

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

10 年秋季糖酒会点评-白酒盛宴仍将继续

事件

我们参加了今年的秋季糖酒会，与厂家和经销商进行了交流，对各白酒上市公司进行了重点的跟踪。

评论

- 高端白酒表现平稳，茅台价格一骑绝尘。
 - 从国庆各重点市场反馈情况来看，茅台的强势地位更加巩固，多个重点城市一批价已经超过 900 元，向 1000 元靠近。继泸州老窖和五粮液相继提价后，我们认为茅台将会延续去年做法，在年底宣布提价，茅台作为高档酒最为畅销的品类，其强势地位短期无人撼动。
 - 五粮液永福酱酒新品推出，短期难以实现放量。我们认为永福酱酒 2-3 年的市场培育必不可少，未来将以培养口感客户为主。永福酱酒将作为五粮液的战略储备品种，起到丰富五粮液既有产品线的作用。
- 二线白酒走向分化，成长与蛰伏同在：谁能在既有的中档酒操作思路实现再创新，谁就能实现进一步的飞跃；谁不及时接受既有的中档酒操作思路，谁就将在中档酒的竞争中败下阵来。我们认为古井贡酒和汾酒将是高成长代表；洋河将是二线白酒的发展标杆；老白干酒从“假寐”中苏醒，酒鬼酒从人事震荡中凤凰涅槃值得关注；沱牌目前的产品设计和推广思路，与洋河汾酒古井贡酒等运作思路截然不同，若思路不加转变，短时间内将很难在二线白酒的竞争中脱颖而出。

投资建议

- 我们仍然看好高端白酒的投资机会，主要原因还是在于目前的供求关系是近几年以来最好的时期，我们认为高档白酒在目前价位仍有 25-30% 的涨幅，建议标的泸州老窖、五粮液、贵州茅台。
- 对于中档酒标的，得益于高档酒持续提价后腾出的空间，以及区域经济的发展，我们认为未来一两年这些酒的成长又将好于市场预期。我们建议选择品牌基础好、提价空间大、市值相对便宜的标的，如山西汾酒、古井贡、老白干等。对于仍处于蛰伏期的公司持相对谨慎态度。
 - 古井贡酒：万事俱备，只待点睛之笔。古井贡酒在品牌力、产品结构和营销团队等多个方面都具备了实现 50 亿目标的条件。公司尚欠缺的是郎酒“神采飞扬中国郎”这样的神来之笔。预计公司明年一季度将启用新的品牌宣传，点睛之笔值得期待。从业绩的角度，未来公司的费用使用效率将有较大提升空间，利润增速将高于收入增速。维持前期持续的推荐。我们认为古井贡酒未来三年的高成长性值得期待，年符合增速将达到 40%，同时费用下降带来净利润率的上升，净利润复合增速将超过收入增速。上调目标价至 71.5 元，对应 11 年 40 倍 PE。
 - 山西汾酒：汾老大归来，白酒和保健酒比翼齐飞。汾酒三个品牌定位已然清晰，汾酒和竹叶青做为两个核心品牌，杏花村则作为辅助品牌。8 月底汾酒品牌新产品发布会，已明晰了国藏汾酒、青花瓷汾和老白汾的品牌结构。此次秋糖会，重点推广和宣传竹叶青品牌：推出国酿、精酿、特酿这三款竹叶青酒。公司目标 2010 年销售达到 2 亿左右。十二五期间，确保竹叶青酒的年均增长速度达到 40% 以上，到 2015 年实现 8—10 亿元的市场规模。汾酒是二线白酒中有长足发展后劲的品种，我们维持买入评级。我们认为公司现有的战略战术正不断得到兑现，崛起只是快慢问题。

超高端白酒—提价逐步兑现，茅台一骑绝尘

■ 茅台如日中天，价格走势一骑绝尘：

- 从国庆各重点市场反馈情况来看，茅台的强势地位更加巩固，多个重点城市一批价已经超过 900 元，向 1000 元靠近。此次秋糖会，茅台主品牌没有参会，茅台重点布局系列子品牌（名将酒，迎宾酒，王子酒等）和区域品牌（水立方等）。
- 对于其他超高端白酒来说，已经处于被迫提价状态。在茅台价格强势上升的局面下，其他超高端白酒面临价格掉队的较大压力。对此，我们更看好老窖 1573 的发展趋势，及时的控量提价、坚决走奢侈品路线、加大事件性营销等举措让其在超高端价格赶超中相对游刃有余。

图表1：全国重点市场国庆反馈

		茅台 一批价 900	五粮液 650	剑南春 320	红花郎 10 年 300
北上广	北京	正常	略高	略低	略高
	上海	略高	正常	略高	正常
	广州	略高	正常	略高	略低
重点城市	长春	正常	略低	正常	正常
	天津	略高	正常	正常	NA
	合肥	正常	略低	略低	NA
	唐山	正常	略高	略高	略低
	南京	略高	正常	略低	略高
	昆明	略高	正常	正常	正常

来源：国金证券研究所（略高>10%，正常：-10%~10%，略低<10%）

■ 五粮液：永福酱酒能否成为下一个红花郎酒？

- 银基在此次秋糖发布了永福酱酒新产品--永福酱酒老酱，定价 1180 元，预计 10 月下旬推出后续新产品：永福酱酒 10 年，定价将与五粮液水晶瓶相近。老酱未来将是永福酱酒的形象产品，主要起到拉高产品形象的作用，10 年产品才是主打产品，主要走团购路线。
- 我们认为从永福酱酒的产品定位来看，短时间内实现放量恐有难度。以红花郎为例，其最成功的的产品是 10 年红花郎，定位在 350-400 的价格带，实现了红花郎系列半数以上的销售，其 15 年（价格定位 650-700 元）表现相对一般，预计 10 年实现销售 5 亿左右。永福酱酒主打产品 10 年酱酒定价与红花郎 15 年接近，以此类推想短时间实现放量恐有难度。
- 未来永福酱酒目标将是以培养口感客户为主，2-3 年的市场培育必不可少。永福酱酒将作为五粮液的战略储备品种，起到丰富五粮液既有产品线的作用。未来能否成为下一个红花郎酒，还得看银基的营销手腕。

图表2：永福酱酒-老酱



来源：国金证券研究所

图表3：永福酱酒 10 年



来源：国金证券研究所

二线白酒，分化将成趋势，成长与蛰伏同在

■ 区域中档酒操作思路已成业界共识

- 洋河为代表的中档酒崛起思路已经得到极大的普及，这点从鲁酒集体性崛起能看到。鲁酒（景芝、扳倒井、泰山等）和豫酒（宋河）的革新与崛起显示中档酒崛起模式已成业界共识：目前各区域强势厂牌的产品线均很清晰，产品线持续做减法，主推中高端产品，包装风格新颖、凸显历史文化内涵、在招商上严选经销商等。
- 未来二线酒必将出现分化：谁能在既有的中档酒操作思路上实现再创新，谁就能实现进一步的飞跃；谁不及时接受既有的中档酒操作思路，谁就将在中档酒的竞争中败下阵来。

■ 古井贡酒：万事俱备，只待点睛之笔。目标价 71.5 元

- 万事俱备，只待点睛之笔。古井贡酒在品牌力、产品结构和营销团队等多个方面都具备了实现 50 亿目标的条件。从硬实力来看，条件已经比较成熟，但在软实力的诠释上尚缺点睛之笔。目前原浆、年份、淡雅等概念已经泛滥。古井贡酒尽管首创出这些概念，但其创新尚停留在产品层面，品牌精神层面的诠释尚很匮乏，公司若想真正走向全国化，品牌诠释的创新将比产品创新来得更加关键。公司尚欠缺的是郎酒“神采飞扬中国郎”这样的神来之笔。预计公司明年一季度将启用新的品牌宣传，点睛之笔值得期待。
- 从业绩的角度，未来公司的费用使用效率将有较大提升空间，利润增速将高于收入增速。目前公司大部分的费用以地面费用为主，空中费用（电视广告等）占比不高，未来将逐步提升空中费用的投放比例，从而有效降低地面费用比例。若空中费用提升 1 个点，地面费用将可以下降 2-3 个点，因此费用压缩空间很大。
- 维持前期持续的推荐。我们认为古井贡酒未来三年的高成长性值得期待，年符合增速将达到 40%，同时费用下降带来净利润率的上升，净利润复合增速将超过收入增速。上调目标价至 71.5 元，对应 11 年 40 倍 PE。
- 前三季度业绩预增符合前期预测：前三季度实现净利润 1.35-1.45 亿，第三季度淡季实现 0.28-0.38 亿元，全年应能实现 2 亿净利润。

图表4：品牌诠释尚缺点睛之笔



来源：国金证券研究所

图表5：



来源：国金证券研究所

- 山西汾酒：汾老大归来，白酒和保健酒比翼齐飞
 - 汾酒三个品牌定位已然清晰，汾酒和竹叶青做为两个核心品牌，杏花村则作为辅助品牌。8 月底汾酒品牌新产品发布会，已明晰了国藏汾酒、青花瓷汾和老白汾的品牌结构。此次秋糖会，重点推广和宣传竹叶青品牌。
 - 竹叶青新品发布，推出国酿、精酿、特酿这三款竹叶青酒。公司目标 2010 年销售达到 2 亿左右。十二五期间，确保竹叶青酒的年均增长速度达到 40%以上，到 2015 年实现 8—10 亿元的市场规模。
 - 杏花村品牌将成为经销商代理品牌，主要开发经销商代理品种。
 - 汾酒是二线白酒中有长足发展后劲的品种，我们维持买入评级。我们认为公司现有的战略战术正不断得到兑现，崛起只是快慢问题。
- 洋河和双沟以苏酒集团的形象出现
 - 此次秋糖洋河和双沟首次以苏酒集团的整体形象出现。目前洋河和双沟的整合进展顺利，各地办事处已经实现了合并，产品线上的配合和调整亦有条不紊。
 - 维持中秋节点评观点：江苏市场的良性发展提供了一定估值安全边际。从苏南 7 市的发展来看，洋河在本土市场的强势地位将继续延续。洋河强有力的市场管控能力和产品结构的梯度升级，将保证其在江苏市场的长治久安。未来的估值提升，重点还得看省外发展。
 - 洋河发展的一再超预期，打开了二线酒的想象空间，特别是以古井贡酒为代表的徽酒。以成长空间来看，古井贡酒和山西汾酒超预期的可能性会更大。

图表6：洋河和双沟以苏酒集团整体形象出现



来源：国金证券研究所

■ 沱牌：思路尚未转变，蛰伏恐会继续

- 舍得系列裂变三个系列，超高端瓶颈凸显。原有舍得品牌只有一个产品，本届秋交会推出三个新系列，即舍得窖藏系列（300，600，900）、年份舍得系列（10年和20年）以及舍得水晶瓶。舍得水晶瓶是经典舍得的升级版，价格定位为五粮液水晶瓶价位，将是公司未来主打产品。我们认为在价格飙升的趋势下，超高端白酒的竞争已经日趋激烈，二线白酒已经出现较严重的掉队现象，舍得未来能实现保盘已不容易。
- 沱牌曲酒高举群狼战术，经销商品牌运营已成主导。此次展出沱牌曲酒多个系列：沱牌曲酒一曲天成系列、百年沱牌系列、沱牌柔和系列和中华沱牌系列等。各系列主要由各地区的经销商品牌运营，主打不同的区域地区。我们认为中档白酒的竞争高度依赖厂家自身的营销能力，以经销商为主导的销售方式很难在竞争中脱颖而出。
- 产品力转变为战斗力尚待时日，沱牌曲酒恐将继续蛰伏。从沱牌目前的产品设计和推广思路来看，与洋河汾酒古井贡酒等运作思路截然不同，若思路不加转变，短时间内将很难在二线白酒的竞争中脱颖而出。

图表7：沱牌曲酒新品



来源：国金证券研究所

图表8：舍得新品水晶瓶



来源：国金证券研究所

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