



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 2 月 14 日

食品饮料

研究部

孙轶佳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010026
sunyj@cicc.com.cn

金志耀

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010037
jinzy@cicc.com.cn

春节销售情况符合预期

2011 年春节白酒经销商调研反馈

行业近况:

春节过后,投资者对春节白酒销售情况比较关心,我们对全国白酒的主要经销商进行了调研,并将以下信息反馈。

评论:

春节销售符合预期。今年春节茅台基本处于断货状态,五粮液和国窖 1573 一批价格依然维持在高位,同时经销商均表示今年整体销售情况好于去年,春节旺销符合市场预期。而青花汾酒在省外销售依然保持快速增长。

节后渠道价格大幅度下滑可能性较小,2011 年销售前期乐观。节后渠道价格大幅下滑可能性较小,因为:(1)渠道库存处于较低水平,去库存压力不高;(2)主要酒厂政策力挺渠道价格。五粮液 2011 年经销商整体计划量有较大削减,2011 年 6 月后才根据系列酒的销售情况再做调整,而泸州老窖也采用保证金的方式力挺渠道价格(具体政策详见表 1);(3)酒厂提价预期仍在,五粮液和泸州老窖未来有仅一步提高渠道指导价的可能,给经销商更多的利润空间。我们认为短期白酒销售前景依然乐观:(1)流动性流向实体经济,高端白酒消费依然维持高位;(2)通胀预期不改,白酒销售依然维持相对旺盛。

估值与建议:

估值风险整体不高,攻守兼备。一线白酒的估值水平均在 20-23 倍的水平,已处于 08 年四季度的历史底部,按照最悲观的情况,下行空间不超过 10%。当前白酒板块下行风险有限,板块在二季度年报季报行情和提价预期下,有望实现淡季股价反弹。同时,我们认为即使市场对大盘预期不乐观,白酒板块仍将有相对收益,攻守兼备。当前板块股价已具吸引力。

优选未来超预期品种。从全年的角度来说,我们认为泸州老窖和五粮液未来弹性更大,山西汾酒一季报业绩超预期也有较高弹性。我们的偏好是泸州老窖、五粮液、贵州茅台、山西汾酒、洋河股份。

泸州老窖:我们认为从全年表现的角度来说,泸州老窖相对更好,因为:(1)五粮液缩量对国窖 1573 放量更为有利,国窖 1573 将有超预期表现;(2)泸州老窖特曲销售进行改革,环比趋势向好,公司提拔特曲专员,在湖南等四地进行改革,改革效果将在 2011 年下半年有所体现,同时高档酒+中档酒的发展模式,打开长期成长瓶颈;(3)2012 年股权激励进入可行权期,公司业绩有超预期表现。

五粮液:高档酒+中档酒的发展模式,打开长期成长空间。2011 年华东营销中心成立,2011 年五粮醇销售有望突破 10 亿元,打开中档酒增长瓶颈。中档酒放量和贡献利润在 2012 年的业绩中体现出来,公司长期稳定增长有保证,长期有望实现估值提升。

贵州茅台:2010 年同比基数较低,一季报有超预期表现,业绩符合预期带来估值和盈利双升。

山西汾酒:(1)销售收入有持续超预期可能,费用率虽维持高位,但一季度业绩将有超预期的表现;(2)春节后主要产品有提高出厂价的可能。

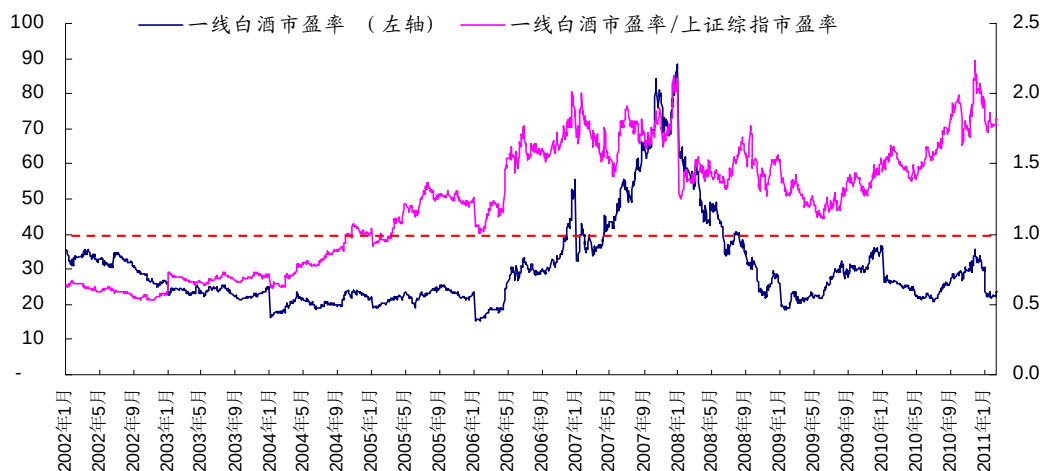
洋河股份:2011 年仍将保持 60%的高增长,2011 年业绩不存在担忧,估值具有吸引力。

风险提示: 大盘风格调整,导致消费板块整体表现欠佳。

图表 1: 各地经销商反馈

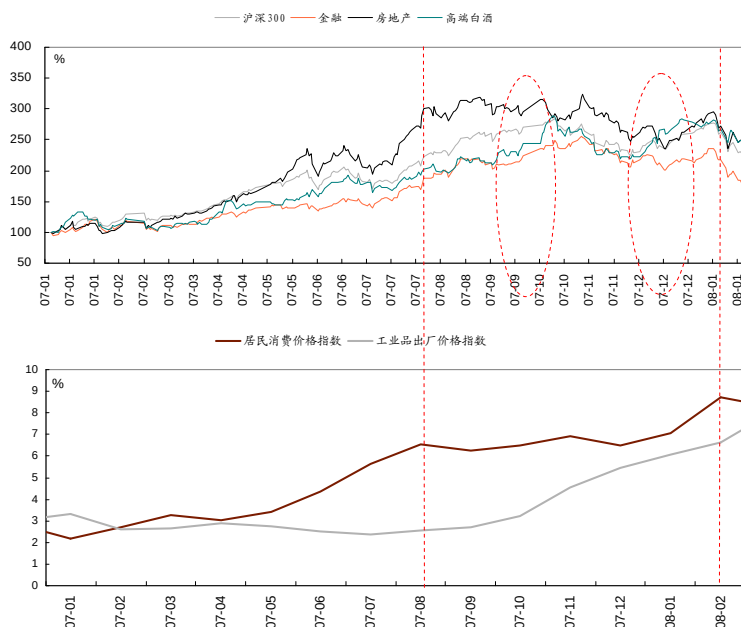
2011年春节			北京	江苏	深圳	云南	山西
价格（环比） （元/瓶）	53度茅台	一批价	持平，959元	-	上升，959元-1500元	上升，1200元左右	-
	52度五粮液	一批价	-	上升，680以上	上升，700元左右	-	-
	52度国窖1573	一批价	-	-	-	上升，709元	-
	52度水井坊	一批价	-	-	-	-	-
	53度青花汾酒	终端价	-	-	-	-	上升，终端价在600元
销量	同比	53度茅台	持平	-	持平	上升	-
		52度五粮液	-	上升	持平	-	-
		52度国窖1573	-	-	-	持平	-
		52度水井坊	-	-	-	-	-
		53度青花瓷汾酒	-	-	-	-	上升
	环比	53度茅台	上升	-	上升	上升	-
		52度五粮液	-	上升	上升	-	-
		52度国窖1573	-	-	-	上升	-
		52度水井坊	-	-	-	-	-
		53度青花汾酒	-	-	-	-	上升
库存情况	经销商	低	低	低	低，国窖1573略有库存	高	
	终端 （团购、餐饮、商超）	低	低	低	低	低	
进货意愿		高	高	高	高	高	
对春节后 渠道价格判断		茅台等价格仍将维持高位	五粮液价格能够维持稳定	五粮液价格有可能有所回落，茅台有不确定性	国窖1573政策严厉，价格有望维持稳定	有提价的可能	
酒厂近期政策	贵州茅台	（1）严格控制倒货，供应超市的经销商保证供应给超市销售，超市价格在1099元 （2）增加经销商，个别经销商计划量有所增加					
	五粮液	（1）4月停止打款，2011年合同量经销商减少40%，专卖店减少30%。2011年6月后，根据系列酒销售情况在略有增加 （2）终端指导价有继续提高的可能					
	泸州老窖	（1）国窖1573出厂价709元（含90元保证金）。如果渠道价格稳住，则给将保证金以返利的形式返回。如果价格无法挺住，则不归还保证金 （2）终端指导价有提高的可能					
	山西汾酒	有提价的可能					

资料来源：中金公司研究部

图表 2: 一线白酒相对大盘的溢价水平


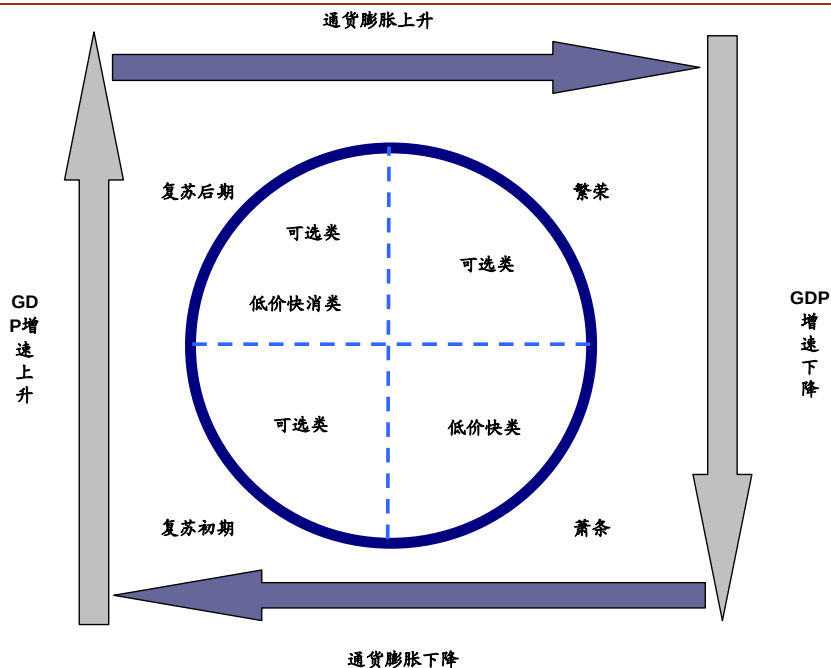
资料来源：万德资讯、中金公司研究部

图表3: 高端白酒受益于通货膨胀



资料来源：万德资讯、中金公司研究部

图表4: 经济过热情况下，是高端白酒较好的投资时机



资料来源：中金公司研究部

图表 5: A 股覆盖酒类公司估值表

公司 (2011-2-10)	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			
			2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
A股																						
可选消费类																						
贵州茅台	600519.SH	推荐	40.5	32.7	23.7	19.0	11.9	9.1	6.8	5.3	29.8	28.6	29.9	28.7	0.6	0.6	0.8	1.1	26.7	21.7	15.9	12.8
五粮液	000858.SZ	推荐	39.7	28.0	20.8	16.4	8.8	6.7	5.1	3.9	22.7	24.4	24.9	24.1	0.0	0.1	0.1	0.1	17.7	13.7	10.4	8.5
泸州老窖	000568.SZ	推荐	35.2	28.5	22.7	16.8	13.8	12.1	10.4	8.8	39.4	42.6	46.1	52.2	2.8	3.9	4.9	6.6	30.8	25.8	18.4	13.6
水井坊	600779.SH	审慎推荐	31.4	22.8	16.3	8.2	6.7	6.1	5.5	10.4	21.5	27.1	34.2	129.0	2.6	3.1	4.3	20.8	19.2	14.8	10.7	5.6
山西汾酒	600809.SH	推荐	72.8	47.7	32.4	19.7	14.4	11.6	9.5	7.4	21.5	27.4	33.3	41.7	0.8	1.5	2.2	3.5	35.9	26.3	18.7	13.0
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	62.7	28.3	11.0	8.7	4.2	2.2	1.9	1.5	6.7	7.9	17.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.0	38.0	15.2	13.2	9.3
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	42.2	34.7	28.8	24.0	15.7	12.6	10.2	8.3	37.1	36.3	35.5	34.7	1.3	1.6	2.0	2.3	30.9	24.8	20.5	16.9
金枫酒业	600616.SH	审慎推荐	29.8	29.6	22.2	19.1	4.5	4.9	4.3	3.7	15.0	16.6	19.4	19.6	0.0	2.0	2.0	2.0	22.4	18.5	14.0	12.0
古越龙山	600059.SH	中性	102.7	65.2	63.9	61.9	5.8	5.5	5.3	5.1	5.7	8.6	8.4	8.3	0.4	0.8	0.8	0.8	55.5	34.3	33.1	31.5
金种子酒	600199.SH	审慎推荐	64.5	64.3	31.0	22.2	7.1	11.6	8.7	6.5	10.9	18.0	27.9	29.3	0.0	0.6	1.3	1.8	39.8	21.1	10.2	6.9
洋河股份	002304.SZ	审慎推荐	75.0	48.4	32.6	26.3	18.5	13.4	9.9	7.5	24.7	27.7	30.3	28.6	0.0	0.4	0.6	0.8	53.3	33.3	21.8	16.9
ST皇台	000995.SZ	无评级	343.0	532.5	113.1	49.8	10.5	12.4	11.2	7.8	3.0	2.3	9.9	15.7	0.0	0.0	0.2	2.4	n.m.	94.9	53.7	29.0
可选消费类平均			78.3	80.2	34.9	24.3	10.2	9.0	7.4	6.4	19.8	22.3	26.4	35.8	0.7	1.2	1.6	3.5	33.7	28.7	20.0	14.7
可选消费类平均(剔除古越龙山和ST皇台)			49.4	36.5	24.1	18.0	10.6	9.0	7.2	6.3	22.9	25.7	29.8	40.6	0.8	1.4	1.8	3.9	31.5	21.5	15.4	11.5

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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