

2011-03-28

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

食品饮料

增持/维持评级

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8615

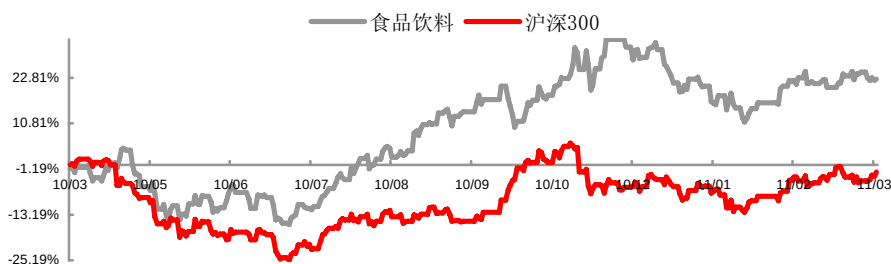
luhy@mail.htlhsc.com.cn

糖酒会热度持续,继续关注白酒 1 季报行情

——2010 年春季糖酒会专题报告 (0328)

- **糖酒会热度继续,白酒行业景气度持续。**上周我们参加了一年一度的食品饮料类行业的盛会—成都春节糖酒会,我们感受到这次参会的企业和经销商热情仍然较为旺盛,糖酒会期间白酒特别是名优白酒产品仍然是经销商最为关注也是最为喜欢的产品。通过与白酒上市公司领导及经销商的交流,我们梳理出未来白酒行业发展的三大趋势:第一、**高档白酒成稀缺资源,价格持续提升,未来提价可能性大**;第二、**大型白酒企业转变增长方式,推动中价位酒上量**;第三、**名优地产酒 1 季度销售火爆,中档酒高增长将持续**。通过糖酒会的交流,我们认为有两家公司值得关注,他们分别是**五粮液**和**山西汾酒**。
- **五粮液:发力中价位酒,业绩增速超 30%。**公司今年将做大作强中价位酒作为其今年工作的重点,希望通过中价位酒的上量实现公司业绩的持续增长,今年总销量增长计划超过 20%。公司目前的市场零售价已超过 900 元,一批价也超过 750 元,而自去年 1 月到现在公司出厂价仍未提升,我们认为出厂价和一批价之间较大的差价空间已经给予公司充分的提价能力,今年提价的确定性较大,提价幅度将超过 10%。我们认为公司今年业绩增速超 30%的确定性较大,目前公司 2011 年的估值仅为 22 倍,与增速相比较为安全,维持买入评级。
- **山西汾酒:一季度销售超预期,公司可能提升今年收入增长计划。**公司今年 1 季度销售较为火爆,部分地区已经实现全年计划的 60-70%,特别是省外地区的增长超公司预期,预计 1 季度业绩增速较好,超过 60%。公司 2009 年提出十二五期间上市公司年均收入增长 10 亿元的收入增长计划,在今年 1 季度销售较快增长的情况下,公司可能会于近期提升今年的收入增长计划。我们认为 1 季度业绩的超预期增长将推动公司股价在 1 季报之前有较好的表现,建议关注,维持增持评级。
- **白酒行业投资建议小结:**今年白酒行业景气持续,我们依然将白酒行业作为我们今年最看好的子行业,关注 4 月的白酒 1 季报行情,上市公司仍然首推我们之前一直推荐的泸州老窖和古井贡酒,其次我们长期看好业绩增长稳定,估值偏低的五粮液,建议短期关注 1 季报超预期的山西汾酒。
- **风险提示:**经济增长低于预期影响白酒行业景气。

最近 52 周行业表现



目 录

糖酒会热度继续,白酒行业景气今年仍将持续	3
超高档白酒成稀缺资源, 价格持续提升	3
大型白酒企业转变增长方式, 推动中价位酒上量	3
名优地产酒 1 季度销售火爆, 中档酒高增长将持续	3
重点公司的糖酒会见闻及观点	4
五粮液: 发力中价位酒, 今年业绩增速超过 30%	4
山西汾酒: 1 季度销售超预期, 公司将提升今年收入增长计划	4
水井坊: 仍处于练内功时期, 业绩高增长要等到 2012 年	5
酒鬼酒: 增长潜力较大, 今年业绩增速仍将维持 40%-50%	5
白酒行业投资观点小结	6
风险提示	6

糖酒会热度继续,白酒行业景气今年仍将持续

上周我们参加了一年一度的食品饮料类行业的盛会—成都春节糖酒会,我们感受到这次参会的企业和经销商热情仍然较为旺盛,特别是白酒企业的展厅和经销商的规模都较其他的食品饮料类企业大,参会的白酒企业的数量也较往年上升。糖酒会期间白酒特别是名优白酒产品仍然是经销商最为关注也是最为喜欢的产品,我们通过与部分白酒上市公司以及经销商的交流梳理出以下几点体会或有可能预示今年白酒行业及公司发展的趋势:

超高档白酒成稀缺资源, 价格持续提升

糖酒会前 52 度五粮液、国窖 1573 等超高档白酒产品的终端零售价格均超过 900 元,而在糖酒会期间从经销商处了解到两产品的一批价也均已超过 750 元。贵州茅台的一批价在春节之后虽然有所回落,但仍在 1050 元。

由于超高档白酒的品牌优势以及供应量增长缓慢,其市场上长期处于供不应求的状态,在经销商眼中它们已经成为类似于现金的稀缺资源,及受经销商的重视和欢迎。我们认为在市场零售价及一批价维持高位的推动下,公司未来出厂价提升的空间被进一步打开,虽然近期为了响应政府稳定物价的政策目标和要求,部分企业在短期内可能不会提高出厂价,但我们认为在 4 季度超高档白酒提价的可能性仍然较大,特别是今年尚未提价的**五粮液**和塑造超高端白酒策略较为明确的**泸州老窖**。

大型白酒企业转变增长方式, 推动中价位酒上量

今年五粮液、泸州老窖等大型白酒企业从去年下半年开始就逐步调整经营策略将工作重心从高档酒向次高档和中档酒转移。

五粮液在本次糖酒会的经销商大会上也提出了推动增长方式转变,重点发展中价位酒的销售策略和目标:以核心产品五粮液为中心,做精做细高档酒市场;做大做强中价位酒市场,将中价位酒作为公司未来上量的主要来源。公司自去年就开始加大对公司中价位系列产品的扶持和投入力度,包括增加对六合液、五粮醇等的广告投放力度,以及增加对于销售中价位白酒经销商的奖励。泸州老窖也自去年下半年开始就制定了调整老窖特曲的销售渠道,实现老窖特曲等中价位酒销量回升的销售计划和目标。

名优地产酒 1 季度销售火爆, 中档酒高增长将持续

随着普通居民消费升级的继续,中价位酒市场的量价齐升趋势在今年 1 季度的表现更为明显,而名优地产酒的产品主要集中于中价位市场,它们的销售量及收入在今年 1 季度也出现较为火爆的增长。其中古井贡酒 1 季度销售收入达到 10 亿元以上;山西汾酒 1 季度部分地区收入增速达到 60%以上,部分地 1 季度完成了全年计划量的 60%-70%;沱牌曲酒的舍得酒在湖南南地区 1-2 月完成全年计划量的 50%。

我们认为中价酒量价齐升之势未来仍将持续,而在中价位地产酒之中我们选择历史上有较高品牌知名度的公司,我们继续推荐古井贡原浆产品进入迅速增长期的**古井贡**

酒，并提请投资者关注 1 季度销售情况好于预期的山西汾酒。

重点公司的糖酒会见闻及观点

糖酒会期间我们与多家白酒上市公司进行了交流，下面我们就将交流的重点信息以及我们对这些公司的投资观点整理如下：

五粮液：发力中价位酒，今年业绩增速超过 30%

- **2010 年各类产品均实现稳定增长，今年计划总销量增长 20%。**五粮液总销量 10.45 万吨，同增 23.74%；五粮液 12300 吨，同增 23%；五粮醇 13100 吨，同增 13%；五粮春 5860，同增 26%；尖庄 7365 吨，同增 17%；金六福 1.8 万，0.62%；浏阳河 12600 吨；六和液 590 吨；散 2 万吨多；去年 10 月推出的永福酱酒 115 吨。去年公司白酒的生产情况良好，今年的总销量增长计划超过 20%。
- **目前仍未提价，未来提价可能性大。**虽然今年年初到现在五粮液的零售价和一批价都逐步提高，但公司为了响应政府有关平抑物价的政策，今年尚未提高产品出厂价。但公司也表示未来在成本上升公司利润受影响的情况下，公司也会考虑提高出厂价，我们认为目前公司的出厂价与零售价之间的差价较大，同时与其他高档酒相比，其出厂价也是最低的，我们预计公司今年提价的可能性很大。
- **重点打造几款中价位酒，实现中档上量。**中价位酒是公司今年重点，做强做大中价位酒，做实低价位酒，公司已经从去年下半年开始加大品牌推广和对经销商支持。公司今年将由两头带动中端，超高端提价，中低价位酒走量，去年下半年开始对中低价酒的销售政策有所转变。今年将重点打造中档酒几个核心品牌六和液，五粮醇，五粮春，计划未来有某款中价位酒的销量达到 5 万吨，提升公司业绩的增长。
- **打造白酒大王，今年可能会有资本运作计划。**公司充分认识到未来白酒市场集中度提升，收购兼并将增加的趋势，为了实现公司规模提升，提高公司资金的使用效率，公司在今年可能会进行一些收购之类的资本运作活动。

公司今年的销量增速超过 20%，我们认为提价幅度至少也在 10% 以上，因而今年业绩增速超过 30% 的确定性很大。我们维持公司 2011-2012 年 1.52、1.99 元的盈利预测，相对目前股价 2011 年的 PE 仅为 22 倍，较为便宜，维持买入评级。

山西汾酒：1 季度销售超预期，公司将提升今年收入增长计划

- **2010 年销量增长和产品结构提升推升业绩高增长，今年 1 季度销量增速超预期。**公司 2010 年的总销量增长低于 10%，其中以青花瓷为主的高档产品增长 25% 以上，中价位的老白汾 15%，而低价位的玻汾下降，中高价位产品占比的提升推升业绩的高增长。而今年 1 季度公司销售增速超预期，特别是省外市场的增长超出管理层想象，部分地区已实现全年销量的 60%-70%。
- **今年推出 7-8 款新品，包括 20 年陈青花瓷，竹叶青系列，白玉汾酒和玫瑰汾酒，做深做细省内销售，做大做强省外市场。**公司今年将重点发展竹叶青系列保健酒，目前已经有国酿、金酿、特酿三款产品，预计今年 4 月将推出市场，公司进军保

健酒市场为公司找到新的业绩增长点。公司今年将继续做深省内市场，公司在晋北仍有较大市场空白；同时公司今年1季度在省外市场有较大突破了增长。

- **公司可能会提升今年收入增长计划，业绩增速可能超预期。**公司自2010年公布了未来5年的收入增长计划：上市公司每年收入增长10亿元，到2015年集团收入超100亿元。由于今年1季度良好的市场反映和超预期的市场增长，公司可能会于近期调升今年的收入增长幅度。今年业绩增速将好于去年。

由于公司1季度销售较为火爆，增长超预期，我们将其2011年1季度的业绩预测提升到1元，维持2011-2012年1.80和2.47的盈利预测，相对于目前股价的PE在35倍左右，维持增持评级，在超预期的1季报业绩的推动下，公司股价近期将有一轮上涨，建议投资者重点关注。

水井坊：仍处于练内功时期，业绩高增长要等到2012年

- **近两年调整公司组织结构，积极练内功。**水井坊在被蒂亚吉欧收购之后主要进行了组织结构调整、基础管理和健全制度体制等练内功的工作：从原来的管理后台+前台六部门的体制，调整为销售总监负责的销售管理体系；市场总监负责的市场推广和品牌建设体系；研发总监负责的产品创新体系的三大体系系统。
- **今年将专注于重点产品和重点市场的投入，力争产品销售的回升。**公司的核心产品为井台瓶水井坊，去年又推出了两款超高档产品典藏和菁翠。公司今年将销售重点集中在这三款产品之上，同时将加大对广深、北京、上海和成渝六大重点市场的投入，力争公司高档酒产品销售和低位的回归。
- **与蒂亚吉欧合作加强公司内部管理效率，推动出口市场增速。**虽然蒂亚吉欧收购水井坊股权的事迟迟未获得商务部审批通过，但是与外资的合作也帮助公司对内部的机制进行改革，提高了内部管理的效率，同时借助外资在国外市场的渠道和资源，公司出口增速提升较快。
- **2011年仍将调整夯实，2012年业绩将实现较快增长。**公司2010到2011年公司仍以内部调整，练内功为主，真正的架构调整从今年1季度开始，预期2011年业绩难达预期，2012年增速将真正回升，超行业水平。

水井坊今年仍处于调整夯实期，业绩增速仍然较慢，我们仍然维持公司2011-2012年0.78元和0.94元的业绩预测，维持对公司的中性评级。

酒鬼酒：增长潜力较大，今年业绩增速仍将维持40%-50%

- **今年收入规划8亿元，十二五规划公司力争重回白酒第二阵营。**公司今年收入计划8亿元，较2010年增长40%。公司希望通过未来5年的努力重回白酒行业第二阵营，主要从增加品牌投入，突出产品馥郁香型；加强销售管理；恢复部分原有产能等方面实现十二五计划。
- **销售区域聚焦湖南，辐射全国。**公司目前主攻销售区域为湖南地区，公司目前在湖南地区的市场占有率仍很低（不到5%），但公司在湖南地区得到湖南省政府的大力支持，预计通过1年努力将湖南打造成公司的根据地市场；第二步，公司在济南建立北方营销中心，辐射山东、河北和河南市场；第三步，打造广东及周边市场；第四步，进入以江苏、浙江为主的华东市场。

- **销售费用维持高位，但今年销售费用率或有所下降。**公司未来 3-5 年将投入约 3 亿元品牌宣传费用，以提升公司品牌地位实现销售增长，未来几年处于快速增长期，销售费用仍维持高位。

公司近几年经历了多次的管理层变更对公司的业绩造成负面的影响，去年被中糖集团收购后，管理层渐趋稳定，销售也开始逐步回升，我们认为凭借公司酒鬼酒较高的品牌知名度，公司的销售净利润未来 2-3 年将继续能够保持 40-50% 的增速，目前的股价基本合理，给予增持评级。

白酒行业投资观点小结

今年白酒行业景气持续，我们依然将白酒行业作为我们今年最看好的子行业，关注 4 月的白酒 1 季报行情，上市公司仍然首推我们之前一直推荐的泸州老窖和古井贡酒，其次我们长期看好业绩增长稳定，估值偏低的五粮液，建议短期关注 1 季报超预期的山西汾酒。

风险提示

经济增速低于预期影响白酒行业景气度。

图表 1: 重点公司盈利预测及评级

公司名称	收盘价	市值 (亿元)	EPS					CAGR	PE			投资评级
			2010Q1	2010E	2011Q1E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E	
泸州老窖	44.51	621	0.49	1.57	0.68	2.08	2.68	30.65%	28	21	17	买入
五粮液	32.37	1229	0.40	1.14	0.52	1.53	1.99	32.12%	28	21	16	买入
贵州茅台	183.43	1731	1.34	5.58	1.74	7.52	9.2	28.40%	33	24	20	买入
双汇发展	77.94	472	0.36	2.34	0.69	3.40	4.65	40.97%	33	23	17	买入
燕京啤酒	19.59	237	0.03	0.66	0.03	0.85	1.13	30.85%	30	23	17	买入
安琪酵母	34.81	107	0.20	0.93	0.30	1.25	1.72	35.99%	37	28	20	买入
洋河股份	218.73	984	1.60	4.53	2.57	6.87	9.83	47.31%	48	32	22	增持
古井贡酒	77.10	181	0.32	1.34	0.80	2.67	4.51	83.46%	58	29	17	买入
山西汾酒	62.44	270	0.60	1.26	1.00	1.80	2.47	40.05%	50	35	25	增持
水井坊	21.78	106	0.22	0.65	0.26	0.78	0.94	20.26%	34	28	23	中性
张裕 A	88.29	466	0.72	2.62	0.93	3.41	4.33	28.56%	34	26	20	增持
青岛啤酒	32.83	444	0.21	1.23	0.26	1.59	2.03	28.47%	27	21	16	增持
伊利股份	36.05	288	0.16	0.86	0.20	1.05	1.35	25.29%	42	34	27	增持
三全食品	34.83	65	0.20	0.62	0.28	0.87	1.26	42.56%	56	40	28	增持

资料来源：华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn