

白酒行业 2010 年下半年报告

评级：增持 维持评级

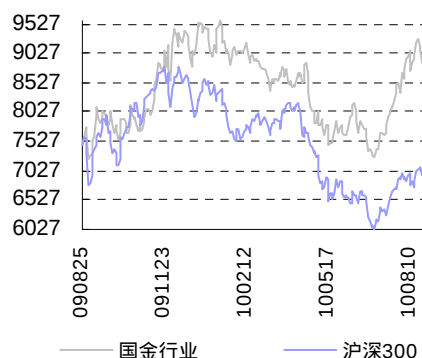
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

高端白酒产销两旺，量价齐升预期强烈

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	65.85
市场优化平均市盈率	29.70
国金白酒指数	8950.85
沪深 300 指数	2896.19
上证指数	2639.37
深证成指	11078.86
中小板指数	6386.00



相关报告

1. 《高端白酒提价,山雨欲来风满楼》, 2010.8.5

投资建议

- **行业策略：**鉴于今年高端白酒产销两旺的局面，量价齐升的局面有望重演，因此继续给予整个行业增持评级。
- **推荐组合：**我们继续推荐高端白酒，投资排序为泸州老窖、五粮液和贵州茅台。泸州老窖和五粮液相对处于调整与革新时期，未来超预期不无可能。从成长的确定性来说，茅台确定性最大，

行业观点

- **高端白酒产销两旺：**茅台和五粮液今年都如期放量，两家纷纷进入万吨销量的时代；茅台和五粮液今年的生产情况都非常顺利，预计茅台 10 年量增长 16%，五粮液增长 20%左右。茅台和五粮液今年的整体生产形势达到了历史最好水平，生产上的突破极大的支撑了两家企业今年的有序放量。
- **高端白酒提价预期仍强：**此次川黔之行，深感高档酒尤其是茅台酒的旺销。局部地区供需的紧张关系也超出了厂家的预期。我们认为提价更多的是销售旺盛的信号，其信号作用大于实质，提价彰显厂商对市场和销量的信心。考虑到五粮液和茅台今年放量的情况下，其提价时间和幅度将可能比以往更加谨慎。目前高端白酒零售价一路走高的局面，也跟经销商补库存及惜售有关，渠道惜售一定程度上造成了供需的紧张局面。
- **关注洋河高速成长下的行业鲶鱼效应：**洋河这几年的超高速增长，的确打开了白酒行业的想象空间。此行调研川黔白酒，明显感受到各家企业对洋河的关注，洋河成为了大家交流中的高频词。关注洋河、正视洋河、学习洋河已经成为各家企业的共识，多家企业都表示要加强对中高档酒的布局。
- **鲶鱼效应加速了龙头企业们的良性竞争与发展，加速白酒行业进一步向名酒企业集中，从而有望推升白酒行业整体估值中枢的上升。**我们认为中档酒市场，老牌名酒并非不可为，而是大有可为。此番川黔之行，明显感受到泸州老窖在中档酒业务上的变革决心与力度，老窖应能凭借其相对灵活的体制、深厚的品牌基础与生产能力在中档酒市场上再创一片新天地。

风险提示

- 高端白酒企业提价时点难以判断；

陈钢

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

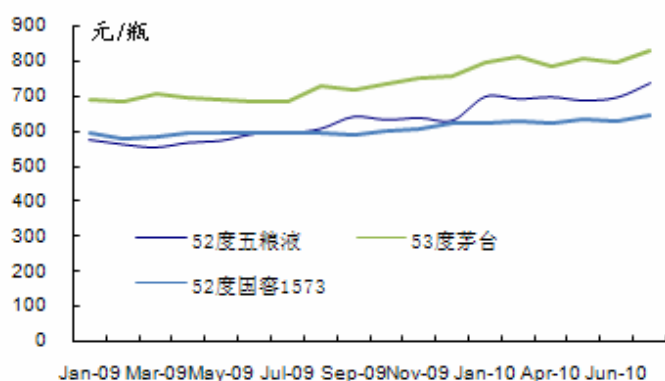
高端白酒产销两旺，量价齐升预期强烈

一、高端白酒有望重演量价齐升的局面

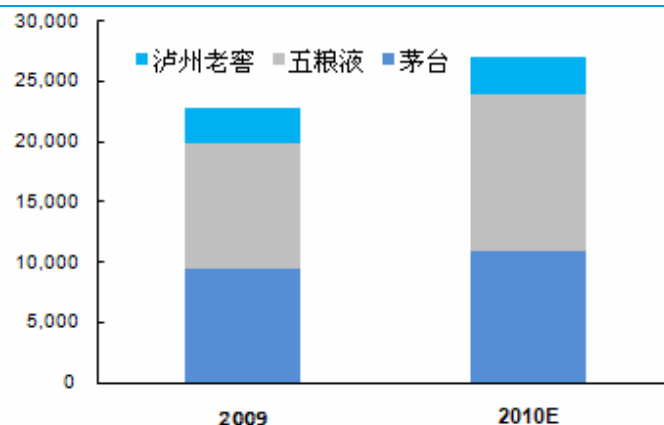
■ 贵州茅台和五粮液步入“万吨销量”的时代

- 茅台和五粮液今年都如期放量，两家纷纷进入万吨销量的时代：茅台和五粮液今年的生产情况都非常顺利，预计茅台 10 年量增长 16%，五粮液增长 20% 左右。
- 今年茅五放量主要源于产能的突破：茅台和五粮液今年的整体生产形势达到了历史最好水平，生产上的突破极大的支撑了两家企业今年的有序放量。
- 高端白酒持续保持景气，量价齐升预期强烈。今年在有序放量的基础上，茅台和五粮液的销售仍然呈现出供不应求的局面。我们认为在放量的情况下，厂商控量报价的可能性比较低，高端白酒的量升价涨恰恰说明市场真实需求仍然非常旺盛。从我们了解的情况看来，三家高端白酒企业上半年团购业务都进展红火，相关经销商也正为中秋国庆积极备货。
- 高端白酒，尤其是茅台的稳定发展，将为整个白酒行业构筑坚实的估值底部。

图表1：高端白酒价格走势坚挺



图表2：茅台和五粮液双双步入万吨销量时代

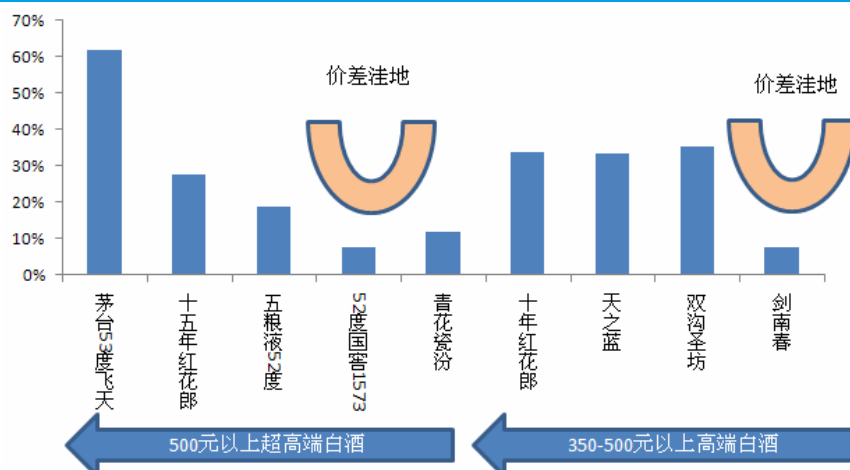


来源：国金证券研究所

■ 高端白酒提价预期依然强烈

- 此次川黔之行，深感高档酒尤其是茅台酒的旺销。局部地区供需的紧张关系也超出了厂家的预期。
- 对厂商提价的解读：厂商提价更多的是销售旺盛的信号，其信号作用大于对业绩的实质增厚，提价彰显厂商对市场和销量的信心。我们认为五粮液和茅台今年放量情况下，提价时间和幅度将可能比以往更加谨慎。
- 目前高端白酒零售价一路走高的局面，也跟经销商补库存及惜售有关，渠道惜售一定程度上造成了供需的紧张局面。从历史经验看，零售价格攀升的局面在春节前后才会缓和。

图表3：渠道价差成为本轮提价驱动力



来源：国金证券研究所

二、关注洋河高速成长下带来的行业鲶鱼效应：

■ 关注洋河高速成长下的行业鲶鱼效应：

- 洋河这几年的超高速增长，的确打开了白酒行业的想象空间。此行调研川黔白酒，明显感受到各家企业对洋河的关注，洋河成为了大家交流中的高频词。关注洋河、正视洋河、学习洋河已经成为各家企业的共识，多家企业都表示要加强对中高档酒的布局。
- 洋河带来的鲶鱼效应对行业的发展是非常正面的。洋河的快速上位，打破了白酒行业旧有的行业格局，也掀起了行业发展新的“头脑风暴”。新锐名酒急起直追，老牌名酒加快革新步伐的局面已经形成。我们认为鲶鱼效应加速了龙头企业们的良性竞争与发展，加速白酒行业进一步向名酒企业集中，从而有望推升白酒行业整体估值中枢的上升。

■ 中档酒，老牌名酒一样可为：

- 我们认为中档酒市场，老牌名酒并非不可为。中档酒的运作，最关键的是需要灵活的管理机制，这包括财务处置的灵活性、组织架构的灵活性、促销手段的快速应变性、终端管理和控制的精细化，总体来说就是要从市场的粗放式经营走向精细化管理。实际上，精细化管理在其他快速消费品行业中已非常普及，方法论并没有太多的创新，最关键还是在于执行力。洋河灵活的民营体制，的确在精细化管理上有较大的优势，比如财务处置权上就能实现大胆放权，这在国企是较难实现的。
- 我们认为体制并非一定是精细化管理的障碍，古井贡酒是最佳的例证：以古井贡酒为例，同样是国企，其对市场的精细化管理堪与洋河媲美。对城市经理的大胆放权，对区域市场导入预算制，通过组织扁平化，加强对局部市场的控制与督导。一系列的措施让古井贡酒对安徽市场重掌强有力的控制。
- 泸州老窖中档酒上的运营将是未来的看点。此番川黔之行，明显感受到泸州老窖在中档酒业务上的变革决心与力度。老窖应能凭借其相对灵活的体制、深厚的品牌基础与生产能力在中档酒市场上再创一片新天地。

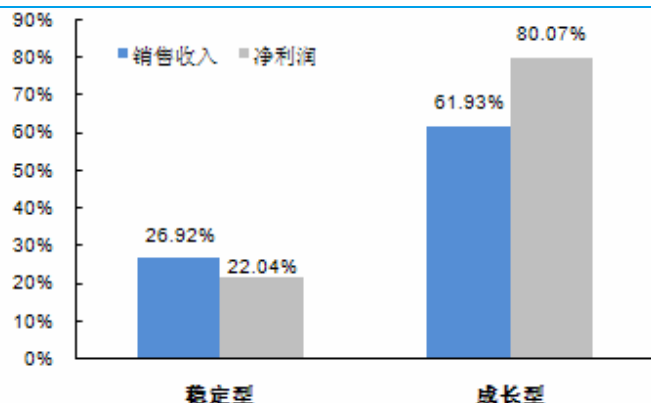
三、主要白酒企业中报回顾

- 稳定型高档白酒（贵州茅台、五粮液和泸州老窖）与成长型中高档白酒（洋河股份、山西汾酒、古井贡酒和金种子酒）的对比
 - 稳定型白酒：在稳定增长中寻找超预期的可能。从中报业绩各项指标来看，稳定型白酒增长基本步入平稳发展阶段，销售费用与管理费用

水平基本持稳，收入与利润保持 20%以上的增长。我们认为稳定型白酒的成长具较高的确定性，从预收账款与存货指标来看，稳定型白酒未来的增长仍然“底气十足”。从成长的确定性来说，茅台确定性最大，泸州老窖和五粮液则处于调整与革新时期，未来超预期不无可能。

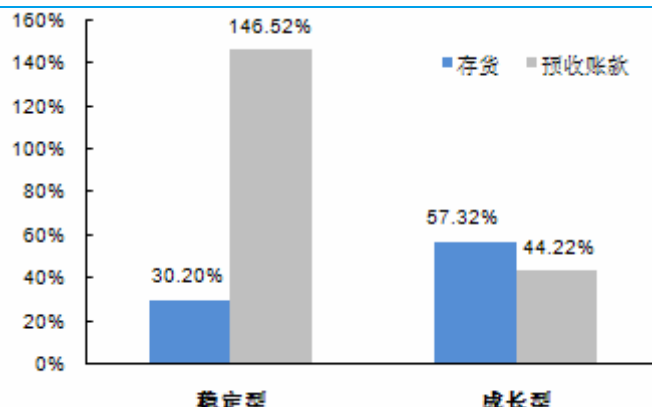
- 成长型白酒：警惕“预期差”的出现。成长型白酒中报皆十分亮丽，我们重点推荐山西汾酒与古井贡酒。

图表4：2010H 销售收入与净利润同比增长率



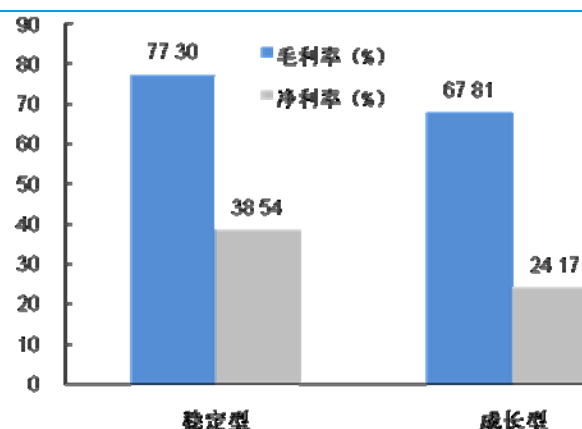
来源：国金证券研究所

图表5：2010H 存货与预收账款同比增长率



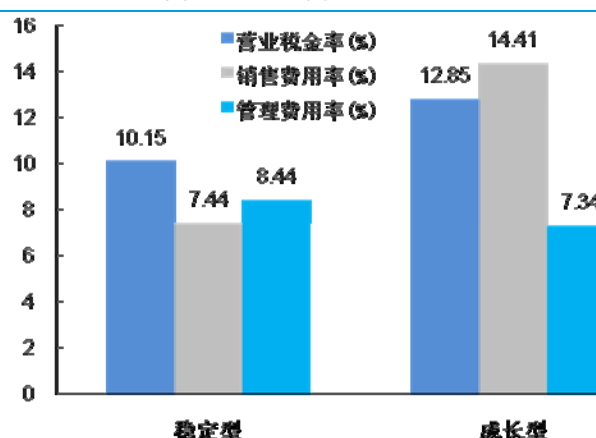
注：预收账款的统计中剔除了五粮液，若考虑五粮液的话，同比增速高达 485%

图表6：2010H 毛利率和净利率



来源：国金证券研究所（注：在统计中对洋河股份的消费税进行了还原调整）

图表7：2010H 营业税金和两费率



四、量价齐升预期下，高端白酒白酒未来有望迎来估值进一步提升：

图表8：高档白酒估值对比

名称	投资评级	股价	总股本 亿股	总市值 亿元	每股盈利			10-12EPS 复合增长	P/E		
		2010-8-24			10E	11E	12E		10E	11E	12E
贵州茅台	买入	151.4	9.4	1,429	6.01	7.27	8.65	20.0%	25.2	20.8	17.5
五粮液	买入	30.0	38.0	1,140	1.30	1.55	1.81	17.8%	23.0	19.4	16.6
泸州老窖	买入	34.5	13.9	481	1.45	1.70	1.96	16.1%	23.8	20.3	17.6

来源：国金证券研究所

- 泸州老窖：重新“出发”的浓香鼻祖
 - 泸州老窖是我们目前一线白酒中重点推荐的品种，基本面向好有望超预期的泸州老窖是这阶段高端白酒的投资首选。
 - 我们非常认同公司目前的整体调整方向：如高档酒坚定不移走奢侈品路线，中档酒痛下决心向后起之秀学习。目前相对的调整期，将为未来的超预期增长奠定坚实基础。
 - 未来超预期的地方来自：高档酒从短暂的量缩价升走向量平价升，中档酒特曲的“东山再起”。
 - 预测泸州老窖公司 2010 年白酒每股贡献收益为 1.23 元，对应 10 年 32 倍 PE，券商业务以 15 倍估值，最终目标价格为 42.68 元。我们再向上调 10% 的目标价，最后我们确定公司 6-12 个月目标价为 42.68-46.95 元。
- 五粮液：
 - 今年是五粮液持续改善的一年。我们判断公司下半年仍有释放业绩的动力，市值考核、证监会处罚了解及股权激励等均构成公司股价提升的助推剂。目前市场已经部分预期到公司的基本面改善情况，未来看点主要看是否能持续超预期。
 - 未来 6-12 个月目标价 39.15-43.03 元。我们将跟踪公司基本面变化情况及时调高目标价。10-12 年 EPS 为 1.304，1.550，1.809。
- 贵州茅台：稳定增长的高档酒“白马”
 - 茅台酒的供应有保障，今年将实现有序放量，整体生产形势达到历史最好水平。长期看好公司的发展，我们认为茅台的稳定发展，将为整个白酒行业构筑坚实的估值底部。
 - 预计公司 10-12 年白酒销售收入将分别实现 132.15、158.75 和 187.34 亿，同比增长 36.7%、20.1%和 18.1%。10-12 年的 EPS 将分别达到 6.00、7.27 和 8.65 元。维持一年目标价格区间 202.92-218.07，对应 2011 年 30PE。

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