

食品、饮料与烟草

—2011 年春季成都糖酒会会议纪要

投资评级 推荐

投资要点：

- **白酒行业高端化趋势明确。**对于白酒行业未来的发展趋势我们的观点如下：一、一线品牌未来高端化趋势将更加明确，价格提升将成为高端白酒发展主基调，这一点从此次糖酒会上可以看出（各个企业都在推出高价位新品，抢占价格高点，同时也规避了国家调控物价政策的手段）；二、消费升级左右未来二线品牌发展。随着一线品牌的陆续提价，这就给二线品牌提供了一个价格空间，因此，二线品牌会很快抢占因一线品牌提价而出现的价格空间。另一方面，二线品牌之所以能够在提价过程中保持快速增长，根本原因为白酒消费升级。
- **业绩增长明确，估值处于低位。**首先，2011 年政府给老窖制定的目标为收入和利润增长 35%，对应的收入是 71.6 亿元，而公司管理层认为，2011 年公司业绩增速有望更高一些，有望达到 40%；其次，从目前销售情况来看，2011 年山西汾酒业绩增长确定性较高，同时存在增长超 10 亿元的可能性；最后，五粮液提价预期强烈、中价位酒增长强劲支撑了五粮液未来两年业绩增长。另一方面，由于白酒板块年初至今已充分回调，目前估值处于低位，具有较高的安全边际。考虑到白酒企业业绩增长明确、公司估值处于低位。因此，给予行业“推荐”投资评级。
- **投资建议：**在白酒板块的投资建议上，2011 年我们按顺序推荐的标的分别为古井贡酒、金种子酒、五粮液以及山西汾酒。其中，预计古井贡酒 2011-2012 年 EPS 分别为 2.10 元、3.08 元，未来 12 个月目标价为 94.5 元；预计金种子酒 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31 元、0.55 元和 0.82 元，未来 12 个月的目标价为 23.38 元；预计五粮液 2011-2012 年 EPS 分别为 1.52 元和 1.85 元，维持“推荐”投资评级；预计山西汾酒 2011-2012 EPS 分别为 1.78、2.52 元，未来 12 个月目标价为 71.2 元。

发布时间：2011 年 4 月 13 日

主要数据

行业指数	
上证指数/深圳成指	3021.37/12902.22
公司家数	0
总市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

52 周行情图

2010-4-13~2011-4-13

—— 食品、饮料与烟草
—— 上证综指

相关研究报告

《国元证券公司研究-贝因美（002570）新股定价分析报告：国内婴幼儿食品行业第一品牌》，
《国元证券公司研究-丹化科技调研简报：乙二醇技术瓶颈有待突破》，2011-3-23
《国元证券公司研究-金种子酒（600199）一季度业绩预增点评：外延式发展进入发力期》，

联系方式

研究员：周家杏
执业证书编号：S0020511030015
电 话：(86-21) 51097188-1920
电 邮：Zhoujiaxing@gyzq.com.cn
联系人：付方宝
电 话：(86-21) 51097188-1876
电 邮：fufangbao@gyzq.com.cn
地址：上海市浦东南路 379 号金穗大厦
15 层（200120）

第一部分 州老窖会议纪要

1.1、2011年目标及操作思路

- 2010 年收入 53 亿元，总销量是 13 万多吨，均价是 19 块多，实际收入为 58 亿远，有 5 亿元的收入未在本年确认；
- 2011 年政府给老窖制定的目标为收入和利润增长 35%，对应的收入是 71.6 亿元，而公司管理层认为，2011 年公司业绩增速有望更高一些，如果按照 40%的增速，则 2011 年的收入为 74 亿；
- 公司未来几年将进一步加强高端酒的销售，且相应调整了绩效机制，主要针对“柒泉公司”这条线施行。目前，公司以郎酒为学习模范，未来绩效调整方案将更加严厉；

1.2、2010年公司销量情况

- 国窖系列：势头不错，从北京看，1-2 月份的销售过亿，已经超过去年全年，所谓 3000 吨量，其实是营销说法，要上量还是可以的；
- 特曲：2010 年，特曲销售收入约 9-10 亿元，销量为 6000 多吨，下滑的趋势已经止住了，（09 和 10 年是特曲的低点）；百年老窖（属特曲系列，是窖龄酒，包括 30 年、60 年和 90 年）2010 年销售收入为 3 亿元，2011 年能有望做到 7 亿；
- 年份特曲：全部交给青啤过来的孙跃总负责，公司只负责供酒，特曲不能太乐观；
- 中低端酒：销售势头良好，2010 年实现收入为 18 亿元，销量 10 万吨，均价不到 10 块钱。2011 年目标为 32 亿元，整体的销售均价有望提高。

1.3、盈利预测与投资建议

预计 2011 年、2012 年公司每股收益为 2.05 元、2.54 元，对应当前股价的估值分别为 21x、17x。结合公司为了的成长性，我们认为公司 2011 年公司合理估值水平为 30x，对应的目标价为 61.5 元，较当前股价具有 46%的空间。因此，给予公司“推荐”投资评级。

第二部分 山西汾酒会议纪要

- 汾酒在预算管理方面做的是不是很好，在费用投放和结账等方面计划性不强。因此，2011 年公司会加强预算管理，也是公司实行全面预算管理的开始。未来几年，公司将进入一个快速成长期，销售费用占比将进一步提高（2011 年公司在央视投入 2.4 亿元的费用）。
- 公司规划到 2015 年实现集团百亿销售收入，上市公司每年收入增长 10 亿元的目标。2010 年公司收入利润增长均在 30-40%，销量增长不到 10%。未来公司将通过调整销售体制（包括渠道设置、人员调整，绩效考核等方面）、明确企业和品牌的定位（国酒之源、清香之祖、文化之根）、大力发展团购（包括拜访慰问部队及大型企业）来实现公司的目标规划。目前，省外市场为一大亮点，2011 年，很多省份已经完成了目标的 60-70%，部分产品已经完成全年计划的 50-60%。因此，2011 年业绩增

长确定性较高，同时存在增长超 10 亿元的可能性。此外，从单品来看，2011 年，公司将继续保持青花瓷销量；20 年汾酒 09 年开始进入市场，在 2011 年会达到快速增长；国藏汾酒的推出也会是 2011 年的大品牌。

- 从产品结构来看，汾酒未来走中高端路线，杏花村及集团的品牌走中低端路线，竹叶青是保健酒路线。虽然公司 2010 年总量增长不到 10%，但结构变化非常明显，以青花瓷为代表的产品量都在 25%以上，中高端品牌增速均 15% 以上，产品结构调进一步优化。同时，公司表示 2011 年不会再增加汾酒系列产品线，只会淘汰一些没利润的，不符合公司发展战略的产品，2011 年重点产品为竹叶青、玫瑰汾、白玉汾等；在竹叶青产品方面，成立专门团队运作竹叶青，很看好竹叶青品牌，以前做的不好，一是没有专门的团队，二是传统产品酒度、糖度、药味都比较高，现在改变消费习惯，效果很好。竹叶青具备了向中高端市场进军的潜力，包括千年历史、品牌底蕴、养生功能。
- 由于竹叶青销售公司成立不久，市场规划运作、产品线的构建等方面都处于设计规划的阶段。公司推出了国酿、精酿、特酿三款产品（有望 4-5 月份上市），目前处在征求经销商和消费者意见的阶段，未来公司将进一步加强新品开发力度，争取以品质取胜。
- 在营销渠道及区域市场方面，公司逐步转变销售方面，对于成熟市场即保持原有的地区级的区域代理，又开始指派一线销售人员加以辅助和指导（尤其是山西和泛华北地区）。不成熟市场仍为省级代理。截止目前，公司销售人员为 500 多人，仅去年一年就增加了 200 人；另一方面，公司加强对渠道的深耕的同时，公司高度重视价格管控，对恶意窜货的处罚力度很大，甚至停止供货，对负有责任的区域经理，甚至停职。
- 从 2009 年开始，公司意识到光靠自身的实力无法满足企业为了成长的要求，必须借助国内最优秀的团队和机构。因此公司找到了盛处。目前，盛初咨询已经服务汾酒 2 年了，在这服务的 2 年内，盛初对公司的品牌和营销理念的更新、产品结构的调整、对市场掌控起到了很好的作用，和预期相比还有一点差距，但相对汾酒以前处于落后和不科学的状态，合作对公司的推动作用意义重大。
- 目前，公司正在着手建设一个保健酒发展区，园区启动后，公司存在融资需求。同时自 93 年上市后，公司一直没有融资。
- 盈利预测：预计 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.29、1.78、2.52 元。我们认为，2011 年公司合理估值水平为 40x，对应目标价为 71.2 元，较当前股价具有 15%的空间。因此，给予公司“推荐”投资评级。

第三部分 五粮液会议纪要

- 销量方面：2010年，五粮液实现总销量10.45 万吨，同比增长23.74%。其中五粮液销量为12300 吨，同增23%；五粮醇销量为13100 吨，同比增长增13%；五粮销量为5860，同比增长26%。永福酱酒实现销量115吨。去年公司白酒的生产情况良好，2011年的总销量增长计划有望超过20%。
- 提价方面：茅台于2011年1月1日提价20%，而公司一直没有提价，公司出厂价与茅台和国窖1573相差110元。从品牌影响力来看，公司未来肯定会提价。至于眼下没有提价，我们认为主要原因为公司响应国家控制物价政策，暂时性的没有提高产品价格。
- 中档酒未来将保持快速增长。目前，公司中当酒主要有五粮醇、五粮醇和六合液。从目前市场销售情况来看，五粮醇和五粮春销售良好。公司层面表示，未来将集中精力打造五粮醇和五粮春两个品牌，使其成为公司中档酒产品系列中的明星产品。考虑到五粮液主品牌的辐射拉动、公司集中精力打造以及中端白酒市场未来广阔前景，我们认为公司中档酒未来2-3年有望实现快速增长。
- 盈利预测与投资建议：由于 2011 年公司销量有望超过 20%，同时公司存在较强的提价预期（同类产品已提价、同类产品终端价格高于公司同类产品，为了稳固产品品牌地位，公司必然要提价）。因此，2011 年公司业绩增长明确。我们预计 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.52 元和 1.85 元，目前股价（31.07 元/股）对应 2011-2012 年 PE 分别为 20x 和 17x，估值较低。因此维持公司“推荐”投资评级。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn