

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

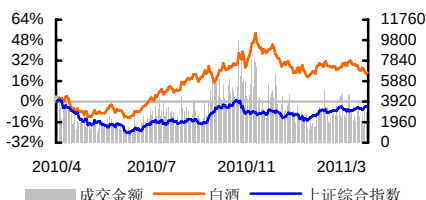
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	15
总市值(亿元)	5346
占 A 股比例(%)	0.31%
平均市盈率(倍)	55.75

行业表现

(%)	1M	3M	6M
白酒	-3.47	-3.28	-4.01
上证综合指数	1.00	6.74	10.64



相关报告

《食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为为点评》2011-4-7

《食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强, 估值吸引力大》2011-2-21

白酒行业投资策略(2011 年第二季度)

看好

整体波澜不惊, 个体静待催化剂

投资要点:

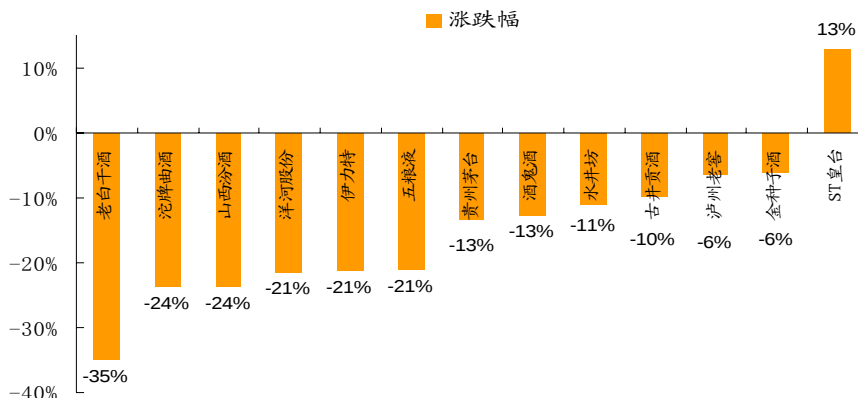
- **白酒估值吸引力大为提高。**自去年 11 月 29 日至今(2011/3/31), 白酒板块整体回调, 跑输沪深 300 指数 16.50%。调整的主要原因是 2010 年行业累计涨幅较大。但目前白酒板块动态市盈率仅为 25 倍, 估值具有吸引力, 安全边际显著。
- **禁止提价政令难改白酒年内的稳定增长。**一、控制价格过快增长是短期政令。近期发改委对白酒企业的政令指出“近期, 尤其是上半年必须保持价格稳定。”因此, 控制白酒价格过快增长影响是短期的。二、已经提前涨价的企业今年业绩不受短期禁止涨价政令的冲击。从去年下半年至今, 老窖、茅台、洋河、古井贡、汾酒都已提出厂价, 今年业绩的增长不会受到影响。受到通胀影响, 白酒提价已成为公众舆论关注的焦点, 提价时点、幅度、公告方式及解释已成为考验白酒企业公关能力、营销策略的重要一环, 目前老窖表现较为出色, 去年下半年以来两次提价均较为成功。三、产品结构升级已成为替代提价的重要手段。近年来, 通过产品结构升级已成为全国性及地产白酒企业替代提价的重要手段, 如老窖在国窖 1573 的基础上开发了中国品味·国窖 1573、在普通特曲基础上开发年份特曲; 汾酒则在相继开发了 30 年、20 年、40 年青花汾酒。四、产品线向下延伸的白酒企业也不会受到影响。如酒鬼酒今年以来通过主推 200 元以下的中低档酒湘泉来完善产品线, 将不会受到禁止涨价政令的影响。
- **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。
- **全国性酒: 茅台、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。**汾酒省内深度分销+省外“类郎酒模式”助推高成长, 亮丽的季报值得期待。在贵州省政府提出“更好更快”地发展的大背景下, 茅台今年起进入量价齐升的发展新阶段, EPS 增速很可能在 40%+。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。山西汾酒品牌底蕴深厚, 产品差异化显著构成竞争优势, 有利于公司持续提升产品结构。省内深度分销+省外“类郎酒模式”则为放量打下坚实基础, 预计一季度业绩增速 60%~70%, 我们首次给予“强烈推荐”的投资评级。
- **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), 强烈推荐酒鬼酒、老白干酒、洋河股份、古井贡酒。**在第二季度, 最值得关注的是酒鬼酒: 有良好的品牌基础, 省内消费升级及占有率提高的潜力都很大, 管理团队进入稳定期, 其定向增发在上半年完成概率很大, 是股价的催化剂。
- **风险提示:**公款消费政策收紧、经济下行

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600519	贵州茅台	4.57	5.35	7.05	8.77	38.29	33.07	22.83	18.34	强烈推荐
600809	山西汾酒	0.82	1.14	1.91	2.82	75.31	54.34	32.33	21.93	强烈推荐
000568	泸州老窖	1.20	1.58	2.20	2.58	34.66	26.93	19.35	16.48	强烈推荐
000799	酒鬼酒	0.19	0.26	0.40	0.66	102.11	76.58	50.69	26.49	强烈推荐
600559	老白干酒	0.26	0.36	0.95	1.60	117.62	82.38	31.59	18.76	强烈推荐
000596	古井贡酒	0.60	1.34	1.54	2.61	125.00	55.64	48.23	28.43	强烈推荐
002304	洋河股份	3.04	4.90	6.94	9.82	66.12	41.56	29.33	20.74	强烈推荐
600779	水井坊	0.66	0.66	0.77	0.99	35.30	35.14	30.09	23.28	推荐

一、经过近期调整，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 3 月 31 日，行业整体跌幅达 15.61%，跑输沪深 300 指数 16.50%。调整的主要原因是全行业在 2010 年涨幅过大，估值过高。

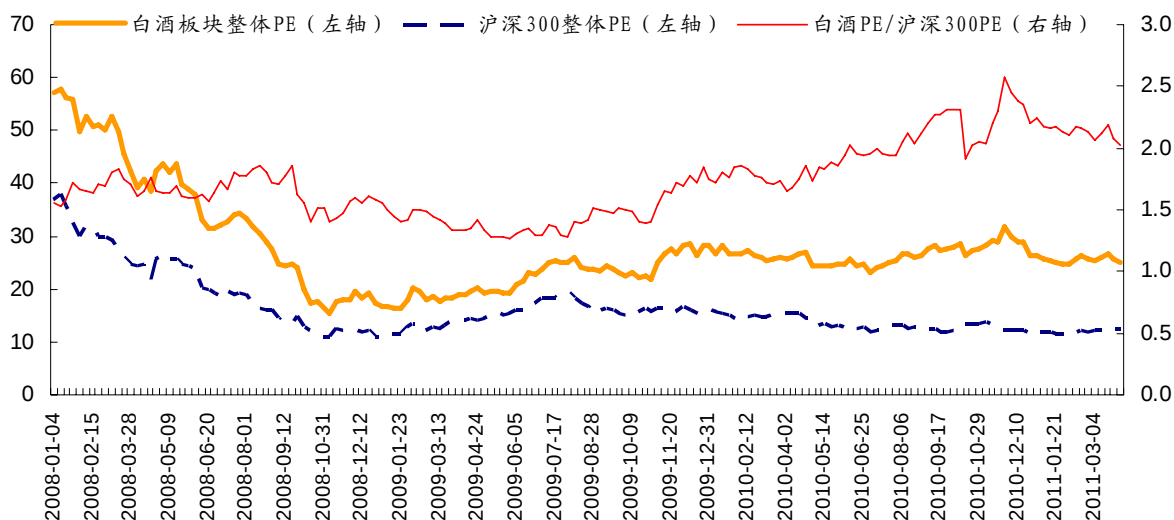
图 1 自 2010 年 11 月 29 日至 2011 年 3 月 31 日白酒板块个股大幅回调



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 25.17 倍，与 2010 年 7 月份白酒行情启动前相当，与沪深 300 整体相比，白酒板块 PE/沪深 300PE 已从去年 11 月末的 2.6 高位回到 2 左右，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，安全边际凸显。

图 2 当前白酒板块估值具有吸引力

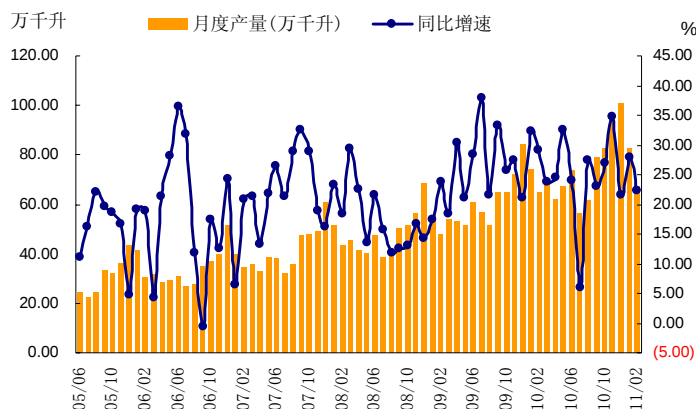


资料来源: wind、中投证券研究所

二、白酒的基本面积积极稳健，短期禁止涨价不改年内确定性增长

2011 年 2 月份白酒产量增长了 22.34%，前 2 个月累计增长了 25.35%。行业整体仍呈现高增长势态。我们预期在消费升级的推动下，行业整体高增长的态势仍有望得以持续。

图 3 2011 年 2 月份白酒产量同比增长 22.34%



资料来源：统计局、中投证券研究所搜集整理

从 3 月下旬糖酒会的调研情况来看，高档白酒整体供给仍处于偏紧的情况，终端价仍有上涨动力。贵州茅台平抑终端价过快增速的措施已见成效，目前终端价飙涨的态势已经有所回落，大部分地区的 53 度普通茅台酒终端价已经回落到 1380 元/瓶以下，但是市场缺货现象明显，处于有价无市的状态。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，引领白酒价格上涨势，目前控量动作明显，使得终端市场处于严重的供不应求状态。国窖 1573 也跟随提价，目前终端指导价为 939 元/瓶，出厂价也已经提到近 700 元/瓶（含保证金），走量较顺畅。

次高档白酒则跟随高档白酒提价及结构升级。如古井贡酒在 3 月 21 日起，上调古井淡雅系列和古井贡酒年份原浆系列产品的出厂价格 3%—25%。汾酒在 3 月 29 日公告，30 年青花汾酒系列产品对外售价上调 20% 左右，40 年青花、20 年青花、20 年老白汾酒系列产品对外售价上调 10% 左右，我们调研发现，终端价格逐步跟随上调，30 年青花汾酒终端价将提到近 600 元/瓶。泸州老窖的年份特曲则在近期将终端价提高了 20%+，达到 690 元/瓶。老白干酒则将重点推广的对象从十八酒坊 8 年（158 元/瓶）升级至 12 年（298 元/瓶）。

尽管近日发改委约谈了酿酒工业协会、中国酒类流通协会及四大啤酒企业负责人，要求酒类企业限制提价，但我们认为对白酒行业年内业绩将不会构成大的影响，原因是：一、控制价格过快增长是短期政令。由于通胀压力事关社会稳定，中央明确提出将保持价格总水平基本稳定作为年内宏观调控的首要任务。发改委对白酒企业的政令指出“近期，尤其是上半年必须保持价格稳定。”因此，控制白酒价格过快增长影响是短期的。二、已经提前涨价的企业今年业绩不受短期禁止涨价政令的冲击。从去年下半年至今，老窖、茅台、洋河、古

井贡、汾酒都已提过出厂价，今年业绩的增长不会受到影响。受到通胀影响，白酒提价已成为公众舆论关注的焦点，提价时点、幅度、公告方式及解释已成为考验白酒企业公关能力、营销策略的重要一环，目前老窖表现较为出色，去年下半年以来两次提价均较为成功（消费者、经销商、社会舆论均无争议）。

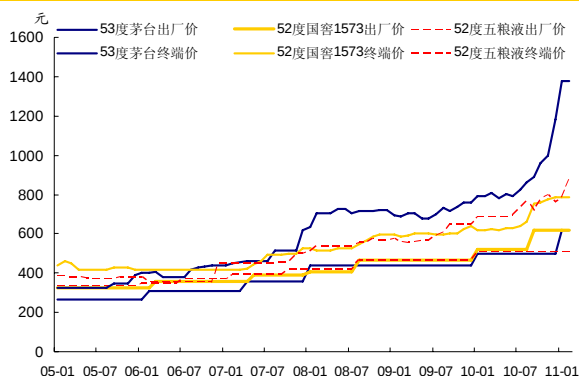
三、产品结构升级已成为替代提价的重要手段。近年来，通过产品结构升级已成为全国性及地产白酒企业替代提价的重要手段，如老窖在国窖 1573 的基础上开发了中国品味·国窖 1573、在普通特曲基础上开发年份特曲；洋河股份运作蓝色经典的思路就是在消费升级的不同阶段，分别主推海之蓝、天之蓝、梦之蓝，推动企业整体的吨酒收入持续增长；山西汾酒则在相继开发了 30 年、20 年、40 年青花汾酒。如此充分说明了实际上企业可以通过产品结构升级，补充完善产品线的手段替代提价。**四、产品线向下延伸的白酒企业也不会受到影响。**如酒鬼酒今年以来通过主推 200 元以下的中低档酒湘泉来完善产品线，将不会受到禁止涨价政令的影响。

表 1 去年下半年以来上市白酒企业出厂价提价情况

2010 年 9 月 2 日	泸州老窖上调国窖 1573 出厂价 100 元，达 619 元
2010 年 10 月 15 日	洋河上调蓝色经典-天之蓝出厂价 5%
2010 年 10 月 29 日	古井贡上调年份原浆酒出厂价 5%~20%
2011 年 1 月 1 日	贵州茅台上调产品出厂价格，平均上调幅度为 20%
2011 年 3 月 21 日	古井贡酒上调古井淡雅系列和古井贡酒年份原浆系列产品的出厂价格 3%—25%。
2011 年 3 月 29 日	山西汾酒提价，30 年青花汾酒系列产品对外售价上调 20%左右，40 年青花、20 年青花、20 年老白汾酒系列产品对外售价上调 10%左右

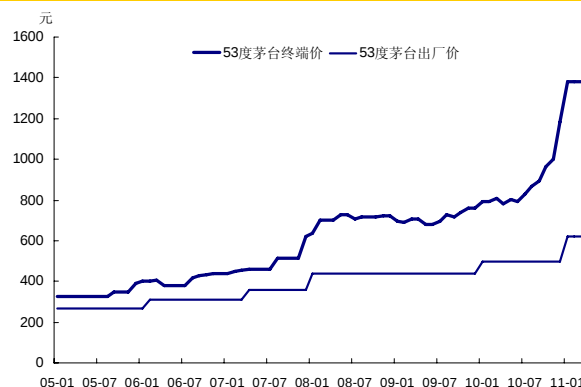
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 4 近五年高档白酒出厂价/终端价情况



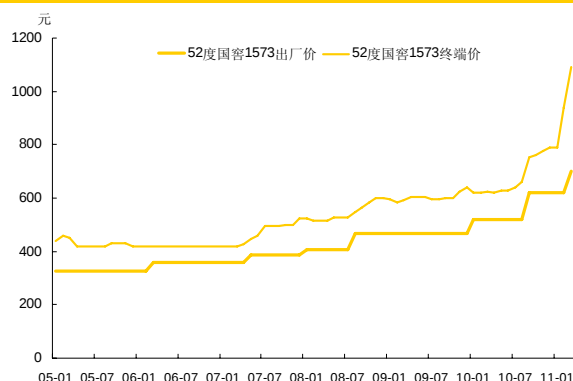
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 5 53 度茅台出厂价/终端价情况



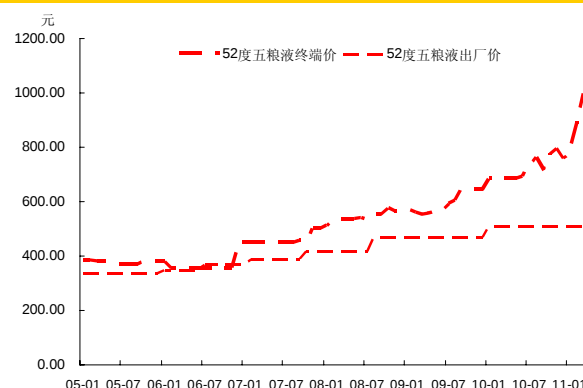
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 6 52 度国窖 1573 出厂价/终端价情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 7 52 度五粮液出厂价/终端价情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

结合我们对终端调研的情况来看，目前经济学上的凡勃伦效应（指商品价格定得越高，就越能畅销）在中高档白酒消费上仍表现得淋漓尽致。因此，我们认为，今年白酒行业整体维持 30% 的收入增长是大概率事件。政府短期内禁止白酒涨价并未改变行业确定性增长，如果个股股价因此利空下挫则为长期投资者带来买入良机。

三、个股推荐：茅台、汾酒、老窖、酒鬼、老白干、古井贡、洋河

3.1 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全国性酒、地产酒进行研究。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 2 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	1658
	一线	五粮液	四川	全国化	80%+	全国	1162
	一线	泸州老窖	四川	全国化	70%	全国	590
	二线	水井坊	四川	全国化	80%	全国	110
	二线	山西汾酒	山西	全国化	35%	全国	267
	三线	沱牌曲酒	四川	全国化	40%+	全国	65
地产酒	一线	洋河股份	江苏	逐步全国化	32%	江苏	909
	三线	酒鬼酒	湖南	聚焦本省	50%	全国	59
	二线	古井贡酒	安徽	聚焦本省	40%	全国	172

三线	老白干酒	河北	聚焦本省	20%	河北	42
二线	顺鑫农业	北京	聚焦北京	17%	京、津	83
三线	金种子酒	安徽	聚焦本省	10%	安徽	98
三线	伊力特	新疆	聚焦本省	33%	疆、浙	62
三线	皇台酒业	甘肃	聚焦本省	5%	甘肃	29

资料来源：中投证券研究所搜集整理

我们认为，对全国性酒类企业，品牌、渠道两方面的能力决定了企业的长期竞争力。对于产品定位越高的企业，品牌力越重要，对于产品定位较低的全 国性酒，则因需要对抗地产酒而对渠道运作能力要求越强。

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。

3.2 全国性酒：强烈推荐贵州茅台、山西汾酒、泸州老

窖

全国性酒中，茅台的品牌力最强、泸州老窖的品牌、渠道能力较为均衡， 两者年内的业绩增长较为确定，当前股价对应 2011 年的动态 PE 均在 20 倍出 头，安全边际较高。山西汾酒品牌底蕴深厚，目前正处于品牌复兴的阶段，成 长性较强，亮丽的季报值得期待。

3.2.1 贵州茅台（600519）——强烈推荐

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11633	16551	20405	24511
同比(%)	20%	42%	23%	20%
归属母公司净利润	5340	7730	9621	11636
同比(%)	17%	45%	24%	21%
毛利率(%)	90.9%	92.4%	92.8%	93.2%
ROE(%)	27.5%	28.4%	28.7%	28.1%
每股收益(元)	5.35	7.05	8.77	10.61
P/E	33.24	22.52	18.10	14.96
P/B	9.13	6.39	5.19	4.21
EV/EBITDA	19	13	10	9

资料来源：中投证券研究所

■ 自今年起的“十二五”将成为茅台量价齐升发展的新阶段。在贵州省政府提出“更好更快”地发展产业经济的大背景下，随着 2010 年新管理层上任，公司 有强烈的恢复到高成长路径的动机，制定了到“十二五”末，即 2015 年，茅 台酒产量达到 40000 吨，集团销售收入达 260 亿元以上的目标，即意味着规划今 后五年上市公司收入复合增速约为 17.4%，产量复合增速约为 12.5%，公司有望 进入量价齐升发展的新阶段。

■ **投资性需求推动茅台酒终端价飙涨，通过放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施。**2009 年中期起在新增投资性需求（包括经销商、消费者囤酒行为）的推动下，茅台酒终端价增速一改过去 10 年与城镇居民月均可支配收入增速基本同步的规律，达 60%+，目前终端价与出厂价价差比例已达 123%，为史上最高，公司已通过限购限价来平抑消费者投资性需求，未来通过放量、提高出厂价（提高经销商囤货成本）来平抑经销商投资性需求是公司最佳的战略措施。

■ **“十一五”产能扩张为明后 5 年放量打下基础，“十二五”产能继续扩张将保障公司持续发展。**由于 5 年的生产周期，公司在“十一五”期间每年新增的 2000 吨产量将在 2012 年左右释放，2010 年公司存货为 55.74 亿元，同比增长 32.96%，延续了从 2008 年起的高增长，我们估算在 2012 年—2016 年间，普通高度茅台酒销量增速有望提高到 12%+，为量价齐升打下坚实的基础。公司制定的“十二五”产能规划到 2015 年达到 40000 吨，较当前产能几近翻番增长，将保障长期持续发展。

■ **市场容量仍有很大空间，团购+专卖店发展为放量打下坚实基础。**我们可以从两个角度来看茅台酒的市场容量，一是静态的当前假茅台酒的市场空间较大；二是动态的随着消费升级，茅台的需求量也在不断提高，因为从产量上看，以茅台、五粮液、国窖 1573、水井坊为主的高档白酒占全部白酒的总产量仅为 0.34%（2010 年数据），提升潜力很大。从终端市场的反映来看，当前茅台酒也处于紧缺状态。截至 2011 年 2 月份，公司在全国共有专卖店 929 家，特约经销商 296 家，分别比 2009 年末增长了 10%、35%，合计共 1225 家，领先于五粮液的 872 家。若按照公司每个县级行政区至少有一家专卖店的规划，我国目前有 2860 个县级行政区，则茅台专卖店及特约经销商数量仍有翻两番的空间，为茅台酒销售放量打下基础。

■ **预收帐款蓄水池升至史上高位，再储蓄动力不足。**2010 年公司预收帐款增至 47.39 亿元，同比增速达 34.76%，为史上最高，预收帐款/营业收入（2010 年第 4 季度）达 2.06，远高于过去 6 年 0.69 的平均水平，公司再通过预收帐款“储蓄”业绩的动力在减少。在贵州省政府“更快更好”地发展的要求下，2010 年的低业绩基数为公司实现“十二五”良好开局作了铺垫。

■ **维持强烈推荐的投资评级。**根据公司分配方案，我们已在 2011 年 3 月 20 日的年报点评中微调了公司的盈利预测，预测公司 11、12、13 年实现 EPS7.05、8.77、10.61 元，维持未来 12 个月 3000 亿的目标市值，分红送股后 270 元的目标价，维持“强烈推荐”的投资评级。

■ **风险提示：**政务消费受限制、经济下行、业绩释放进程

3.2.2 山西汾酒（600809）——强烈推荐

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	2143	3105	4636	5966	7176
收入同比(%)	35%	45%	49%	29%	20%
归属母公司净利润	355	492	827	1219	1692
净利润同比(%)	45%	39%	68%	47%	39%
毛利率(%)	74.9%	77.5%	82.3%	84.7%	86.2%
ROE(%)	21.5%	25.6%	33.9%	38.9%	41.8%
每股收益(元)	0.82	1.14	1.91	2.82	3.91
P/E	72.66	52.42	31.21	21.16	15.25
P/B	15.65	13.40	10.59	8.24	6.37
EV/EBITDA	36	26	16	11	9

资料来源: 中投证券研究所

■ **“十二五”将成为汾酒清香王者回归的发展阶段。**2009 年底, 李秋喜董事长上任后, 提出了宏伟的中长期的发展规划: 到 2015 年, 汾酒集团实现 100 亿元的销售收入, 到 2020 年实现 200 亿元的收入, 发展分为“追赶、超越、领先”, 追求 3 年左右拉近与竞争对手的差距, 再过 3 年, 重归行业前三。按此规划, 未来 5 年集团公司收入复合增速为 14.29%, 而当前占集团公司收入 70% 的上市公司则有望以更快的速度发展 (公司有整体上市预期)。

■ **品牌底蕴深厚, 产品差异化显著构成竞争优势, 有利于公司持续提升产品结构。**山西汾酒在历届中国名酒评选中皆榜上有名, 从 1988 年到 1993 年收入规模一直居于白酒行业首位, 具有深厚的品牌底蕴及消费基础, 但后来因营销不善及山西假酒案影响了企业发展。从 2009 年末起, 公司新管理团队将汾酒重新定位为“国酒之源、清香之祖、文化之根”, 使公司重新走上品牌复兴之路。公司主打产品分为汾酒和竹叶青两大系列, 汾酒属于清香型白酒, 其清新淡雅的口味符合国际烈酒消费趋势, 竹叶青酒则属于中国品牌力最强的保健酒, 可以加冰、加可乐等饮料勾兑引用, 具有引领消费潮流的潜力。与国内众多的浓香型白酒巨头相比, 公司产品差异化显著, 构成竞争优势。公司的深厚品牌底蕴、产品差异化优势有利于公司持续提升产品结构, 如从 2008 年起至今, 公司汾酒系列产品提价多达 5 次, 平均每次提价幅度 10% 左右, 与具有同样品牌基础的茅台、五粮液、泸州老窖相比, 公司产品价格仍有较大提升空间。

■ **山西省内深度分销, 省外“类郎酒模式”扩张为放量打下坚实基础。**公司在山西省内市场进行深度分销试点, 力争在全价位覆盖屏蔽竞品的同时持续进行消费升级, 省外则通过次高档的青花汾酒 (主力青花 30 年终端价 516 元) 为主, 带动其他产品不断的跟进。这一发展模式与郎酒的通过红花郎的畅销带动全产品系列销售的推广模式类似, 这一成功的模式使得郎酒的含税收入从 2006 年的不足 10 亿飙升至 2010 年的 58 亿。我们对公司的“类郎酒模式”扩张放量充满信心。

■ **短期业绩波动不影响公司长期投资价值, 且波动有望减弱。**公司过去 2 年由于处于变革期, 业绩波动较为剧烈, 营业收入呈现前高后低的情况 (如 2009 年, 四个季度的收入比例为 29%: 22%: 29%: 20%, 2010 年则为 34%: 19%: 26%: 21%), 费用则呈现前低后高的情况 (如 2009 年, 营业+管理费用四个

季度比例为 18%: 20%: 23%: 39%, 2010 年则为 23%: 21%: 17%: 38%), 但我们认为业绩短期波动不影响公司长期投资价值, 且公司正在采取积极的措施平滑费用, 业绩的波动有望减弱。

■ **首次给予强烈推荐的投资评级。**公司一季度已经完成全年规划目标的 60%~70%, 有望实现开门红, 我们预测公司 11、12、13 年实现 EPS1.91、2.82、3.91 元, 复合增速为 43%, 按 2011 年 EPS 及 PEG=1 的原则给出未来 12 个月目标价为 82 元, 较当前股价有 34% 的上涨空间, 首次给予“强烈推荐”的投资评级。

■ **风险提示:** 政务消费受限制、经济下行、业绩释放进程

3.2.3 泸州老窖 (000568) ——强烈推荐

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5371	7530	9064	10769
收入同比(%)	23%	40%	20%	19%
归属母公司净利润	2205	3070	3604	4326
净利润同比(%)	32%	39%	17%	20%
毛利率(%)	69.4%	73.9%	76.1%	78.1%
ROE(%)	40.0%	42.7%	40.9%	39.9%
每股收益(元)	1.58	2.20	2.58	3.10
P/E	28.14	20.21	17.22	14.34
P/B	11.25	8.63	7.04	5.72
EV/EBITDA	20	14	12	10

资料来源: 中投证券研究所

■ **重申我们强烈推荐泸州老窖的基本逻辑:** 1、无法复制的老窖池资源构成公司的护城河。公司是我国浓香型白酒的鼻祖, 拥有我国建造最早, 最多的老窖池群。2、管理团队卓越, 2012 年 2 月股权激励将首次行权。公司管理团队任期以来将公司的人均盈利能力提高到业内首位, 显示出卓越的管理能力, 2012 年 2 月股权激励将首次行权有望再度提升管理潜力, 同时近两年进行的营销团队年轻化及竞聘制有望激发公司销售活力。3、茅台飙价, 给公司留出了发力的空间。当前茅台酒终端价已经拉开五粮液及国窖 1573 近一倍, 且缺货严重, 挤出部分商务需求使国窖 1573 提价阻力减小, 高档酒提价后让出的 400~600 元的空档给老窖特曲及百年老窖“窖龄酒”等中档酒留下发力空间。4、品牌上延新高度, 替代单纯提价。高档酒: 推出中国品味·国窖 1573 (1880 元), 将公司整体品牌提升到新高度; 中档酒: 一改对老窖特曲只提价不营销的做法, 推出升级产品年份特曲, 对普通特曲限价求量, 以百年老窖“窖龄酒”概念补充普通特曲与年份特曲间价格空白, 有望实现中档酒量价齐升。5、渠道从内到外整固已近尾声, 为放量打下基础。公司从三方面调整渠道: 建立专卖店, 迄今为止已建专卖店近百家, 在业内率先发力高校后勤团购; 建立经销商联盟的“柴泉模式”; 对原有的大区域市场管理细化, 深耕细作。目前公司的渠道调整已近尾声, 为销售放量打下坚实基础。

■ **维持强烈推荐的投资评级。**为反映我们对公司收入增长的信心, 我们在年报点评中已经上调公司 11、12、13 年 EPS 预测至 2.20、2.58、3.10 元, 其中

白酒业务 EPS2.00、2.38、2.90 元，对 2011 年白酒业务 EPS 给予 30 倍 PE 定价 60 元，证券业务 EPS0.2 元，给予 10 倍 PE 定价 2 元，6-12 个月目标价 62 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行、公务消费政策、中国品味、年份特曲、窖龄酒推广受阻

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。

3.3 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，强烈推荐酒鬼酒、老白干酒、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，我们重点推荐酒鬼酒、老白干酒、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。

提请投资者关注酒鬼酒上半年的定向增发落实这一股价催化剂。

表 3 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

3.2.3 酒鬼酒（000799）——强烈推荐

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	560	823	1190	1675
收入同比(%)	54%	47%	45%	41%
归属母公司净利润	79	121	201	327
净利润同比(%)	36%	53%	66%	62%
毛利率(%)	73.9%	71.2%	70.4%	70.4%
ROE(%)	10.5%	13.8%	18.7%	23.3%
每股收益(元)	0.26	0.40	0.66	1.08
P/E	76.58	50.69	26.49	16.31
P/B	7.05	6.08	4.94	3.79
EV/EBITDA	48	31	20	11

资料来源: 中投证券研究所

■ **品牌抓大放小。**公司的产品有内参（1000+，贡献收入 20%）、酒鬼系列（包括精品酒鬼、封坛年份酒两个子系列，300-800，贡献收入 40%）、湘泉（200-，贡献收入 20%）、经销商贴牌产品（贡献收入 20%）在内，合计约有 100 个子品牌，产品线很长，精品酒鬼与封坛年份酒价格有所冲突，主打产品不够突出。

公司实际上很清楚当前的产品线情况，也正在采取措施解决这一问题，目的是要使中高档产品的产品体系更加突出，中低档产品则放量抢市场份额，培养消费氛围。措施主要有两个方面，一方面是理清自主品牌，二是调整开发品牌政策。

对于理清自主品牌，目前封坛年份酒的产品从原来的 5 个砍至 3 个，仅剩 10、15、20 年 3 个，精品酒鬼与封坛年份酒价格冲突的问题，由于两个子系列都贡献过亿收入，对收入影响巨大，短期内不容易调整。我们认为发展中出现的问题留待发展中解决，如古井贡复兴初期也推广过多款产品试销后才逐步树立起年份原浆这一爆发性产品。

对清理开发品牌，公司当前政策是对中高档的酒鬼品牌严格从紧开发，防止过分稀释主品牌价值，以后开发酒鬼只会少不会多。对中低档的湘泉则适度从宽。对非酒鬼非湘泉类产品的开发则是大力支持，但前提条件是只会支持认同酒鬼品牌的经销商（我们解读为实际上就是支持舍得投入广告费用运作的经销商），对湖南省内开发品牌较紧，对省外放松。

中低档酒湘泉过去在湖南销量几乎为空白，2009/2010 年销量约为 6 万箱（180 吨），27 万箱（810 吨），公司认为主要原因是口感、定位出现问题，口感上以前是过辣，现已做低度化，绵柔处理；定位上以前定位是全国性酒，现重新将其定位为地产酒（因为品牌力弱，价位低），2011 年规划是做到 50 万箱（1500 吨），我们认为超预期的空间很大。

■ **销售主内延外。**除了打造湖南根据地市场，公司今年 1 月份在济南设立北方营销中心。

公司在湖南省的品牌力无疑最强，但收入却不是最大，省内最大的地产酒湘窖酒业（经营开口笑）去年收入约为 10 亿元，省内根据地市场开拓空间仍很大。省政府对公司寄予厚望，今年 1 月份，省委副书记梅克保视察酒鬼酒时

提出，到“十二五”末，公司销售收入要突破三十个亿，产量达 2.2~2.5 万吨。省委省政府对酒鬼公司全力支持，大发展大支持，小发展小支持，不发展不支持。公司通过去年 7 月与经销商合资成立的湖南销售公司（公司持股 20%）主攻湖南市场。湖南销售公司运作模式类似老窖的柒泉公司，酒鬼酒先发货给湖南销售公司，经销商再从销售公司拿货进行铺货销售，该模式下，湖南销售公司相当于酒鬼酒的湖南总代理商。经销商对营业费用，尤其是渠道费用的投放更有效率，我们认为当湖南销售公司运作正常后，公司当前高达 36% 的营业费用率能降到 30% 以下。

北方营销中心，主要覆盖山东、河南。公司的做法是利用央视广告的品牌拉力来推动华北市场的发展，通过高价位产品与当地地产酒实现错位竞争。

■ **维持盈利预测。**我们对公司 11 年实现 8 亿元的营业收入保持乐观态度、预测 11、12、13 年收入 8、12、17 亿元，增速 41%、49%、48%；EPS 0.4、0.66、1.08 元；当前股价对应 11 年 PS 为 7。基于公司良好的品牌底蕴及广阔的省内市场空间，我们维持对公司“强烈推荐”的投资评级。

■ **催化剂：**定向增发方案的进展

表 4 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
600519	贵州茅台	4.57	5.35	7.05	8.77	38.29	33.07	22.83	18.34	强烈推荐
600809	山西汾酒	0.82	1.14	1.91	2.82	75.31	54.34	32.33	21.93	强烈推荐
000568	泸州老窖	1.20	1.58	2.20	2.58	34.66	26.93	19.35	16.48	强烈推荐
000799	酒鬼酒	0.19	0.26	0.40	0.66	102.11	76.58	50.69	26.49	强烈推荐
600559	老白干酒	0.26	0.36	0.95	1.60	117.62	82.38	31.59	18.76	强烈推荐
000596	古井贡酒	0.60	1.34	1.54	2.61	125.00	55.64	48.23	28.43	强烈推荐
002304	洋河股份	3.04	4.90	6.94	9.82	66.12	41.56	29.33	20.74	强烈推荐
600779	水井坊	0.66	0.66	0.77	0.99	35.30	35.14	30.09	23.28	推荐

资料来源：中投证券研究所

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。

免责条款

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 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434