4	11.9	8.5
光明乳业	600597.SH	回避	87.5	75.3	68.9	5.1	4.8	4.6	5.8	6.3	6.6	0.0	0.5	0.8	21.1	18.1	16.5
低价快消类平均			46.7	35.2	28.9	6.4	5.6	4.9	15.8	18.3	19.7	0.8	1.2	1.4	18.3	14.2	11.9
低价快消类平均(剔除光明乳业)			39.9	28.5	22.2	6.7	5.7	4.9	17.5	20.3	21.9	0.9	1.3	1.6	17.8	13.5	11.2
A股覆盖总体平均																	
			42.2	30.8	24.3	7.2	6.1	5.1	19.7	22.7	25.0	1.2	1.7	2.1	21.1	15.6	12.7
A股覆盖总体平均(剔除古越龙山和光明乳业)			38.1	26.7	19.8	7.5	6.3	5.3	21.6	24.8	27.4	1.3	1.7	2.1	21.2	15.3	12.1

资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 13：历史 P/E 和 P/B



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

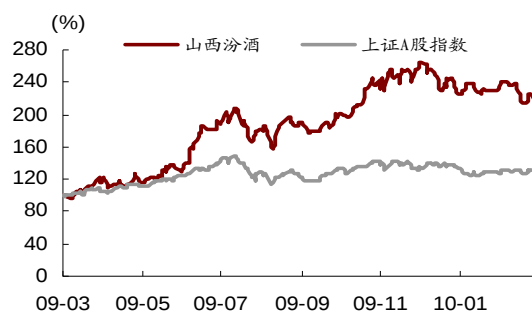
山西汾酒 (600809.CH): 推荐

带领清香白酒走向辉煌

主要财务, 股票信息

(单位: 人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
主营业务收入	1,519	1,847	1,585	2,135	3,080	3,928
(+/-%)	41.7	21.6	-14.2	34.8	44.2	27.5
主营业务利润	838	1,137	967	1,254	1,959	2,577
(+/-%)	53.8	35.7	-15.0	29.8	56.1	31.5
净利润	265	360	245	363	726	1,051
(+/-%)	100.4	35.6	-31.8	48.0	100.2	44.7
每股收益 (元)	0.61	0.83	0.57	0.84	1.68	2.43
(+/-%)	100.4	35.6	-31.8	48.0	100.2	44.7
每股经营现金流 (元)	0.90	0.17	1.36	0.61	1.32	2.00
市盈率 (倍)	60.4	44.6	65.4	44.2	22.1	15.2
市净率 (倍)	13.3	11.4	10.1	8.6	6.8	5.5
股价/经营现金流	41.0	212.2	27.2	60.2	28.0	18.5
EV/EBITDA (倍)	29.3	22.0	28.8	23.6	14.7	10.3
净资产收益率 (%)	23.7	27.9	16.7	21.9	34.1	39.3
投入资本回报率 (%)	23.5	27.6	16.7	21.9	34.1	39.3
股息收益率 (%)	1.2	0.4	1.1	1.6	3.2	4.6

股票代码	600809CH
当前股价	人民币 37.01
日成交量 (百万股)	1.62
52周最高价/最低价	人民币 45.68/15.85
总市值 (百万元)	15,962
发行股数 (百万股)	433
其中: 流通股 (百万股)	433
主要股东 (持股比例)	山西杏花村汾酒集团 (69.97%)



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

投资建议

我们把山西汾酒视为长期投资品种, 主要因为:

香型和价格优势, 未来发展潜力巨大。我们多次强调, 清香型良好的竞争格局以及现有清香型高端白酒的缺失为汾酒高端化提供有力契机。同时, 青花瓷汾酒处于 400-600 元/瓶的次高端价格段, 该价格段市场空间大、竞争激烈程度低。而汾酒依托其四大名酒的禀赋优势, 有望迅速占领中高端市场。而这一判断, 亦得到了盛初营销等酒类专业资讯公司的印证。

机制改革正在进行, 快速发展基础更为牢固。目前, 公司借助外脑对公司进行机构改革和人员调整, 选派 17 名优秀的年轻干部, 到清华进行培训半年。此后, 公司还将对生产资源进行重新的整合和规划, 扩大产能以满足未来快速发展的需要。我们预期, 随着公司内部调整完成, 长期快速发展基础将更为牢固, 改革效果将逐步在收入和业绩中予以体现。同时, 目前公司已与酒专业资讯公司——盛初营销进行合作。我们认为此次合作的意义在于以下三个方面: (1) 避免公司在战略上出现重大失误; (2) 理顺营销思路; (3) 加强公司的执行力。而这也为公司 2010 年销售收入 30 亿元目标的完成提供保证。

长期增长趋势已有所显现。预期集团 1-2 月收入在 13 亿元 (去年集团收入在 37.8 亿元), 同比翻番。预期上市公司 1-2 月含税收入已达到 8.7 亿元, 一季度含税收入有望达到 12 亿元以上, 同比增长将达到 60% 以上。其中, 2010 年省外经销商的计划已基本翻番, 公司长期增长趋势已开始体现。

杏花村品牌注入仍值得期待。目前, 杏花产品的销售收入在 1-2 亿元, 虽然目前该产品仍没有盈利, 但可作为未来公司的新利润增长点。目前杏花村产品的运作已由上市公司来完成, 我们预期在进行生产整合后, 杏花村产品将作为低端产品, 注入上市公司。

估值及投资建议。公司对应 2010-2011 年市盈率分别 22.1 倍和 15.2 倍, 随着股价对年报低于预期的反映, 一季度业绩超预期将给股价带来积极反映, 我们维持“推荐”的评级, 建议投资者长期关注。

图表 14：盈利预测调整表

(人民币：百万元)	2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	2135	2135	0.0%	3080	3080	0.0%
毛利率	74.1%	74.1%	0.0%	78.9%	78.9%	0.0%
主营业务税金	327	327	0.0%	472	472	0.0%
营销费用	405	460	13.6%	652	722	10.7%
营销费用/销售收入	19.0%	21.5%	2.6%	21.2%	23.4%	2.3%
管理费用	171	171	0.0%	214	214	0.0%
管理费用/销售收入	8.0%	8.0%	0.0%	6.9%	6.9%	0.0%
息税前利润	679	624	-8.1%	1093	1023	-6.4%
息税前利润率	31.8%	29.2%	-2.6%	35.5%	33.2%	-2.3%
所得税率	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%
净利润	404	363	-10.2%	730	726	-0.5%
净利润率	18.9%	17.0%	-1.9%	23.7%	23.6%	-0.1%
每股收益 (人民币元)	0.934	0.838	-10.2%	1.686	1.678	-0.5%

资料来源：中金公司研究部

图表 15：历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
损益表							
主营业务收入	1,072	1,519	1,847	1,585	2,135	3,080	3,928
主营业务利润	545	838	1,137	967	1,254	1,959	2,577
营业费用	-159	-213	-363	-310	-460	-722	-843
管理费用	-108	-126	-92	-149	-171	-214	-267
营业利润	279	502	682	507	624	1,023	1,467
财务费用	1	2	4	1	-	-	-
税前利润	274	501	668	444	587	987	1,425
净利润	132	265	360	245	363	726	1,051
每股盈利 (元)	0.31	0.61	0.83	0.57	0.84	1.68	2.43
每股股利 (元)	0.20	0.45	0.16	0.40	0.59	1.17	1.70
现金流量表							
经营活动现金流净额	154	391	76	590	266	572	865
投资活动现金流净额	-53	-39	-61	-92	-30	-100	-100
融资活动现金流净额	-73	-106	-228	-128	-173	-254	-508
货币资金增加额	27	245	-213	370	63	218	257
货币资金期初余额	113	140	385	172	542	605	823
货币资金期末余额	140	385	172	542	605	823	1,079
资产负债表							
货币资金	140	385	172	542	605	823	1,079
应收账款	93	77	164	39	53	76	97
存货	368	410	497	692	1,027	1,203	1,387
长期投资合计	4	6	5	5	5	5	5
固定资产合计	392	398	429	474	467	526	583
无形资产及其他资产	14	13	13	31	30	29	28
资产合计	1,335	1,657	1,886	2,115	2,623	3,276	3,952
短期借款	1	-	-	-	-	-	-
应付账款	27	37	62	44	65	76	87
应付股利	3	6	5	5	5	5	5
应交税金	108	190	336	244	361	423	488
长期借款	-	-	-	-	-	-	-
股本	433	433	433	433	433	433	433
储备和未分配利润	514	686	858	1,034	1,224	1,696	2,238
负债和所有者权益合计	1,335	1,657	1,886	2,115	2,623	3,276	3,952

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 16: 盈利预测及其主要假设

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)								毛利 (百万元)							
销售收入 (百万元)								酒类毛利							
白酒	1,022	1,430	1,714	1,458	1,976	2,786	3,421	白酒	743	1,058	1,342	1,136	1,500	2,262	2,860
(+/-%)		40.0%	19.9%	-14.9%	35.5%	41.0%	22.8%	(+/-%)		42.4%	26.8%	-15.4%	32.1%	50.8%	26.4%
配制酒	50	89	121	106	160	294	507	配制酒	30	61	78	64	82	169	320
(+/-%)		77.1%	36.9%	-13.1%	51.2%	84.0%	72.5%	(+/-%)		105.8%	27.6%	-16.8%	27.1%	106.7%	89.0%
总计	1,072	1,519	1,714	1,585	2,135	3,080	3,928	总计	773	1,119	1,298	1,221	1,582	2,431	3,180
(+/-%)		41.7%	12.9%	-7.5%	34.8%	44.2%	27.5%	(+/-%)		44.8%	16.0%	-6.0%	29.6%	53.7%	30.8%
销量 (吨)								毛利率							
白酒	16,625	19,040	17,650	12,530	13,990	15,408	16,500	酒类毛利率	72.1%	73.7%	75.7%	77.0%	74.1%	78.9%	81.0%
(+/-%)		14.5%	-7.3%	-29.0%	11.7%	10.1%	7.1%	白酒	72.7%	74.0%	78.3%	77.9%	75.9%	81.2%	83.6%
配制酒	1,300	1,700	2,600	3,470	4,858	7,773	11,659	配制酒	58.9%	68.5%	63.8%	61.1%	51.3%	57.7%	63.2%
(+/-%)		30.8%	52.9%	33.5%	40.0%	60.0%	50.0%	总计	72.1%	73.7%	75.7%	77.0%	74.1%	78.9%	81.0%
总计	17,925	20,740	20,250	16,000	18,848	23,181	28,160	白酒	72.7%	74.0%	78.3%	77.9%	75.9%	81.2%	83.6%
(+/-%)		15.7%	-2.4%	-21.0%	17.8%	23.0%	21.5%	配制酒	58.9%	68.5%	63.8%	61.1%	51.3%	57.7%	63.2%
单价 (万元/吨)								主营业务税金及附加							
白酒	6.1	7.5	9.7	11.6	14.1	18.1	20.7	消费税	200.3	244.3	247.2	211.3	283.6	405.0	515.2
(+/-%)		22.2%	29.3%	19.9%	21.3%	28.0%	14.7%	其他	27.6	36.5	40.3	33.6	43.8	67.3	88.1
配制酒	3.9	5.2	4.7	3.0	3.3	3.8	4.3	总计	228.0	280.9	287.6	244.9	327.5	472.4	603.3
(+/-%)		35.5%	-10.5%	-34.9%	8.0%	15.0%	15.0%	销售费用及管理费用							
总计	6.0	7.3	8.5	9.9	11.3	13.3	13.9	销售费用	159.2	212.9	362.9	310.0	460.1	722.0	842.9
(+/-%)		22.5%	15.6%	17.0%	14.4%	17.3%	5.0%	销售费用率	14.9%	14.0%	21.2%	19.6%	21.5%	23.4%	21.5%
营业成本 (百万元)								管理费用	107.7	125.7	92.1	149.5	170.8	213.5	266.9
总成本 (百万元)								管理费用率	10.1%	8.3%	5.4%	9.4%	8.0%	6.9%	6.8%
白酒	278	372	372	323	476	524	561								
(+/-%)		33.6%	0.0%	-13.2%	47.4%	10.1%	7.1%								
配制酒	21	28	44	41	78	124	186								
(+/-%)		36.0%	57.2%	-6.5%	89.0%	60.0%	50.0%								
总计	299	400	416	364	554	648	748								
(+/-%)		33.8%	4.0%	-12.5%	52.1%	17.1%	15.3%								
单位成本 (万元/吨)															
白酒	1.7	2.0	2.1	2.6	3.4	3.4	3.4								
(+/-%)		16.6%	7.9%	22.3%	32.0%	0.0%	0.0%								
配制酒	1.6	1.6	1.7	1.2	1.6	1.6	1.6								
(+/-%)		4.0%	2.8%	-30.0%	35.0%	0.0%	0.0%								
总计	1.7	1.9	2.1	2.3	2.9	2.8	2.7								
(+/-%)		15.6%	6.5%	10.8%	29.1%	-4.8%	-5.1%								

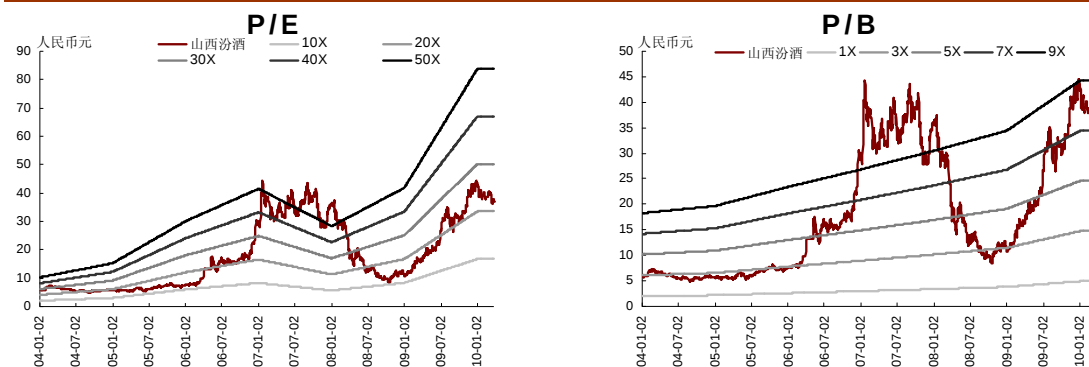
资料来源: 中金公司研究部

图表 17: 可比公司估值

公司 (收盘于2010-3-22)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	31.4	23.7	18.5	9.7	7.2	5.5	31.8	31.6	30.8	0.7	0.9	1.2	20.6	15.7	12.4
五粮液	000858.SZ	推荐	32.9	21.2	17.0	7.3	5.4	4.1	22.7	26.0	24.5	0.0	0.0	0.0	14.6	10.4	8.5
泸州老窖	000568.SZ	推荐	26.3	21.1	16.1	11.0	9.5	8.1	41.8	45.2	50.3	4.3	5.3	7.0	21.6	18.6	13.6
水井坊	600779.SH	审慎推荐	32.9	24.2	17.3	6.8	6.3	5.7	20.9	26.2	33.1	2.1	2.9	4.1	22.9	16.0	11.5
山西汾酒	600809.SH	推荐	44.2	22.1	15.2	8.6	6.8	5.5	21.9	34.1	39.3	1.6	3.2	4.6	23.6	14.7	10.3
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	47.9	26.8	10.4	3.2	2.1	1.8	6.7	7.9	17.0	0.0	0.0	0.0	29.6	11.8	10.3
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	32.6	26.2	21.5	11.9	10.0	8.3	36.5	38.0	38.7	2.2	3.3	2.7	23.1	18.6	15.3
金枫酒业	600616.SH	中性	46.2	38.3	28.7	6.9	6.3	5.4	15.0	16.3	19.0	1.1	1.1	1.1	33.4	27.6	20.9
古越龙山	600059.SH	中性	53.5	42.8	42.0	4.2	4.0	3.8	8.1	9.6	9.3	2.2	2.8	2.9	20.6	17.0	16.6
可选消费类平均			38.7	27.4	20.7	7.7	6.4	5.4	22.8	26.1	29.1	1.6	2.2	2.6	23.3	16.7	13.3
可选消费类平均 (剔除古越龙山)			36.8	25.4	18.1	8.2	6.7	5.5	24.7	28.2	31.6	1.5	2.1	2.6	23.7	16.7	12.8
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	推荐	53.9	35.7	23.7	5.2	4.5	3.8	9.7	12.7	16.1	0.0	0.0	0.0	15.6	10.8	7.3
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	44.6	32.8	24.8	8.4	7.6	6.7	19.6	24.1	28.3	1.3	1.8	2.4	22.9	18.2	14.6
青岛啤酒	600600.SH	中性	33.3	25.8	21.5	5.4	4.8	4.2	16.3	18.5	19.6	1.4	1.8	2.2	14.3	11.9	11.9
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	37.8	23.8	20.0	3.4	3.2	2.9	8.5	12.2	13.1	0.8	1.3	1.5	16.5	11.5	10.0
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	33.6	28.2	25.0	10.4	8.6	7.3	31.0	30.5	29.1	1.6	1.8	2.1	20.4	16.9	14.7
*ST伊利	600887.SH	推荐	36.0	24.5	18.1	7.1	5.8	4.6	19.7	23.5	25.4	0.6	0.8	1.1	17.4	11.9	8.5
光明乳业	600597.SH	回避	87.5	75.3	68.9	5.1	4.8	4.6	5.8	6.3	6.6	0.0	0.5	0.8	21.1	18.1	16.5
低价快消类平均			46.7	35.2	28.9	6.4	5.6	4.9	15.8	18.3	19.7	0.8	1.2	1.4	18.3	14.2	11.9
低价快消类平均 (剔除光明乳业)			39.9	28.5	22.2	6.7	5.7	4.9	17.5	20.3	21.9	0.9	1.3	1.6	17.8	13.5	11.2
A股覆盖总体平均			42.2	30.8	24.3	7.2	6.1	5.1	19.7	22.7	25.0	1.2	1.7	2.1	21.1	15.6	12.7
A股覆盖总体平均 (剔除古越龙山和光明乳业)			38.1	26.7	19.8	7.5	6.3	5.3	21.6	24.8	27.4	1.3	1.7	2.1	21.2	15.3	12.1

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

图表 18：历史 P/E 和 P/B



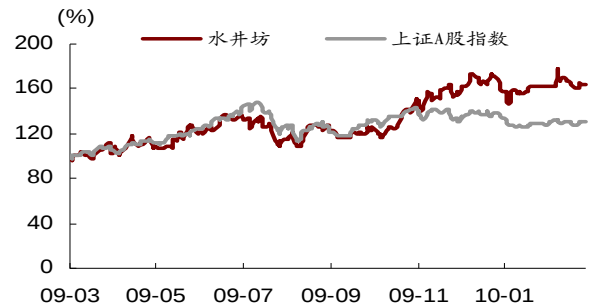
资料来源：万德资讯，中金公司研究部

水井坊 (600779.CH): 审慎推荐

Diageo入主志在高远

主要财务, 股票信息

(单位: 人民币百万元)								A股	
	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E	股票代码	600779CH
主营业务收入	604	805	1,004	1,179	1,563	2,043	2,563	当前股价	人民币 21.47
(+/-%)	-23.9	33.3	24.7	17.4	32.6	30.7	25.5	日成交量 (百万股)	3.13
主营业务利润	459	572	749	927	991	1,440	1,881	52周最高价/最低价	人民币 24.8/12.96
(+/-%)	0.4	24.5	31.0	23.8	6.9	45.3	30.6	总市值 (百万元)	10674.72
净利润	78	102	201	314	319	434	609	发行股数 (百万股)	489
(+/-%)	10.4	30.7	97.9	55.9	1.8	35.9	40.3	其中: 流通股 (百万股)	295
每股收益 (元)	0.16	0.21	0.41	0.64	0.65	0.89	1.24	主要股东 (持股比例)	成都全兴集团 (39.71%)
(+/-%)	10.4	30.7	97.9	55.9	1.8	35.9	40.3		
每股经营现金流 (元)	0.18	0.28	1.22	0.05	0.45	-0.15	0.65		
市盈率 (倍)	135.1	103.4	52.2	33.5	32.9	24.2	17.3		
市净率 (倍)	9.3	8.8	8.0	7.3	6.8	6.3	5.7		
股价/经营现金	120.6	76.5	17.6	413.8	47.4	-145.3	32.9		
EV/EBITDA (倍)	53.0	38.6	23.0	20.4	22.9	16.0	11.5		
净资产收益率 (%)	6.9	8.6	15.4	21.9	20.9	26.2	33.1		
投入资本回报率 (%)	6.4	7.9	14.6	20.8	20.8	25.9	32.5		
股息收益率 (%)	0.6	0.7	1.8	2.5	2.1	2.9	4.1		



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

投资建议

我们认为水井坊存在持续投资机会, 主要因为:

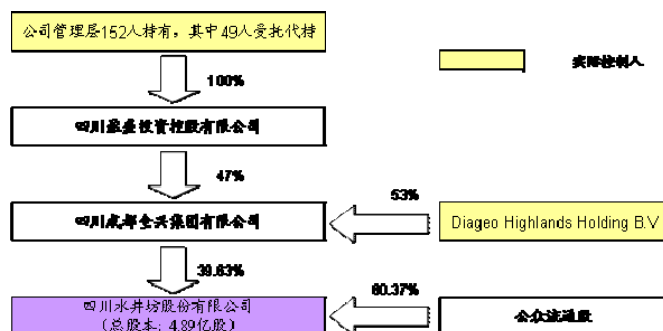
员工持股增加, 激励机制更进一步。在 2009 年年底, 公司将四川全兴股东投资的部分股权出让给上市公司职工, 公司在内部激励上更进一步, 这为水井坊未来长期快速发展奠定良好基础。

外资注入, 新规划显壮志。在外方股东正式入主后, 公司提出 3 年 30 亿元的目标, 年均符合增长率达到 40%。所以, 收购完成后的水井坊, 已不是一个简单的名白酒企业, 而是全球第一大烈性酒企业 Diageo 在中国市场的运作平台, 该平台的功能包括白酒业务在中国的拓展、白酒出口业务、烈性酒在中国的推广、国内烈性酒的收购兼并。目前, Diageo 通过 2 年多对中国市场的深入研究, 完成对公司营销和管理体系的梳理和改革, 改革效果将在公司未来 2 年的业绩中有充分的体现。

Diageo 要约收购价形成股价安全底线。由于当前股价与 Diageo 要约收购价溢价仅 1.6%, 而此次收购获得商务部批准可能性较高。所以, 在未来 4 月-10 月后, 流通股东可以 21.45 元/ 股价格卖给 Diageo, 而这形成对当前股价的有效支撑, 安全底线很高。

投资建议:上调公司 2010-2011 年盈利预测 19.8%和 41.3%至每股收益 0.89 元和 1.24 元。公司对应 2010-2011 年的市盈率分别为 24.2 倍和 17.3 倍, 处于板块平均水平。由于 Diageo 收购形成安全边际, 激励机制更近一步, 且未来发展趋势环比向好, 我们维持“审慎推荐”的投资评级, 提示投资者水井坊近年来的持续投资价值。

图表 19：水井坊股权结构



资料来源：中金公司研究部

图表 20：盈利预测调整表

(人民币：百万元)	2010E			2011E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	1705	2043	19.8%	1853	2563	38.3%
毛利率	67.5%	70.5%	3.0%	69.3%	73.4%	4.1%
主营业务税金	159	185	16.6%	163	228	40.0%
营销费用	360	499	38.8%	387	642	66.0%
营销费用/销售收入	21.1%	24.4%	3.3%	20.9%	25.1%	4.2%
管理费用	139	143	2.3%	149	152	1.7%
管理费用/销售收入	8.2%	7.0%	-1.2%	8.1%	5.9%	-2.1%
息税前利润	493	613	24.4%	585	859	46.7%
息税前利润率	28.9%	30.0%	1.1%	31.6%	33.5%	1.9%
所得税率	25.8%	28.6%	2.8%	25.8%	28.7%	2.9%
净利润	362	434	19.8%	431	609	41.4%
净利润率	21.2%	21.2%	0.0%	23.2%	23.8%	0.5%
每股收益 (人民币元)	0.740	0.886	19.8%	0.880	1.244	41.4%

资料来源：中金公司研究部

图表 21：历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
损益表								
主营业务收入	794	604	805	1,004	1,179	1,563	2,043	2,563
主营业务利润	457	459	572	749	927	991	1,440	1,881
营业费用	-110	-119	-136	-147	-233	-322	-499	-642
管理费用	-100	-76	-98	-80	-110	-116	-143	-152
营业利润	156	168	244	421	478	423	613	859
财务费用	-25	-21	-21	-2	2	-12	-12	-12
税前利润	129	167	228	432	488	420	610	856
净利润	70	78	102	201	314	319	434	609
每股盈利 (元)	0.14	0.16	0.21	0.41	0.64	0.65	0.89	1.24
每股股利 (元)	0.10	0.13	0.16	0.38	0.53	0.46	0.62	0.87
现金流量表								
经营活动现金流净额	150	87	137	595	25	222	-72	320
投资活动现金流净额	5	-71	85	12	-376	-25	-25	-25
融资活动现金流净额	-153	12	-123	-362	-9	-272	-236	-316
货币资金增加额	2	29	100	245	-360	-75	-333	-21
货币资金期初余额	348	349	378	478	741	382	307	-27
货币资金期末余额	349	378	478	722	382	307	-27	-48
资产负债表								
货币资金	349	378	478	722	382	307	-27	-48
应收账款	66	67	53	55	86	114	150	188
存货	499	650	867	955	945	833	1,067	1,369
长期投资合计	67	73	36	35	48	68	88	107
固定资产合计	266	260	243	218	217	227	237	245
无形资产及其他资产	180	62	68	75	499	494	488	483
资产合计	1,587	1,722	1,903	2,264	2,513	2,575	2,704	3,200
短期借款	319	407	385	85	68	68	68	68
应付账款	52	38	78	42	49	43	55	71
应付股利	1	2	3	3	2	-34	46	169
应交税金	32	26	28	106	67	59	76	98
长期借款	-	-	-	-	-	-	-	-
股本	489	489	489	489	489	489	489	489
储备和未分配利润	608	637	689	814	944	1,039	1,169	1,352
负债和所有者权益合计	1,587	1,722	1,903	2,264	2,513	2,575	2,704	3,200

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 22: 盈利预测及其主要假设

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E		2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百万元)							毛利润 (百万元)						
销售收入 (百万元)							酒类毛利润						
酒类销售收入	596	731	945	1,138	1,068	1,507	高档酒	449	546	717	869	800	1,167
(+/-%)		22.5%	29.3%	20.5%	-6.2%	41.1%	(+/-%)		21.5%	31.4%	21.2%	-8.0%	45.9%
高档酒	579	664	886	1,066	980	1,402	中低档酒	7	9	17	38	46	55
(+/-%)		14.8%	33.5%	20.2%	-8.0%	43.0%	(+/-%)		27.2%	103.1%	121.0%	20.0%	20.0%
中低档酒	18	67	58	73	87	105	总计	456	554	734	908	846	1,222
(+/-%)		276.5%	-12.3%	24.5%	20.0%	20.0%	(+/-%)		21.6%	32.5%	23.6%	-6.8%	44.5%
房地产销售收入		66	59	0	495	536	房地产毛利润		13	14	0	145	218
总平米数 (万平方米)				0	10	10	毛利总计	459	572	749	927	991	1,440
销售单价 (元/平方米)				0	5,156	6,700	(+/-%)		24.5%	31.0%	23.8%	6.9%	45.3%
总计	604	805	1,004	1,179	1,563	2,043	毛利润率						
(+/-%)		33.3%	24.7%	17.4%	32.6%	30.7%	酒类毛利率	76.5%	75.9%	77.7%	79.7%	79.2%	81.1%
酒类销量 (吨)							高档酒	77.6%	82.2%	80.9%	81.6%	81.6%	83.2%
高档酒	1,400	1,600	1,900	2,090	1,923	2,500	中低档酒	37.9%	12.8%	29.7%	52.7%	52.7%	52.7%
(+/-%)		14.3%	18.8%	10.0%	-8.0%	30.0%	房地产毛利率		19.8%	24.0%		29.3%	40.6%
中低档酒	1,600	1,900	2,000	2,000	2,400	2,880	总体毛利率	76.0%	71.0%	74.6%	78.6%	63.4%	70.5%
(+/-%)		18.8%	5.3%	0.0%	20.0%	20.0%	主营业务税金及附加						
总计	3,000	3,500	3,900	4,090	4,323	5,380	消费税	78.4	70.6	75.4	77.9	74.8	104.8
(+/-%)		16.7%	11.4%	4.9%	5.7%	24.4%	土地增值税	0.0	0.0	0.8	2.2	3.1	40.2
酒类单价 (万元/吨)							其他	18.4	23.7	24.8	26.1	51.7	40.4
高档酒	41.3	41.5	46.7	51.0	51.0	56.1	总计	96.8	94.2	101.0	106.2	129.5	185.4
(+/-%)		0.4%	12.4%	9.3%	0.0%	10.0%	销售费用及管理费用						
中低档酒	1.1	3.5	2.9	3.6	3.6	3.6	销售费用	118.6	135.9	147.0	233.3	322.2	499.0
(+/-%)		217.1%	-16.7%	24.5%	0.0%	0.0%	销售费用率	19.6%	16.9%	14.6%	19.8%	20.6%	24.4%
总计	19.9	20.9	24.2	27.8	24.7	28.0	管理费用	75.7	97.6	79.8	110.0	116.0	142.5
(+/-%)		5.0%	16.0%	14.9%	-11.3%	13.4%	管理费用率	12.5%	12.1%	8.0%	9.3%	7.4%	7.0%
主营业务成本 (百万元)													
总成本 (百万元)													
酒类总成本													
高档酒	129	118	169	196	181	235							
(+/-%)		-8.7%	43.3%	16.0%	-8.0%	30.0%							
中低档酒	11	58	41	34	41	50							
(+/-%)		428.7%	-29.3%	-16.3%	20.0%	20.0%							
总计	140	176	210	231	222	284							
(+/-%)		25.6%	19.4%	9.7%	-3.8%	28.1%							
房地产业务成本		53	45	0	350	318							
成本总计	145	234	255	252	572	603							
(+/-%)		61.1%	9.2%	-1.3%	127.2%	5.4%							
酒类单位成本 (万元/吨)													
高档酒	9.2	7.4	8.9	9.4	9.4	9.4							
(+/-%)		-20.1%	20.7%	5.5%	0.0%	0.0%							
中低档酒	0.7	3.1	2.1	1.7	1.7	1.7							
(+/-%)		345.3%	-32.8%	-16.3%	0.0%	0.0%							
总计	4.7	5.0	5.4	5.6	5.1	5.3							
(+/-%)		7.6%	7.1%	4.6%	-9.0%	3.0%							

资料来源: 中金公司研究部

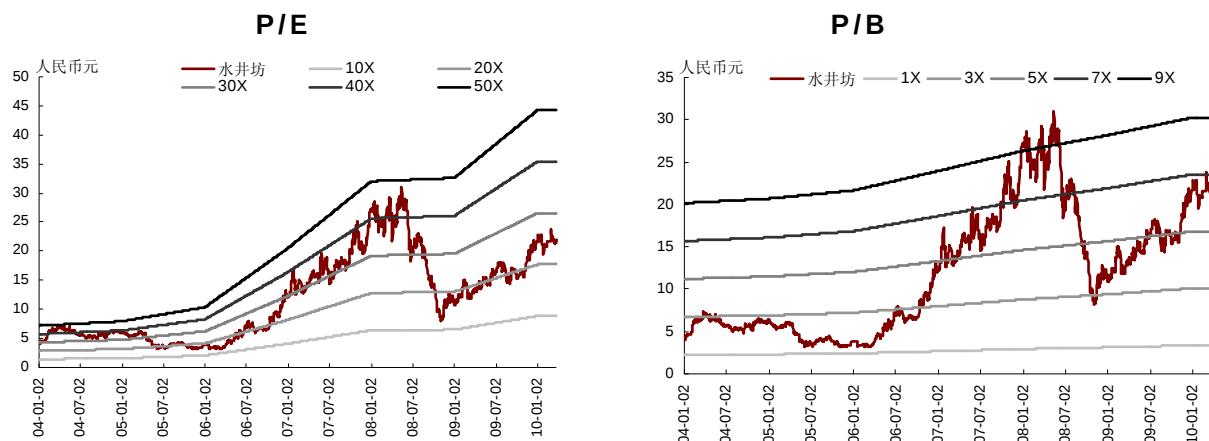
图表 23: 可比公司估值

公司 (收盘于2010-3-22)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	31.4	23.7	18.5	9.7	7.2	5.5	31.8	31.6	30.8	0.7	0.9	1.2	20.6	15.7	12.4
五粮液	000858.SZ	推荐	32.9	21.2	17.0	7.3	5.4	4.1	22.7	26.0	24.5	0.0	0.0	0.0	14.6	10.4	8.5
泸州老窖	000568.SZ	推荐	26.3	21.1	16.1	11.0	9.5	8.1	41.8	45.2	50.3	4.3	5.3	7.0	21.6	18.6	13.6
水井坊	600779.SH	审慎推荐	32.9	24.2	17.3	6.8	6.3	5.7	20.9	26.2	33.1	2.1	2.9	4.1	22.9	16.0	11.5
山西汾酒	600809.SH	推荐	44.2	22.1	15.2	8.6	6.8	5.5	21.9	34.1	39.3	1.6	3.2	4.6	23.6	14.7	10.3
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	47.9	26.8	10.4	3.2	2.1	1.8	6.7	7.9	17.0	0.0	0.0	0.0	29.6	11.8	10.3
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	32.6	26.2	21.5	11.9	10.0	8.3	36.5	38.0	38.7	2.2	3.3	2.7	23.1	18.6	15.3
金枫酒业	600616.SH	中性	46.2	38.3	28.7	6.9	6.3	5.4	15.0	16.3	19.0	1.1	1.1	1.1	33.4	27.6	20.9
古越龙山	600059.SH	中性	53.5	42.8	42.0	4.2	4.0	3.8	8.1	9.6	9.3	2.2	2.8	2.9	20.6	17.0	16.6
可选消费类平均			38.7	27.4	20.7	7.7	6.4	5.4	22.8	26.1	29.1	1.6	2.2	2.6	23.3	16.7	13.3
可选消费类平均 (剔除古越龙山)			36.8	25.4	18.1	8.2	6.7	5.5	24.7	28.2	31.6	1.5	2.1	2.6	23.7	16.7	12.8
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	推荐	53.9	35.7	23.7	5.2	4.5	3.8	9.7	12.7	16.1	0.0	0.0	0.0	15.6	10.8	7.3
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	44.6	32.8	24.8	8.4	7.6	6.7	19.6	24.1	28.3	1.3	1.8	2.4	22.9	18.2	14.6
青岛啤酒	600600.SH	中性	33.3	25.8	21.5	5.4	4.8	4.2	16.3	18.5	19.6	1.4	1.8	2.2	14.3	11.9	11.9
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	37.8	23.8	20.0	3.4	3.2	2.9	8.5	12.2	13.1	0.8	1.3	1.5	16.5	11.5	10.0
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	33.6	28.2	25.0	10.4	8.6	7.3	31.0	30.5	29.1	1.6	1.8	2.1	20.4	16.9	14.7
*ST伊利	600887.SH	推荐	36.0	24.5	18.1	7.1	5.8	4.6	19.7	23.5	25.4	0.6	0.8	1.1	17.4	11.9	8.5
光明乳业	600597.SH	回避	87.5	75.3	68.9	5.1	4.8	4.6	5.8	6.3	6.6	0.0	0.5	0.8	21.1	18.1	16.5
低价快消类平均			46.7	35.2	28.9	6.4	5.6	4.9	15.8	18.3	19.7	0.8	1.2	1.4	18.3	14.2	11.9
低价快消类平均 (剔除光明乳业)			39.9	28.5	22.2	6.7	5.7	4.9	17.5	20.3	21.9	0.9	1.3	1.6	17.8	13.5	11.2
A股覆盖总体平均																	
A股覆盖总体平均 (剔除古越龙山和光明乳业)			42.2	30.8	24.3	7.2	6.1	5.1	19.7	22.7	25.0	1.2	1.7	2.1	21.1	15.6	12.7
			38.1	26.7	19.8	7.5	6.3	5.3	21.6	24.8	27.4	1.3	1.7	2.1	21.2	15.3	12.1

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 24：历史 P/E 和 P/B



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

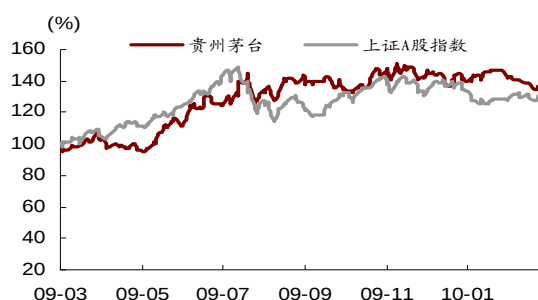
贵州茅台 (600519.CH): 推荐

稳健业绩带来稳定收益

主要财务, 股票信息

(人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
主营业务收入	4,896	7,237	8,242	9,741	12,844	16,108
(+/-%)	24.6	47.8	13.9	18.2	31.9	25.4
主营业务利润	3,530	5,762	6,760	8,038	10,509	13,307
(+/-%)	30.1	63.2	17.3	18.9	30.7	26.6
净利润	1,504	2,831	3,799	4,724	6,260	8,008
(+/-%)	34.5	88.2	34.2	24.3	32.5	27.9
每股收益 (元)	1.59	3.00	4.03	5.01	6.63	8.48
(+/-%)	34.5	88.2	34.2	24.3	32.5	27.9
每股经营现金流 (元)	2.23	1.85	5.56	4.58	7.32	9.16
市盈率 (倍)	98.7	52.4	39.1	31.4	23.7	18.5
市净率 (倍)	24.8	17.7	12.9	9.7	7.2	5.5
股价/经营现金	70.5	85.1	28.3	34.3	21.5	17.2
EV/EBITDA (倍)	55.0	30.6	25.8	20.6	15.7	12.4
净资产收益率 (%)	25.5	34.4	33.8	31.8	31.6	30.8
投入资本回报率 (%)	26.3	35.4	34.8	32.3	31.9	30.9
股息收益率 (%)	0.2	0.4	0.5	0.7	0.9	1.2

A股	
股票代码	600519 CH
当前股价	人民币 157.28
日成交量 (百万股)	2.3
52周最高价/最低价	人民币 181.06/110.78
总市值 (百万元)	149,120
发行股数 (百万股)	944
其中: 流通股 (百万股)	944
主要股东 (持股比例)	中国贵州茅台酒厂有限责任公司 (61.71%)



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

投资建议

业绩推动茅台股价稳步上扬, 带来稳健的投资收益, 主要因为:

市场关注业绩, 茅台理应得到重视。我们认为 2010 年的市场将更关注个股盈利超预期的可能和投资机会, 而茅台由于其业绩超预期可能, 仍将受到投资者青睐。

一季报有超市场预期可能。受到公司提价、放量等因素的影响, 我们认为茅台盈利有超出市场预期的可能, 随着 4 月年报和季报业绩的报出, 超预期品种将会有更好的投资回报。

投资建议: 公司对应 2010-2011 年的市盈分别为 23.7 倍和 18.5 倍, 处于板块平均水平, 维持“推荐”的投资评级。

图表 25：历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表						
主营业务收入	4,896	7,237	8,242	9,741	12,844	16,108
主营业务利润	3,530	5,762	6,760	8,038	10,509	13,307
营业费用	(579)	(560)	(532)	(575)	(730)	(893)
管理费用	(493)	(723)	(941)	(942)	(1,146)	(1,391)
营业利润	2,459	4,478	5,287	6,521	8,633	11,023
财务费用	25	45	103	96	135	192
税前利润	2,488	4,522	5,385	6,617	8,768	11,215
净利润	1,504	2,831	3,799	4,724	6,260	8,008
每股盈利 (元)	1.59	3.00	4.03	5.01	6.63	8.48
每股股利 (元)	0.70	0.84	1.16	1.44	1.90	2.44
现金流量表						
经营活动现金流净额	2,105	1,743	5,247	4,325	6,909	8,642
投资活动现金流净额	(778)	(789)	(993)	(600)	(600)	(600)
融资活动现金流净额	(756)	(705)	(884)	(1,091)	(1,357)	(1,798)
货币资金增加额	571	248	3,371	2,634	4,953	6,245
资产负债表						
货币资金	4,463	4,723	8,094	10,728	15,680	21,925
应收款项	253	147	205	400	528	662
存货	1,975	2,305	3,115	3,126	3,105	3,046
固定资产合计	1,222	1,827	2,190	2,578	2,861	3,126
无形资产及其他资产	135	315	632	619	607	594
资产合计	9,389	10,481	15,754	18,395	23,814	30,493
应付帐款	41	60	121	89	98	109
预收款项和应付薪酬	2,553	1,180	3,297	2,053	2,146	2,099
应交税金	800	408	256	303	399	501
其他应付款	0	423	576	576	576	576
股本	944	944	944	944	944	944
储备和未分配利润	4,953	7,290	10,301	13,934	18,838	25,048
负债和所有者权益合计	9,389	10,481	15,754	18,395	23,814	30,493

资料来源：中金公司研究部

图表 26：盈利预测及其主要假设

(人民币：百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入	7,237	8,242	9,741	12,844	16,108
高度茅台	5,652	6,693	8,076	10,839	13,711
低度茅台	1,050	1,074	1,137	1,477	1,868
销量(吨)	15,208	14,208	15,824	17,345	19,092
高度茅台	6,908	6,808	7,804	8,947	10,259
低度茅台	2,800	2,400	2,520	2,898	3,333
平均单价(元/吨)	4,759	5,801	6,156	7,405	8,437
高度茅台	8,182	9,831	10,349	12,114	13,365
低度茅台	3,749	4,476	4,510	5,096	5,606
销售成本	872	800	810	897	999
高度茅台	664	369	426	492	568
低度茅台	151	129	137	158	183
毛利率	88.0%	90.3%	91.7%	93.0%	93.8%
高度茅台	90.1%	92.3%	94.7%	95.5%	95.9%
低度茅台	89.0%	90.4%	88.0%	89.3%	90.2%
营业费用	560	532	575	730	893
营业费用率	7.7%	6.5%	5.9%	5.7%	5.5%
管理费用	723	941	942	1,146	1,391
管理费用率	10.0%	11.4%	9.7%	8.9%	8.6%
税前利润	4,522	5,385	6,617	8,768	11,215
税前利润率	62.5%	65.3%	67.9%	68.3%	69.6%
所得税率	34.4%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,831	3,799	4,724	6,260	8,008
净利润率	39.1%	46.1%	48.5%	48.7%	49.7%

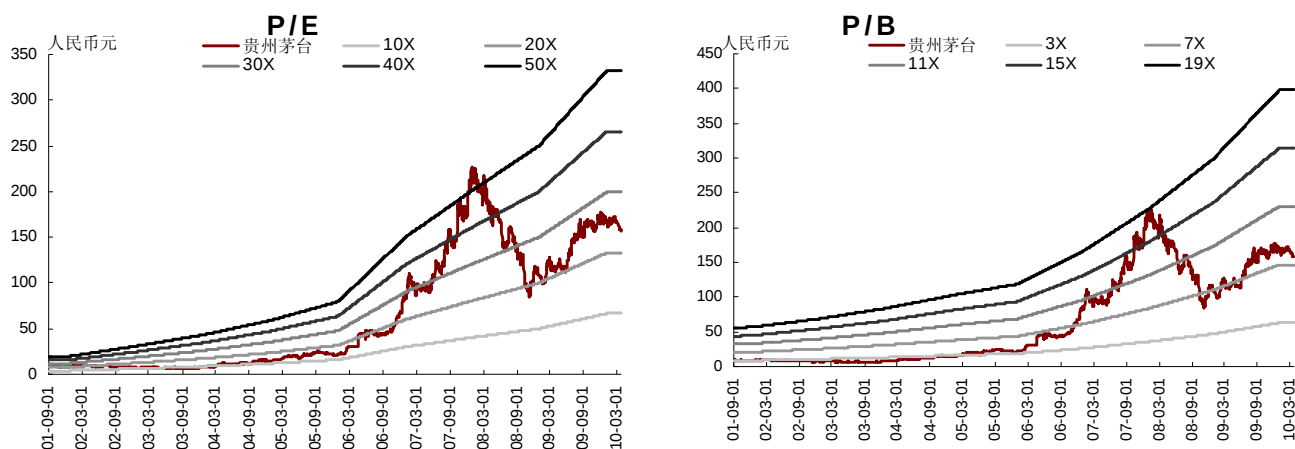
资料来源：中金公司研究部

图表 27: 可比公司估值

公司 (收盘于2010-3-22)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	31.4	23.7	18.5	9.7	7.2	5.5	31.8	31.6	30.8	0.7	0.9	1.2	20.6	15.7	12.4
五粮液	000858.SZ	推荐	32.9	21.2	17.0	7.3	5.4	4.1	22.7	26.0	24.5	0.0	0.0	0.0	14.6	10.4	8.5
泸州老窖	000568.SZ	推荐	26.3	21.1	16.1	11.0	9.5	8.1	41.8	45.2	50.3	4.3	5.3	7.0	21.6	18.6	13.6
水井坊	600779.SH	审慎推荐	32.9	24.2	17.3	6.8	6.3	5.7	20.9	26.2	33.1	2.1	2.9	4.1	22.9	16.0	11.5
山西汾酒	600809.SH	推荐	44.2	22.1	15.2	8.6	6.8	5.5	21.9	34.1	39.3	1.6	3.2	4.6	23.6	14.7	10.3
顺鑫农业	000860.SH	无评级	47.9	26.8	10.4	3.2	2.1	1.8	6.7	7.9	17.0	0.0	0.0	0.0	29.6	11.8	10.3
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	32.6	26.2	21.5	11.9	10.0	8.3	36.5	38.0	38.7	2.2	3.3	2.7	23.1	18.6	15.3
金枫酒业	600616.SH	中性	46.2	38.3	28.7	6.9	6.3	5.4	15.0	16.3	19.0	1.1	1.1	1.1	33.4	27.6	20.9
古越龙山	600059.SH	中性	53.5	42.8	42.0	4.2	4.0	3.8	8.1	9.6	9.3	2.2	2.8	2.9	20.6	17.0	16.6
可选消费类平均			38.7	27.4	20.7	7.7	6.4	5.4	22.8	26.1	29.1	1.6	2.2	2.6	23.3	16.7	13.3
可选消费类平均(剔除古越龙山)			36.8	25.4	18.1	8.2	6.7	5.5	24.7	28.2	31.6	1.5	2.1	2.6	23.7	16.7	12.8
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	推荐	53.9	35.7	23.7	5.2	4.5	3.8	9.7	12.7	16.1	0.0	0.0	0.0	15.6	10.8	7.3
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	44.6	32.8	24.8	8.4	7.6	6.7	19.6	24.1	28.3	1.3	1.8	2.4	22.9	18.2	14.6
青岛啤酒	600600.SH	中性	33.3	25.8	21.5	5.4	4.8	4.2	16.3	18.5	19.6	1.4	1.8	2.2	14.3	11.9	11.9
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	37.8	23.8	20.0	3.4	3.2	2.9	8.5	12.2	13.1	0.8	1.3	1.5	16.5	11.5	10.0
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	33.6	28.2	25.0	10.4	8.6	7.3	31.0	30.5	29.1	1.6	1.8	2.1	20.4	16.9	14.7
*ST伊利	600887.SH	推荐	36.0	24.5	18.1	7.1	5.8	4.6	19.7	23.5	25.4	0.6	0.8	1.1	17.4	11.9	8.5
光明乳业	600597.SH	回避	87.5	75.3	68.9	5.1	4.8	4.6	5.8	6.3	6.6	0.0	0.5	0.8	21.1	18.1	16.5
低价快消类平均			46.7	35.2	28.9	6.4	5.6	4.9	15.8	18.3	19.7	0.8	1.2	1.4	18.3	14.2	11.9
低价快消类平均(剔除光明乳业)			39.9	28.5	22.2	6.7	5.7	4.9	17.5	20.3	21.9	0.9	1.3	1.6	17.8	13.5	11.2
A股覆盖总体平均																	
A股覆盖总体平均			42.2	30.8	24.3	7.2	6.1	5.1	19.7	22.7	25.0	1.2	1.7	2.1	21.1	15.6	12.7
A股覆盖总体平均(剔除古越龙山和光明乳业)			38.1	26.7	19.8	7.5	6.3	5.3	21.6	24.8	27.4	1.3	1.7	2.1	21.2	15.3	12.1

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

图表 28: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

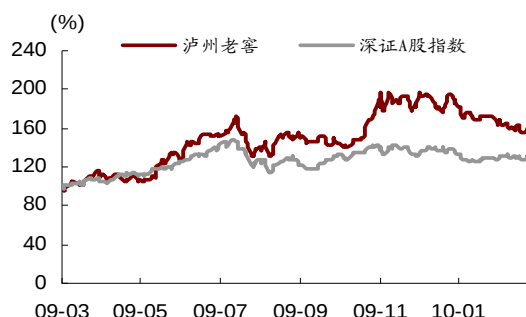
泸州老窖 (000568.CH)：推荐

稳定增长的 2010 年

主要财务，股票信息

(单位：人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
主营业务收入	1,926	2,927	3,798	4,502	5,291	6,431
(+/-%)	32.2	51.9	29.8	18.5	17.5	21.6
主营业务利润	1,085	1,666	2,509	3,103	3,747	4,637
(+/-%)	38.6	53.5	50.6	23.7	20.7	23.7
净利润	323	773	1,266	1,664	2,079	2,727
(+/-%)	598.5	139.8	63.7	31.5	24.9	31.2
每股收益 (元)	0.23	0.55	0.91	1.19	1.49	1.96
(+/-%)	598.5	139.8	63.7	31.5	24.9	31.2
每股经营现金流 (元)	0.41	1.41	0.58	1.09	1.26	1.39
市盈率 (倍)	135.7	56.6	34.6	26.3	21.1	16.1
市净率 (倍)	12.2	10.1	12.5	11.0	9.5	8.1
股价/经营现金	76.6	22.3	53.8	28.9	25.0	22.6
EV/EBITDA (倍)	73.1	43.0	27.1	21.6	18.6	13.6
净资产收益率 (%)	14.5	28.6	36.4	41.8	45.2	50.3
投入资本回报率 (%)	13.3	29.1	36.5	41.8	45.2	50.3
股息收益率 (%)	1.1	1.8	3.3	4.3	5.3	7.0

	A股
股票代码	000568CH
当前股价	人民币 31.4
日成交量 (百万股)	5.96
52周最高价/最低价	人民币 40.39/18.8
总市值 (百万元)	44,863
发行股数 (百万股)	1,394
其中：流通股 (百万股)	715
主要股东 (持股比例)	泸州老窖集团 (21.52%)



资料来源：中金公司研究部

投资建议

我们认为泸州老窖短期股价催化剂相对不明显：

产品结构将更高端化。公司未来将在国窖 1573 的基础上推出更高端的产品，逐步将国窖 1573 作为纯奢侈品进行运作。同时，公司开始推出特曲年份酒，填补中高价位空白。

渠道库存仍维持高位，短期价格存在压力。目前，国窖 1573 在渠道中仍有较多库存，短期渠道价格出现明显反弹可能性有限。

短期业绩稳健增长。我们认为 2010 年将是稳定增长的一年，需对渠道、公司管理进行持续的精耕细作，业绩将保持稳定增长态势，超预期可能性有限。

投资建议：公司对应 2010-2011 年的市盈分别为 21.1 倍和 16.1 倍，低于板块，我们维持“推荐”评级。虽然短期股价反弹动力有限，但由于其低廉的估值水平和稳定的增长前景，公司股价仍有望跟随板块反弹。

图表 29: 盈利预测调整表

	2009E			2010E		
	调整后	调整后	同比变化	调整后	调整后	同比变化
销售收入	4502	4502	0.0%	5156	5291	2.6%
毛利率	68.9%	68.9%	0.0%	70.3%	70.8%	0.6%
主营业务税金	404	404	0.0%	514	523	1.9%
营销费用	509	509	0.0%	564	559	-0.9%
营销费用/销售收入	11.3%	11.3%	0.0%	10.9%	10.6%	-0.4%
管理费用	403	295	-26.8%	305	435	42.6%
管理费用/销售收入	8.9%	6.5%	-2.4%	5.9%	8.2%	2.3%
息税前利润	1787	1895	6.0%	2240	2229	-0.5%
息税前利润率	39.7%	42.1%	2.4%	43.4%	42.1%	-1.3%
投资收益	239	239	0.0%	404	404	0.0%
所得税率	22.1%	22.2%	0.1%	21.2%	21.2%	0.0%
净利润	1583	1664	5.1%	2087	2079	-0.4%
净利润率	35.2%	37.0%	1.8%	40.5%	39.3%	-1.2%
每股收益 (人民币元)	1.14	1.19	5.1%	1.50	1.49	-0.4%

资料来源: 中金公司研究部

图表 30: 盈利预测及其主要假设

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)									毛利								
销售收入									酒类毛利								
酒类销售收入	1246	1443	1833	2597	3690	4502	5291	6431	高档酒	455	619	786	1037	2023	2504	2972	3472
(+/-%)		15.8%	27.0%	41.7%	42.1%	22.0%	17.5%	21.6%	(+/-%)		35.9%	27.0%	32.0%	95.0%	23.8%	18.7%	16.8%
高档酒	609.0	814.7	1009.1	1308.7	2489.1	3011.1	3490.0	4014.7	低档酒	226	175	259	530	401	599	775	1165
(+/-%)		33.8%	23.9%	29.7%	90.2%	21.0%	15.9%	15.0%	(+/-%)		-22.4%	47.9%	104.5%	-24.4%	49.4%	29.3%	50.3%
低档酒	637.2	628.4	823.6	1288.0	1200.6	1491.1	1800.5	2416.3	总计	681	794	1045	1568	2424	3103	3747	4637
(+/-%)		-1.4%	31.1%	56.4%	-6.8%	24.2%	20.8%	34.2%	(+/-%)		16.6%	31.6%	50.0%	54.6%	28.0%	20.7%	23.7%
其他销售收入			93.5	330.2	108.7	0.0	0.0	0.0	其他毛利	4	(11)	40	99	85	0	0	0
(+/-%)									(+/-%)								
总计	1280	1457	1926	2927	3798	4502	5291	6431	毛利总计	685	783	1085	1666	2509	3103	3747	4637
(+/-%)		13.8%	32.2%	51.9%	29.8%	18.5%	17.5%	21.6%	(+/-%)		14.3%	38.6%	53.5%	50.6%	23.7%	20.7%	23.7%
酒类销量 (吨)									毛利率								
高档酒	4,331	5,488	7,109	2,870	9,200	9,400	9,600	10,062	高档酒	74.8%	75.9%	77.9%	79.3%	81.3%	83.2%	85.2%	86.5%
(+/-%)		26.7%	29.5%	-59.6%	220.6%	2.2%	2.1%	4.8%	低档酒	35.5%	27.9%	31.5%	41.2%	33.4%	40.2%	43.0%	48.2%
低档酒	45,380	47,727	38,070	47,000	54,186	62,313	71,660	87,426	酒类毛利率	54.7%	55.0%	57.0%	60.4%	65.7%	68.9%	70.8%	72.1%
(+/-%)		5.2%	-20.2%	23.5%	15.3%	15.0%	15.0%	22.0%	主营业务税金及附加								
总计	49,711	53,215	45,179	49,870	63,386	71,713	81,260	97,488	消费税	79	111	118	152	194	290	381	443
(+/-%)		7.0%	-15.1%	10.4%	27.1%	13.1%	13.3%	20.0%	其他	23	29	35	64	69	114	143	172
酒类单价									总计	102	141	153	217	263	404	523	615
高档酒	14.1	14.8	14.2	45.6	27.1	32.0	36.4	39.9	销售费用及管理费用								
(+/-%)		5.6%	-4.4%	221.2%	-40.7%	18.4%	13.5%	9.8%	销售费用	321.2	348.9	294.4	352.4	512.8	508.5	559.4	629.0
低档酒	1.4	1.3	2.2	2.7	2.2	2.4	2.5	2.8	销售费用率	25.1%	24.0%	15.3%	12.0%	13.5%	11.3%	10.6%	9.8%
(+/-%)		-6.2%	64.3%	26.7%	-19.1%	8.0%	5.0%	10.0%	管理费用	144.3	129.8	133.7	167.8	227.3	294.7	435.3	308.9
总计	2.5	2.7	4.1	5.2	5.8	6.3	6.5	6.6	管理费用率	11.3%	8.9%	6.9%	5.7%	6.0%	6.5%	8.2%	4.8%
(+/-%)		8.2%	49.6%	28.4%	11.8%	7.9%	3.7%	1.3%	投资收益								
主营业务成本									华西证券投资收益				24	143	241	406	413
酒类总成本	565	649	787	1029	1266	1399	1544	1794	华西证券营业收入				2,558	1,312	2,898	2,613	0
(+/-%)		14.9%	21.3%	30.7%	23.0%	10.5%	10.3%	16.2%	华西证券净利润				1,000	5	1,152	1,058	0
高档酒	154	196	223	271	466	507	518	543	其他投资收益				135	29	-2	-2	-2
(+/-%)		27.5%	13.8%	21.6%	71.7%	8.8%	2.1%	4.8%	总计				159	172	239	404	411
低档酒	411	453	564	758	799	892	1026	1251									
(+/-%)		10.2%	24.6%	34.3%	5.5%	11.6%	15.0%	22.0%									
其他业务成本	30	25	53	232	23	0	0	0									
成本总计	595	674	841	1261	1289	1399	1544	1794									
(+/-%)		13.2%	24.8%	49.9%	2.2%	8.5%	10.3%	16.2%									
酒类单位成本																	
高档酒	3.6	3.6	3.1	9.5	5.1	5.4	5.4	5.4									
(+/-%)		0.6%	-12.1%	201.3%	-46.4%	6.5%	0.0%	0.0%									
低档酒	0.9	0.9	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4									
(+/-%)		4.8%	56.1%	8.7%	-8.5%	-3.0%	0.0%	0.0%									
总计	1.1	1.2	1.7	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8									
(+/-%)		7.3%	42.9%	18.4%	-3.2%	-2.3%	-2.6%	-3.1%									

资料来源: 中金公司研究部

图表 31：历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
损益表								
主营业务收入	1,280	1,457	1,926	2,927	3,798	4,502	5,291	6,431
主营业务利润	685	783	1,085	1,666	2,509	3,103	3,747	4,637
营业费用	-321	-349	-294	-352	-513	-509	-559	-629
管理费用	-144	-130	-134	-168	-227	-295	-435	-309
营业利润	118	164	505	929	1,506	1,895	2,229	3,084
财务费用	-34	-22	-11	-14	-2	-	-	-
税前利润	92	118	492	1,063	1,654	2,139	2,638	3,499
净利润	40	46	323	773	1,266	1,664	2,079	2,727
每股盈利 (元)	0.03	0.03	0.23	0.55	0.91	1.19	1.49	1.96
每股股利 (元)	0.04	0.04	0.35	0.56	0.65	0.84	1.04	1.37
现金流量表								
经营活动现金流净额	226	225	357	1,229	814	1,513	1,750	1,941
投资活动现金流净额	-173	66	-120	-1,256	-67	-59	-	-
融资活动现金流净额	-246	-252	244	-306	-487	-906	-1,165	-1,456
货币资金增加额	-193	39	481	-334	259	548	585	485
货币资金期初余额	451	258	297	778	444	704	1,252	1,837
货币资金期末余额	258	297	778	444	704	1,252	1,837	2,322
资产负债表								
货币资金	258	297	778	444	704	1,252	1,837	2,322
应收账款	51	29	42	64	28	33	39	-
存货	931	1,166	1,227	1,239	1,189	1,290	1,423	2,314
长期投资合计	161	73	101	811	1,343	1,582	1,986	2,397
固定资产合计	652	656	708	941	848	820	740	669
无形资产及其他资产	257	196	192	183	299	290	282	274
资产合计	2,506	2,650	3,458	4,492	5,093	6,058	7,219	8,167
短期借款	383	205	254	-	-	-	-	-
应付账款	59	138	75	171	132	143	158	256
应付股利	-	-	-	10	5	263	554	1,007
应交税金	50	70	82	241	376	408	450	732
长期借款	135	20	-	-	-	-	-	-
股本	841	841	871	871	1,394	1,394	1,394	1,394
储备和未分配利润	685	698	1,361	1,833	2,084	2,583	3,207	4,025
负债和所有者权益合计	2,506	2,650	3,458	4,492	5,093	6,058	7,219	8,167

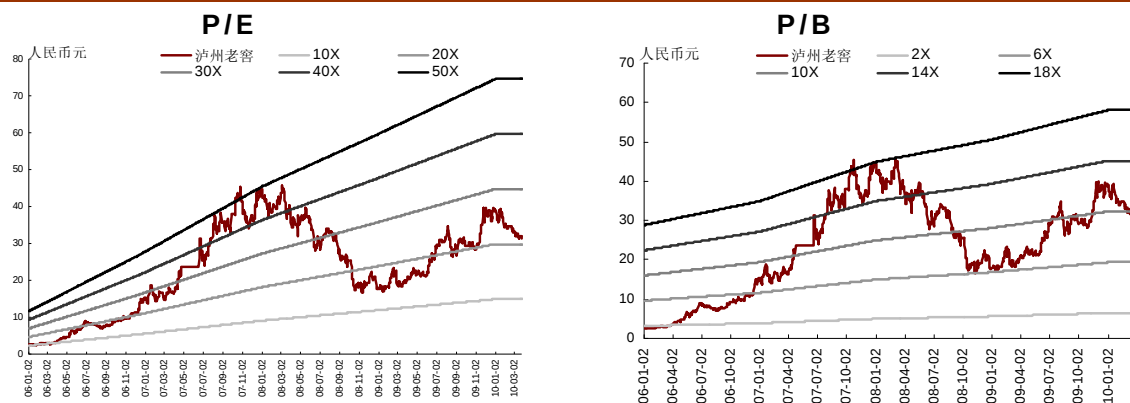
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 32：可比公司估值

公司 (收盘于2010-3-22)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	31.4	23.7	18.5	9.7	7.2	5.5	31.8	31.6	30.8	0.7	0.9	1.2	20.6	15.7	12.4
五粮液	000858.SZ	推荐	32.9	21.2	17.0	7.3	5.4	4.1	22.7	26.0	24.5	0.0	0.0	0.0	14.6	10.4	8.5
泸州老窖	000568.SZ	推荐	26.3	21.1	16.1	11.0	9.5	8.1	41.8	45.2	50.3	4.3	5.3	7.0	21.6	18.6	13.6
水井坊	600779.SH	审慎推荐	32.9	24.2	17.3	6.8	6.3	5.7	20.9	26.2	33.1	2.1	2.9	4.1	22.9	16.0	11.5
山西汾酒	600809.SH	推荐	44.2	22.1	15.2	8.6	6.8	5.5	21.9	34.1	39.3	1.6	3.2	4.6	23.6	14.7	10.3
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	47.9	26.8	10.4	3.2	2.1	1.8	6.7	7.9	17.0	0.0	0.0	0.0	29.6	11.8	10.3
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	32.6	26.2	21.5	11.9	10.0	8.3	36.5	38.0	38.7	2.2	3.3	2.7	23.1	18.6	15.3
金枫酒业	600616.SH	中性	46.2	38.3	28.7	6.9	6.3	5.4	15.0	16.3	19.0	1.1	1.1	1.1	33.4	27.6	20.9
古越龙山	600059.SH	中性	53.5	42.8	42.0	4.2	4.0	3.8	8.1	9.6	9.3	2.2	2.8	2.9	20.6	17.0	16.6
可选消费类平均			38.7	27.4	20.7	7.7	6.4	5.4	22.8	26.1	29.1	1.6	2.2	2.6	23.3	16.7	13.3
可选消费类平均(剔除古越龙山)			36.8	25.4	18.1	8.2	6.7	5.5	24.7	28.2	31.6	1.5	2.1	2.6	23.7	16.7	12.8
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	推荐	53.9	35.7	23.7	5.2	4.5	3.8	9.7	12.7	16.1	0.0	0.0	0.0	15.6	10.8	7.3
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	44.6	32.8	24.8	8.4	7.6	6.7	19.6	24.1	28.3	1.3	1.8	2.4	22.9	18.2	14.6
青岛啤酒	600600.SH	中性	33.3	25.8	21.5	5.4	4.8	4.2	16.3	18.5	19.6	1.4	1.8	2.2	14.3	11.9	11.9
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	37.8	23.8	20.0	3.4	3.2	2.9	8.5	12.2	13.1	0.8	1.3	1.5	16.5	11.5	10.0
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	33.6	28.2	25.0	10.4	8.6	7.3	31.0	30.5	29.1	1.6	1.8	2.1	20.4	16.9	14.7
*ST伊利	600887.SH	推荐	36.0	24.5	18.1	7.1	5.8	4.6	19.7	23.5	25.4	0.6	0.8	1.1	17.4	11.9	8.5
光明乳业	600597.SH	回避	87.5	75.3	68.9	5.1	4.8	4.6	5.8	6.3	6.6	0.0	0.5	0.8	21.1	18.1	16.5
低价快消类平均			46.7	35.2	28.9	6.4	5.6	4.9	15.8	18.3	19.7	0.8	1.2	1.4	18.3	14.2	11.9
低价快消类平均(剔除光明乳业)			39.9	28.5	22.2	6.7	5.7	4.9	17.5	20.3	21.9	0.9	1.3	1.6	17.8	13.5	11.2
A股覆盖总体平均																	
A股覆盖总体平均			42.2	30.8	24.3	7.2	6.1	5.1	19.7	22.7	25.0	1.2	1.7	2.1	21.1	15.6	12.7
A股覆盖总体平均(剔除古越龙山和光明乳业)			38.1	26.7	19.8	7.5	6.3	5.3	21.6	24.8	27.4	1.3	1.7	2.1	21.2	15.3	12.1

资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 33: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

2010 年春季糖酒会其他企业调研纪要

洋河股份 (002304.CH)：无评级

1. 公司优势：老八大名酒、先渠道再做品牌，差异化营销、务实的文化。
2. 收购问题：还没有考虑其他白酒收购。
3. 现在营销的问题：品牌建设。酒企业在央视投入中，排名第 8。

我们的模式：现做渠道再做品牌，与国窖 1573 先做广告在做渠道的模式不同。我们的优势是成本比较低。

4. 销售考核指标：30%-40% 收入，30%-40% 利润，剩下是专项指标（比如新品、渠道等）
5. 如何应对未来对我们营销模式的复制：我们执行力强、方法论对，其余是形式。
6. 我们如何看待直接做高端？梦之蓝、天之蓝会对海洋之蓝的销售有拉动作用。比如，我们在江苏省内洋河兰瓷在不做营销的情况下每年 100% 的增长，就是高端品牌的拉动。
7. 北京市场：08 年 4000 万元，09 年 8000 万元。北京、上海去年 100% 的增长。
8. 渠道占比：以前酒店和流通的占比在 1:1，现在酒店有所弱化。
9. 产能问题：洋河在低谷的时候仍维持 7 个车间的生产，积累大量的原酒。改进工艺，将白酒产能提高 60%-70%。
10. 未来洋河持续增长的风险：组织架构和人才需求。人员：市场部现在 50 人，其中 20 人是新招人员，提供智利支持。销售人员总计 1000 人，每县一个人。

金种子 (600199.CH)：无评级

1. 今年收入增长 50%，三年内每年增速 50% 没有问题
2. 两个系列：天蕴、地蕴、典藏、喜庆
 - (1) 醉三秋：天蕴 终端价-酒店 268 元，商超 238 元
地蕴 终端价-酒店 128-138 元，商超 98 元
 - (2) 柔和：终端价-酒店 88 元，超市 78 元
去年柔和、祥和、醉三秋 100% 增长，预计一年内主导的系列还是这四款。
 - (3) 今年计划推出四款产品：金种子系列、两款典藏和喜庆，终端价 98 元和 70 元；一款种子窖，终端价 60 元。
 - (4) 去年醉三秋 3 亿，但是量还是有限。预计新醉三秋今年会形成量，1-2 亿收入也有可能，不会是三年以后再放量。
3. 柔和系列主要是在皖南，皖北只占柔和的 4%。
 - (1) 皖北主要是醉三秋，下面是金种子，有断档。
 - (2) 芜湖市场，地蕴系列占到 95%，以地蕴系列把市场做开。

(3) 阜阳市场主要是醉三秋、祥和全面开发，但是资源不一样。

(4) 一般一个市场推一个系列，市场占有率做到第一再推别的系列。

4. 我们的增长：

(1) 白酒行业景气度，消费水平上升，物价水平提高

(2) 行业小企业在下降，集中度提高

(3) 省内市场近几年伴随省内竞品下滑，如古井、高炉家。

5. 和竞品相比的优势：

(1) 厂商合作：1+1。我们的1+1是把经销商当成自己的分公司，每个经销商派人做营销副总。

(2) 目前有经销商152家，销售人员300人外派+本地化人员接近1万人。

(3) 经销商就是办事处，独家。皖南1万人中一定要有两个人专职运营种子酒。我们对经销商的管理是双方都赚钱。

(4) 我们的经销商原来不是专职做酒的，05年开始二次创业，和经销商共同发展。我们对经销商的要求：a听话，理念要一致；b和我们的市场地位相匹配，很多过去就是夫妻老婆店。

现在和过去的变化：a还是要听话b我们选择的余地大了。

(5) 厂商核算模式一定时间内不变，经销商省内是一个县一个，芜湖有5个公司。

6. 公司收入的80%来自于种子酒系列

(1) 醉三秋产品，省外市场不投放，省内投放还是非常严格的

(2) 柔和系列：出厂价50元，终端价酒店渠道88元-98元；商超渠道78元-88元。

(3) 商超渠道的28块钱差价中，超市大概15元，占20%；经销商毛利13元。

(4) 出厂价50元中，市场费用占20%，包括广告、员工工资、买店费支持等。

(5) 一年广告费占销售额4%；渠道费用（主要是活动推广）占费用的一半大概收入的10%；人员支持占6%。

7. 考核经销商主要看销售额和费用的比例，考核自己的销售人员也是一样

8. 省外市场扩张方面：

(1) 今年成立了市场发展部，已经在往外走，新产品短期贡献业绩有限，更多看明年。

9. 安徽市场：

(1) 100亿的市场空间，今年计划做到15亿。

(2) 省内白酒行业预计增速和全国白酒增速一致，10%以上。

(3) 市场份额上看：第一口子窖，15亿以上；迎驾贡10亿以上；我们第三，这几家差距不大。古井贡差不少，省内最近下滑比较多。每个企业都有自己的优势和劣势。高炉家虽然下去了，但是在安徽还是不错的。

(4) 97年的时候我们4个多亿收入。

10. 发展的瓶颈：生产上产能不足，去年下半年一直没放假。基酒没问题，瓶装有瓶颈。

11. 下一步重点市场：阜阳、亳州。阜阳 1500 人，一年的白酒销售 15-20 亿。

(1) 品牌要做起来，核心有两个：一个是消费群体不能流失，还有就是保持渠道动力。

12. 安徽市场费用：上升时必然的趋势，两种情况：

(1) 一个市场做到 5000 万收入，就要提高门槛，让别人进不来。比如，5000 万收入投费用 500 万，使得集中度提高（就是优势市场提高门槛），费用提高但是费用率不提高。

(2) 别人进入的话，费用率也会高。

(3) “强者恒强”做起来的产品，生命周期拉长。

(4) 去年费用率不到 20%，是下降的。

(5) 一般新进入的市场，费用率在 30%-50%，强势市场，费用率在 5%-8%。垄断的市场没有。一般一个市场一个价位段的产品只有 1-2 家赢家。

(6) 我们弱势市场争取强势，强势市场要做第一。

(7) 目标：一个季度销售考核；每个市场每个月活动至少两次，推动品牌。

(8) 区域市场活动时要三位一体，最终是为了卖酒。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。