

白酒行业 2010 年日常报告

评级：增持 维持评级

行业点评

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

高端白酒提价，山雨欲来风满楼

事件

据了解，多家白酒企业预期在中秋前后提价，我们对此评论如下。

评论

高端白酒提价，山雨欲来风满楼：

1. 老牌高端酒（茅五泸剑为代表）与新锐高端酒（郎酒洋河双沟等为代表）的渠道利润差异，将成为此轮提价的导火索。我们比较了主流高端白酒的渠道利润差（渠道利润差 = 二批价/出厂价-1），结果显示在零售价 350-500 元和 500 元以上的两个价位带已经形成了明显的价差洼地；在零售价 500 元以上的档次，可以看到五粮液 52 度和老窖 1573 的渠道利润已经远低于红花郎 15 年；在零售价 350-500 元档次中，剑南春的渠道利润已经远低于天之蓝和十年红花郎。渠道利润的差异也能解释新锐高端白酒近期为什么增长喜人（尤其是郎酒和洋河）。新锐高端酒的快速增长已经对老牌高端酒形成了不小的压力。我们认为这两个价差洼地将是厂商提价的动力源泉。

2. 这次提价周期与以往不一样的地方：我们认为此番提价将是老牌高端酒与新锐高端酒的一次对决，对决的结果很可能将是高端白酒的又一次洗牌。以往的高端酒提价往往是毛五泸的追逐战，但这次将与以往不一样。

3. 渠道利润较低的厂商将可能成为此轮提价的先行者。从对比结果来看，老窖和剑南春将是此番提价的先行者。此结论也印证了我们前期报告的观点。

高端白酒提价的沙盘推演：

1. 提价首轮出牌，将来自泸州老窖。此番老窖提价将与以往的跟随战术不同，1573 提价将试图通过一举超过五粮液来进一步提升其品牌影响力，预计提价幅度在 50-100 元，确保终端指导价最终超过五粮液 50 元。

2. 面对老窖提价，茅台和五粮液分处不同境况。茅台目前渠道利润空间巨大，终端零售价也大大超过其终端指导价，因此茅台将能从容应对竞品提价。五粮液的处境则相对微妙，处于前有“茅”后有“泸”的夹击状态，提价时机的选择将主要是与茅台的博弈，我们判断五粮液若提价，其时点将紧接茅台。

3. 高端酒第四方势力红花郎的提价将预计与茅台保持同步，通过提价保持与茅台若即若离的价格区隔，形成“茅台在前，郎酒殿后”的酱酒品牌方阵。

4. 高端酒龙头提价启动后，将引领整个行业的提价潮。我们预计以汾酒、洋河为代表的次高端酒将伺机跟进，古井贡酒等中档酒龙头也预计将在中秋前后实行调价。

重申投资高端白酒的逻辑：放量与提价是关键词

新一轮涨价潮的到来，市场普遍关注高端白酒市场量价空间还有多大。我们前期报告曾对此进行过讨论，在此重申我们前期观点。通过高端卷烟的消费与高端白酒消费进行类比，我们认为与高端卷烟 747 亿的消费容量相比，高端白酒 415 亿的消费容量仍有较大的增长空间。我们判断未来 5 年将是高档白酒的放量阶段，其市场规模应不断接近高端卷烟的市场消费规模。

我们认为此番提价潮的来临，将短时间内提升行业整体估值水平。

投资建议

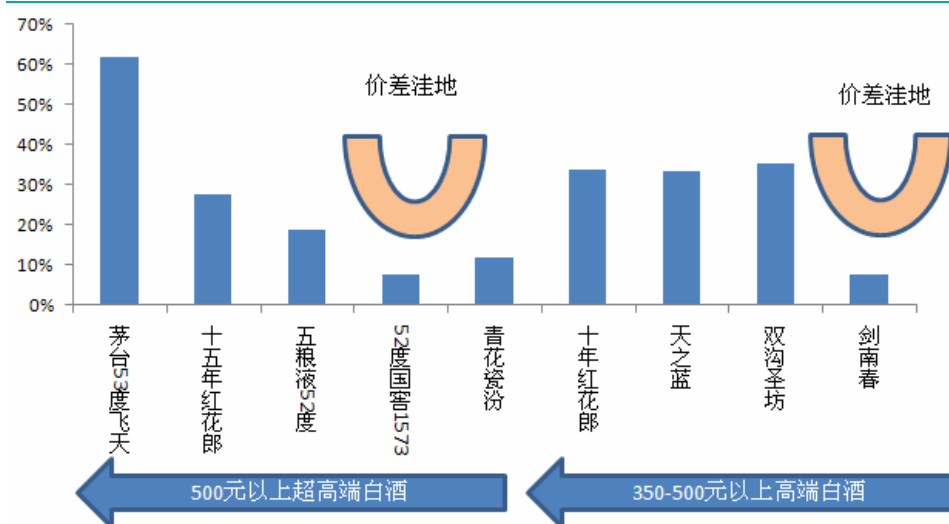
我们维持行业“增持”评级，投资组合为：一线白酒投资排序为泸州老窖、五粮液和贵州茅台，二线白酒建议密切关注有提价预期的汾酒、古井贡酒及老白干。相关分析详见我们前期报告。

迎接提价周期，白酒再进攻

高端白酒提价，山雨欲来风满楼

- 老牌高端酒（茅五泸剑为代表）与新锐高端酒（郎酒洋河双沟等为代表）的渠道利润差异，将成为此轮提价的导火索。我们比较了主流高端白酒的渠道利润差（渠道利润差 = 二批价/出厂价-1），结果显示在零售价 350-500 元和 500 元以上的两个价位带已经形成了明显的价差洼地；在零售价 500 元以上的档次，可以看到五粮液 52 度和老窖 1573 的渠道利润已经远低于红花郎 15 年；在零售价 350-500 元档次中，剑南春的渠道利润已经远低于天之蓝和十年红花郎。渠道利润的差异也能解释新锐高端白酒近期为什么增长喜人（尤其是郎酒和洋河）。新锐高端酒的快速增长已经对老牌高端酒形成了不小的压力。我们认为这两个价差洼地将是厂商提价的动力源泉。
- 这次提价周期与以往不一样的地方：我们认为此番提价将是老牌高端酒与新锐高端酒的一次对决，对决的结果很可能将是高端白酒的又一次洗牌。以往的高端酒提价往往是毛五泸的追逐战，但这次将与以往不一样。
- 渠道利润较低的厂商将可能成为此轮提价的先行者。从对比结果来看，老窖和剑南春将是此番提价的先行者。此结论也印证了我们前期报告的观点。

图表1：主流高端酒渠道利润比较图



来源：国金证券研究所 注：渠道利润% = 二批价/出厂价 - 1

此轮提价的沙盘推演

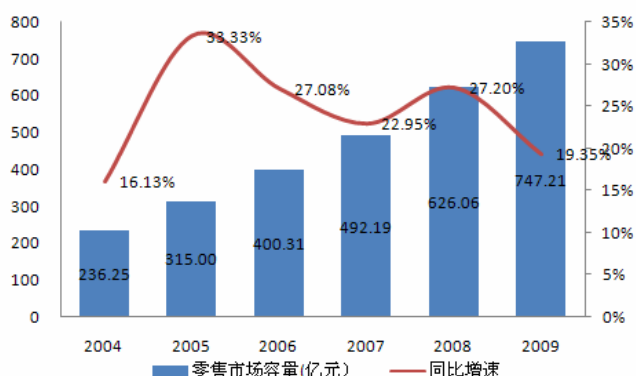
- 我们认为新一轮的白酒提价战，将是一次企业综合实力的比拼，也将是经销商资源的一次洗牌。
- 提价首轮出牌，将来自泸州老窖。此番老窖提价将与以往的跟随战术不同，1573 提价将试图通过一举超过五粮液来进一步提升其品牌影响力，预计提价幅度在 50-100 元，确保终端指导价最终超过五粮液 50 元。
- 面对老窖提价，茅台和五粮液分处不同境况。茅台目前渠道利润空间巨大，终端零售价也大大超过其终端指导价，因此茅台将能从容应对竞品提价。五粮液的处境则相对微妙，处于前有“茅”后有“泸”的夹击状态，提价时机的选择将主要是与茅台的博弈，我们判断五粮液若提价，其时点将紧接茅台。
- 高端酒第四方势力红花郎的提价将预计与茅台保持同步，通过提价保持与茅台若即若离的价格区隔，形成“茅台在前，郎酒殿后”的酱酒品牌方阵。

- 高端酒龙头提价启动后，将引领整个行业的提价潮。我们预计以汾酒、洋河为代表的次高端酒将伺机跟进，古井贡酒等中档酒龙头也预计将在中秋前后实行调价。

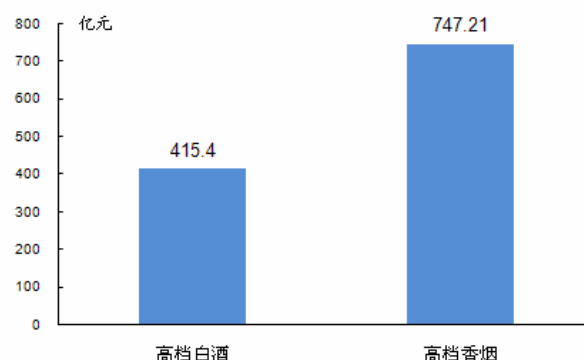
关于高端白酒市场量价空间的讨论

- 新一轮涨价潮的到来，市场普遍关注高端白酒市场量价空间还有多大。我们前期报告曾对此进行过讨论，在此重申我们前期观点。
- 通过高端卷烟的消费与高端白酒消费进行类比，我们认为与高端卷烟 747 亿的消费容量相比，高端白酒 415 亿的消费容量仍有较大的增长空间。我们判断未来 5 年将是高档白酒的放量阶段，其市场规模应不断接近高端卷烟的市场消费规模。
- 以中华香烟为代表的高档卷烟市场，历经了 5 年超过 20% 的增速，仍然面临供不应求的局面。以中华为例，其零售市场容量从 04 年的 203 亿增长到 09 年的 747 亿（09 年中华共卖出 56.93 万箱，每箱平均零售价为 13.1 万）。若考虑假中华烟的泛滥及其他新锐高档烟品牌（芙蓉王，黄鹤楼等）近几年的迅猛增长，我们认为高端卷烟市场甚至远不止 747 亿。

图表2：中国高端烟零售市场容量测算（以中华）



图表3：高端白酒容量仅为高端香烟市场容量的一半



来源：国金证券研究所,中国烟草在线 注：高端白酒零售市场容量的测算参照附注 1。

- 对比高端卷烟市场，我们认为高端白酒市场的增长潜力是巨大的。从我们测算数据来看，高端白酒市场容量仅为高端卷烟的一半左右。考虑到高端白酒和高端卷烟相似的消费群体（高端政务和商务人士）和共同的礼品消费需求，两者市场容量是有一定可比性的。
- 高端白酒和高端卷烟市场容量的差别，主要是因为高端白酒产能受限。高端卷烟生产并没有产能的限制，而高端白酒（以茅台为代表）的需求由于受制于产能，一直受到压抑。高端白酒产能无法快速提升导致高端白酒前几年实则是靠不断的提价调节供求关系。

投资建议

- 我们认为此番提价潮的来临，将短时间内提升行业整体估值水平。品牌基础深厚，市场运作灵活的企业将是此番提价的最大受益者。目前一线白酒投资排序为泸州老窖、五粮液和贵州茅台，二线白酒建议密切关注汾酒、古井贡酒及老白干。相关分析详见我们前期报告。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室