

研究员: 张芸
执业证书编号: S0570510120017
电话: 025-83290884
E-mail: zylt4463@sina.com
地址: 南京市中山东路90号

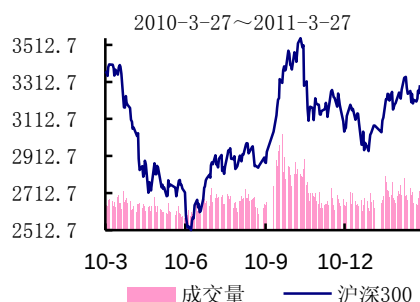
白酒竞香 逐鹿蓉城

——2011年春季糖酒会白酒调研报告

行业评级: 增持(首次评级)

饮料制造 II

市场走势图



相关研究

- 1 《贵州茅台(600519):分红比例提高 业绩将逐步释放》2011.3
- 2 《燕京啤酒(000729):稳健增长可期》2011.3
- 3 《五粮液(000858):持续发展可期》2010.12
- 4 《燕京啤酒(000729):总量增速低于行业 产品结构调整效果较好》2010.10
- 5 《张裕 A(000869):公司三季度业绩低于预期》2010.10

投资要点:

每年的春季糖酒会是食品行业的盛会,更是白酒行业的盛会,我们通过参加糖酒会,拜访不同的企业、经销商和白酒业内人士,希望获得对白酒行业更全面的了解,以及对白酒上市公司更客观的认识,今年参加糖酒会我们获得了以下四点对行业较深刻的印象:

- 1、**资本市场被越来越多的白酒企业关注。**可能是由于洋河在 2010 年资本市场的出色表现,也可能是由于越来越多的 PE 关注白酒企业,白酒企业也越来越关注资本市场,关注资本市场可能给企业带来的发展机遇,中国酿酒工业协会市场专业委员会与《中国酒业》杂志共同主办了“资本影响力——第二届中国酒业高峰论坛暨年度颁奖盛典”,会议上白酒企业家、酒水运营商代表结合行业探讨了资本对酒业的影响。
- 2、**白酒竞争越来越全方位。**本次糖酒会上,依然可以看到很多企业推出了新品,不少企业开始了多香型的销售尝试。在与企业和经销商沟通中,我们感受到了这个行业在营销方面学习的速度非常快,好的经验很快会被模仿。从而使得现今要在白酒竞争中获胜,不仅需要正确的战略,更需要有效的执行和随着消费变化动态调整的能力。
- 3、**“大腰部”理念得到多数白酒企业认同。**过去白酒消费很多人认为是金子塔型结构,随着国民购买力的提升,越来越多的白酒营销专家和白酒企业认识到中档酒、以及中高档酒将会成为白酒消费量最大的区域。而对中档以上白酒的认识多数企业认为是零售价在 50 元-600 元区间的白酒。
- 4、**超级酒商和末梢酒商共存的渠道生态。**随着白酒行业的发展,白酒经销商也获得了较好的发展,如桥西、商源、华致酒行、银基等超级酒商不仅对白酒进行销售,而且渗透到行业的生产和品牌的运营之中,其市场话语权不断增强。而以特定消费对象或团购对象为销售群体的活跃在流通环节末梢的经销商数量也在不断增加,由于费用支出相对较少,这些经销商的生存状态也较好。白酒这一渠道生态表明了行业的包容性和渗透力在增强。

在糖酒会上我们调研了茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、酒鬼酒等上市公司,具体内容详见本报告。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
贵州茅台	183.43	推荐	4.57	5.35	7.45	9.79	40.14	34.29	24.61	18.74
山西汾酒	62.44	推荐	0.82	1.14	1.92	2.57	76.15	54.77	32.52	24.30
泸州老窖	44.51	推荐	1.20	1.57	2.10	2.75	37.09	28.35	21.20	16.19
五粮液	32.37	推荐	0.86	1.15	1.50	1.89	37.86	28.15	21.58	17.13

引言:

一年一度的春季糖酒会是全国最大的商品交易会之一，糖酒会的交易内容包括各种酒类、饮料和各种小食品，甚至也包括奶粉等。由于白酒行业是一个消费容量和盈利能力都很引人注目的行业，所以每年白酒各企业的展位以及所在宾馆的展区都是最吸引人氣的地方。

近一两年，虽然各白酒企业都进行了持续的招商和营销活动，在糖酒会期间往往签订的是意向性合同，但参加糖酒会的白酒经销商还是有增无减，因为在这会上，更重要的是了解市场行情，以及同行之间的切磋和比较。

在糖酒会期间我们对茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、酒鬼酒等上市公司进行了调研，调研的对象可能是公司本身、也可能是公司竞争对手或是经销商（因此本文的数据可能与公司披露的数据不完全一致）。

五粮液：增长方式转变中 提价时点尚不明确

五粮液是白酒行业龙头企业，其企业和产品号召力依然非常强大，五粮液产品所在展区不管是公司自有品牌，还是经销商开发品牌，都是人头攒动。五粮液在其召开的五粮液品牌运营商（华东区除外，华东已经成立营销中心）大会上对五粮液品牌进行了全面地分析，并提出了要加强服务，变增长方式等理念，让我们感觉到随着市场的变化，公司也在不断调整和改善。但在整个调研过程中，我们还是感到五粮液中低档的延伸品牌过多，在选择上会给消费者造成一定困惑。

公司在会议期间也召开了投资者见面会，参与见面会的研究员多达上百位，体现了资本市场对公司的关注。五粮液已经披露业绩快报，公司具体各品种的销售增速为：2010年公司白酒总销量 10.45 万吨，同比增长 23.74%，其中五粮液 12800 吨，同比增长 23%；五粮醇 13100 吨，同比增长 13%；五粮春 5860 吨，同比增长 26%；其他子品牌也有不同程度的增长。2010 年 10 月份公司永福酱酒正式面市，销售 115 吨。公司消费税支出同比增长 81%，较上年有显著增长。

对于市场比较关注的五粮液单品提价问题，公司表示提价受成本因素和消费市场因素两方面的影响，成本因素公司尽最大努力消化；消费市场上，公司要满足品牌发展的需要，高端产品的价格要有一个合适的定位，不能跟同档次的酒拉开太大的差距。产品价格也是消费者选择的结果。我们认为目前公司产品零售价已经达到 889 元/瓶，公司可能将会选择在 CPI 回落的时候或其他合适的时机提价。

公司每年预收款数量都很大，比如 2010 年预收帐款同比 62%。对于有经销商反映公司发货晚，公司表示未来华东市场时间不多于 2 个月，同时会出有关发货时间的相关规则。

就竞争态势以及近期思路，公司表示公司去年投资新增 6 万吨的酒庄，增加包装车间，中价位酒是公司今年重点，把中价位做的更强更大，做实低价位酒上量。加大品牌推广和对经销商支持。今年是公司的管理年，对有条件的车间进行单独核算，产量增加 20%，确保公司未来进入良性循环，生产和销售互相适应。有研究员对公司把永福酱酒交由银基发展销售，并给予 15 年的独家代理有疑问，公司表示跟银基有很好的合作基础，公司主

导，银基执行，共同发展。公司目前的精力仍主要放在浓香上面，未来还会推出兼香产品，在酒种上也成为酒业龙头。在渠道上，近年来公司非常重视团购，团购增速很快，同比增长 60%，团购不仅包括政府、部队，也包括企业等团体，公司整个团购的量要比茅台小不少。

宜宾国资委的领导也参加了见面会，表示对五粮液的考核是包含市值在内的综合体系，一般考核结果要到第二年的 7、8 月份才能最终确定，是有个时滞的。对于股权激励等，国资委也有所考虑，要符合相关规定也需要一定的时机等条件。对于有投资者提出当地政府是否可能象支持洋河一样支持五粮液的发展，公司表示四川是白酒大省，有 6 朵金花，政府需要全盘考虑，所以现在大家看到的是“白酒金三角”的提法和思路。

公司今年销量增速目标是 20%，公司整体目标是持续稳定的增长，每年保持 15% 以上的增速。在明确公司这一思路后，市场担心公司 2011 年的业绩增速低于之前普遍预期的 30% 的增速。我们认为今年刚刚开年，公司不仅要纵向保持增长，在横向上也要保持与主要竞争对手处于同一水平线，因而目前将公司业绩增速下调从全年看维持尚早。但我们会关注集团公司领导班子调整后可能对公司业绩释放的影响。

有媒体报道，公司 3 月 24 日在北京国家会议中心举行了标价 19800 元的五粮液“酿神收藏酒”全球首发仪式，这次活动是公司与中国收藏家协会联袂推出的，共 3 万瓶，我们认为公司此举是与茅台在超高端白酒领域的一种竞争举措，将推动白酒收藏的发展。

贵州茅台：对经销商主导地位突显

尽管，年后部分地区茅台价格从 1288 元/瓶，回落到 1088 元/瓶，但茅台供不应求的态势并没有发生变化。而茅台的出厂价仅为 619 元/瓶，零售价与出厂价之间存在着很大的落差，使得公司对经销商强势地位进一步确立，这在年前的茅台经销商大会中要求宣誓、效忠茅台可见一斑。但几乎所有经销商仍以能够销售茅台作为自己行业地位的一种标志。

在富豪首座酒店，我们观察了茅台王子酒、茅台迎宾酒的大包装品种，这些产品在外观上与流通中走量的产品是完全一样，只是包装容积更大一些，这些酒目前采用总经销的模式，对茅台的销售起到补充的作用。从整体规模上看，除了 53 度茅台以及茅台年份酒，茅台的低度酒和系列酒增速低于市场预期，这与茅台的消费者结构有较大关系。

据了解，茅台集团 2010 年销售收入 154 亿元（含税），其中股份完成了 88% 的销售，余下的习酒完成了 10 亿元，葡萄酒和保健酒以及啤酒大约完成了 7 亿元。从目前来看，茅台的优势仍在高端，而且将继续保持在高端，这一地位很难被竞争者撼动。

泸州老窖：双轮驱动 群“泸”起舞

自 2008 年开始泸州都会召开酒博会。2011 年 3 月 18 日，2011 年泸州酒博会也如期召开，我们注意到本届酒博会是由四川省人民政府主办的，名为“中国白酒金三角 2011 年酒业博览会”，表明了四川当地政府对泸州酒博会的重视，会议以“区域合作 世界眼光”为主题，本届酒博会除了当地企业外，还有了帝奥吉欧、轩尼诗等国际白酒企业的参与。

我们没有前往泸州，在成都通过与白酒业内人士和经销商的沟通，对于公司的双轮驱

动有了更清晰的认识。公司的双轮一是高档产品“国窖 1573 及国窖 1573 中国品味”，其中国窖 1573 目前的出厂价已达到 700 元（含部分经销商保证金）；中国品味的出厂价为 1573 元（含部分经销商保证金），国窖 1573 在提价之后，预计全年销量略有下降，公司今年更注重中国品味的销售增长。二是以特曲为代表的中档产品，公司将“铁盒特曲”的销售权交与博大公司，博大公司机制更为灵活，有望给特曲带来较好的收入增长。公司销售渠道重整后，有 7 家柒泉公司，通过股权的紧密联系，提高了经销商的忠诚度，其销售的国窖和特曲系列产品已经占到公司销量的 70% 左右。

我们在成都发现，在不少宾馆的展位上都有公司中档产品，如“醉三江”系列、“留意坊”系列、以及不同年份的“老窖特曲”、“头曲”等，部分由公司自己运营，部分由经销商运营。我们判断公司希望通过群“泸”策略，通过自身的比马、赛马刺激中档产品的销售增长，不断提高市场份额。

公司要完成 2013 年销售目标 130 亿元（含税），近两年需保持较快增速。我们预期 2011 年公司白酒业务贡献的每股收益有望达到 1.9 元。

酒鬼酒：调整之年 积蓄力量

酒鬼因之前的传奇和复出后的种种事件一直吸引着资本市场的目光，在几届糖酒会上我们也一直关注公司的表现。自中糖进入后，公司一直在大力推动销售，但直到目前公司仍没有单支过亿的产品，与 2010 年的大张旗鼓相比，2011 年的公司显得更为务实。

从公司产品线来看，高端到低端都有，其中高端有酒鬼的洞藏和内参等，低端有湘泉等，产品种类很齐全，而且不可多得的是也有“双品牌”的优势。目前，湖南是公司的根据地，但公司在湖南的优势主要在湘西，在虽然长沙也不错，但与湘西比还是有差距的，公司整体在湖南的销售仍有较大的提升空间。除了湖南之外，公司 1 月 4 日在济南成立了北方营销中心，以山东河北河南为核心，辐射北京天津山西，而不是将重点放在北京市场，这样预计在同样的投入情况下，有更好的收益。由于广东市场容量很大，公司对此市场也较为重视。

酒鬼现在还是以营销为主，但是 2011 年更重视内部管理调整。公司对开发酒的思路是，酒鬼适度从紧，湘泉适度从宽，对非酒鬼非湘泉大力支持。公司希望通过未来 5 年的发展，回归到白酒的第二阵营。

我们认为公司过去主要延续了 90 年代的成功经验，希望通过空中（央视广告）拉动地面（经销商铺货、消费者认同），但白酒市场发展到现在阶段，白酒销售已经成为一项较为细致的工作，公司在具体地区营销中需要更为有效的措施。公司非公开增发在走程序，公司投入营销费用一直比较大，这与公司所处的发展阶段有关，也与公司的具体策略有关，公司可以在营销方面更好地提高精准性。

山西汾酒：一季度超市场预期 变化看得见

山西汾酒在 2010 年春季糖酒会之后的变化是有目共睹的，首先公司给了自己或者产品一个较有高度，又较契合公司特点的定位，即“国酒之源、清香之祖、文化之根”。之

后,公司6月18日在人民大会堂举行了纪念汾酒唯一获得巴拿马大奖95周年的庆典活动,给业内人士留下了深刻的印象。9月公司在北京拍卖国藏汾酒、成立汾酒慈善基金。同时,在新浪等主流网络媒体进行了相关的宣传。本次我们也倾听了24号上午的汾酒论坛,从内容上(如对酒质、产品特点的介绍,对公益营销的看法,以及盛初对白酒市场的基本观点等)感觉汾酒营销的系统性更强、角度也更贴近市场。

整体看,公司2010年主要以调整产品结构为主,进行高端营销和定制品开发,公司青花瓷(包括20年的汾酒)销量增长超过20%,中档酒销量增速也在10%以上,低端的玻汾包括一些省内的限制性品牌的销量在下降,但公司的销售收入同比增长了。

2010年公司围绕提高“八个能力”(即谋篇布局、形势研判、文化营销、渠道建设、团队建设、市场维护和终端建设)做了不少工作,经销商反映公司的管理更加严格了。加大了串货的处罚力度,同时对负责任的省区经理采取了停职的处理方法。同时也加大了对经销商市场基础工作的关注,要求经销商注重过程管理。

公司在盛初的帮助下队营销体系进行了一定的调整,近一年多来增加了近200名销售人员,公司针对不同市场,采用了不同的销售模式,省内开始深度分销,但目前还没有有明显效果,省外市场公司使用不同广度的区域代理模式。据了解公司管理层加强了对销售工作的参与和指导,每个月公司都要进行一个沟通和协调会议,对整个市场的需求包括内部的生产经营计划的调整都会进行沟通。同时,内部也会就反馈到公司的消费者心理、审美观点等进行分析和讨论。

公司专门成立了竹叶青的销售公司以及其相关运作情况。竹叶青作为一个千年品牌,拥有非常好的文化底蕴和养生的功能,配方经过清代著名医学家付山改进,是白酒类少数经过卫生部认定的保健酒,具有良好的保健功效,具备了向高端酒上移的可能。公司竹叶青之前价格都比较低,但今年4、5月份将会推出了国、特、精酿三款酒,市场对此产品比较期待,经销商也愿意进货。针对该产品糖度偏高、药味也比较重的特点,公司经理层引导竹叶青+冰块+苏打水来饮用,希望能够给竹叶青打造出一片新的天地。

汾酒的基本发展思路是到2015年(获得巴拿马金奖100周年之际)汾酒集团达到百亿销售,股份公司每年10亿的收入增长,去年完成30多个亿的销售收入,今年计划40多个亿的收入。2011年公司要达到发展目标,需要继续保证青花瓷在省外放量,同时,20年汾酒和国藏汾酒也会成为公司11年推广的重点,公司仍着力于产品结构的提升。公司由于在经历朔州毒酒事件以后,一直非常重视产品质量和原酒的储备,目前公司的基酒和调味酒能保证公司连续几年产量30%左右的增速。后续几年,公司仍将按照每年30%滚动存酒,以保证未来的发展需要。

对于市场比较关心的再融资和与整合的事情,据了解公司保健酒园区的土地批文已经获得,目前正在规划和论证的阶段,公司可能会考虑从资本市场融资,但没有具体时间表。对于市场对销售公司的看法,公司表示可以理解,02年成立时候的情况是集团公司和股份的销售比例大约为4:6,把全集团的酒类销售集中在销售公司是对股份有一定支持的。目前的情况发生了变化,公司会慎重考虑投资者的意见。公司目前成立的竹叶青销售公司中,集团占10%,股份占90%。

公司一季度不少省份完成了全年计划的 50% 左右，一季度的高增长使得公司获得了资本市场的认可，预期公司全年销售收入可能超预期，考虑到公司产品仍处于省外开拓期，省内深度布控期，费用依然会保持较大的投入力度，我们维持对公司原有的盈利预测，即 2011 年每股收益 1.92 元。公司过去主要依靠品牌拉动，现在通过营销的调整，实现“品牌”与“渠道”的互动优势，经过数年的发展，有望重新回归第一阵营。

其他白酒企业动态：（下文中的收入均为含税收入，本调研数据渠道来源多样，可能与公司披露数据不一致）

沱牌曲酒：在参观公司展区的时候，我们发现公司进一步细化了“舍得”系列高端酒，不仅有按年份的划分，还有按窖龄的划分，价格跨度达到从 5000 多元到 500 多元均有。同时，公司还推出了多款酱香型白酒，价位跨度也比较大。公司低档的曲酒出厂价基本提高到 15 元/瓶。公司向高端努力一直没有取得理想的效果，因而总体增长情况较为逊色，从历史上沱牌具备全国性销售的基因，如果公司中档酒，如“陶醉”系列和“沱牌”的其他系列能够给力，这个公司仍值得持续关注。

郎酒：郎酒 2010 年实现销售收入 58 亿元，发展势头迅猛，公司销售收入从 01 年的 2.5 亿销售收入到 07 年的 13 亿销售收入，用了 7 年时间，从 08 年的 20 亿元到 10 年的 58 亿元仅用了 3 年时间，郎酒以红花郎为核心产品进行多香型销售，红花郎占其销售收入的 52%，目前 15 年红花郎出厂价为 538 元/瓶，产品销售形势很好。

公司的发展一方面受益于茅台发展所带来的酱香型白酒的消费增长；另一方面也是由于公司产品定位清晰，其“红花国色 酱香典范”的定位被越来越多的消费者认同，而公司能够及时调整管理策略也是保证公司持续发展的重要条件，从 2010 年下半年开始公司陆续采取了经销商门槛和要求、严格价格管控、采用计划量（超出计划的将以高 10% 的价格购买）等措施，在很大程度上消除了市场对公司渠道混乱的担忧。同时，公司还推出了浓香战略新品“郎牌特曲”，与兼香型“新郎酒”作为推广重点之一。2011 年 3 月 23 日在锦江宾馆大礼堂举行的经销商会议上公司以“落地生根”为主题，详细阐述和分解了公司的发展目标和阶段策略，公司的远景目标是在 2015 年实现收入 200 亿元。

稻花香：该公司也实现了双品牌运作，即稻花香和关公酒坊，其中前者完成了销售收入 32 亿元，后者完成了销售收入 12 亿元。2011 年，公司将加快产品结构升级，力争三年实现从中低档产品向中高档产品的转变。

四特：因为冠名 2011 中国酒业渠道冠军年度总评选而引起了我们的关注，四特是江西的白酒企业，公司 2010 年销售收入接近 25 亿，其在省内的销售达到了 15 亿元。虽然主导产品还不是十分突出，其全国化核心产品“东方韵”的销售突破了 1 亿元，未来有进一步运作上升的空间。

衡水老白干：公司的老白干系列保持稳定增长，18 酒坊销售收入到达 7 亿元，产品结构正在由 8 年逐步向 12 年、20 年等过渡，公司的主销地区衡水和石家庄贡献了收入的 50%左右。2011 年公司开始全国化的拓展，首先开拓河北周边地区，即大河北，已经在央视等投放广告，并开设衡水老白干体验店，在营销上突出公司产品特点，并试图跟目前较为流行的生态、原浆等概念结合。公司发展计划为通过 5 年努力，力争实现 60 亿销售收入，进入行业前 10 名。

石家庄桥西糖酒公司（渠道商）：随着白酒消费的发展，在白酒行业出现了一些大型的渠道运行商，石家庄的桥西糖酒公司就是其中之一，据了解公司当年销售收入达到突破 15 亿元。在今天的糖酒会上，公司的表现非常引人注目，公司的展位上摆放泸州老窖、郎酒、古井和红星等企业的多款开发产品，而且对于部分开发产品公司会投入大量资金进行广告宣传，践行了公司从“批发商”向“品牌”运营商的努力。公司目前已经走出河北，在深圳、沈阳、兰州、无锡都有办事处，加上四川泸州中京酒业和北京中京商贸两家分公司，公司完成了在全国的布局。白酒行业大型渠道运营商包括桥西、商源、华致酒行、银基等的变化可能对行业格局带来影响，也是值得行业研究关注的对象。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。