

食品饮料

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

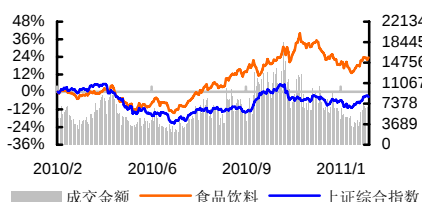
评级调整: 首次

行业基本资料

上市公司家数	50
总市值(亿元)	9390
占A股比例(%)	0.83%
平均市盈率(倍)	82.39

行业表现

(%)	1M	3M	6M
食品饮料	4.16	1.56	17.22
上证综合指数	7.04	1.20	8.76



相关报告

中投证券老白干、酒鬼酒、古井贡、泸州老窖、茅台、五粮液、水井坊相关报告

食品饮料行业

看好

白酒板块股价异动点评 ——成长确定性强, 估值吸引力大

2月18日, 白酒板块股价异动, 行业涨幅排行A股首位, 成交量创年内最高点, 沱牌曲酒放量涨停, 我们紧密跟踪推荐的酒鬼酒、老白干酒、泸州老窖、水井坊等股票涨幅居前。

投资要点:

- 经过近2个月的调整, 白酒估值吸引力大为提高。自去年11月29日, 贵州茅台公布提价20%利好兑现后, 白酒板块整体回调, 直到2月17日, 行业整体跌幅12.94%。调整的主要原因是2010年行业累计涨幅较大。但目前白酒板块动态市盈率仅为26倍, 估值具有吸引力, 安全边际显著。
- 白酒的基本面积极稳健, 预计仍能保持30%左右的增速。2010年全年白酒产量增26%, 前11个月行业收入2421亿元, 同比增长30%, 行业整体仍呈现高增长态势, 从我们对宏观经济的研判来看, 行业今年仍能保持30%的增长。从终端调研数据来看, 五粮液在2月1日起上调主力产品52度五粮液终端价100元, 达889元/瓶, 直逼茅台959元的终端限价, 引领白酒价格涨势, 但并不影响春节期间白酒的旺销, 而且节后高档白酒价格依然坚挺, 没有回落迹象, 显示了需求仍非常强劲。我们认为, 五粮液的竞品国窖1573及水井坊也很有可能跟随五粮液上调终端指导价格, 引领中低档白酒年内涨价。
- 我们按照发展路径将白酒公司分为地产酒、全国性酒进行研究。这种分类能够更准确把握公司的发展脉络, 前瞻性挖掘投资机会。而目前市场普遍根据发展结果按公司市值大小将白酒公司分为一二三线股, 这种按照结果导向的分类方法不利于从发展路径的角度前瞻性地挖掘公司投资价值。
- 地产酒: 我们运用地产酒五因素分析模型(产品、品牌、渠道、激励、区域市场潜力), 强烈推荐老白干酒、酒鬼酒、洋河股份、古井贡酒。老白干酒: 省内市场消费升级潜力大、激励机制有望通过改制完善; 酒鬼酒: 有良好的品牌基础, 省内市场消费升级及市场占有率提高的潜力都很大, 管理团队进入稳定期, 激励机制在改善; 洋河股份: 看好其省内产品继续升级、省外持续扩张; 古井贡酒: 品牌底蕴深厚, 省内市场占有率提升潜力大。
- 全国性酒: 茅台、五粮液、泸州老窖业绩增长较为确定, 当前股价对应2011年的动态PE均在20倍出头, 安全边际较高。我们对泸州老窖维持“强烈推荐”的投资评级。认为其提出的未来三年30%+的复合增速的收入规划很有可能实现。对贵州茅台首次给予“强烈推荐”的投资评级, 我们认为其今年起进入量价齐升的发展新阶段, EPS增速很可能在40%+, 重回高速增长的快车道。同时也提醒投资者关注由于DIAGEO拟增持母公司全兴集团股权触发了对水井坊的要约收购, 收购价格为21.45元, 使得水井坊股价具极强的安全边际。
- 风险提示: 公款消费政策、经济下行

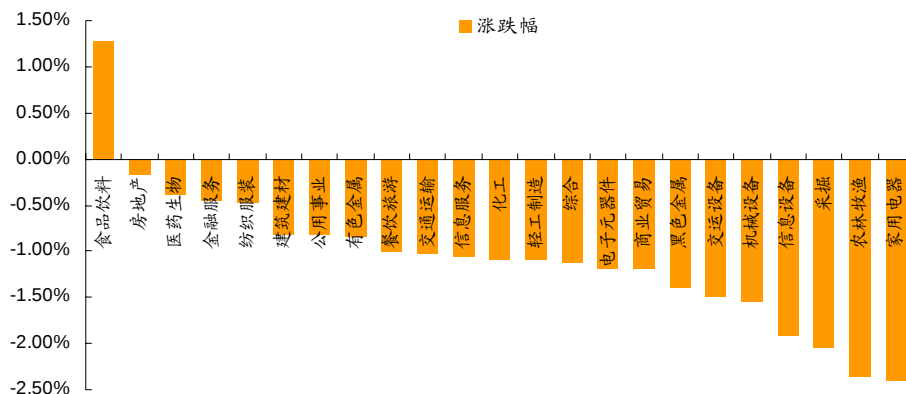
股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600559	老白干酒	0.26	0.36	0.95	1.60	140.35	98.30	37.69	22.38	强烈推荐
000799	酒鬼酒	0.19	0.26	0.40	0.72	105.26	76.13	50.38	27.61	强烈推荐
000596	古井贡酒	0.60	0.97	1.54	2.61	130.22	79.66	50.40	29.71	强烈推荐
002304	洋河股份	2.79	4.56	6.94	9.82	80.80	49.41	32.42	22.92	强烈推荐
000568	泸州老窖	1.20	1.50	1.99	2.55	36.41	29.05	21.92	17.14	强烈推荐
600519	贵州茅台	4.57	6.80	8.59	8.59	39.83	26.77	21.18	18.62	强烈推荐
000858	五粮液	0.85	1.22	1.57	1.90	40.33	28.18	21.93	18.13	强烈推荐
600779	水井坊	0.66	0.66	0.77	0.99	33.50	33.35	28.56	22.10	推荐

请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、白酒股票集体飙涨，带动食品饮料行业指数飘红

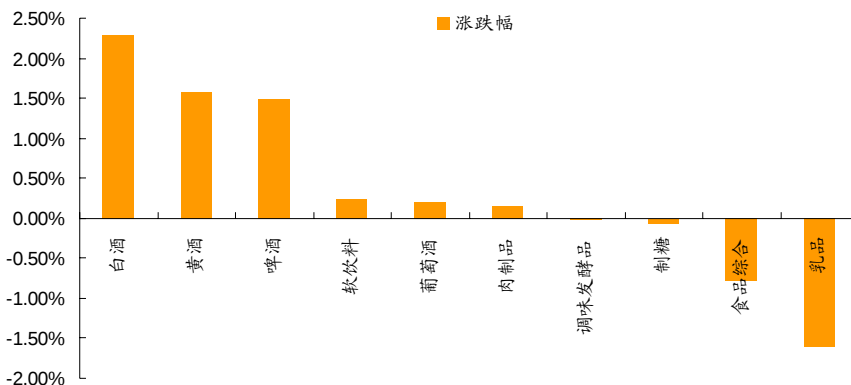
2月18日，白酒板块股价异动，带动食品饮料行业指数飘红，成为两市唯一收益率为正的行业。白酒板块成交金额为50.29亿元，创下年内最大的成交量。

图 1 2月18日食品饮料指数逆势飘红



资料来源: wind、中投证券研究所

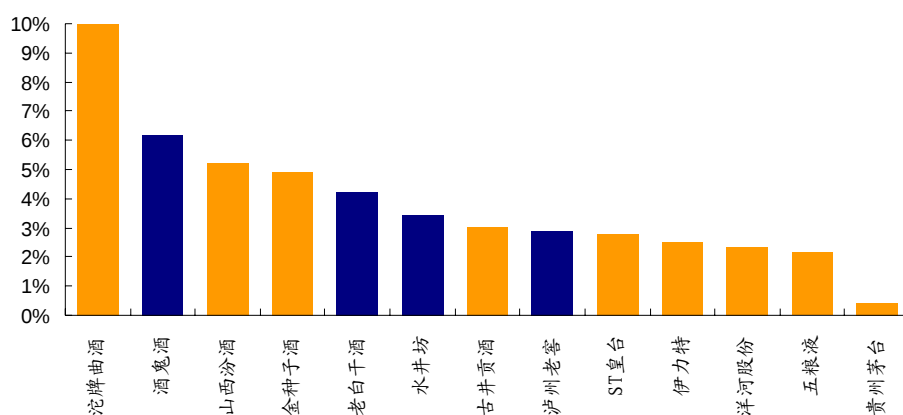
图 2 2月18日白酒板块领涨食品饮料子行业



资料来源: wind、中投证券研究所

沱牌曲酒放量涨停，我们紧密跟踪推荐的酒鬼酒、老白干酒、泸州老窖、水井坊等股票涨幅居前，成交量均为今年以来最高。

图 3 我们前期紧密跟踪的股票涨幅居前



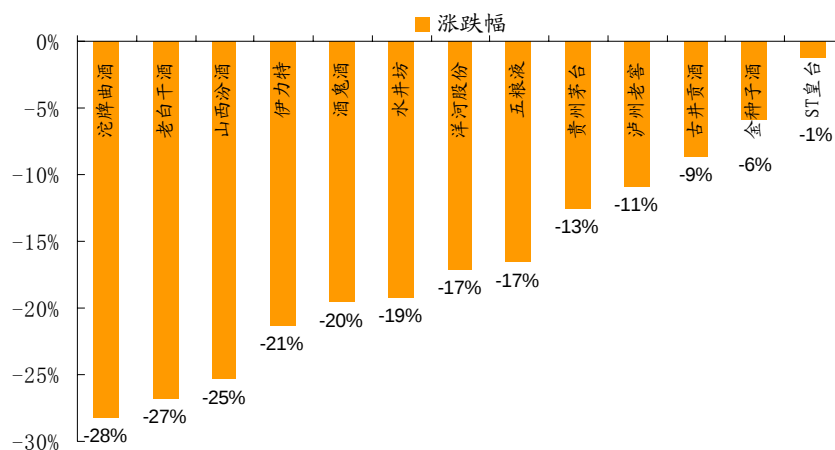
资料来源: wind、中投证券研究所

我们认为,本次白酒板块股价异动的主要原因是,自去年 11 月 29 日以来白酒板块经过大幅调整,估值吸引力大为提高,而行业整体基本面稳健,成长确定性强,引发估值修复行情。

二、经过近 2 个月的调整,白酒估值吸引力大为提高

自去年 11 月 29 日,贵州茅台公布提价 20%,利好兑现后,白酒板块整体回调,直到 2 月 17 日,行业整体跌幅 12.94%。

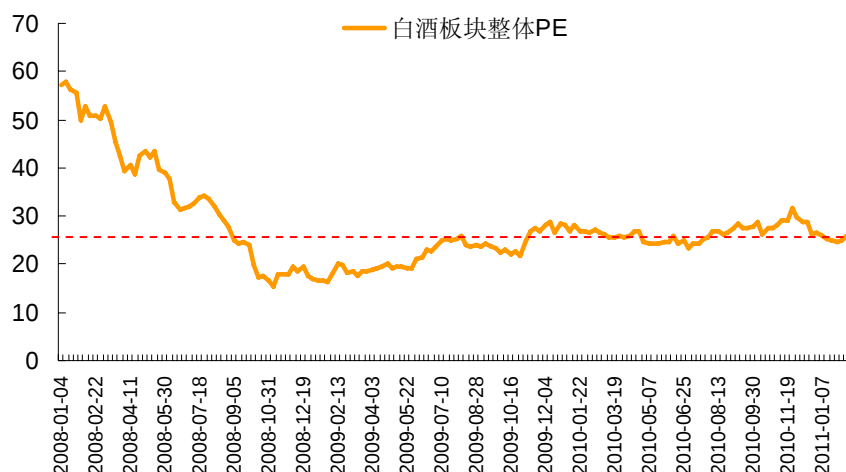
图 4 自 2010 年 11 月 29 日至 2011 年 2 月 17 日白酒板块个股大幅回调



资料来源: wind、中投证券研究所

根据我们用整体法测算,当前白酒板块总市值对应于 2011 年的 PE 仅为 26.23 倍,与 2010 年 8 月份白酒行情启动时相当,表明了经过大幅回调后,当前白酒板块的估值吸引力大为提高。

图 5 当前白酒板块估值具有吸引力

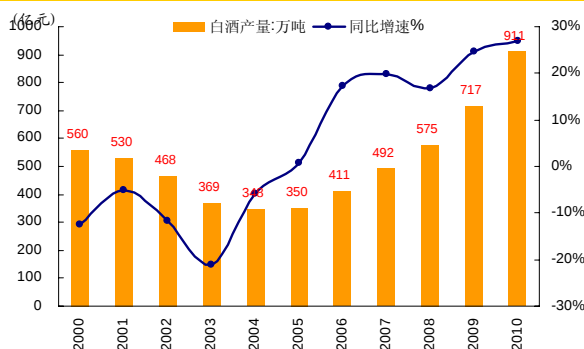


资料来源: wind、中投证券研究所

三、白酒的基本面积极稳健，预计仍能保持30%左右的增速

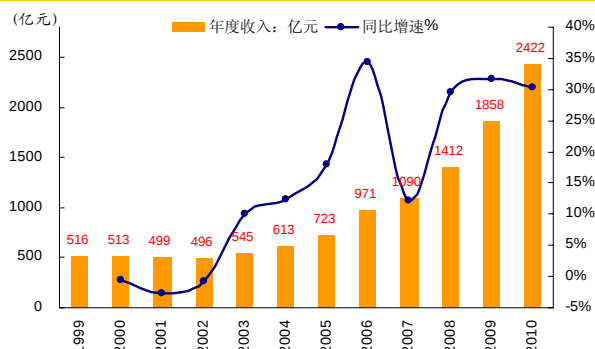
2010 年全年白酒产量增 26%，前 11 个月行业收入 2421 亿元，同比增长 30%，行业整体仍呈现高增长态势。

图 6 2010 年白酒产量同比增长 26%



资料来源: 统计局、中投证券研究所搜集整理

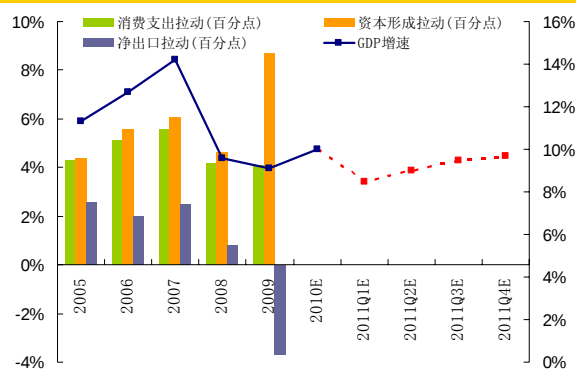
图 7 2010 年前 11 个月白酒行业收入增速为 30%



资料来源: 统计局、中投证券研究所搜集整理 (注: 2007 年后只统计前 11 个月收入情况, 导致当年数据不具可比)

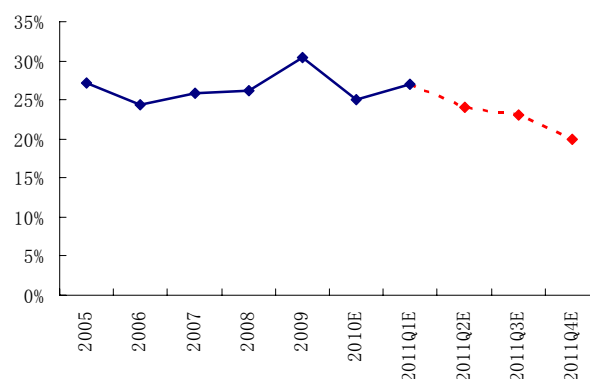
白酒持续高增长的动力来自于消费升级, 根据我们宏观经济研究小组的预测, 今年 GDP 增速为 9.2%, 固定资产投资增速放缓至 20%, 经济增长将越来越转向靠消费拉动。

图 8 预测 GDP 增长 9.2%



资料来源：统计局、中投证券研究所

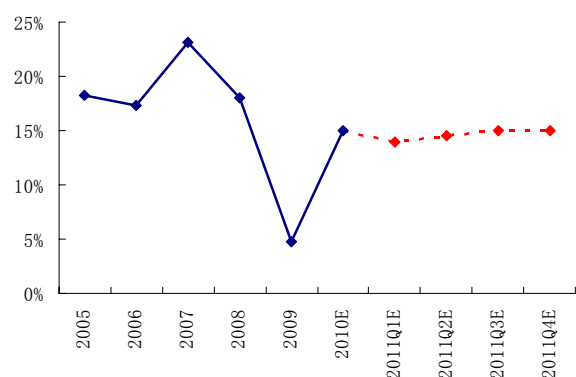
图 9 预测固定资产投资增速放缓至 20%



资料来源：统计局、中投证券研究所

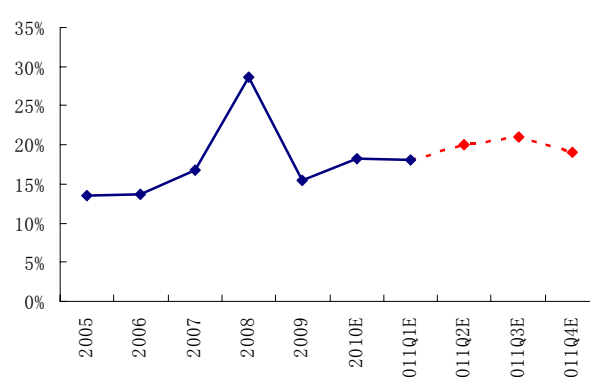
我们还预测，2011 年财政赤字将会下降 10% 左右，财政收入稳定增长，工业增加值增速达 14%，社会消费品零售总额增速由 18.2% 提高到 20%。这预示着来自政务、商务、家庭活动对白酒的需求仍然坚挺，消费升级仍将持续，我们认为白酒行业收入、利润总额仍能保持 30% 以上的增速。

图 10 预测工业增加值增速达 14%



资料来源：统计局、中投证券研究所

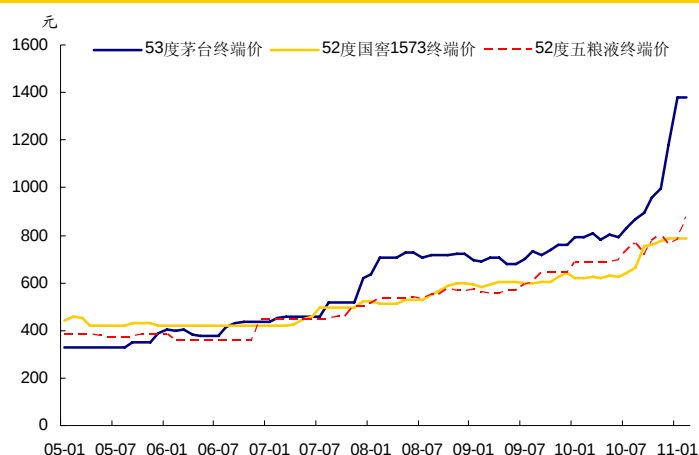
图 11 预测社会消费品零售总额增速提高到 20%



资料来源：统计局、中投证券研究所

从终端调研数据来看，五粮液在 2 月 1 日起上调主力产品 52 度五粮液终端价 100 元，达 889 元/瓶，直逼茅台 959 元的终端限价，引领白酒价格涨势，但并不影响春节期间白酒的旺销，而且节后高档白酒价格依然坚挺，没有回落迹象，显示了需求仍非常强劲。我们认为，五粮液的竞品国窖 1573 及水井坊也很有可能跟随五粮液上调终端指导价格，引领中低档白酒年内持续涨价。

图 12 高档酒价格持续飙升



资料来源: wind、中投证券研究所

四、个股推荐：老白干、酒鬼、古井贡、洋河、老窖、茅台

4.1 我们按照发展路径将白酒公司分为地产酒、全国性酒进行研究

我们按照发展路径将白酒公司分为地产酒、全国性酒进行研究。这种分类能够更准确把握公司的发展脉络，前瞻性挖掘投资机会。而目前市场普遍根据发展结果按公司市值大小将白酒公司分为一二三线股，这种按照结果导向的分类方法不利于从发展路径的角度前瞻性地挖掘公司投资价值。

表 1 上市白酒公司分类

中投证券分类方法	市场普遍分类方法	厂商	省份	发展战略	省外收入占比	品牌范围	市值（亿）
全国酒	一线	贵州茅台	贵州	全国化	90%+	全国	1886
	一线	五粮液	四川	全国化	80%+	全国	1444
	一线	泸州老窖	四川	全国化	70%	全国	612
	二线	水井坊	四川	全国化	80%	全国	119
	二线	山西汾酒	山西	全国化	35%	全国	316
	三线	沱牌曲酒	四川	全国化	40%+	全国	82
地产酒	一线	洋河股份	江苏	逐步全国化	32%	江苏	1152
	三线	酒鬼酒	湖南	聚焦本省	50%	全国	72
	二线	古井贡酒	安徽	聚焦本省	40%	全国	200
	三线	老白干酒	河北	聚焦本省	20%	河北	60
	二线	顺鑫农业	北京	聚焦北京	17%	京、津	110
	三线	金种子酒	安徽	聚焦本省	10%	安徽	94

三线	伊力特	新疆	聚焦本省	33%	疆、浙	73
三线	皇台酒业	甘肃	聚焦本省	5%	甘肃	25

资料来源：中投证券研究所搜集整理

进一步地，我们提出了用产品、品牌、渠道、激励、区域市场潜力五因素模型来研究地产酒。关于模型的分析框架，请参见我们的《以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会》的 2011 年度地产白酒投资策略报告。

4.2 地产酒：结合五因素分析模型（产品、品牌、渠道、激励、区域市场潜力）分析判断，强烈推荐老白干酒、酒鬼酒、洋河股份、古井贡酒

我们从产品、品牌、渠道、激励、区域市场潜力五因素对地产酒上市公司进行分析。值得注意的是，根据上述我们对地产酒所处的阶段的判断，品牌、渠道、激励机制三因素尤其重要。其中，产品层我们重点考察产品品质（基酒产能、储量）、品牌层则重点考察品牌底蕴、渠道重点看销售人员数量、激励机制层重点考察组织结构有无变革可能，有无改制可能。经过分析，我们认为酒鬼酒、古井贡酒、st 皇台在品质基础上优势明显；酒鬼酒、古井贡酒、老白干酒在品牌、渠道上具优势。酒鬼酒、老白干酒、金种子酒在激励机制上存在较大改善空间。综合上述分析，我们重点推荐老白干酒、酒鬼酒、古井贡酒。对于地产酒的典范洋河股份，我们同样看好其向全国市场进军，从地产酒向全国性酒转变的阶段，也给予“强烈推荐”评级。

表 2 五因素模型分析地产酒

公司	产品		品牌	渠道	激励机制	区域市场潜力	
	基酒产能	基酒储量		销售人数		集中度 (CR3)	消费升级潜力 (吨酒价/收入)
酒鬼酒	酒鬼酒 3000 吨 湘泉 20000 吨	3 万吨	90 年代定价高过 茅台	229	正在组织变革	17%	1.73/1.64
古井贡	3 万吨，募投增加 8000 吨高档酒	2 万吨	老八大名酒	600	已改制，但管理层未持股权	41%	3.65/1.57
老白干	3.5~4 万吨	N.A	1915 巴拿马万国 博览会最高奖	496	酝酿改制	37%	1.96/1.62
顺鑫农业	5 万吨	N.A	二锅头标准制定	N.A	难以改制	45%	1.17/2.91
金种子	2 万吨，募投增加 8000 吨高档酒	N.A	偏弱	267	酝酿改制	41%	3.65/1.57
伊力特	2 万吨	N.A	偏弱	30	难以改制	44%	2.29/1.33
皇台	1 万吨	3000 吨	偏弱	50	组织优化变革	32%	2.24/1.31

资料来源：中投证券研究所搜集整理

4.3 全国性酒：强烈推荐泸州老窖、贵州茅台

全国性酒以高档酒为主，我们认为，茅台、五粮液、泸州老窖业绩增长较

为确定，当前股价对应 2011 年的动态 PE 均在 20 倍出头，安全边际较高。我们对泸州老窖维持“强烈推荐”的投资评级。认为其提出的未来三年 30%+ 的复合增速的收入规划很有可能实现，主要逻辑是：1、老窖品牌优势明显，管理团队能力卓越，并且股权激励将在 2012 年 2 月开始行权；2、产品结构优化调整，中档酒一改过去只提价不营销的手法，特曲及百年老窖系列有望取得较高增长；3、渠道整固有利放量，主要通过开拓团购、建立经销商联盟、对区域市场加强精细化运作等措施在完善。

对贵州茅台，我们认为其今年 EPS 增速很可能在 40%+，重回高速增长的快车道，首次给予“强烈推荐”的投资评级，理由是：1、中国奢侈品消费需求在增大，对高档白酒的投资性需求也开始出现；2、茅台品牌拉力业内最强，支撑其长期持续提价；3、为平抑飘涨的终端价，公司有望在今年放量，再结合过去 5 年的产能扩张情况来看，2012 年开始公司必然会放量，销量增速将提高到 10%+，茅台有望实现量价齐升。关于茅台的观点，请关注我们近期即将推出的深度报告。

也提醒投资者关注，由于 DIAGEO 拟增持母公司全兴集团股权触发了对水井坊的要约收购，收购价格为 21.45 元，使得水井坊股价具极强的安全边际，我们给予“推荐”的投资评级。

关于公司的具体推荐逻辑请参见我们相关的公司深度研究报告。

表 3 重点公司分类及盈利预测

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600559	老白干酒	0.26	0.36	0.95	1.60	140.35	98.30	37.69	22.38	强烈推荐
000799	酒鬼酒	0.19	0.26	0.40	0.72	105.26	76.13	50.38	27.61	强烈推荐
000596	古井贡酒	0.60	0.97	1.54	2.61	130.22	79.66	50.40	29.71	强烈推荐
002304	洋河股份	2.79	4.56	6.94	9.82	80.80	49.41	32.42	22.92	强烈推荐
000568	泸州老窖	1.20	1.50	1.99	2.55	36.41	29.05	21.92	17.14	强烈推荐
600519	贵州茅台	4.57	6.80	8.59	8.59	39.83	26.77	21.18	18.62	强烈推荐
000858	五粮液	0.85	1.22	1.57	1.90	40.33	28.18	21.93	18.13	强烈推荐
600779	水井坊	0.66	0.66	0.77	0.99	33.50	33.35	28.56	22.10	推荐

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434