

白酒行业 2011 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

积极布局一季度 高档酒仍是最佳选择

事件

近一段时间食品饮料板块高档白酒总体仍处于盘整状态，从我们最新所了解到行业情况分析，我们认为一线白酒一季度超市场预期因素仍然存在，我们仍然坚定看好一线高档白酒在食品饮料行业板块中的投资价值。

评论

■ 我们仍然坚定看好一线高档白酒在食品饮料行业板块中的投资价值。具体逻辑如下：

- 一是我们认为今年高档酒的业绩增长是有保证而且会超出市场预期。从去年下半年开始，尽管几家高端酒厂商向终端市场销量投放有所增加，但茅台、五粮液、1573 等高端酒的畅销程度不仅超过了批发商的预期也超过了厂商的预期，贵州茅台股份公司在制定了 959 元/瓶的限价令，并且往全国各地派出了检查组，但实际上市场上的批发价已横在 1200 元/瓶有两三个月了，我们判断春节过后这一价格也不会下跌太多，厂商目前仍然是很清醒，尽管有需求因素起作用但与社会资金炒作以及经销商囤货有很大的关系，对于厂商来说放量是最明智选择，我们预计茅台 11 年量增长 2500 吨左右，五粮液计划放量增加 20%也就是 2300 吨左右，1573 的销量由中国品味导入期缩短来实现整体收入快速提升。从目前销售态势来看，茅台和五粮液今年的整体生产和销售形势达到了历史最好水平，我们认为明年销售形势也会非常不错。年后五粮液公司将后提高出厂价，我们认为本次提价比市场所预期的 50-60 元要高，目前公司已要求终端将普通饮用型 52 度五粮液由 789 提高到 889，五粮液 1618 由 839 提高到 939 元，我们认为公司普通饮用型 52 度五粮液出厂价将会提价 100-120 元左右。因此这几家高档酒厂商今年销量以及提价幅度都将会超出市场预期。
- 二是我们认为高档酒一季度将拉开放业绩的序幕。近几年二线白酒高速发展，特别是洋河和郎酒等企业深挖渠道做透市场，在短短几年内实现了超高速增长也给一线厂商带来了压力和动力。我们认为洋河等企业快速崛起带来的鲶鱼效应，将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。从去年资本市场的表现来看，白酒板块中古井贡和洋河无疑是最吸引投资者眼球的标的，而高档白酒由于几家企业放业绩相对保守使得其表现平平，我们认为洋河市值快速提升给同类型企业特别是给泸州老窖公司领导带来巨大压力，这其中缘由非常简单，泸州老窖股改前后资本市场的表现被当地政府高度认可，如果近几年光芒被其它企业抢去，将对过去成绩是一种否定，我们认为一线白酒 10 年真实业绩好于报表业绩，在 11 年将拉开放业绩的序幕。从这三家销售现状以及提价幅度等要素综合考虑，我们认为贵州茅台是这几家企业中业绩增长最确定和最高的，但由于公司对资本市场诉求不强烈，公司报表业绩较难预测。
- 三是由于业绩释放，将会使得高档酒的估值会得到一定的提升。从目前市场所给这几家高端白酒企业明年增速在 26%-30%之间，但我们认为这三家企业业绩超 30%的可能性非常高（我们判断有 35-40%的增长），因此这几家公司业绩放出业绩超过市场预期时，我们认为其估值也将提升，市场给予一线相对二线酒估值的折价也会改变，如果到年底按 11 年 30 倍估值，目前这几家企业均有 35-40%绝对收益。
- 四是从这几家发展战略来看，我们认为企业都很清醒，并没有被现阶段的产品热销冲昏头脑，从茅台酒的限价为 959 元/瓶，以及提价幅度为 120 和 200 元来看，公司很清楚自己所面临的问题，由于货品紧俏产品都被转手卖到渠道中，导致规范假酒的难度加大，尽管无好对策但公司仍在清醒的去面对这些。1573 也正在积极推广中国品味，五粮液正利用这次机会放量。

投资建议

- 我们认为投资要做好投资高端白酒的波段很难，而从现在这个时间往年底看，高档白酒在目前股价上仍值得投资长线持有，我们认为有 35-40%左右的绝对收益，投资建议排序是泸州老窖、五粮液、贵州茅台。

几家重点公司介绍

■ 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，公司基本面向好业绩释放有望超预期，因此泸州老窖是未来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，中国品味快速导入，将使得高档酒销量出现超预期的表现，中档酒特曲的“东山再起”。
- 公司高端酒 1573 提价将会紧跟五粮液，同时为了更好管控价格公司变相提价执行了计划内和计划外两个价格，中国品味目前已销售近 100 吨，今年如果推广较好能做到 300-400 吨的销量，我们判断公司高端酒 1573 主要靠提价 20% 来实现收入增加，特曲收入增长中 15% 的价格提升，20% 的销量提升。
- 我们预测 2010 年、2011 年、2012 年每股收益 1.556、1.986、2.352 元。在对华西证券分开估值的前提下（预测明年这一块贡献 0.15 元），给予公司目标价 60.88 元。

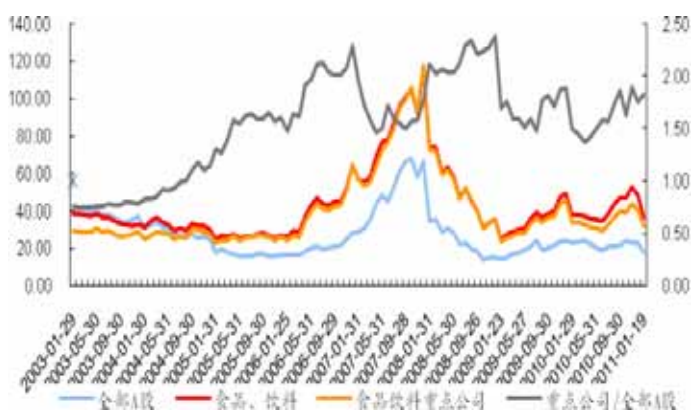
■ 五粮液：

- 今年仍将是五粮液基本面持续改善的一年。我们判断公司仍有较强释放业绩的动力，市值考核、股权激励以及加大中档酒运作力度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，未来看点公司提价超预期以及并购，中档酒运作纳入议事日程。
- 预测公司 10-12 年 EPS 为 1.230，1.580，1.809。如果考虑到公司提价幅度加上未来改善空间，公司目前估值是非常具有吸引力，建议稳健投资者积极关注。

■ 贵州茅台：稳定增长的高档酒“白马”

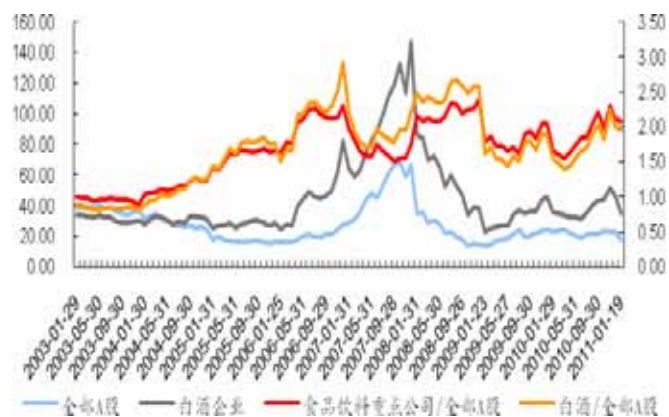
- 茅台本次提价是计划内的提价 120 元，计划外的提价 200 元，考虑公司计划外的产品销量已经超出计划内的，其提价幅度实际上是超市场预期，茅台作为高档酒最为畅销的品类，其强势地位短期无人撼动。茅台酒的供应有保障，明年仍将放量 2500 吨，整体生产形势达到历史最好水平。长期看好公司的发展，我们认为茅台的稳定发展，将为整个白酒行业构筑坚实的估值底部。
- 预计公司 10-12 年白酒销售收入将分别实现 130.4、178.61 和 209.87 亿，同比增长 34.9%、36.9% 和 17.5%。10-12 年的 EPS 将分别达到 5.622、7.835 和 9.635 元。我们以 11 年 35 倍估值确定 6-12 个月目标价为 275 元。

图表1：估值比较

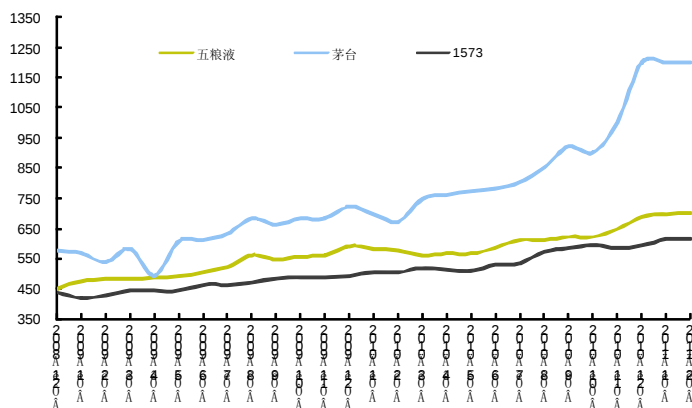


来源：国金证券研究所

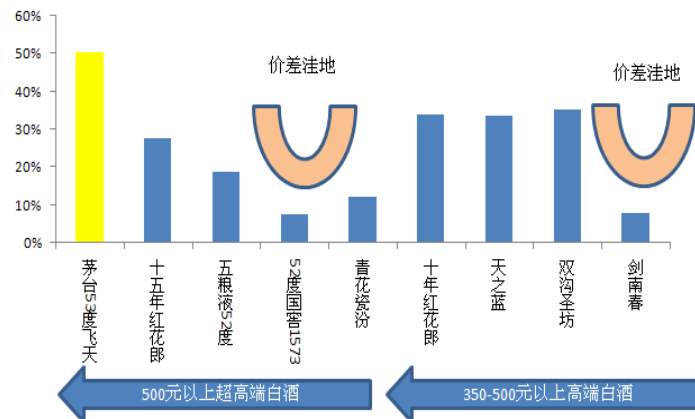
图表2：两线白酒和一线估值比较



图表3：四川地区一批价



图表4：渠道价差成为本轮提价驱动力



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