



食品饮料

2011.04.13

白酒销售热度不减 估值下移再现买点

——2011 年成都春季糖酒会侧记


胡春霞
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com
 S0880511010015

本报告导读：

糖酒会反馈基本符合预期，行业景气依然持续，目前主要白酒品种估值水平已接近 10 年估值下限，一线白酒全年至少 30% 空间，建议二季度逐步加大白酒配置。

摘要：

- **糖酒会反馈情况基本符合预期：**从此次糖酒会的调研情况综合来看，销售情况依然非常火爆，经销商情绪高涨。**三点感受：**（1）白酒行业依然处于景气周期中，从 10 年到今年一季度，无论是高档还是低档白酒实际销售情况都非常好；（2）依靠中档产品寻求突破的二线地产白酒迅速崛起，促使包括一线白酒在内的各家白酒企业都开始重视中档酒这一巨大的市场，积极运作中档酒几乎都已上升到了各家白酒企业的战略发展层面；（3）在去年行业产量、上市公司收入利润大幅增长之后，糖酒会上再度反馈出大幅超预期的因素不多。值得一提的是，汾酒可能会上调全年收入计划，是本届糖酒会一个亮点。
- **高档酒供需缺口仍在，提价放量有保障，业绩预计将持续稳定增长：**在意见领袖带动和消费更趋理性的环境下，高档产品主销品牌不断聚焦，以茅台、五粮液为代表的高档酒在终端的稀缺形象一再强化，价格坚挺，持续存在的供需缺口保证了高档酒未来继续提价和放量。
 - **茅台：**社会库存持续增加，价格依然坚挺。部分地区一批价已涨至 1000-1200 元，提价空间最大。
 - **五粮液：**短期提价受限，全年整体销量计划增 20%，11 年开始对中档酒加大了广告投放，要求中档主销品牌销量增速超过 20%。
 - **老窖：**去年至今 1573 大幅提价 30% 左右，经销商反馈公司今年给经销商的任务目标做到 90-100 亿含税收入，增速超 40%。
- **中档酒快速增长，关注度持续提升：**高档酒提价后留给中价位酒发力的空间越来越大，在中档酒旺销带动下的行业景气预计仍将维持，一线白酒企业对中档酒的重视程度大都上升到了战略发展层面，未来一段时间拥有品牌和渠道优势的区域地产龙头仍有望保持较高增速。
 - **汾酒：**1-2 月青花瓷销售 800 吨，10 年全年销售 1400 吨，一季度许多省市已完成全年计划 60-70%，全年收入增长计划可能会上调。
 - **酒鬼酒：**目前仍在梳理产品线，首要任务是先完成酒鬼品牌复兴
- **投资策略：估值已到底部，鼓帆静待风再起。**年初以来，在市场风格切换和白酒投资情绪周期向下的影响下，整个食品饮料板块持续下跌，但目前平均动态 PE 相对历史估值区间已处于底部区域，白酒行业未来两年业绩持续增长基本可以预期，建议二季度开始考虑逐步建仓，以迎接下半年的板块行情。从风险收益比的角度来看，我们认为这个价位上的一线白酒更加安全，到年底至少有 30% 收益，首推；二线白酒由于业绩增速快，弹性也大，预计今年仍会有不错的表现，维持对汾酒和古井的推荐。张裕依然稳定增长，估值不贵，建议增持。
- **近期推荐顺序：老窖/茅台/五粮液/张裕/汾酒/古井。**
- **催化剂：**（1）茅台一季报符合预期；（2）二线白酒一季报大幅增长。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

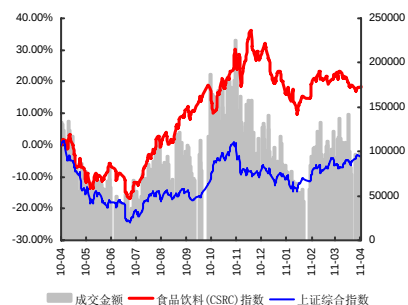
增持

上次评级： 增持

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持

2010. 04. 12-2011. 04. 12:



相关报告

食品饮料：《白酒维持较高增速 啤酒葡萄酒增速回暖》

2011.03.16

食品饮料：《2010 年白酒产量增长 27% 啤酒、乳品稳定增长》

2011.01.24

食品饮料：《白酒保持较快增长，啤酒增速有所回升》

2010.12.17

食品饮料：《消费升级与通胀作用下的新一轮量价齐升》

2010.12.04

食品饮料：《葡萄酒单月进口放缓、自产增速加快》

2010.11.16

目 录

1. 白酒行业仍然维持高景气.....	3
1.1. 高档酒价量齐升，在通胀背景下价格仍有较大提升空间	3
1.2. 中档酒快速增长，引来关注度持续提升	4
2. 重点公司糖酒会调研简报.....	5
2.1. 贵州茅台：期待业绩释放.....	5
2.2. 五粮液：高档酒继续放量，积极运作中档酒	5
2.3. 泸州老窖：调整巩固后再次迎来快速发展	8
2.4. 山西汾酒：二线名酒复兴新标杆	9
2.5. 水井坊：短期仍处调整期.....	11
2.6. 酒鬼酒：品牌复兴在路上.....	13
2.7. 张裕：稳定增长的葡萄酒行业龙头	13
3. 投资策略：估值已到底部，鼓帆静待风再起	14

1. 白酒行业仍然维持高景气

我们于3月19日-3月25日在成都参加了一年一度的春季糖酒会，与几家主要白酒企业领导和酒水经销商进行沟通和交流，有三个明显感受：

- 白酒行业依然处于景气周期中。从10年到今年一季度，无论是高档还是低档白酒实际销售情况都非常好；
- 依靠中档产品寻求突破的二线地产白酒迅速崛起，这些公司的快速崛起和利润率的大幅增加也促使包括一线白酒在内的各家白酒企业都开始重视中档酒这一巨大的市场，积极运作中档酒几乎都已上升到了各家的战略发展层面。
- 资本市场对于今年白酒类上市公司业绩的预期已经不低，从此次糖酒会的调研情况综合来看，行业销售和经营情况基本符合预期。在去年行业产量、上市公司收入利润大幅增长之后，再大幅超预期的因素不多。值得一提的是，汾酒可能会上调全年收入计划，推进预算改革也有望改变公司季度业绩波动较大的不良形象，是本届糖酒会一个亮点。

1.1. 高档酒价量齐升，在通胀背景下价格仍有较大提升空间

高档酒价量齐升，供需缺口持续扩大：（1）量：从糖酒会了解到的信息来看，10年贵州茅台实现高档酒销售11,900吨，年初计划为11,500吨；五粮液实现五粮液酒销售12,800吨，年初计划12,000吨；国窖1573出货量（含返酒）约为3000多吨。三家高档酒全年销量的增长都略超公司计划和我们的预期。（2）价：目前部分地区茅台终端价仍然维持在1380元，从10年9月份以来终端价涨幅已经接近40%；五粮液也已于11年1月31日上调终端指导价至889元；国窖1573终端指导价上调至958元，老窖选择推出并大力运作更高档产品中国品味，终端价1980元/瓶。（3）二线地方性名酒企也纷纷推出高价位酒，例如，汾酒推国藏，洋河推梦之蓝，树品牌的同时也希望在高档酒市场分得一杯羹。

品牌逐渐聚焦，消费更趋理性：茅台于00年开始加大团购开发，重视意见领袖的高端拉动作用，五粮液于06年才着手大力开发团购市场，老窖设有专门的VIP事业部负责团购客户开发，意见领袖的带动作用不可忽视，实际效果也非常显著。从93年酒鬼酒的横空出世，到00年水井坊的高调登场，我们可以看到短期内价格对品牌塑造的巨大作用，但是拉长了时间跨度再去品评，品牌的内涵所包含的内容要远远超出价格的单一作用，随着消费者消费观念更趋理性，未来全国性超高档白酒的行业格局将会比较稳定。从全国范围内来看，对超高端白酒的消费需求将更多聚焦在品牌力较强的几个强势品牌上，预计茅台、五粮液、1573、中国品味等超高档白酒实际终端需求仍将持续旺盛。

在通胀背景下，茅台在高档白酒中由于资源稀缺性最为显著，存在涨价预期的情况下使得茅台的社会库存有所上升，而终端消费需求依然旺盛，进一步强化了以茅台为代表的高档酒终端价上涨预期：每年春节过后，高档酒水终端价格都会随着旺季结束有所回落，但10年春节过后我们发现一个特殊的现象，茅台价格依然坚挺，且缺货严重，11年春节

后超高档白酒终端价格几乎没有回落的现象得到了延续。从 10 年茅台实际出货量来看，增长超过 1000 吨，但依然难改茅台一瓶难求的局面。从经销商和白酒业内人士了解到的情况来看，茅台在渠道的实际库存量却是持续大幅攀升，不断强化的涨价预期吸引越来越多的业内业外资本囤积茅台。

发改委政策指导短期会有负面的心理影响，长期市场仍是决定价格的主要因素：近期发改委约谈了酿酒工业协会和部分酒类大企业的领导，对酒类企业涨价行为给出了一定政策指导，但事实上去年底以来除五粮液之外的白酒企业基本上已经调过了出厂价，政令窗口指导的影响更多是表明了政府控制物价的决心，对市场的影响也主要在心理层面上，对上市公司业绩的实质影响并不大，更何况白酒企业还可以通过开发新品、推动产品结构上移来消除影响，预计在今年下半年 CPI 数据回落后，白酒企业提价的政策风险也将逐步解除。

高档白酒品牌不断聚焦，行业格局趋于稳定，以茅台、五粮液为代表的高档酒在终端的稀缺形象一再强化，终端价格持续坚挺，持续存在的供需缺口保证了高档酒未来继续提价和放量。

1.2. 中档酒快速增长，引来关注度持续提升

中价位品牌快速成长：过年一年的时间，茅台终端价几乎翻倍；五粮液和国窖 1573 终端价上涨至 900 元上下，涨幅 40% 左右。高档酒不断提价给中档白酒发力提供了价格空间，居民收入增加推动消费结构升级，普通消费者对白酒消费的品牌和价格档次有了一定的提升，100-400 之间的中价位品牌发育的速度越来越快，凭借主打产品深耕省内市场和逐步全国扩张，以洋河、汾酒、古井等为代表的二线白酒企业纷纷取得了非常不错的收入增速。

二线白酒企业持续发力带来关注度不断提升：在“盛初”理顺产品条线、加强渠道控制能力的策略下，很多地方性品牌的拳头产品逐渐清晰，渠道管控力得到了一定的改善，在省内挖潜和省外扩张上，二线地产酒凭借主打中价位产品发力的效果非常显著。酒水经销商对二线地产酒的快速成长也都给予了很高的评价，厂家和经销商对二线白酒企业的高速成长依然充满信心。同时我们也看到，地产名酒的快速崛起给一线白酒企业也带来相当大的竞争压力，五粮液和老窖都将积极运作中档酒提到了非常高的战略高度，未来全行业对于中价位品牌费用投放的力度加大，地产白酒寻求全国化的过程中所遇到的竞争也会更加激烈。

高档酒提价后留给中价位酒发力的空间越来越大，在中档酒旺销带动下的行业景气预计仍将维持，拥有品牌和渠道等优势的区域地产龙头仍有望保持较高增速。

2. 重点公司糖酒会调研简报

2.1. 贵州茅台：期待业绩释放

糖酒会期间茅台并未举办投资者见面会和专门针对高档产品的经销商大会，公司高管参与糖酒会的积极性也不是很高。从 53 度茅台现在的市场缺货状态来看，管理层推动行销的动力不足也可以理解。有部分经销商反馈，茅台目前的渠道库存比前两年有所上升，茅台逐渐显现的投资品属性使其实际开瓶率降低。目前有些地区的一批价都不止 959 元/瓶，经销商表示 959 元/瓶的终端限价令的实际意义并不大，近期部分地区的经销商反馈的一批价已到了 1000-1200 元，部分地区一批价较 3 月初又提高了 100 元左右，现在终端价基本在 1300-1400 元，节后价格依然坚挺，表现出淡季不淡的销售格局。

从我们侧面了解到的情况来看，10 年茅台实际出货量为 11,900 吨，年初计划为 11,500 吨，11 年计划出货 12,500 吨，较 10 年计划增加 1000 吨。目前茅台终端需求如此旺盛，多投放 1000 吨的量市场完全有能力接受。假定 11 年报表确认销量多增 1000 吨，11 年初出厂价提高 20% 以上来计算，11 年茅台的实际收入增速至少有 30%。考虑到 10 年茅台的主营业务税金率水平已经接近 14% 的最严格执行标准，未来继续大幅上升的可能性不大，加上大幅提价带动毛利率上升和销售费用率下降，11 年实际的利润增速应该快于收入增速，但业绩释放的节奏的确很难把握。

盈利预测与投资建议：我们预测 11-12 年 EPS 为 7.50、9.77 元，11 年收入同比增长 33%，净利润同比增长 40%。目前茅台仍处于供不应求的局面，产品出厂与零售价差高达 1 倍，公司高档酒销售在未来几年都拥有无可比拟的优势，建议增持。茅台在 10 年 4 月遭到 09 年年报和 10 年一季报利润增速大幅下降的双料打击后，估值一度下降至 24 倍，目前茅台当前股价对应 11 年估值也仅为 24 倍，而在去年一季报较低基数的情况下，今年一季报业绩再度大幅下降的可能性不大，如果茅台一季报业绩增速符合预期，季报后有望带动白酒板块迎来一波反弹行情。

2.2. 五粮液：高档酒继续放量，积极运作中档酒

10 年是五粮液解决关联交易后的第一个完整财年，全年实现营业收入 155 亿，同比增长 40%，净利润 44 亿，同比增长 36%。虽然利润释放稍不尽人意，但公司这么大的体量依然实现收入 40% 的增长实属不易，考虑到集团领导处于换届期，公司适当控制利润释放的节奏也情有可原，这也将保证未来业绩继续稳步增长。

高额预收款保证高档酒继续放量：即使在公司已经开足包装产能保证放量的情况下，部分经销商仍表示从 10 年 11 月开始五粮液酒一直缺货。从单品销量来看，高档酒五粮液销售 12,800 吨，同比增长 23%，还略超公司 12,000 吨的计划。10 年末公司账面预收账款余额 71 亿，其中四季度增加了 18 亿，根据我们的测算，这部分折算为五粮液酒大约在 2,000 吨左右。从高档酒实际出货量仍略超预期来看，缺货带来预收款增加更

多是反映了下游对高档酒的旺盛需求，五粮液酒供需矛盾是导致缺货的主要原因，我们判断公司在 10 年应该并没有主动控货。目前公司正在积极采用滚动发货的方式减少预收账款，即使按照五粮液酒销量增长 10% 来算，11 年也能完成 14,000 吨高档酒的销售；假定 10 年四季度新增拖欠经销商的 2,000 吨五粮液酒于 11 年作为增量部分全部计入报表收入，11 年实现五粮液酒销售将达 14,800 吨。根据我们之前的讨论，高档酒行业性供需缺口在一定时期内依然存在，五粮液酒继续放量的话需求端问题不大，加之 10 年五粮液一级基酒增长约 15%，因此我们保守预计 11 年五粮液酒实现销售 14,000 吨，这个预期并不高，实际销量存在超预期的可能。

终端指导价先行上涨，提厂价短期受限政策指导：在去年 11 月 20 日“国十六条”出台后，稳定物价成为自上而下的主基调，在 10 年底竞品纷纷提价超过 20% 的情况下，五粮液作为一家国有大型企业，响应了党中央的号召并未提高出厂价。但考虑到供需矛盾依然存在，价格上涨也利于稳定高档酒的品牌形象。52 度五粮液水晶瓶终端指导价已于 1 月 31 日先行上涨 100 元至 889 元/瓶，目前出厂价与终端价差高达 74%，公司存在大幅提价的空间。根据我们宏观研究团队的观点，CPI 数据将于 6 月见顶，考虑到集团董事长换届将于近期完成，控物价的政策敏感期将过，我们预计公司将于 9 月旺季来临前提价，幅度在 20% 左右。出厂价提价时点稍显滞后，对今年的业绩贡献稍有影响，我们在盈利预测中考虑到了提价滞后的影响。

积极开发团购市场，重视消费意见领袖的作用：公司领导从 06 年起开始积极推进团购渠道的建设，从 06 年至今团购酒年均增长在 60% 左右。10 年由公司最高层领导亲自挂帅带队走访国防大学，举行“五粮液·国防大学国防教育资金”捐赠仪式，单国防大学一家的团购量在 10 年就增长了 6 倍。团购客户的开发可以增加消费者对公司高端产品的需求粘性，消费意见领袖带动下也将协助促进产品推广，而且团购价格较目前出厂价高 60 元，团购比例高也将增厚高端产品的业绩贡献。

转变增长方式，积极运作中档酒：五粮液品牌运营商会议的主题为“转变增长方式，实现发展转型，共谱十二五规划圆满开局”。面对地产酒的快速发展和围追堵截，五粮液也注意到了中档酒市场的巨大潜力。公司主管销售的副总刘中国先生在品牌运营商大会上强调公司今年工作的重中之重是积极运作中档酒。10 年公司共实现五粮醇销售 13,100 吨，增 13%；五粮春接近 6,000 吨，增 26%；尖庄 7,000 多吨，增 17%；金六福 18,000 吨，增 0.62%；浏阳河 12,500 吨，六和液 590 吨，散酒 20,000 吨多一点。11 年公司提出要保证产品总销量增长不低于 20%，但对六和液、五粮春、五粮醇的增速要求不止 20%。目前渠道变革、产品推广都在积极推进，我们认为三个方面将保证未来中档酒销量释放：

- **受益于行业快速发展：**白酒行业 10 年产量增长 27%，达到 890 万吨的历史高点，考虑到消费品一定的消费惯性，在不出现大规模外部冲击的情况下，11 年白酒行业仍有望保持快速增长。五粮液中档酒作为名门之秀，品牌知名度拥有先天优势，有望取得较快增长；
- **加大营销投入，六和液有望突破临界：**六和液自 08 年底上市，09 年实现销售 1.56 亿，10 年销售 2.4 亿，公司于 10 年 1 季度在央视

投放广告 15 秒广告短片 40 余次，11 年 1 季度在黄金时段投放次数已超过 260 次，此次糖酒会期间的五粮液品牌运营商大会还专门留出半小时左右的时间专门为经销商做了六和液的产品营销培训，加大投入积极运作，加之未来渠道下沉有望带来终端营销改善，以六和液为代表的中档产品存在放量的潜力；

- **以华东营销中心为代表的营销变革正在悄然展开：**华东地区是公司的重点销售区域，涵盖鲁、皖、苏、浙、沪五省市，销量大约占公司的 1/3 左右，公司为了更加贴近市场，做好更精细化的管理，在华东设立了营销中心作为试点，给予营销中心更多的快速反应能力和决策权力，目的是一改以往依靠单个产品打市场的局面，而将全部产品集中在区域营销中心内合力运作。贴近市场设立营销中心，说明公司营销渠道的变革已经悄然开始，经过一段时间的运作，一旦模式成熟公司势必将其复制到全国其他市场，未来中档酒的放量值得期待。目前公司派驻 30 多名人员进驻华东营销中心，年内准备扩充到 90 人，有 75 人左右负责华东营销中心的具体市场开拓，由“坐商”改为“行商”，营销将更具主动性，终端把控能力也将有所增强。

账面现金充裕，存在资本运作可能：白酒行业共有 3 万多家企业，公司管理层对行业的分析也认为，未来白酒行业势必走向整合。苏酒集团已先行整合，树立了较好的标杆。截至 10 年末公司持有 141 亿账面现金，即使扣除 71 亿预收款，仍有 70 亿现金余额，公司存在寻找合适标的进行收购的强大基础和可能。参照公司之前接洽过的枝江，我们认为在收购标的选择上，公司倾向于选择拥有一定品牌知名度与渠道优势的中低档品牌。如果今年证监会立案调查最终结案，公司有望迈出资本运作的重要一步。

三方面刺激未来业绩释放：公司 10 年业绩释放稍稍不尽人意，短期内对资本市场的信心构成了打击，但经过分析，我们认为刺激公司未来业绩释放的因素依然存在：

- **市值考核：**市值考核把公司管理层个人利益与公司业绩、资本市场表现挂钩，对公司业绩的增长有正面的刺激；同时，这也促进了公司与资本市场的沟通，有利于进一步加大公司透明度，我们一再强调市值考核是我们看好公司的重要原因之一；
- **集团领导换届，十二五开局：**今年是集团领导换届年，唐桥有望正式接任集团董事长，由于这么多年来集团一直扮演代管上市公司的角色，上市公司业绩是集团领导绩效考核的重要指标，因此 10 年公司适当控制了利润释放的节奏也情有可原，考虑到今年将是唐桥接任集团董事长的第一年、也是十二五开局之年，公司存在释放业绩迎来开门红的可能。
- **茅台可能存在的业绩释放：**五粮液和茅台之间存在的广泛竞争体现在产品和公司经营绩效等多个方面，如果茅台释放业绩，将对五粮液管理层形成一定刺激。随着定期报告的披露，五粮液管理层有可能上调业绩释放的预期。

盈利预测和投资建议：预测 11-12 年 EPS1.47、1.85 元，当前盈利预测考虑了提价的滞后影响，对业绩释放的节奏反映出了中性的预期，如果

茅台释放业绩刺激五粮液在业绩释放节奏上有所动作，我们会择机上调全年盈利预测。即使按照略偏中性的盈利预测，五粮液 11 年 PE 也仅 21 倍，10 年 PE 运行区间 20-35 倍，当前 PE 已经落至历史区间下限。考虑到公司未来业绩稳定增长，给予 11 年 30 倍 PE，目标价 44 元，全年至少 30% 空间，建议增持。

2.3. 泸州老窖：调整巩固后再次迎来快速发展

公司计划 13 年实现含税收入 130 亿，未来三年的复合增长率为 27%，但从经销商处侧面了解到的情况来看，公司今年给经销商的各方面压力都比较大，公司管理层在个别场合与经销商的座谈中一度提出要在今年争取做到含税收入 90-100 亿，虽然公司随后在 10 年报中将 11 年收入计划定在了 86.4 亿（含税），但我们认为管理层从严抓市场和营销的态度是比较坚决的，按照年报披露的收入计划，11 年的收入增速将达 37%。

1573 连续、多次、大幅提价，紧跟队伍是首要考虑：10 年中秋节前后，1573 上调了出厂价 100 元，随后又提价 40 元，11 年 2 月再次提价 60 元（这部分可能为保证金，先征后返），三次提价合计 200 元左右，幅度近 40%。在茅台终端价大幅飙升的背景下，公司连续、多次、大幅提价应该主要出于品牌战略发展的考虑，紧跟超高端白酒队伍不掉队是首要原因，目前 1573 在上海地区终端价 958 元。公司在提价这个问题上的态度一直比较暧昧，不同销售渠道了解到的情况并不一样，这可能与公司对不同渠道的出厂价格有所不一致所致，我们根据多方反馈综合判断实际提价幅度应该在 30% 左右。

柒泉模式给公司带来了新的变化：（1）对柒泉公司取消返酒，适当降低出厂价作为补偿，提供了避税空间：10 年茅台主营业务税金率 13.56%，五粮液 8.96%，老窖 10 年税金率 8.15%，仅小幅上升，上升幅度低于同业；（2）销售费用率 6%，下降 5.4 个百分点：公司对柒泉公司采用离厂价结算，柒泉公司对各片区经销商采用送达价结算，运输配送等费用由柒泉公司承担，带来公司销售费用率大幅下降；（3）柒泉体系内的经销商团队更加稳定，比较有效地杜绝了柒泉公司区域内的串货现象，公司对终端价格进行管控的执行力也有所增强。

推中国品味和年份特曲，加大营销投入：中国品味和年份特曲自从 10 年 9、10 月份上市以来，公司在电视和杂志等媒体做了大量的广告投放。在以茅台为代表的超高档白酒终端价一骑绝尘的背景下，老窖高调推新品中国品味也许可以恰好搭上这两年高档白酒价量齐升的顺风车，密集广告轰炸进行高空拉动也符合超高端产品初创期打品牌的营销策略。预计今年品味放量在 300-600 吨左右，由于出厂价几乎是现有 1573 的两倍左右，假定 11 年销售 400 吨品味，折算过来则相当于名义上销售了 800 吨 1573，即使采取对 1573 适当控量保价格的策略，11 年超高档这块的名义销量也有望增加 10%，推更高端产品将带动公司毛利率继续上移。年份特曲主要为了填补高档酒提价后的价格空档，终端价在 698 元，一定程度上对普通特曲也可起到品牌拉动的作用。

重视并积极运作中档酒，放量值得期待：公司之前一直采取双品牌战略，公司管理层也非常重视中档酒这块的巨大市场，特曲中华老字号 10 年实现销售 4000 多吨，加上铁盒装特曲等品种，合计销量在 7000 吨左右，老字号特曲不提价后经过积极运作，下半年放量值得期待。今年公司计划推出并重点打造“百年泸州老窖”品牌，按照窖龄分为 30 年、60 年、90 年窖龄酒，价格在 200-600 元之间，无论是洋河的蓝色经典系列还是汾酒青花瓷系列，都是一个系列下设三个产品这样的组合，产品价格有区隔，不同产品间互相协同和拉动下销售都取得了非常不错的表现，老窖增加了新的中档主推品种，体现出公司对于中档酒市场的重视，一定程度上也将减弱中档酒过分依靠特曲发力的风险。

调整巩固结束，与资本市场沟通也更加积极：老窖一直以来在资本市场上的形象都比较好，去年是公司内部调整年，目前人员整合、渠道理顺等方面的调整都基本结束，预期 11 年销量会有不错的表现，公司管理层对于公司二次腾飞很有信心，因而与资本市场沟通也更加积极。

盈利预测与投资建议：预测 11-13 年 EPS 为 2.16、2.81、3.45 元，考虑华西证券增发摊薄后的影响，预计 11 年华西证券贡献 EPS0.14 元，给予白酒 30 倍 PE+1.4 元券商，目标价 62 元，建议增持。从低点上来以一年涨幅的角度来看，茅台、老窖、五粮液的最终涨幅基本趋近一致，但考虑到老窖管理层的积极态度、内部整固完成后公司可能迎来再次高速发展等因素，我们认为老窖在 2011 年领涨一线白酒概率较大，一线白酒中首推。

2.4. 山西汾酒：二线名酒复兴新标杆

突出核心产品，理顺产品条线：公司从 08 年开始对产品条线进行梳理，主要体现在压缩品牌，聚焦中高端，丰富产品线三个方面：

- 大幅砍掉了销量较低的经销商开发品牌，逐步降低中低价位酒的销售份额，淘汰一些包装差、不符合公司发展战略的产品；
- 突出了以三十年青花瓷、十年老白汾等为核心产品的序列架构；
- 在 10 年 9 月又推出了国藏、40 年青花、20 年青花、15 年老白汾、醇柔老白汾等不同档次的六款汾酒产品。

汾酒现已形成了从几十元到几千元的梯队产品序列，不同品种分别占据不同的价格带，档次区分更加明确。

提价、中高档化推动产品结构不断上移：10 年公司销量实际增长 10% 左右，其中青花瓷（包括 20 年汾酒）增长 20% 以上，中档酒增长 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，公司 10 年实现收入增长超过 40%，以青花瓷为主的中高档产品旺销推动产品结构上移的效果非常明显。公司 11 年主推的还是以青花瓷为代表的中高端的品牌，11 年 3 月 29 日起公司对部分产品进行了提价，其中 30 年青花汾酒系列上调 20% 左右；40 年青花、20 年青花、20 年老白汾酒上调 10% 左右，我们预计产品结构上移在 11 年仍将延续，带动公司收入和毛利率水平仍有比较大的提升。

省内继续推深度分销，省外暂维持代理制：公司在此前区域经销制度的基础上，与盛初展开合作，在省内进行了深度分销的尝试。虽然目前来看去年省内市场的增速并不高，公司与盛初之间的合作似乎也出现了一些分歧，但通过引入外脑，对公司品牌和营销理念的更新、产品结构调整都起到了非常积极的作用。目前公司有销售人员 500 人左右，一年多的时间增加了近 200 人，公司把比较优秀的一些骨干都充实到了销售的第一线，而且在奖惩和激励方面也给了政策，目前销售人员的薪酬比公司其他干部员工要高出许多倍，销售人员在终端把控的具体方法等方面接受了盛初的流程再造后也将更具执行力和战斗力。

周边部分省市销售已经出现了较好的态势：公司在省外的主打产品仍以青花瓷为主，10 年在河南和北京市场都实现了过亿的销售收入，河北 8,000 万左右。根据我们草根调研所了解到的一些情况，有部分经销商认为汾酒在河南地区井喷的态势已经出现。伴随着未来营销更加深入，品牌运作更加成熟，汾酒强势复兴将指日可待，预计在不久的将来会有越来越多的省份实现销售过亿。

竹叶青有望强势攻入保健酒的新蓝海：公司于 10 年秋季糖酒会期间曾高调推出三款竹叶青产品，分别为国酿、精酿、特酿，定价分别为 660、280、160 元，目前并未正式上市。公司对开发品牌的态度偏谨慎，力求推出一个成功一个，因此竹叶青中高档酒推迟上市也与公司非常注重产品品质控制有关。目前市场对竹叶青的需求非常旺盛，部分经销商在铺货时已经需要大量的产品，有经销商也表示希望公司能够快点将新品推出来，下游需求的态势应该说是非常好。竹叶青销售公司（股份公司持股 90%，集团持股 10%）已于今年 3 月 6 日成立，预计 4-5 月竹叶青的三款新品能最终上市。公司希望通过 5 年运作，将竹叶青做到 15 亿的销售收入。

积极推进预算管理改革有望改善资本市场形象：公司此前每个季度的业绩波动幅度都比较大，与四季度计提大量的促销费用等有关，管理层表示他们将于今年积极推进预算管理改革，希望可以尽可能把费用摊销到旺季，做到各季度之间业绩有一定的平衡，我们认为这将有利于一定程度上改善公司在资本市场上的形象。公司管理层在糖酒会期间面对投资者的质询也表现出比较积极的态度，我们认为今年四季度继续大幅做低业绩的可能性不大。

新的管理团队作风积极，目前整体销售态势超出市场预期：09 年公司新领导上任以来，就推行了一系列大刀阔斧的改革，也取得了非常不错的效果，管理层对于到 2015 年集团收入突破 100 亿，股份公司收入到 70 亿比较有信心。公司原计划是股份公司每年收入增长 10 个亿，10 年青花瓷销量 1,400 吨，但 11 年 1-2 月已销售 800 吨，一季度许多省市已经完成全年计划的 60-70%，公司随后可能会择机上调 11 年的销售收入计划。

公司未来在再融资、资本运作上可能有所动作：公司今年要搞一个保健酒园区，土地的批文已经下来，正在规划和论证阶段，未来上哪些项目、投资额有多大，目前还是未知数。园区建设预计将于今年启动，公司可

能会从资本市场有一个融资的考虑，但何时开始执行投融资计划目前还没有一个明确的时间表。

管理层会慎重考虑销售公司股权结构的问题：公司 02 年成立销售公司的时候，把全集团的酒类销售全集中到销售公司来，按照当时集团和股份公司大体的收入 4: 6 的比例关系确定了股权结构。公司管理层对于收购销售公司 40% 股权问题已经有所考虑，我们并没有在业绩预测中考虑此项，但是收购一旦实施，将会直接增厚公司利润。

4 季度预收款大幅增加，释放积极信号：10 年末预收款账面余额 8 亿，汾酒历年预收款余额和占比都很小，预收款季度变动值也都在千万级别，唯独去年 4 季度大幅增加 5.6 亿。公司主打产品以中档酒为主，提价也并非今年初而在一季度末，经销商完全没必要提前打款，预收款增加只能反映两个问题：（1）公司有意平缓了业绩释放的节奏；（2）销售情况的确非常好，有井喷的态势。去年四季度预收款增量部分加单季收入已超 10 亿，较去年三季度报表收入环比增长 50%，反映出增长提速的态势。

盈利预测和投资建议：公司产品结构理顺后，省内挖潜和省外扩张都在逐步发力，公司推进预算管理改革和上调今年经营计划都有可能加速未来业绩释放，预测 11-12 年 EPS1.75、2.45 元，经过前期比较充分的调整后现在的估值已经回落至 11 年 35 倍 PE，10 年公司 PE 运行区间为 32 倍-70 倍，继续下跌的空间不大，一季报靓丽将构成股价上涨催化剂，建议增持。

2.5. 水井坊：短期仍处调整期

苦练内功，内部组织架构调整已基本结束：Diageo 进来后，外方人员跟公司中方团队一起参与治理和管理已经有了三年的时间，主要做了“练内功”的工作，包含三方面的内容：

- **抓基础管理，先练好规定动作：**基础管理包括规定动作和自选动作，公司之前在这两方面都比较差，管理层希望先把规定动作做到位，然后在自选动作方面有所突破。比如：在 Diageo 的协助下，目前人力资源管理也正从传统的政工管理向现代管理迈进；
- **开拓国际营销：**中国白酒基本没有真正走出国门，大部分回流，少量消费掉也集中于华人圈子，从未进入国外主流渠道，公司希望凭借 Diageo 优势资源，能够推动水井坊在走出国门上走的快一点。Diageo 实际上充当了一个中国区以外地区总代理的角色，依靠 Diageo 的渠道优势，水井坊在海外的铺货率有了一定上升，远期公司希望海外销量能达到总销量的 20%；
- **谋求营销变革：**公司与 Diageo 的合作前两年基本没有在营销改革上有所动作，从 10 年下半年开始推动营销变革，首先是在组织结构条线上进行了重新划分。将过去根据销售区域划分的六个大部重新按照功能划分为几大块：销售总监负责销售管理体系，市场总监负责品牌运营与推广，研发（创新）总监负责新产品研发，还下业务督查部，消费者洞察部等部门。

产品线还在梳理和探索中：公司目前的主打产品仍是以井台装水井坊为主，管理层对产品线的整体思路是立足井台装，向两边延伸。其中典藏和菁翠是向上的延伸，菁翠的定位跟中国品味类似，目前已经完成了在湖南市场的测试，未来会逐步推向其他市场。品牌向下延伸有天号陈、往事（区域品牌，主要销往东北）、琼坛世家（区域品牌，主要销往湖南）、小水井等。公司管理层也认可未来中档酒的增长速度会超过高档产品这一观点，因此强调未来会强化中档酒的营销，但目前整个大的产品条线还在梳理中，究竟未来以哪个产品作为中价位的主推品牌目前还在探索中，短期来看公司产品营销重点仍将以高价位酒为主。

以总代为主的销售模式短期内不会发生变化：从水井坊上市以来的十年中，公司一直通过总代理的模式对外销售水井坊系列产品。公司此前虽然对营销模式进行了适当变革，但目前没有也暂无计划对总代模式进行根本性的颠覆，改革只是在总代模式下进行的完善和优化。总代模式不改变，是公司目前营销改革的基本原则。

资源投放强调突出重点品项和区域：把有限的资源撒向全国那么大的市场，在单一市场上的实际投放效率并不高，管理层也注意到了这一现象。11 年计划将资源集中于 8-9 个重点省市进行重点投放，这 8-9 个省市占水井坊销量的 80% 以上，其中包含湖南和河南市场。品项上仍以水井坊井台装为拳头产品，但 11 年强调将偏重视更高端的典藏和菁翠。前几年水井坊定位于第一高价酒横空出世，赢得了快速的发展，使得公司尝到了甜头。从公司现在大的产品策略上来看，应该是仍将以超高端为主。

转让全兴股权，为 Diageo 全面入主扫清障碍：公司原持有全兴酒业 95% 股权，根据《外商投资产业指导目录》规定，名优白酒被列入限制外商投资产业目录。公司此前于 10 年 3 月 2 日公告转让了 55% 的全兴酒业股权，并于 10 年 12 月 28 日公告转让了剩余的 45% 的股权。全面转让全兴股权，将为 Diageo 入主扫清障碍，目前全兴集团 4% 的股权收购案仍在商务部审批，我们认为获批的可能性较大，一旦获批将触发 Diageo 对公司的全面要约收购，要约价 21.45 元/股将构成公司股价的安全边际。

公司未来大的改革思路不会随着控股股东变更出现较大变动：公司现有的改革是在中方管理层与外方团队友好协商下共同完成和推进的，因此即使股权变更成功，现有的发展思路和发展路径都不会有较大的改变。政策和改革的连贯一致也利于改革措施自上而下的贯彻执行。

盈利预测和投资建议：公司过去几年练内功耽误了一些时间，水井坊的品牌力相比茅台、五粮液也稍显不足，加上近几年的营销投入力度有点跟不上，10 年水井坊的销量略有下滑也很正常。今年准备重点推广更高端的产品，但预计前期投入仍将较大，即使水井坊井台装的销量有所恢复、新品推广顺利，利润的贡献也可能要有所延后；另外，今明两年郫县地产项目应该也不会有利润贡献。总体来看，11 年仍是公司的调整夯实年，我们略微下调 10-12 年 eps 至 0.60、0.61、0.73 元，集团股权转让获批将是事件性机会，Diageo 全面入主后对公司进一步改革的力度应该会有所加大，维持谨慎增持评级。

2.6. 酒鬼酒：品牌复兴在路上

酒鬼酒在糖酒会期间举办了投资者交流会，以下为主要内容纪要：

在探索中梳理产品线：酒鬼酒自上而下的产品线主要包括：洞藏、内参（1000+）、封坛、酒鬼酒、湘泉（100元以下为主）。现有品牌接近100个，存在大量的经销商开发买断品牌，目前核心产品并不突出。

新开发品牌大的策略是“出局一个、进来一个”：公司目前对新开发酒鬼品牌遵从适度从紧政策，对开发湘泉是适度从宽政策，对非酒鬼非湘泉是大力支持政策，公司要求开发品牌打广告时要明确标注“酒鬼酒出品”等内容，共同的目标是完成酒鬼酒品牌的复兴。

产品向下延伸出湘泉，重点在于省内推广：湘泉在湖南有口碑，通过降度数、改包装、推新品来重新塑造。09年卖了6万箱、10年销售27万箱、今年计划50万箱。预计湘泉酒未来将是酒鬼的主要产品之一，但目前体量还不小，价格也不高，在抢市场阶段去立即要利润还不太现实。现在湖南地区，湘泉被纳入湖南分公司集中运作，终端市场做区域买断和区域经营。

立足湘西、辐射湖南：湖南14个地市，188个县，目前酒鬼在湘西市场拥有绝对占有率，在湘西周边市场也取得了不错的成绩。部分湖南地区的经销商形成了区域联盟，统一供货、价格联盟、做强团购，运作的效果都不错。公司大的战略还是先把湖南市场做实做透，将其打造成为酒鬼酒的根据地市场。

省外选择重点市场寻求突破：公司于今年初在济南成立了北方营销中心，重点选择拥有一定品牌基础、市场容量足够大、地产酒不强势的山东、河南、河北市场进行突破，并适当辐射北京、天津市场，目前北方市场没有库存，销售情况不错。

2.7. 张裕：稳定增长的葡萄酒行业龙头

张裕此次并没有在糖酒会期间专门设展，但我们在成都见到了公司的销售总监，并与部分经营张裕的经销商进行了交流。

11年计划收入增长22%：公司11年计划实现收入75亿（含税）左右，较10年增长22%；除了销量稳定较快增长外，通过提价与发展酒庄酒不断推动产品结构上移：

- 去年底白兰地提价，幅度大约在8%左右；11年3月1日对葡萄酒系列整体提价，幅度大概6%。公司今年会推出几款50-80元中价位的白兰地，推动白兰地产品结构上移。
- 公司在新疆石河子、宁夏贺兰山东麓和陕西咸阳新建的三个酒庄预计将于2012年初投产，目前公司已有烟台爱斐堡、北京爱斐堡、

辽宁黄金冰谷三个国内酒庄，在国外与新西兰张裕凯利酒庄、法国波尔多拉颂酒庄、法国勃艮第斐拉帝酒庄、意大利西西里张裕先锋酒庄结成战略联盟。张裕酒庄遍地开花并各有特色，张裕在国内葡萄酒企业中在酒庄的产品导入和品牌建设上拥有一定的先发优势。

勿需过分担心进口酒冲击：从我们与公司和经销商交流的情况来看，目前进口酒的冲击的确有一定的影响，但是对国内葡萄酒企业的冲击主要集中在中低档酒和超高档这块，公司的中高档产品受影响并不大，随着新酒庄投产，北京爱斐堡等酒庄酒运营更加成熟，将继续推动公司产品继续中高端化。

内部整改有望改善利润释放节奏：10年11月公司收到山东证监局的责令整改函，公司在内部立即推行了一系列的整改措施，这将进一步改善公司治理，增强公司运营和财务透明度，未来利润释放的节奏也有望加快。

一季度销售情况非常好：我们从终端调研了解到的情况来看，今年1-2月许多地区收入增速应该超过30%，但是由于提价前有提前拿货的现象，因此3月销量增长应该一般，不过一季度整体看收入增速依然不错。我们预计今年一季度的收入增速应该在25%-30%，利润增速在30%左右。

盈利预测与投资建议：我们预测公司11-12年eps为3.45元、4.35元，现在的股价对应于11年的PE只有25倍，10年PE运行区间为24-44倍，08-10年三年平均估值中枢为31.7倍，葡萄酒行业发展空间依然很大，张裕现在的估值不贵，建议增持。

3. 投资策略：估值已到底部，鼓帆静待风再起

年初以来，白酒为代表的整个食品饮料板块持续下跌，目前平均的动态PE水平已经处于相对历史估值区间的底部区域，再考虑到未来两年业绩的持续增长基本可以预期，估值已到底部，继续下跌的空间不大。建议可以开始在二季度逐步建仓，迎接下半年的板块行情。

一线白酒业绩增长稳定，估值不高，建议增持。目前茅台、五粮液、老窖11年动态PE24、21、20倍，都已接近10年估值区间的相对下限。考虑到白酒目前价格仍存在提价和销量稳步提升的空间，未来两年业绩增长保持20-30%的水平是完全可以预期的。以年底给予30倍PE或者以2012年动态20倍PE计算，有30%上涨空间。从风险收益比的角度，我们认为这个价位的一线白酒更有吸引力，建议增持，推荐顺序：老窖、茅台、五粮液。

超高档白酒提价留足了价格空档，居民收入增长驱动下的消费升级仍将持续，预计依靠中档产品快速成长的二线白酒仍会维持较高增速，高成长预期下的估值溢价需要依靠业绩成长来消化，维持对山西汾酒和古井贡的长期推荐，目前估值已经相当有吸引力，建议增持。

张裕估值回落带来投资价值显现，目前股价对应于 11 年 PE 仅 25 倍，估值的压力已经基本解除，10 年 PE 运行区间为 24-44 倍，我们继续看好葡萄酒的增长前景，维持张裕增持评级。

近期推荐顺序：老窖/茅台/五粮液/张裕/汾酒/古井。

近期板块催化剂：(1) 茅台一季报符合预期；(2) 二线白酒一季报大幅增长。

表 1：重点公司盈利预测表（截止日期：2011-4-12）：

	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 10-12 年	PE			PS 2010 年	PEG	评级
		10E	11E	12E		10E	11E	12E			
贵州茅台	1,674	5.35	7.50	9.77	35%	33.2	23.7	18.2	14.4	0.7	增持
五粮液	1,179	1.16	1.47	1.85	26%	26.8	21.1	16.8	7.6	0.8	增持
泸州老窖	601	1.58	2.16	2.81	33%	27.3	19.9	15.3	11.2	0.6	增持
洋河股份	953	4.90	8.00	11.00	50%	43.2	26.5	19.2	12.5	0.5	增持
山西汾酒	274	1.14	1.79	2.55	50%	55.5	35.3	24.8	9.1	0.7	增持
古井贡酒	158	1.34	2.40	3.57	63%	55.1	30.8	20.7	8.4	0.5	增持
水井坊	113	0.60	0.61	0.73	10%	38.5	37.9	31.7	5.6	3.7	谨慎增持
伊力特	61	0.30	0.39	0.57	38%	46.2	35.5	24.3	5.6	0.9	增持
张裕 A	427	2.72	3.45	4.35	26%	32.2	25.4	20.1	8.6	1.0	增持
伊利股份	286	0.88	1.23	1.40	26%	40.7	29.1	25.6	1.0	1.1	增持
承德露露	70	0.59	0.74	0.98	29%	39.1	31.1	23.5	3.9	1.1	谨慎增持
青岛啤酒	228	1.13	1.38	1.81	27%	29.0	23.8	18.1	1.1	0.9	增持
燕京啤酒	236	0.64	0.83	1.07	29%	30.5	23.5	18.3	2.3	0.8	增持
恒顺醋业	22	0.25	0.45	0.67	64%	68.3	37.9	25.5	1.9	0.6	谨慎增持
三全食品	68	0.66	0.77	1.00	23%	55.0	47.1	36.3	3.5	2.0	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**胡春霞:**

S0880511010015

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名，2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷湔（贡献作者）:

S0880110090037

021-38674752

zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业助理研究员，2010 年进入国泰君安。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		