

2011 年 4 月 19 日

增持

刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8511
du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

图表 1. 覆盖公司评级

公司	代码	评级	收盘价	目标价	上涨(下跌)空间
			(人民币)	(人民币)	(%)
泸州老窖	000568.SZ	买入	43.60	55.30	26.8
五粮液	000858.SZ	买入	31.20	40.88	31.0
贵州茅台	600519.SS	买入	173.06	210.00	21.3
洋河股份	002304.SZ	买入	208.98	255.00	22.0
金种子酒	600199.SS	买入	17.63	21.06	19.5

资料来源: 中银国际研究及预测

以 2011 年 4 月 18 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

*苏斌为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

白酒行业

优选中、高档白酒

2004-2010 年我国白酒销量年均增长 18.6%, 主要是需求修复的拉动。在白酒销量增长的同时, 白酒消费结构表现出明显的升级特征, 未来橄榄型消费结构将进一步成型。我们谨慎预计 2010-15 年白酒销量年均增长 4.6%, 中、高档酒保持年均 6.9% 以上增速, 优势企业可实现 20% 以上的收入和利润增长。白酒行业将进入竞争性增长阶段, 投资标的优选“品牌+渠道+产品结构+体制”组合优势突出的中、高档白酒企业。

支撑评级的要点

- 白酒是我国消费比重最高的烈性酒, 酒类市场“国内市场, 国际竞争”背景下的优势品种。
- 在多酒种竞争当中, 白酒的“被替代”效应并不突出, 白酒“品类竞争”中期依然无忧, 投资重点关注行业内品牌竞争优势企业。
- 我国人均烈性酒消费仍有增长空间, 未来白酒产销量继续增长, 中、高档酒是增长主力, 白酒消费的橄榄型结构进一步成型。这一过程中, 中、高档酒相互渗透的趋势会愈发明显, 产品结构以“中档+高档”为主的白酒企业将会领先增长。
- 品牌是白酒企业最重要竞争资产, 白酒行业名优白酒品牌格局基本成型, 优选“品牌+营销渠道+产品结构+体制”组合优势突出企业。

主要风险

- 白酒税收政策出现不利变化的风险。
- 白酒需求增长趋缓, 行业竞争加剧风险。
- 产品开发及品牌营销失误风险。

首选买入

- 首选买入“品牌+营销渠道+产品结构+体制”组合优势突出的泸州老窖。
- 其次为品牌力领先的白马企业五粮液、贵州茅台。
- 再次营销和渠道力突出获得爆发性增长的洋河股份、金种子酒。

目录

投资摘要	3
白酒行业现状	6
白酒行业发展趋势	16
投资标的选择	28
泸州老窖	33
五粮液	45
贵州茅台	56
洋河股份	65
金种子酒	76
研究报告中所提及的有关上市公司	87

投资摘要

优选竞争优势行业
首选组合优势突出企业

白酒以高粱、大米和小麦等粮食作物为主要原料，以自然微生物接种制曲，采用传统的发酵工艺(目前品牌白酒以固态发酵为主流)酿制而成。白酒有着上千年历史，与黄酒同为我国特有的酒种，同时白酒也是世界三大蒸馏酒之一。

我们认为白酒的与时俱进使得白酒自 2003 年以来重新焕发生机，在同进口烈性酒的竞争当中保持绝对优势，成为本土为数不多的“国内市场，国际竞争”背景下的优势行业。在同其他酒种的竞争当中，白酒也保持了较强优势。

白酒的与时俱进主要表现在三个方面，一是产品、二是营销、三是体制。白酒的供给变产品导向为市场导向并积极创新，在消费升级持续的背景下，未来产品推陈出新的趋势仍将保持不变；营销更加围绕产品自身同目标消费者的结合来进行品牌建设规划，营销手段新意不断；在体制方面进行改革以适应市场化竞争需要，部分企业通过体制创新获得了跨越式发展。

中、高档白酒不是成本领先型竞争，而是“品牌+营销”拉动型。白酒行业的名优品牌格局相对稳定，这表明名优高端白酒的品牌树立非短期行为，区域名酒进军全国名优白酒行列的必要条件限制依然较多，品牌仍然是长期投资白酒行业最主要的关注要素。因为白酒行业不是成本领先型行业，抗通胀能力也较为突出(我们认为抗通胀中的通胀指的是经济增长背景下的通胀，而非滞胀)。

高端品牌白酒供给落后于需求增长的局面短期仍无法彻底改变，高端白酒依靠品牌力即可实现增长，高端白酒向中档进行产品延伸的趋势，对企业的营销和渠道能力提出新要求，总体上我们认为高端白酒向中档延伸的过程会较中档酒向高档酒延伸顺利。

中档酒若要走向全国市场并获得巩固的市场地位，品牌是基础，同时对营销和渠道能力的要求远高于高端白酒，支撑中档酒企业营销和渠道竞争优势构建的是经营团队和体制——“人”和体制因素是关键。因此在关注二线白酒投资机会时，着眼点也应放在公司体制改革和营销改革。值得注意的是，脱离了品牌(包含品质)的营销及渠道扩张并不能保证企业的长期竞争力，金六福近年增长放缓就是明证。

优选“品牌+营销渠道+产品结构+体制”组合优势突出的投资标的

“人”和体制因素在对高档酒企业的投资决策当中亦有重要意义，人为业绩控制因素往往让市场对企业业绩的合理预期落空，对企业股价的阶段走势造成明显负面影响，当预期外风险转化为预期内风险且被放大，则会对公司合理估值的提升造成抑制，影响投资收益。

综上，在优选白酒投资标的时，我们将品牌放在首位，优选“品牌+营销渠道+产品结构+体制”组合优势最突出的企业，其次是“品牌+营销渠道+产品结构”组合，再次是“营销渠道+产品结构+体制”组合。

二线区域性白酒未来仍有较大机会，尤其关注区域市场高占有率的企业，通过产品升级和找准营销策略获得高速发展；对于未改制、且品牌力较弱的区域名酒，如老白干，重点关注其改制及经营层激励因素带来的投资机会。总体而言，“名酒复苏”是二线白酒选股的最重要主线。

投资时点

在结构调整同时保持快速增长的白酒板块不能简单定义为防御板块，而是攻守兼备的板块。因此，整体上我们倾向于认为白酒板块的投资机会贯穿全年。

但白酒作为可选消费品，其消费仍有较为明显的季节性波动，季节性旺销带来业绩超预期成为重要的股价刺激因素之一。2011年1-3月，白酒累计产量234万吨，同比增长27.09%，居食品饮料行业首位。从目前已公布一季报或预告的白酒企业看，企业业绩保持高速增长，古井贡酒一季度盈利增长121%，金种子酒预增150%以上，酒鬼酒预增900%，山西汾酒预增50%以上，泸州老窖净利润同比增长31.93%。一季报行情仍然值得期待，而二季度后有望迎来下一个季节性投资时点。

通胀助推板块估值提升。3月份CPI 5.38%，食品价格同比上涨11.7%，对当月CPI上涨的贡献超过60%，食品价格更多是成本推动的被动上涨，预计上半年CPI持续高位，全年控制通胀任务艰巨。白酒板块由于整体盈利能力强，品牌白酒非“成本领先型”竞争特性使得其成本消化、转嫁和“抗通胀”能力突出。

重点公司推介

我们当前覆盖并优选的投资标的是泸州老窖、五粮液、贵州茅台、洋河股份和金种子酒。

我们认为泸州老窖符合“品牌+营销渠道+产品结构+体制”的组合标准，首选推荐。

五粮液、贵州茅台符合品牌力领先的“品牌+营销渠道+产品结构”的组合模式，此外，在经营治理改进上，两者有较大的进步空间，其中五粮液进步明显，除减少盈利流出点外，推出了市值考核，未来仍有可能推出管理层激励，依然是适合中期投资的良好标的。

洋河股份、金种子等二线品牌的投资价值在于找准市场定位，于细分市场抢占先机，同时将“深度分销”发挥到高水平。短期爆发力强，中长期看品牌沉淀、市场维护以及模式复制。洋河股份是“营销渠道+产品结构+体制”的典范，目前估值略有低估，未来关键苏酒整合以及全国化的推进效果。

图表 2. 推荐公司估值情况

公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元)		市盈率(倍)		每股收益增长(%)		复合增速(%) 2011~2012	市净率(倍) 2011E	ROE(%) 2011E	评级
			2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E				
泸州老窖	43.60	608	1.97	2.43	22.1	17.9	24.7	23.4	24.1	8.88	40.17	买入
五粮液	31.20	1184	1.46	1.79	21.4	17.4	26.0	22.8	24.4	5.17	24.14	买入
贵州茅台	173.06	1633	7.33	9.48	23.6	18.3	36.9	29.4	33.1	7.13	30.19	买入
洋河股份	208.98	940	7.53	10.66	27.7	19.6	53.7	41.4	47.5	9.16	33.94	买入
金种子酒	17.63	98	0.52	0.78	33.6	22.6	77.7	48.7	62.6	6.16	18.31	买入
平均		893	2.64	3.41	23.6	18.3	43.8	33.2	38.3	6.92	29.3	

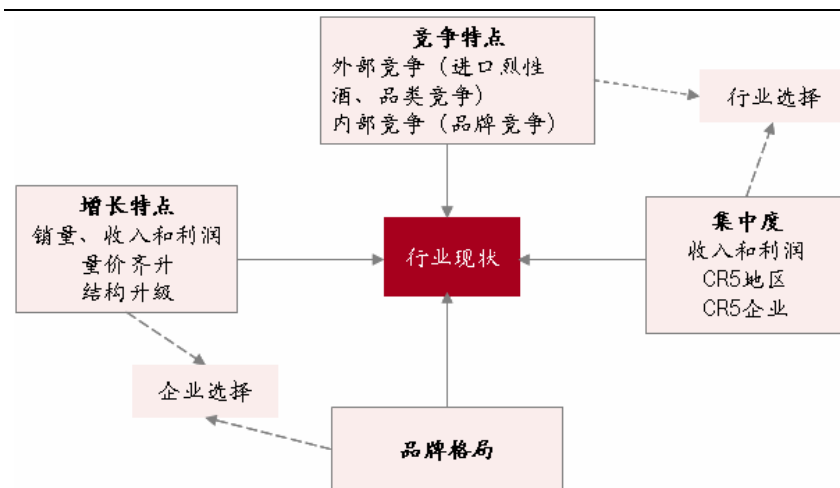
资料来源：中银国际研究预测

本表以2011年4月18日收盘价格为标准

白酒行业现状

白酒行业现状的分析框架如下：

图表 3. 白酒行业现状分析框架摘要



资料来源：欧洲观察，中银国际研究

白酒行业是“国内市场，国际竞争”背景下的优势行业

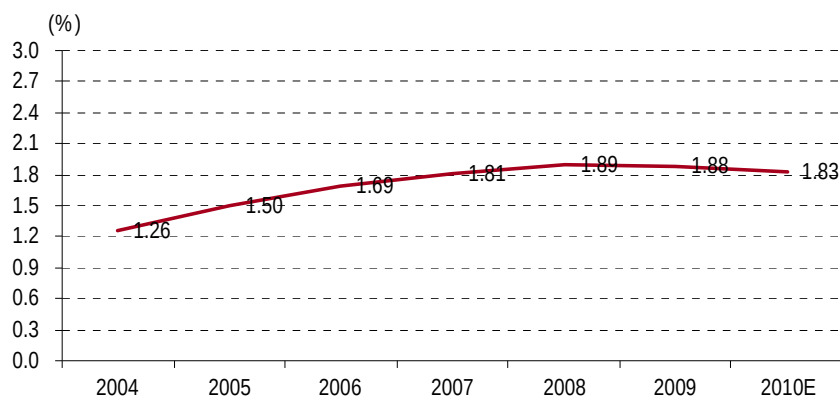
白酒——“国内市场，国际竞争”大视野背景下的行业选择

从大的竞争格局角度判断，我们认为加入 WTO 以后食品工业的“国内市场，国际竞争”的特征越发突出，“国内市场，国际竞争”指中国企业在本土市场进行的是全球性竞争，这是对中国企业(或产业)在未羽翼丰满的情况下就要同包括诸多跨国企业在内的竞争对手同台竞技的高度凝练的总结，在 WTO 框架下，我国多数行业面临的都是这一大的竞争格局。与“国内市场，国际竞争”相对的是“国际市场，全球竞争”，我国大多数产业尚无能力进入这一阶段。

相对于种子、奶粉、大豆加工、碳酸及果汁饮料等农业或食品饮料子行业，我国白酒行业在“国内市场的国际化竞争”大格局下具有绝对优势。

目前白酒在我国烈性酒消费当中占有绝对优势地位，进口烈性酒占我国烈性酒销量的比重低。我国白酒自 2004 年进入新一轮景气周期以来，进口烈性酒的销量占比仅从 2004 年的 1.26% 提高到 2008 年的 1.89%，2008-2010 年进口烈性酒的销售比重无增长。

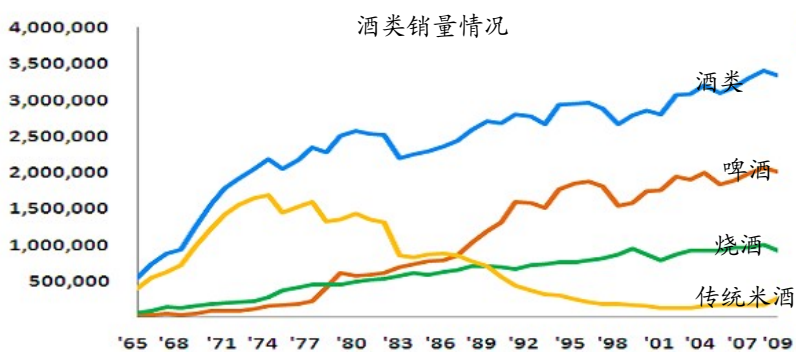
图表 4. 进口烈性酒占国内烈性酒销量比重



资料来源：欧洲观察，中银国际研究

韩国、日本也曾同样遭遇洋酒进入的问题，他们通过品牌重新定位以及酒度降低的办法，弱化了洋酒的攻势。例如韩国，上世纪八十年代以后，除传统米酒销量下滑以外(同我国黄酒类似，更多是内因导致，如不适应消费转变)，传统烧酒的销量依旧保持增长。

图表 5. 韩国烧酒保持持续增长态势



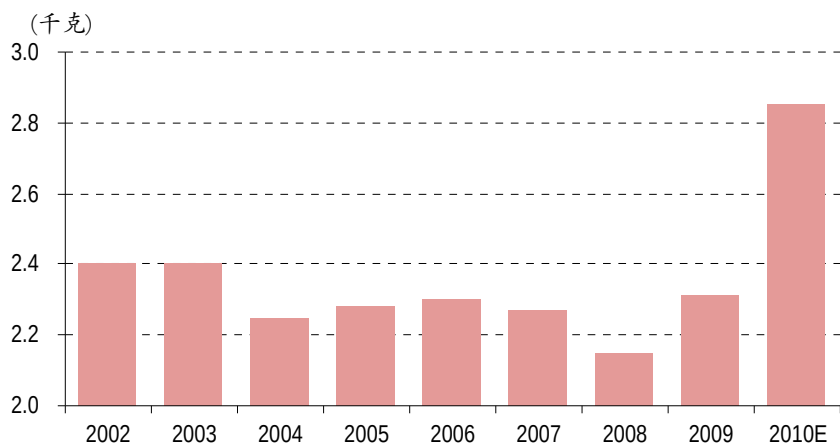
资料来源：韩国统计局，中银国际研究

城镇居民人均白酒消费恢复并创新高

国产以白酒为主的烈性酒(欧洲观察的数据包含“药酒烈性酒”)优势主要来自两个方面：1)中国独有；和2)与时俱进。

白酒行业的与时俱进，主要是产品结构的调整、营销理念和销售渠道的升级，使得白酒行业符合消费升级的需求，一个重要的结果性依据就是城镇化进程当中，城镇居民的人均购买量基本保持稳定，2009 和 2010 年度出现明显上升。

图表 6. 城镇居民家庭人均购买白酒量



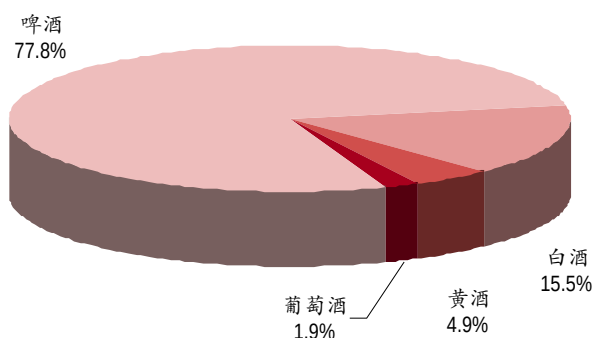
资料来源：统计局数据库，中银国际研究

白酒在国内酒种竞争当中占优

自 1996 年我国白酒产量创 801 万吨最高纪录以后连续下滑至 2004 年的 312 万吨，2005 年白酒产量开始回升，产量占比逐年提升，至 2010 年白酒产量占比达 15.5%，较 2004 年提高 6.4 个百分点，较 2001 年提高 0.8 个百分点。

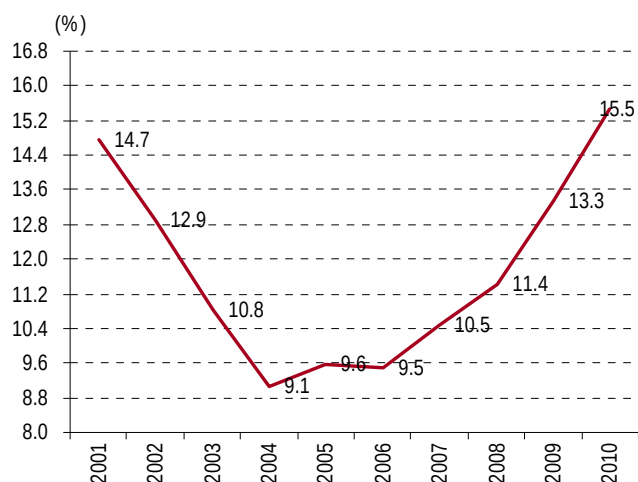
2004-2010 年白酒产量年均恢复增速为 19.1%，高出同期啤酒和黄酒 11.6 个百分点，同基数较小的葡萄酒相当。

图表 7. 2010 年我国各酒种产量占比



资料来源：统计局，中银国际研究

图表 8. 2001 年以来白酒产量占比



资料来源：统计局，中银国际研究

白酒行业在恢复发展过程中不仅保持较高速度，同时利润率水平稳步提升，至 2007 年盈利能力超过葡萄酒行业。

图表 9. 白酒行业税前利润率



资料来源：统计局，中银国际研究

白酒于品类竞争无忧，品牌竞争是主线，优选品牌竞争力强标的

白酒行业之所以在多酒种竞争当中占优，最关键原因是各行业所处阶段不尽相同。白酒行业自身已处于后成长期，在同其他酒种的“品类竞争”当中处于领先地位，已经进入以行业内企业间竞争为主的典型品牌竞争阶段。

“品牌竞争”是相对于“品类竞争”而言，当一个产业具备一定规模，产品较为成熟，且认知率和普及率皆高时即可定义为品牌竞争阶段，这一阶段一般企业数也较多，竞争的核心是行业内公司之间的品牌角逐，品牌建设和培养忠诚度是品牌竞争阶段的关键，竞争的结果是优秀品牌的崛起，行业集中度的提高。品类竞争一般是一个行业在夹缝中生存的生态写真，要么爆发，要么落寞，例如凉茶同其他软饮料，黄酒之于其他酒精饮料。品类竞争阶段，挤占可比产品市场份额或开拓新兴领域是获取生存空间的主要途径，消费者教育是品类竞争阶段的关键。

图表 10. 不同酒种的若干指标比较

	竞争性质	发展阶段	覆盖广度	认知深度	行业规模	增速
白酒	品牌	后成长期	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
啤酒	品牌*	成熟	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★
黄酒	混合*	成熟	★★	★★	★★	★★★
葡萄酒	混合*	成长	★★★	★★★	★★★	★★★★

资料来源：中银国际研究

*啤酒“饮料化”特征突出；从覆盖广度和认知深度，黄酒更接近于“品类竞争”；葡萄酒兼具“品牌”和“品类”竞争特征，从覆盖广度和成长性角度更接近于“品牌竞争”。

行业内增长不平衡，未来集中度仍有提高空间

白酒行业集中度高

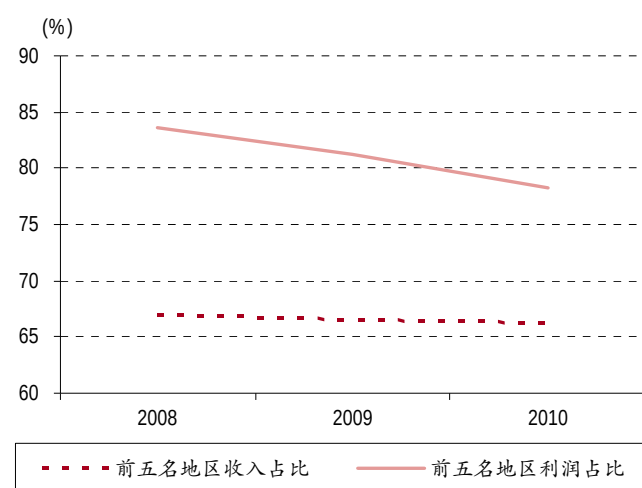
白酒产业的集群效应突出，行业集中度高。

其一，行业销售收入前5名地区收入占比保持在65%以上，2010年前11月，行业前5名地区收入合计1,602.64亿元，收入合计份额为66.18%；同期行业前5名地区利润总额合计249.29亿元，合计份额为78.24%。白酒产业自发发展的集聚效应未来将在行政力的深度干预下进一步强化，2009年贵州省出台修订版白酒产业振兴计划，中国白酒产值最大省份四川省提出“打造中国白酒金三角”，2010年江苏为振兴苏酒而推动本省白酒产业整合(洋河收购双沟)，北京首都酒业整合北京红星和龙徽酒业。

其二，行业前5名企业利润行业占比高，2009年，行业前5名企业销售收入合计占比15.32%，利润总额合计占比高达58.72%。

行业内增长极不均衡，未来行业集中度的提高空间仍大。

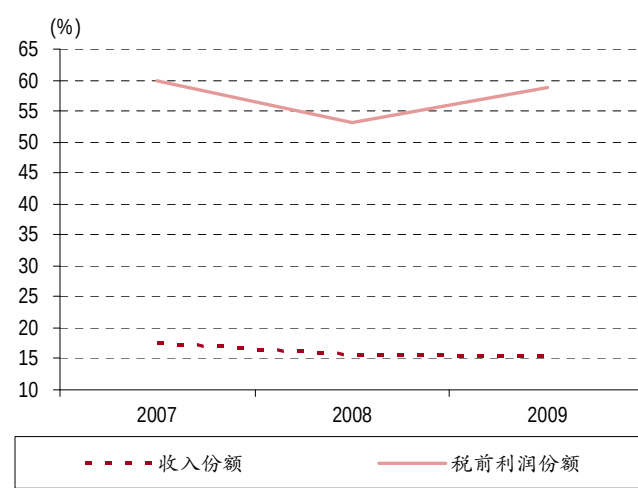
图表 11. 行业前五名地区收入及利润份额



资料来源：统计局，中银国际研究

2010年收入前5名地区为四川、贵州、山东、江苏、湖北

图表 12. 行业前五名公司收入及利润份额



资料来源：统计局，中银国际研究

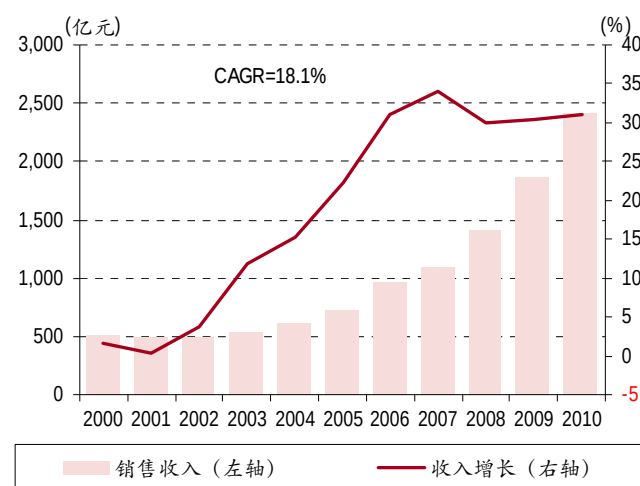
前五名企业为五粮液、贵州茅台、泸州老窖、洋河、山西汾酒

白酒行业量价齐升，中、高档酒比重提升

2004-2009 年白酒行业销售收入年均增长 25.7%，利润总额年均增长 32.58%，期间利润增速显著高于收入增速。

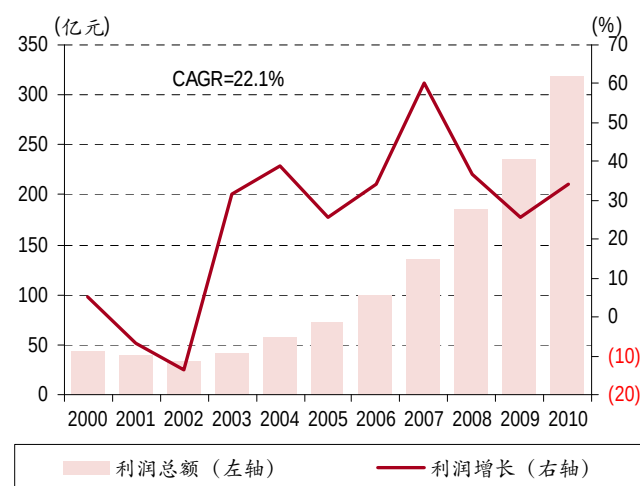
数据显示，在白酒行业 2004-2009 年的增长当中，量价齐升的特征明显。2004-2009 年白酒行业销量由 314.2 万吨增至 628.5 万吨，年均增长 14.9%；期间吨酒价格年均增长超过 2 位数，为 11.7%。

图表 13. 白酒行业销售收入及增长



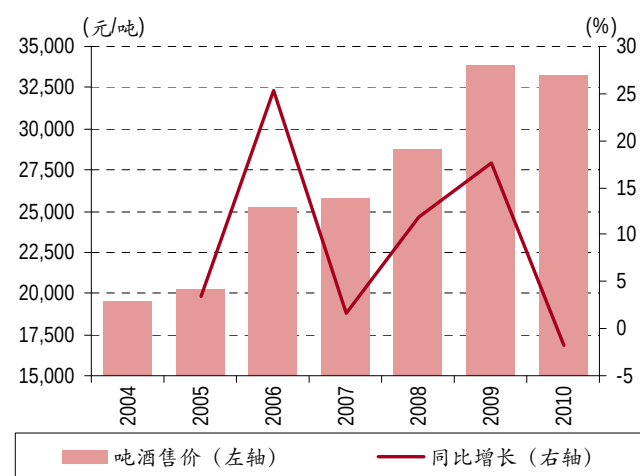
资料来源：统计局，中银国际研究

图表 14. 白酒行业利润总额及增长



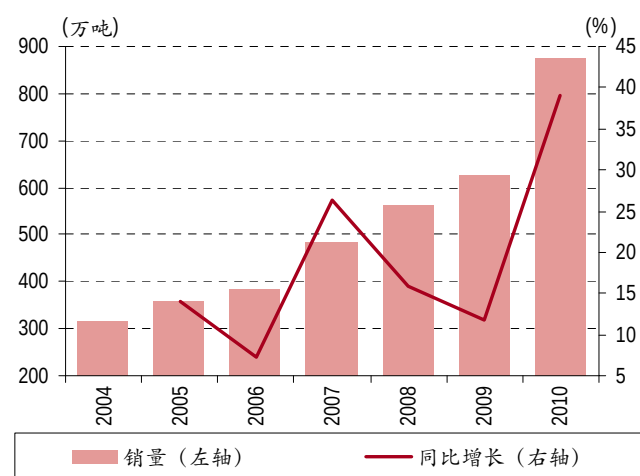
资料来源：统计局，中银国际研究

图表 15. 吨酒售价



资料来源：统计局，中银国际研究

图表 16. 白酒销量及增长

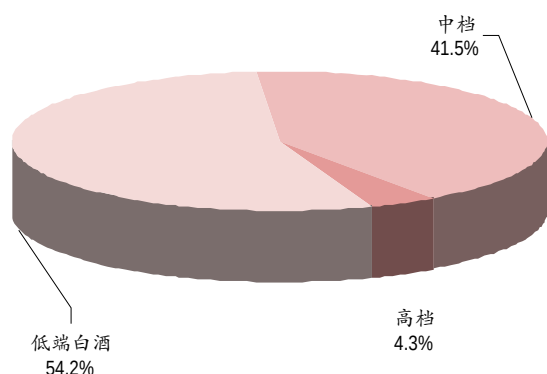


资料来源：统计局，中银国际研究

中档酒在白酒消费中比重大幅提升。据欧洲观察数据，2001 年我国低端酒销量比重 54.2%，2001-2009 年高档酒年复合增长速度显著高于中档酒和低端酒。2010 年预计低端酒销量比重降至 42.0%，高档酒和中档酒比重分别升至 5.3% 和 52.6%。

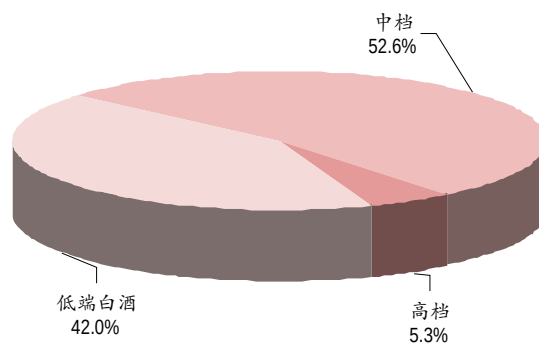
欧洲观察关于中国白酒市场的划分调查为四类：廉价白酒(低端白酒，售价在 5 元/500g 以内)、中低端(5-25 元/500g)和中高端(我们测算为 200 元/500g 以内，合计为中档)、次高端和超高端(合计为高档)。

图表 17. 2001 年白酒销量结构



资料来源：欧洲观察，中银国际研究

图表 18. 2010 年白酒销量结构



资料来源：欧洲观察，中银国际研究

图表 19. 白酒销量的复合增长速度

	2001-2009 年均增长(%)	2004-2008 年均增长(%) *
高档	10-12	7.6
中高档	8-10	4.0
中低档	7-9	1.9
低端	2-3	(1.4)

资料来源：2004-2008 年数字来源于欧洲观察；2001-2009 年数字来源于中银国际研究数据建模分析

名优酒品牌格局基本成形，变数仍存

2000 年以来，尤其是 2003 年以来，白酒行业复苏发展的过程当中，名优酒品牌格局也随之基本成形，一线白酒的品牌领先地位基本稳固，二线白酒虽然获得快速增长并且积极向高档延伸，但其高端酒的市场及价格定位仍同一线白酒有较为明显的差距。

品牌格局基本稳定，名优白酒上市公司以“白马”居多，黑马亦存在

名优白酒同普通消费品最大的区别在于不易出规模，酿酒历史低于 50 年的酒厂一般不具备冲击中高档市场能力，而历史越是悠久的白酒企业，其高端产品的产量扩张受到的限制越多，因此仍然始终能够保持相对稀缺性，从而保证价格坚挺，维持高档品牌形象。贵州茅台、五粮液和泸州老窖三家企业的高档酒销量合计不足 4 万吨，占全国销量的比重不足 0.6%。

我们判断，名优白酒品牌格局现状将在相当长一段时间内保持高度稳定性。

二线白酒(除贵州茅台、五粮液、泸州老窖外的白酒统称)仍然有机会跻身全国性名优白酒或高档酒行列。二线白酒目前区域性特征仍旧明显，区域市场收入占比高。2009 年洋河股份省内销售收入占比高达 72.54%，古井贡酒于安徽省及周边省份收入占比达到 79.25%。

图表 20. 部分白酒企业省内(或区域)销售占比情况(%)

企业名称	2007	2008	2009
洋河股份	81.68	74.48	72.54
古井贡酒	-	84.43	79.25
沱牌曲酒	93.15	92.94	89.67
伊力特	51.15	49.44	59.00
St 皇台	79.49	71.84	71.95
山西汾酒	51.23	63.48	65.71
老白干酒	70.13	73.52	73.09

资料来源：历届评酒会，中银国际研究

我们认为区域市场占有率好的二线白酒要成为全国性名优白酒应当具备以下必要条件：

- 1) 出身尊贵，品牌基础好(例如老牌八大名酒或“四大名酒”，一线白酒以及二线领先白酒企业或品牌基本都是历届评酒会常客)；
- 2) 存在基于品质保证下的较大的产品结构优化空间(例如泸州老窖推出国窖系列，洋河推出蓝色经典系列，全兴集团推出水井坊等)；
- 3) 对优质经销商的绑定能力，对经销商有强支撑力，能够保障经销商的安全性和盈利性双重要求；
- 4) 较大规模的、执行力强的市场营销队伍。

图表 21. 国家 5 届白酒评比结果情况

企业名称	注册商标	产品名称	香型	届次
贵州茅台酒厂	飞天牌、贵州牌	茅台酒	酱香	①②③④⑤
杏花村汾酒总厂	古井亭、长城牌	汾酒	清香	①②③④⑤
泸州曲酒厂	泸州牌	泸州老窖	浓香	①②③④⑤
西凤酒厂	西凤牌	西凤酒	其它香*	①②④⑤
五粮液酒厂	五粮液牌	五粮液酒	浓香	②③④⑤
亳州古井酒厂	古井牌	古井贡酒	浓香	②③④⑤
成都全兴酒厂	全兴牌	全兴大曲酒	浓香	②④⑤
遵义董酒厂	董牌	董酒	其它香*	②③④⑤
剑南春酒厂	剑南春牌	剑南春酒	浓香	③④⑤
洋河酒厂	羊禾、洋河牌	洋河大曲	浓香	③④⑤
双沟酒厂	双沟牌	双沟大曲、特液	浓香	④⑤
武汉市酒厂	黄鹤楼牌	黄鹤楼酒	浓香	④⑤
古蔺郎酒厂	郎泉牌	郎酒	酱香	④⑤
常德武陵酒厂	武陵牌	武陵酒	酱香	⑤
宝丰酒厂	宝丰牌	宝丰酒	清香	⑤
鹿邑宋河酒厂	宋河牌	宋河粮液	浓香	⑤
射洪沱牌酒厂	沱牌	沱牌曲酒	浓香	⑤

资料来源：历届评酒会，中银国际研究

西凤酒的香型为“其他香型”为“凤兼香型”，董酒的其他香型指“药香”型。

泸州老窖自上世纪 90 年代走“名酒变民酒”之路，使得其基本脱离高档名酒行列。进入 21 世纪后，公司以明代窖池的发现为契机，深度挖掘其历史文化底蕴和高度稀缺元素，成功推出国窖 1573 系列重回高档酒阵营；全兴集团也是同样故事，通过对 600 年无间断酿造酒坊的考古发掘，赋予水井坊文化传承、东方神韵的品牌内涵，跻身一线阵营。而洋河股份另辟蹊径，以情感为品牌塑造主线，推出蓝色经典系列，其中梦之蓝系列定位高端，依然有一定的机会凭此进入高档白酒阵营。

名优酒盈利能力强

名优白酒定价能力强，高毛利率、低费用率特征突出

名优白酒盈利能力强的原因是多方面的，概括起来主要由于四个特性：生产资源具有一定垄断性、产品同质化程度低而差异化程度高、历史人文底蕴的独特性、可储藏升值性、奢侈精神消费属性——这些独特属性均反映到品牌溢价当中。

中、高档白酒品牌拉动型特征明显。名优白酒由于品牌力强，因此在渠道方面以较低的投入即可实现产品销售，另外，中高档品牌白酒由于定价能力强，毛利率高，因此中高档白酒“高毛利率、低费用率”的特征突出。

从实际情况看，名优白酒的综合毛利率在 60% 以上，净利率也在 20% 以上，在“先款后货”的模式下，现金流状况普遍较好，财务费用为负，一般不存在财务负担。

二三线白酒分化较为严重，毛利率较高的，费用率往往较高，费用率较低的，毛利率往往较低，企业往往需要以较大的市场投入来获得产品结构的顺利升级，业绩表现对市场投入更加敏感。

图表 22. 主要白酒公司盈利指标比较

股票代码	公司名称	销售额 (人民币, 百万)	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	期间费用率 (%)
600519.SS	贵州茅台	9,670	90.2	47.1	6.42	12.59	(1.38)	17.63
000568.SZ	泸州老窖	4,370	66.6	38.7	11.43	6.65	(0.01)	18.07
002304.SZ	洋河股份	4,002	58.5	31.3	10.12	6.15	(0.52)	15.75
000858.SZ	五粮液	11,129	65.3	31.1	10.46	7.54	(0.99)	17.01
600779.SS	水井坊	1,673	64.4	19.1	17.83	5.94	(0.08)	23.68
000799.SZ	酒鬼酒	365	78.2	16.0	35.98	19.42	1.66	57.06
600197.SS	伊力特	871	48.8	12.3	7.07	6.77	0.30	14.15
000596.SZ	古井贡酒	1,341	60.8	10.4	18.42	15.34	0.33	34.09
600702.SS	沱牌曲酒	723	46.0	7.4	13.66	11.45	3.54	28.65
600559.SS	老白干酒	935	36.7	3.8	12.11	4.88	1.27	18.26

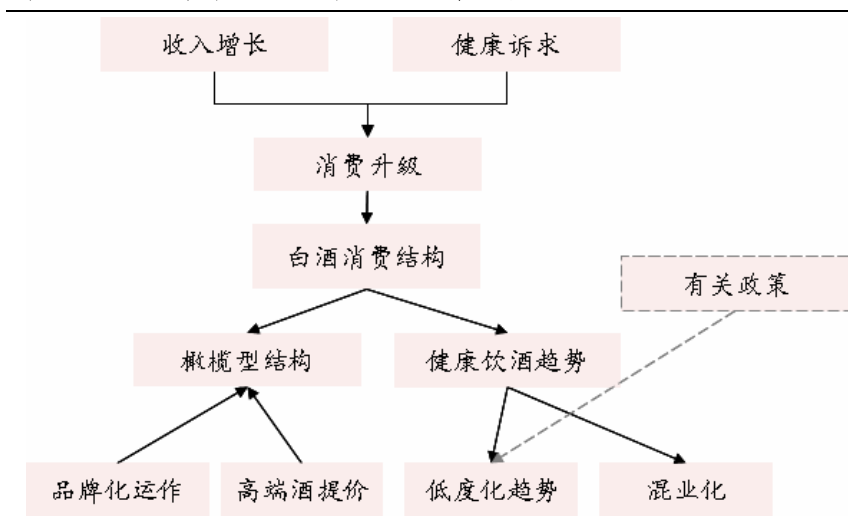
资料来源：2009 年报数据，中银国际研究

白酒行业发展趋势

消费升级仍将是白酒行业发展贯穿始终的主线,对应的白酒消费结构也将持续升级。

我们认为从需求端角度,决定行业未来发展趋势的两个主要要素是居民可支配收入的增长以及更加追求健康的生活消费习惯演变。

图表 23. 白酒未来发展趋势主要分析框架



资料来源：中银国际研究

白酒产量仍将保持增长

消费结构升级的背景下，白酒产量仍将保持增长

支撑白酒产量继续增长的逻辑主要存在于三个方面：其一，白酒的基本饮用属性没有退化，反而得到一定程度的加强(在家庭饮用、婚丧嫁娶、招待聚会、公务接待等场合仍居主导地位)；其二，白酒的精神产品、奢侈品及投资品属性逐步显性化，使得白酒同进口烈性酒和高档葡萄酒的竞争力增强；其三，居民收入的提高对白酒消费提供经济支撑。

2002 年-2009 年是我国城镇化率迅速提高的阶段，这一期间我国城镇人口由 5.0 亿人增加至 6.2 亿人，增加了 23.85%。期间城镇家庭人均购酒由 2002 年的 2.40kg 降至 2009 年的 2.31kg(其中 2007 年以来呈现升势，预计 2010 年人均购买量将达到 2.85kg，同比增长 23.4%)。

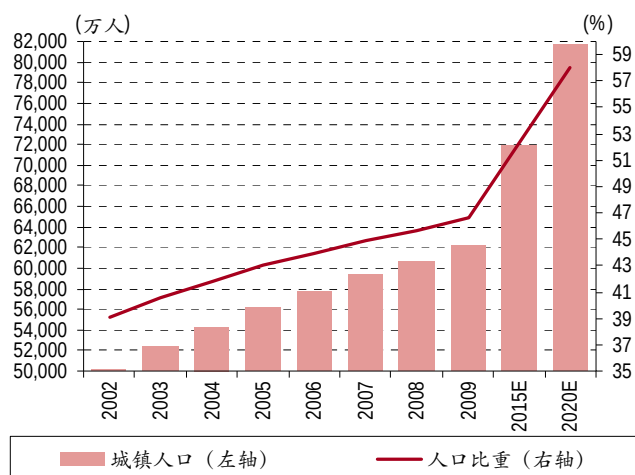
城镇化率提高以及城镇人口的增加，并没有减少白酒消费，反而提高了对中档酒和高档酒的消费比重，进而加快了白酒消费结构升级

这说明在城镇人口不断增加和城镇化率不断提高的进程当中，城镇居民的白酒消费量并没有出现较为明显的波动，而县乡农村居民对白酒的接受度更高，导致白酒产销量保持了较快的增长，2002-2010 年白酒产量年均增长达 11.3%。

按统计局等相关统一口径，2009 年我国城镇居民约购买 143.6 万吨白酒，非城镇人口购买 484.85 万吨，期间非城镇人口人均白酒购买量显著上升，由 2004 年的 2.54kg 上升至 2009 年的 6.80kg。

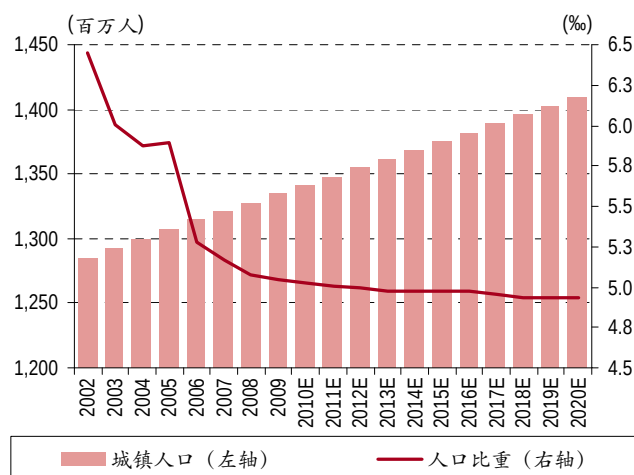
2004-2009 年间，由于城镇化率提高，非城镇居民人口年均减少 1.19%，但人均白酒购买量年均增长 21.8%，非城镇人口总购买量年均增长 20.35%。我们认为在对白酒消费偏好没有明显改变的情况下，白酒消费结构升级同居民收入增长带来的消费升级形成了共振。

图表 24. 城镇人口及城市化率



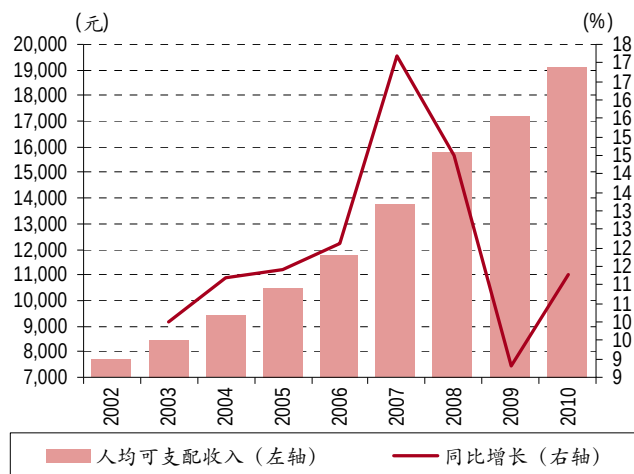
资料来源：国家统计局，社科院，中银国际研究预测

图表 25. 我国人口总量及自然增长率



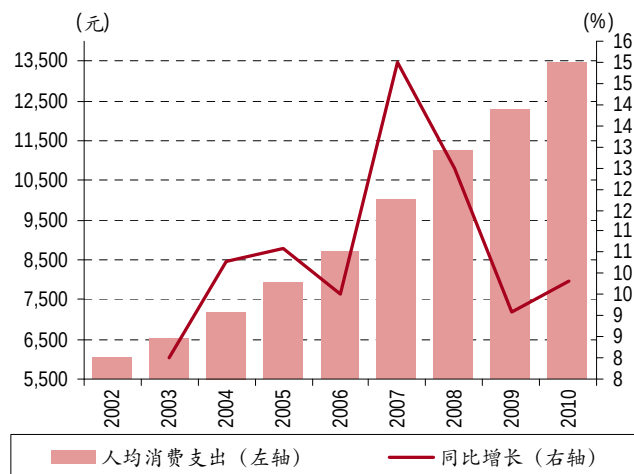
资料来源：国家统计局，中银国际研究预测

图表 26. 城镇人口及城市化率



资料来源：国家统计局，社科院，中银国际研究预测

图表 27. 我国人口总量及自然增长率



资料来源：国家统计局，中银国际研究预测

据相关部门以及社科院等权威机构数据，至 2015 年，我国城市化率可达到 52.28%，2020 年可达到 58.00%。原非城镇人口转化为城镇人口，将拉动城镇居民人均白酒购买量上升。

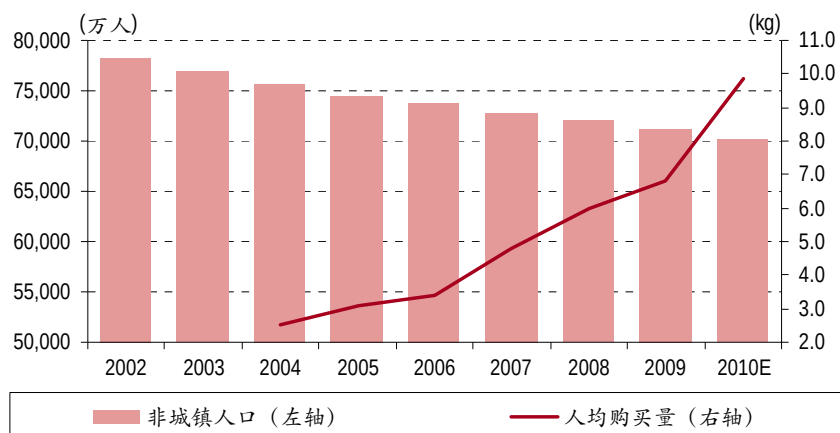
预计至 2015 年，我国城镇居民人均白酒购买量为 3.65kg，非城镇居民人均白酒购买量为 12.7kg (2010 年为 9.84kg)，白酒合计销量为 1,096 万吨，人均购买 7.97kg；至 2020 年，白酒合计销量 1,228 万吨，人均购买 8.71kg。

图表 28. 白酒销量预测

	城镇人均 购买(kg)	城镇居民 购买总量 (万吨)	非城镇人 均购买(kg)	非城镇居 民购买总 量(万吨)	合计销量 (万吨)	人均购买 量(kg)
2010 年	2.60	166.3	10.07	707.0	873.3	6.51
2015E	3.65	262.4	12.70	833.44	1,095.9	7.97
10-15 年均增长	5.1%	-	5.2%	-	4.6%	4.1%
2020E	4.45	363.8	14.60	864.3	1,228.1	8.71
15-20 年均增长	4.0%	-	2.8%	-	2.3%	1.8%

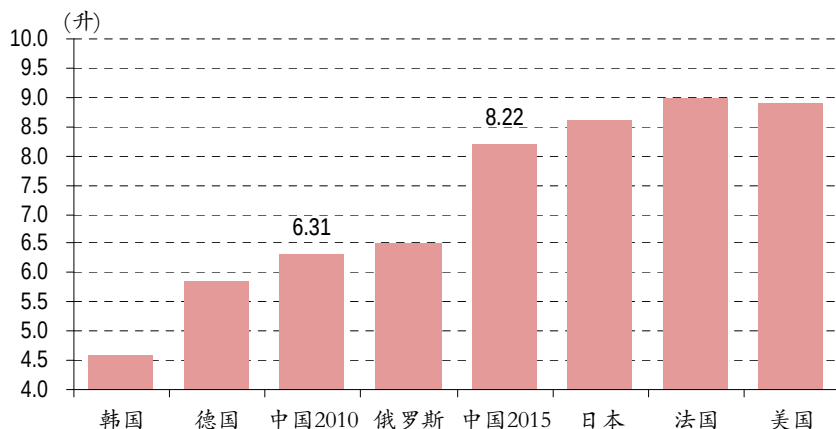
资料来源：中银国际研究数据建模分析

图表 29. 非城镇居民人口及人均购买白酒量



资料来源：统计局数据库，中银国际研究数量分析

图表 30. 烈性酒人均年消费量国别比较



资料来源：中银国际研究

结构升级是最主要趋势

对于消费品而言，消费升级是永恒不变的主题，白酒消费升级最直接的反映就是消费结构的升级，一是白酒消费结构由金字塔形向橄榄型(或纺锤型、橡木桶型)演进，二是健康型产品(含以健康为主要隐含宣传点的产品，低度产品)的比重会大幅提升成为主流，白酒介入保健酒行业混业化经营将可能成为亚趋势。

橄榄型结构将进一步固化成型

消费结构升级仍将是白酒行业发展贯穿始终的主线,我国白酒消费结构将从金字塔型向橄榄型转变。

2001年我国白酒金字塔形消费结构特征明显,低端白酒销量占比为54%,中档白酒销量占比约为42%,高档白酒销量仅为4.3%。至2009年低端酒销量占比降至43%,高端酒销量比重升至6%,中档白酒销量占比最高达50%,橄榄型结构现雏形。

随着价差拉大,中档酒生存空间被打开,迎来空前增长良机

高档酒阵营集体提价,打开中档酒的发展空间,使得中档酒的可操作价格区间有效放大,中档酒的产销量出现大幅增长。一大批区域名酒获得了空前的增长良机。

2010年橄榄型结构继续得以强化。2010年白酒销量同比增长38.95%,但吨酒价格较上年略下降1.74%,吨酒价格为33,275元,这意味着中档酒,尤其是含税价19.5元/瓶以下的中低档酒(含在中档酒中)销量大幅增加,增速快于高档酒。中档酒销量比重达52.8%,较上年增加2.1个百分点,低端酒销量比重继续下滑至42.0%。

白酒销量增速可能会出现减缓,但由于产品结构调整,行业收入增速依然可保持较高水平

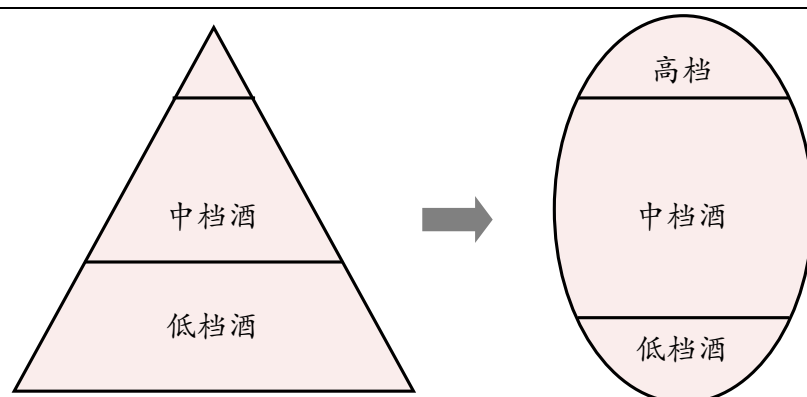
我们预计至2015年白酒销售总量达1,095.9万吨,其中高档酒销量2010-15年均增长6.9%,中档酒增速最快为8.0%,低端酒年均增速为-0.7%,橄榄型结构得到进一步固化。

图表 31. 白酒销量预测

(%)	2001年 销量占比	2009年 销量占比	2010年 销量占比	2015年 销量占比	2001-10 销量 年增长	2010-15 销量 年增长
高档	4.0	6.2	5.3	6.0	12.6	6.9
中档	41.0	50.4	52.6	61.7	12.1	8.0
低端	54.0	43.3	42.0	32.4	6.1	(0.7)

资料来源: 中银国际研究

图表 32. 白酒消费结构的演变



资料来源: 中银国际研究

低度化——老树新花

上世纪 70 年代我国就掀起了白酒低度化浪潮，这次浪潮主要是自上而下的指导性行为。

我国白酒生产和消费当中，存在酒精度越高酒质越好的认识误区，高度酒长期受尊崇；另外由于不能解决低度酒水解和降度沉淀问题，白酒度数一直降不下来。

1975 年河南张弓酒厂率先研制出 38 度低度白酒并实现量产；1978 年由轻工业部在长沙召开“全国名优白酒会议”，大力倡导白酒低度化。1987 年由轻工业部牵头三部一委（轻工部、商业部、农牧渔业部、国家经委）于贵阳召开全国酿酒工业增产节约工作会议，会议就酿酒工业发展方向提出“优质、低度、多品种”和“四个转变”，即“普通酒向优质酒转变，高度酒向低度酒转变，蒸馏酒向发酵酒转变，粮食酒向水果酒转变”的发展方针。

白酒低度化由指导性行为转变为市场化行为

随着居民可支配收入的增加，在白酒消费偏好不变的情况下，对健康低度白酒消费的增加成为本轮白酒景气的重要因素。白酒低度化成为市场化行为。

至 2006 年，据酿酒工业协会统计，酒精度在 40 度以下的低度白酒产量占 36%，40-50 度中度白酒占 50%，50 度以上高度白酒产量占 14%。

未来政策层面也会对白酒低度化加以指引规范和助力。

图表 33. 各酒种酒精度情况

酒种	酒精度数 (%Vol)	酒种	酒精度数 (%Vol)
中国白酒	38-60	葡萄酒	12-16
日本清酒	14-16	黄酒	8-20
韩国烧酒	16-20	啤酒	3-6
威士忌	40 (可降度饮用)		

资料来源：中银国际研究

图表 34. 韩国烧酒销量同酒精度降低的关系

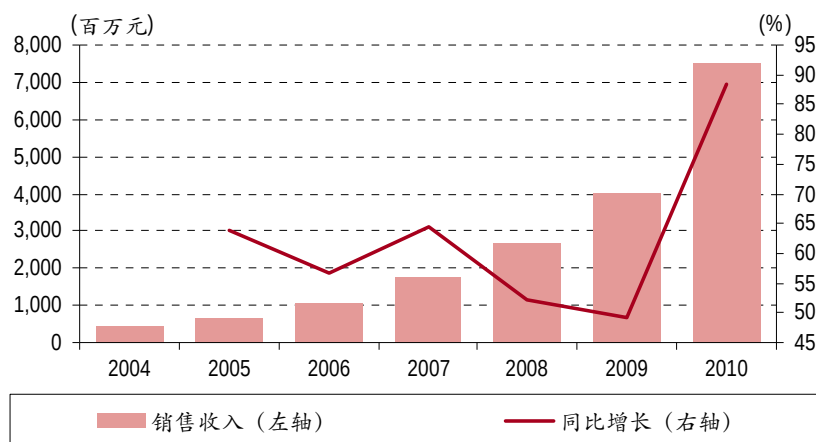


资料来源: 中银国际研究

知名白酒企业以低度化取得快速发展

低度化能够满足白酒消费者的健康诉求,同时企业也获得了切实的经济效益,部分转型白酒企业和以降度白酒为差异化竞争突破口的企业取得了巨大成功。例如江苏洋河股份首创“绵柔型”风格,以“甜、绵、软、净、香”为主要感官特点,近年来实现销量和销售收入的大幅增长。老白干酒以“老白干淡雅”和“十八酒坊”激活老品牌,降度对销量增长促进效果明显,近年对古井贡酒销售贡献最大的年份原浆系列,除部分高档陈酿酒,其酒精度也主要集中于 40 度上下。金种子酒也以低度柔和为主要口感特征,推出的柔和、祥和种子酒系列销售增长势头良好。

图表 35. 洋河股份高速增长



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

茅台、五粮液主销品高度与白酒整体低度化并不矛盾

目前国内名优白酒企业均保持低度、中度和高度酒的全组合,五粮液等高档酒企业的低度酒产量比重也在 30%以上。

未来白酒在同其他酒类保持差异化的同时，仍然有降度空间

低度酒增产增效；未来政策依然可能为白酒低度化加以指引规范和助力

市场认为低度化并不普遍，依据是至少五粮液、茅台等高档酒的主销品都是 52 度甚至更高。高端酒高度的原因在于——对于超高端酒而言，其快速消费品属性淡化，而奢侈品属性提升，功用由单一的佐餐即饮转向多元的收藏、投资、专业品鉴等，而高度酒更能传递白酒应有的风味以及适宜长时间保存，导致目前市场上超高端白酒仍以高度酒为主。

目前虽然酒精度在 40 度以下的白酒产量占比达到 36%，但仍然集中在 38 度一线，仍然大幅高于其他主要酒种甚至进口烈性酒(进口烈性酒饮用习惯不同，实际酒精度低于标识)，未来白酒在保持同其他酒类的差异化同时，依然有降度空间。

从消费需求、企业经济效益和国家政策角度，以及白酒低度化技术进步来看，未来白酒低度化趋势会越来越明显。

通常情况下 1 升酒精度为 60 度白酒可生产 1.36 升酒精度为 46 度的白酒，或 1.58 升酒精度为 38 度的白酒，低度酒较中度酒增产幅度达 15% 以上，同时成本变化有限。

未来政策可能重新加大对低度酒的引导。2004 年底，国家发改委、农业部等 9 个部门出台了《全国食品标准 2004-2005 年发展计划》对白酒标准作了重新调整，其中低度酒的下限则由原来的 35%vol 下调到 25%vol，体现了国家提倡白酒低度化的产业政策。2006 年世界卫生组织发布“西太平洋地区减少酒精危害计划报告”点名中国为酒精危害“严重国家”，中国酿酒工业协会为此发出紧急通告，要求酒企严格遵循国家酿酒工业政策。

随着全球粮食产量波动更加频繁，粮食供给出现紧张局面的概率会加大。我国虽然近年来持续增产，但城镇化和耕地减少的速度并不慢。酿酒行业是粮食消耗大户，每年耗费粮食约计 1,800 万吨以上，在总产量不变的情况下，白酒度数每降低 1 度，约节省粮食 42-48 万吨粮食。未来政策依然可能加强指引白酒低度化。

图表 36. 全球食品价格指数



资料来源：FAO，中银国际研究

混业化趋势

混业化使得白酒业外延将扩大

白酒同保健酒的混业化目前虽然不普遍,预计未来有望成为一个重要趋势,我们认为这包含两层含义。

其一,白酒自身的保健价值被深度挖掘和广泛传播。目前对于白酒保健价值的挖掘仅停留在“不伤健康”阶段而非“保护健康”,宣传上强调的是“不上头,不伤肝”等,茅台酒“国酒茅台,喝出健康来”的“有益健康”的品牌传播并未形成普遍的跟风效应。主要原因是长期以来白酒酒精度数偏高,对白酒健康功能性成分的研究远远落后于啤酒、葡萄酒和黄酒。

近几年来,茅台、剑南春和泸州老窖等名酒厂对白酒健康因子的研究取得阶段性成果,揭示了白酒健康功能性成分为四甲基吡嗪和多种不饱和脂肪酸,在此基础上,结合实证研究,茅台酒厂提出“健康茅台”概念。

其二,白酒切入保健酒具有先天优势。保健酒同白酒以食疗为连接点,两者具有天然关系,保健酒多以白酒为酒基,功能性白酒的保健功能也很突出。

2010年白酒市场规模超过2,500亿元,保健酒市场规模仅为白酒的4%左右,未来增长空间巨大。目前大型白酒企业当中五粮液、茅台和山西汾酒都推出了保健酒系列,保健酒成为白酒企业多元化的重要方向。

中档和高档酒交互渗透

未来中档酒和高档酒交互渗透的趋势会愈演愈烈，竞争趋于激烈复杂。

本轮白酒景气当中，高档酒持续提价使得中档酒可操作空间急剧扩大，中档酒发展迅速，在积累了一定的实力后，中档酒不断加大品牌投入，提升产品价格向高档酒靠近，通过高端产品树立和强化品牌拉动整体销量。

高档酒企业从长期发展角度不得不重视市场容量最大且增长较快的中档酒，同时向中档酒渗透也对中档酒向高档酒渗透的牵制和防御。目前五粮液和泸州老窖等高档酒企业的中档酒战略都已实施，贵州茅台的中档酒系列的供应随着总体产量的不断提升也会持续增加。

从抵御经济波动角度，高档酒也有必要进入中档酒市场，经验表明，虽然高档白酒存在较高比例的刚性需求，但受到经济波动的影响仍可能大于中档酒。

厂商关系持续创新

酒厂同经销商的合作关系即厂商关系，多元化特征明显且不断创新。

现阶段厂商关系已经远远脱离了最初简单的供销关系，进入到深度合作的阶段。优质经销商不仅经销产品，同时也共同承担品牌发展和维护职责。随着白酒行业竞争的加剧以及终端资源的相对有限，渠道资源丰富且经销力强的经销商渐成稀缺资源，其对酒厂的话语权不断提升。实力雄厚的经销商利用其渠道优势增加向上的谈判筹码，衍生出买断酒厂品牌或反向收购上游酒厂的新趋势。例如华泽集团，在全国收购有湖南湘窖酒业、湖南雁峰酒业、滕州今缘春酒业、四川金六福酒业、安徽临水酒业、桂林湘山酒业、广东德庆无比酒业、云南香格里拉酒业、黑龙江玉泉酒业、吉林榆树钱酒业、江西李渡酒业、陕西太白酒业、贵州珍酒酿酒有限公司等十几家酒厂。

同优质经销商进行深度合作成为企业厂商关系创新的重点，例如泸州老窖 2006 年通过向经销商定向增发方式进行利益绑定，2009 年开始推动组建经销商联盟“柒泉公司”。

图表 37. 厂商关系种类列示

	角色	合作对象	合作方式	备注
银基发展	经销商	五粮液, 泸州老窖, 洋酒, 香烟品牌	总代理、独家代理, 代理	无股权合作, 非 OEM
华泽集团	酒商、经销商	五粮液	合作开发及贴牌, 代理	收购地方酒厂, 上控资源及品牌
浏阳河酒业	酒商	五粮液	自有品牌+五粮液代工	委托生产
吉马酒业	经销商	龙徽葡萄酒等	品牌+渠道	龙徽葡萄酒第二大股东
粤强酒业	经销商	五粮液、剑南春、女儿红	特约运营商, 独家代理商, 代理商	无股权合作; 五粮液部分品牌独家代理商
泸州老窖	酒商	经销商	引入经销商股东, 柒泉模式	

资料来源: 中银国际研究

成功的厂商关系创新将能为企业发展带来新的助力, 同时也将使稀缺的经销商资源得到进一步强化, 未来经销商类上市公司的投资价值也将凸显。

未来对酒类分销企业的投资可能是对白酒行业的迂回投资, 不仅能分享白酒甚至红酒等行业景气带来的增长, 且风险相对更小。

其一, 这类分销企业, 大都同知名白酒品牌保持有长期稳定的合作关系, 成为个别甚至多个品牌的独家代理、总代理或一级代理资格, 甚至独立运作过同知名白酒企业共同开发的白酒品牌。

其二, 这类分销企业大都建立起成熟而完备的分销体系和经销网络, 销售渠道和销售团队控制力强, 稳定。

其三, 分销企业大多凭借知名品牌的代理经历, 开发更多代理品种, 扩大体量, 分散风险。

其四, 部分分销企业已经或开始向上游进军, 收购白酒企业或白酒资产, 凭借其自身的市场运营能力和对品牌的把握, 成功机率较高。

其五, 这类企业销售规模和利润率水平尚可。

图表 38. 银基集团的销售收入和毛利率情况

	2006.3.31	2007.3.31	2008.3.31	2009.3.31	2010.3.31	2010.9.30
收入(千港元)	575,254	983,944	1,485,054	1,252,210	1,319,089	887,408
毛利(千港元)	102,281	237,380	559,165	627,102	623,048	379,054
毛利率(%)	17.78	24.12	37.65	50.1	47.2	42.7

资料来源: 中银国际研究

烟酒经销商银基集团约 14 亿元的销售额，相当于一个省级领先白酒品牌的年销售规模，加上其 50% 以上的毛利率水平，则相当于一个中档省级白酒企业。这也符合我们的判断，即投资一个酒类分销企业相当于投资一个中型中档白酒企业。

图表 39. 2009 年部分酒企销售额

酒厂	销售额(亿元)	酒厂	销售额(亿元)
古井贡酒	13.4	张裕 A	42.0
金种子酒	11.4	双轮酒业	9
洋河股份	40.0	酒鬼酒	3.6
水井坊	16.7	安徽迎驾	24
山西汾酒	21.4	口子酒	20
古越龙山	7.4	宋河酒业	10
金枫酒业	9.4	仰韶酒业	约 3
St 中葡	3.5	西凤酒业	10~15
宁城老窖	约 10	太白酒业	4~6
河南杜康	约 8	板城烧锅	约 8

资料来源：中银国际研究

需求增长转向竞争增长

2004-2010 年白酒销量和收入分别保持年均 18.6% 和 29.1% 增长，我们认为这是需求修复拉动的增长，销量回到 20 世纪末水平(但消费结构已经出现较大变化)，随着人均消费量的提升，未来白酒销量增速将趋缓，行业增长将转变为竞争增长。

我们谨慎预计 2010-2015 年白酒销量年均增长 4.6%，大大低于 2004-2010 年年均增速，企业若要获得高于行业平均增长，必然以行业竞争加剧为代价。

由于产品结构调整和价格因素，行业收入增速仍将快于销量增速。优势企业仍然能够实现 20% 以上销售收入增长。因此优势企业的投资价值依然突出。

白酒销量增速趋缓，收入增速快于销量增速，优势企业仍能实现 20% 以上收入增长，中长期投资价值依然突出

投资标的的选择

未来白酒行业进入竞争增长阶段,我们围绕构建白酒企业竞争优势的元素进行标的的选择。为此从白酒购买的有关调查分析来说明白酒企业竞争优势构成元素。

白酒购买行为和渠道

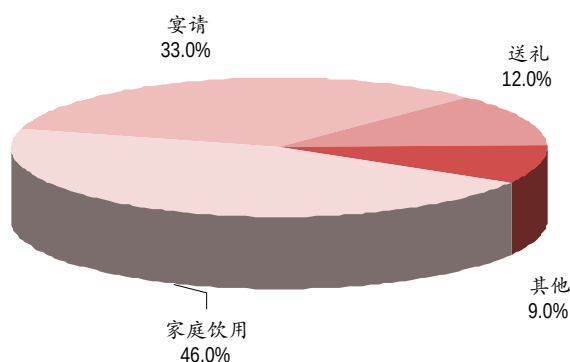
白酒的购买动机当中,家庭自饮占据最高比重,其次是宴请,送礼也在白酒购买动机当中占据重要角色。

自饮和宴请及送礼所考虑的因素有所不同,口感质量在自饮选择当中居最重要地位,其次价格,品牌排第三位;在宴请和送礼选择当中,品牌是首要考虑因素,其次是口感,价格排第三位。综合而言,白酒的购买考虑因素当中,口感质量居首位,其次是品牌,价格居第三位。若将口感和质量分开,则品牌居第一位。

在对白酒的品牌评价要素中,口感的贡献居首位,口感同质量合计占 47%权重,其次是价格,品牌自身也占 18%权重。口感质量和品牌是不可分割的。

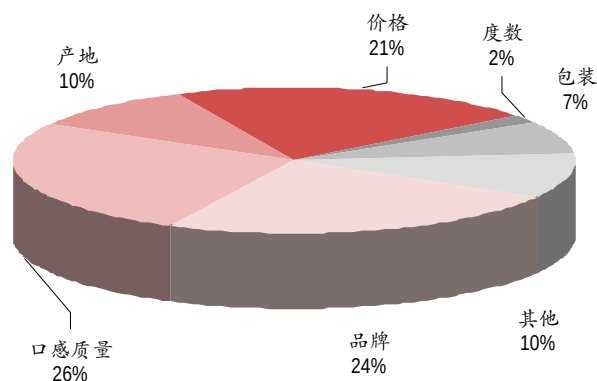
口感品质支撑品牌的中档、中高档和高档甚至超高档定位,反过来品牌也是口感和品质的保证。

图表 40. 白酒购买动机



资料来源: 市场报, 中银国际研究预测

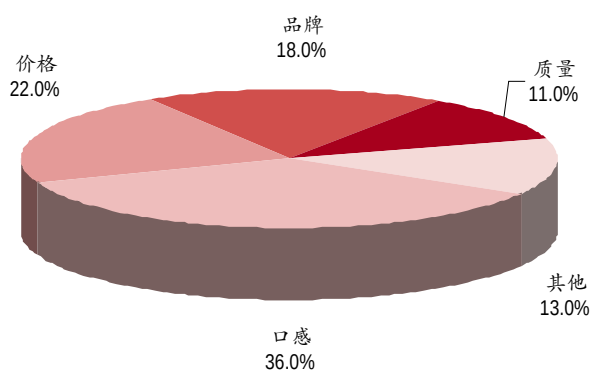
图表 41. 白酒购买考虑因素



资料来源: 中银国际研究预测

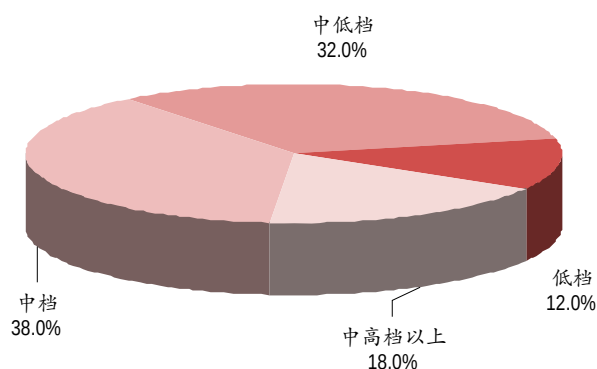
中档酒购买比重最大，其次是中低档，因此从市场容量上看，中档酒占据最大份额。随着消费持续升级，白酒橄榄型消费结构的进一步成型固化，未来中档酒市场规模增长仍可期，未来在中档酒市场占有先发或后发优势的企业，将具有较突出的投资价值。

图表 42. 白酒品牌评价因素



资料来源：市场报，中银国际研究
品牌自身也构成品牌评价要素之一

图表 43. 各档次购买比重

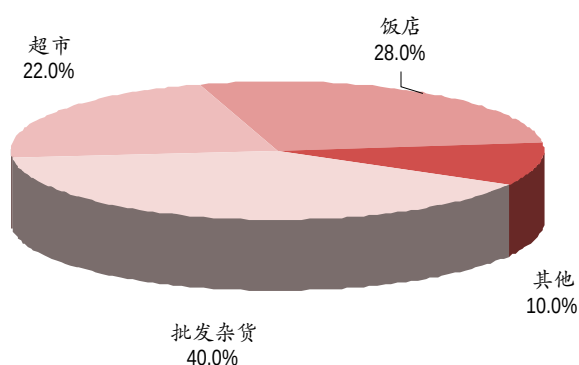


资料来源：市场报调查，中银国际研究

传统批发杂货渠道仍是重要的白酒购买渠道，餐饮等即饮消费渠道也是白酒购买的重要渠道。餐厅和超市渠道在高档酒经销商的售酒比重为 40%，团购是高档酒经销商的重要销售渠道，此外高档酒还能借由经销商进入夜总会等普通白酒无法进入的即饮市场。

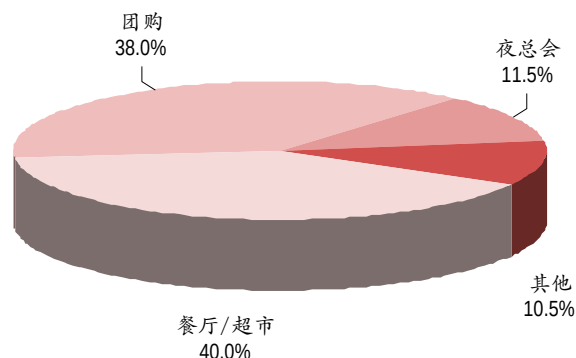
掌控有大量优质经销商且拥有强渠道控制力的白酒企业将在竞争当中占有优势。

图表 44. 白酒购买渠道



资料来源：市场报，中银国际研究预测

图表 45. 高档白酒经销渠道 *



资料来源：糖酒快讯，中银国际研究预测

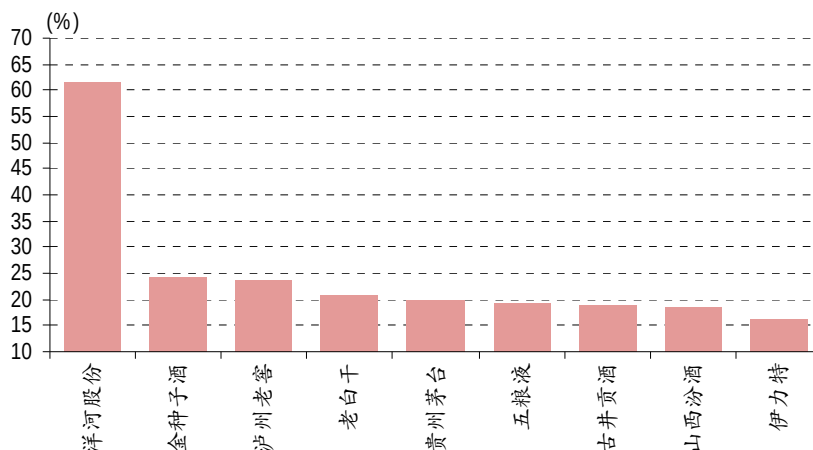
*指高档白酒经销商售酒渠道比重

白酒企业竞争优势构成要素

结合白酒购买行为和渠道分析,我们认为构成白酒企业竞争优势的因素主要是品牌、品质、渠道网络、产品结构。此外体制也是构建白酒企业竞争力的重要因素。

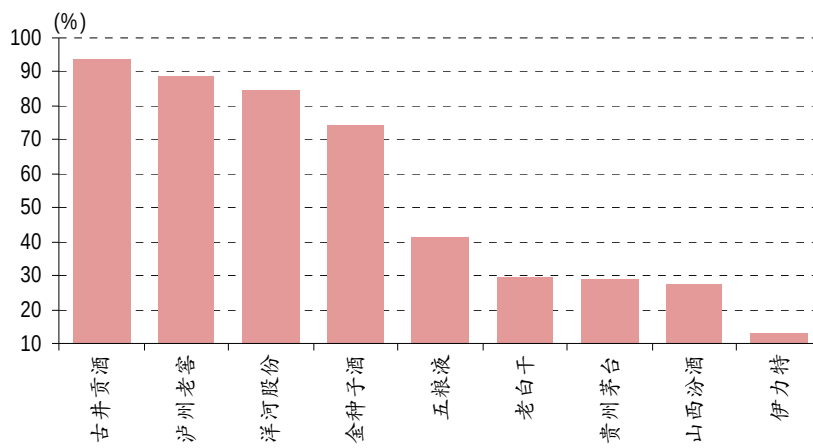
随着白酒业竞争加剧,体制因素渐渐成为影响企业竞争力的一个重要因素。我国名优白酒最初都是国有控股企业,白酒企业在体制上存在先天不足,经营层以及地方政府同公司中小股东利益并不完全一致,公司经营目标和效率同完全竞争性行业的要求有较大差距,改制企业在经营效率上有显著提升,改制成为增强企业竞争力的重要手段,2005年以来,洋河同泸州老窖的年均收入和利润增速均处于上市公司前列。

图表 46. 2005-2010 年主要企业收入年均增速比较



资料来源：公司资料，万得，中银国际研究

图表 47. 2005-2010 年主要企业净利润年均增速比较



资料来源：公司资料，万得，中银国际研究

部分数据经过修正

投资优选中、高档酒

我们认为品牌是白酒企业最重要的资产，品牌的社会认知度和影响力已经部分反映了企业的综合竞争力。

高档白酒供给落后于需求增长的局面短期仍无法彻底改变，高端白酒依靠品牌力即可实现增长，其主要通过调控量价关系来实现盈利的商业模式短期也不会改变，但高端白酒向中档进行产品延伸的趋势，对企业的营销和渠道能力提出新要求，总体上我们认为高端白酒向中档延伸的过程会较中档酒向高档酒延伸顺利。

品牌对于中档白酒依然有相当重要性,中档酒若要走向全国市场并获得巩固的市场地位,品牌是基础,同时对营销和渠道能力的要求大大高于高端白酒,支撑中档酒企业营销和渠道竞争优势构建的是经营团队和体制,“人”和体制因素是关键。因此在关注二线白酒投资机会时,着眼点也应放在公司体制改革和营销改革。值得注意的是,脱离了品牌(包含品质)的营销及渠道力不能保证企业的长期竞争力,金六福近年增长放缓就是明证。

在优选白酒投资标的时,我们将品牌放在首位,优选“品牌+营销渠道+产品结构+体制”组合优势最突出的企业,其次是“品牌+营销渠道+产品结构”组合,再次是“营销渠道+产品结构+体制”组合。

我们当前覆盖并关注的投资标的是泸州老窖、五粮液、贵州茅台、洋河股份和金种子酒。

图表 48. 白酒投资标的优势排序

	优	优	中	优	中	优	中	优	中	差	优	中	差
品牌	✓	✓		✓			✓		✓			✓	
品质	✓	✓		✓			✓		✓			✓	
营销、渠道	✓		✓	✓		✓			✓			✓	
产品结构	✓	✓			✓	✓			✓				✓
经营团队	✓	✓			✓	✓			✓			✓	
体制	✓	✓			✓	✓			✓				✓
综合评价	优+	优		优-		优-			中+			中-	
代表企业	--	泸州老窖		茅台、五粮液		洋河		汾酒、古井、种子				老白干	

资料来源: 中银国际研究

产品结构以“高端+中档”组合为最优,“高档+中档+低档”为次,“中档+低档”为再次

2011 年 4 月 19 日

泸州老窖

蓄势再迎腾飞

A
买入

000568.SZ – 人民币 43.60

目标价格：人民币 55.30

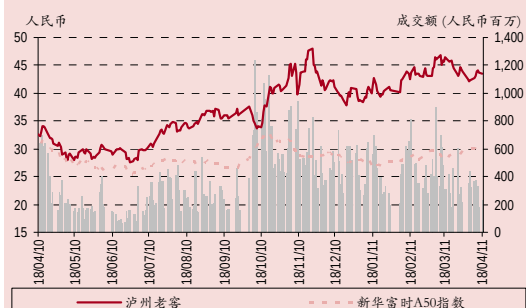
刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	7	(6)	6	33
相对新华富时 A50 指数 (%)	(3)	(13)	(7)	40

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,394
流通股(%)	46.48
流通股市值(人民币 百万)	28,626
3 个月日均交易额(人民币 百万)	410
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
泸州市国资委	53.52

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*苏绒为本报告重要贡献者

公司品牌战略清晰，高档、中高档以及中低档产品线均日趋丰满，销售模式创新领先于同行，并且于一线阵营当中率先推出股权激励，符合我们关于白酒标的选择“品牌+渠道+团队+体制”的优选标准。我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.97 元、2.44 元和 2.89 元。给予公司 55.30 元目标价，对应 2011-12 年 28.1 倍和 22.6 倍市盈率，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 国窖 1573 再升级，“年份特曲”拉升特曲品牌和价格中枢。国窖 1573 紧贴五粮液，并在此基础上推出升级产品“中国品味”同五粮液和茅台千元以上产品竞争；以年份特曲实现特曲定位和价格双提升。
- 销售模式创新领先于同行。通过向经销商增发和发展经销商联盟柒泉公司，泸州老窖于销售模式有多项创新，促进销售和节约费用的正面效应明显。未来柒泉模式将继续推广和完善，新厂商关系将可能极大助力公司发展。
- 股权激励率先推行。公司于一线白酒当中率先推出股票期权计划，惠及管理层和核心骨干，同时分期行权条件的设置，有利于公司经营层持续积极的推动公司业绩增长。

评级面临的主要风险

- 高档酒需求可能下滑和中高档酒放量不及预期的风险。
- 柒泉模式不易复制以及运营不稳定的风险。

估值

- 市盈率估值法，给予 55.30 元目标价，**买入**评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,370	5,371	6,895	8,312	10,082
变动(%)	15.1	22.9	28.4	20.5	21.3
净利润(人民币 百万)	1,673	2,205	2,750	3,394	4,023
全面摊薄每股收益(人民币)	1.20	1.58	1.97	2.43	2.89
变动(%)	32.2	31.8	24.7	23.4	18.5
市盈率(倍)	36.8	27.9	22.4	18.1	15.3
每股现金流量(人民币)	0.77	0.97	3.72	4.34	4.23
价格/每股现金流量(倍)	57.7	45.6	11.9	10.2	10.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.0	20.1	15.4	11.6	9.1
净资产收益率(%)	39.2	39.6	40.2	41.2	40.6
每股股息(人民币)	0.75	1.00	1.13	1.51	1.78
股息率(%)	1.70	2.26	2.55	3.41	4.03

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

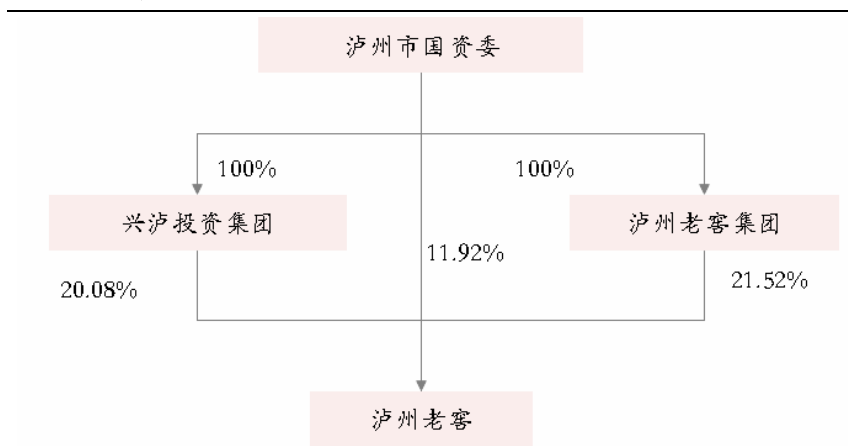
公司简介

泸州老窖是浓香型白酒的典型代表，拥有我国建造最早(始建于公元 1573 年)、连续使用时间最长、保护最完整的窖池群，1996 年 12 月经国务院批准为行业首家全国重点文物保护单位，2006 年被国家文物局列入“世界文化遗产预备名录”。泸州老窖特曲是中国最古老的四大名酒，蝉联五届评酒会“中国名酒”。

2001 年以来，通过对公司历史文化底蕴与极度稀缺的窖池资源进行深度挖掘，成功推出国窖 1573，重回高档名酒阵营，是公认的高档酒三驾马车(贵州茅台、五粮液、泸州老窖)之一。

公司实际控制人为泸州市政府，市国资委合计持有公司 53.52% 股份。

公司股权架构



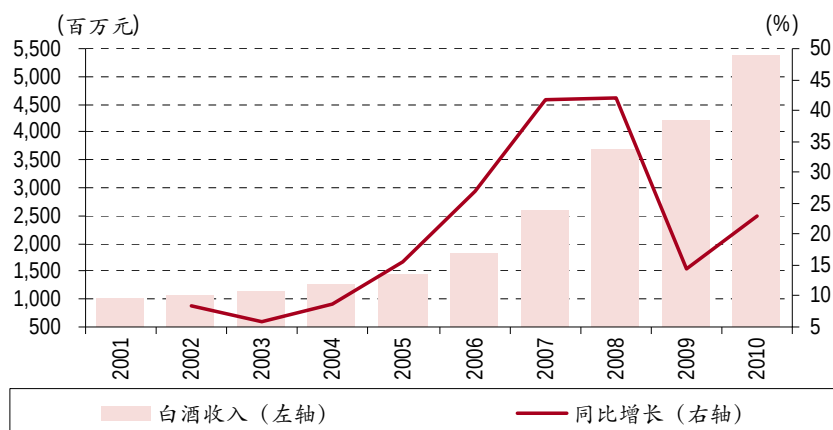
资料来源：中银国际研究

主营业务

白酒是核心主业

公司主业清晰，主营收入构成当中，白酒收入长期占比超过 95%，是收入最主要来源。2004-2010 年，公司白酒业务收入年均增长 20.6%，居白酒类上市公司前列。

白酒业务收入及增速



资料来源：中银国际研究

品牌及产品

公司白酒业务品牌战略为“双品牌塑造，多品牌运作”，双品牌指国窖 1573 和泸州老窖特曲(均为高档酒)，多品牌指其它中低档品牌，如头曲、二曲、红高粱等。多品牌方面倾向于以量取胜，在细分市场争取份额。

公司主要产品系列

	品牌	详细产品	价格
高档酒	国窖 1573	定制酒、1573 国礼、国花、至尊、中国品味等	>500 元
	泸州老窖特曲	特曲、金镶玉、年份特曲、精品特曲、百年、浓香经典等	>100 元
中低档酒	多品牌	头曲、二曲、老酒坊、永盛烧坊、老泸州、老窖世家等	<100 元

资料来源：公司资料，中银国际研究

中国品味示意



资料来源：公司网站

老窖特曲示意



资料来源：公司网站

2010 年 3 月份部分白酒产品市场价格情况

	北京市	沈阳市	成都市	平均
52°五粮液	874▲	768➡	789	810.33▲
53°飞天茅台	1099➡	1099➡	1224	1,140.67▼
52°国窖 1573	788➡	798➡	939	841.67▲
52°水井坊	673▲	678➡	703	684.67▲
52°剑南春	322▼	498➡	418	412.67▲
泸州老窖特曲	233➡	176.5▲	228	212.5▲

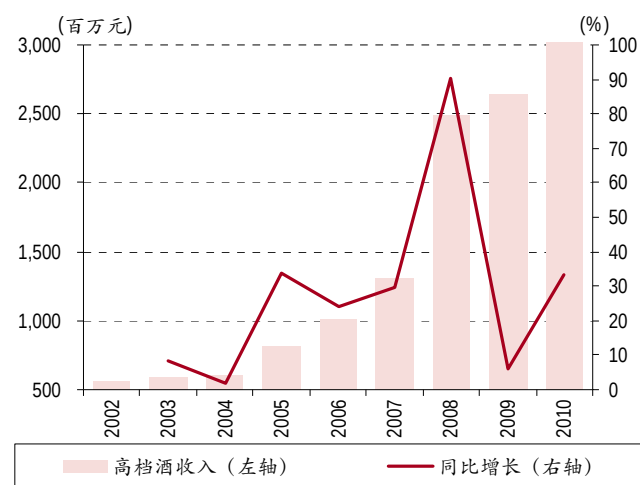
资料来源：糖酒快讯，中银国际研究

高中低档产品线均较丰满

公司高档酒(含国窖和老窖特曲)收入于 2002-2010 年均增长 26.0%，同期中低档酒收入年均增长 20.0%。高档酒收入占酒类收入比重超过一半，2007 年以来提升明显。

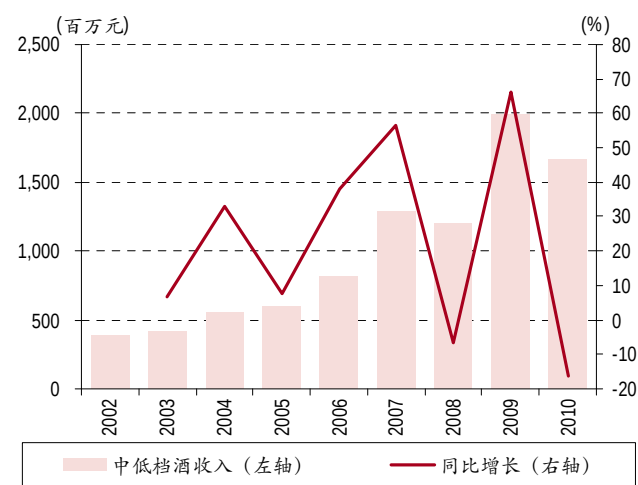
2009 年中低档酒销售收入大幅增长的一个重要原因是公司推行中低档放量政策，生产了较多的贴牌酒。2010 年公司对中低档酒实施提价策略，引起销量下滑。

高档酒收入持续快速增长



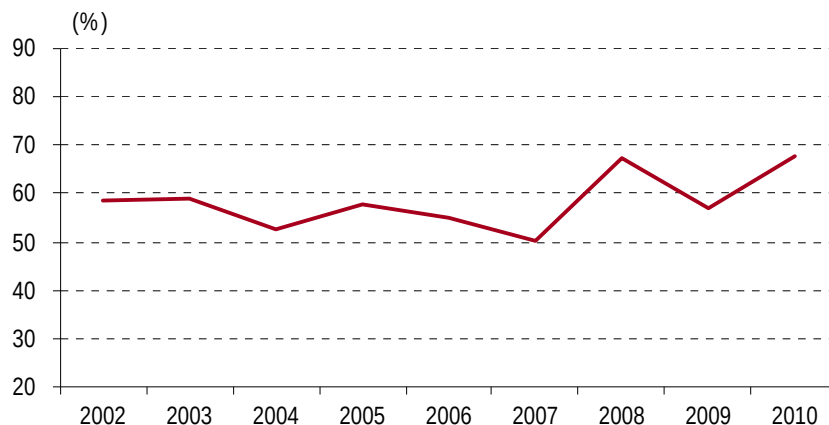
资料来源：公司数据，中银国际研究

中低档酒收入及增长



资料来源：公司数据，中银国际研究

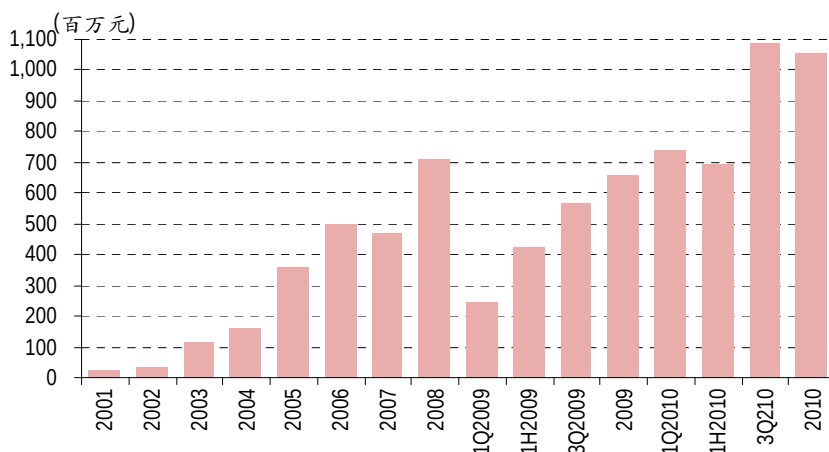
高档酒占酒类收入比重情况



资料来源：中银国际研究

需求旺盛，经销商拿货积极，预收账款高企。“国窖 1573”于高端酒市场地位稳固，且供应偏紧。超高端“中国品味”以及中高价位新品“年份特曲”市场前进看好也是预收账款增长较快的重要原因。2010 年末预收账款达 10.57 亿元，较上年末增长 60.52%。

预收款情况

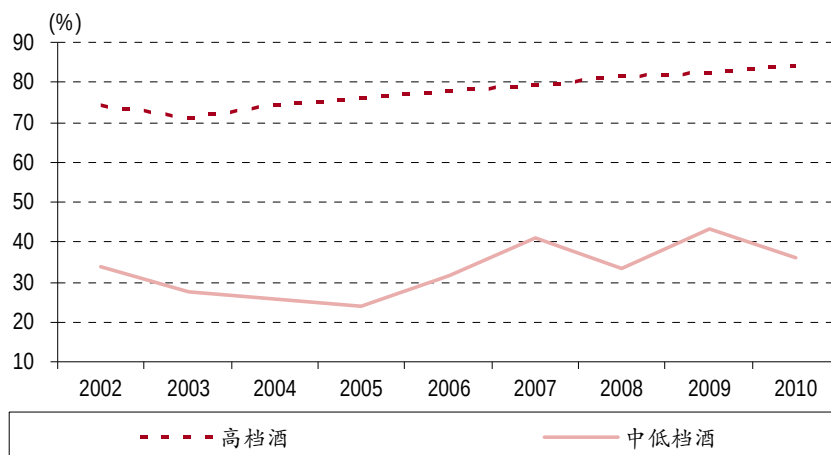


资料来源：中银国际研究

酒类业务盈利能力强

近年来中高档白酒需求增长较快，高档酒价格持续提升，公司高档酒毛利率保持上升态势，2010 年，公司高档酒毛利率 84.22%，较上年同期提高 1.8 个百分点。

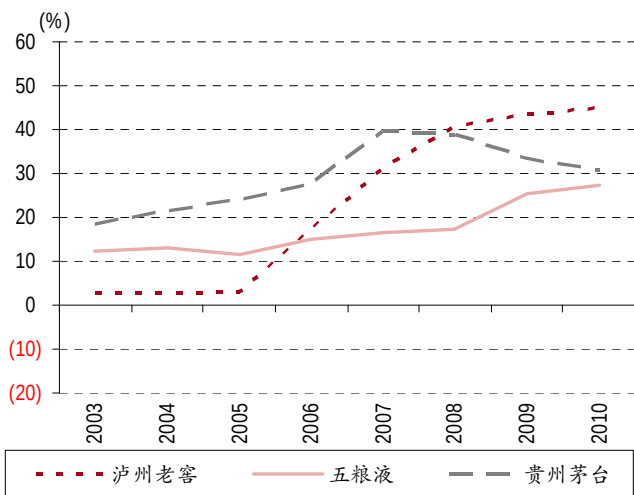
毛利率情况



资料来源：中银国际研究

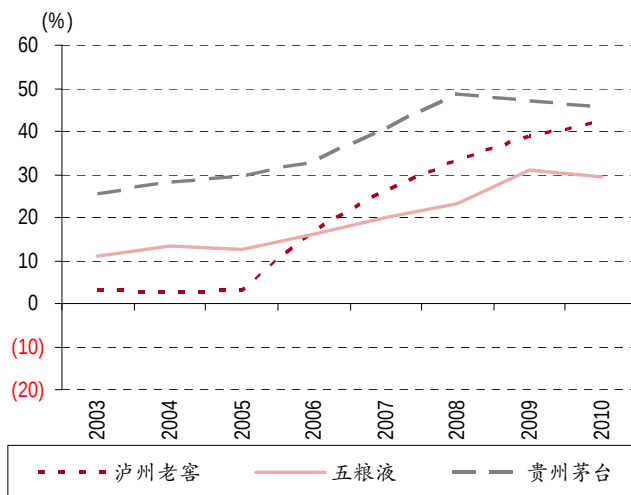
各项经营指标行业领先，净资产收益率 2008 年以来领先于五粮液和贵州茅台，净利润率仅次于贵州茅台且差距不断缩小(部分贡献来自华西证券投资收益)。

净资产收益率比较



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

销售净利润率比较



资料来源：公司数据，中银国际研究

创新的销售模式支撑成长

公司 2006 年对经销商进行增发，引入经销商股东，该 8 名经销商 2006 年上半年经销公司产品金额为 1.38 亿元，占同期公司酒类销售收入 14.2%。

公司引入经销商股东的举措加强了对经销商资源的控制力，也加快了销售网络渠道的布局，对销售促进作用明显，2006、2007 年公司白酒销售收入增速分别为 27%和 42%。

2006 年定向增发经销商对象

	属地	注册资本 (万元)	认购股数 (万股)	06 销售额 (万元)
山东国窖酒业销售公司	山东济南	208	509.4	4,457
保定市隆华商贸公司	河北保定	800	166.0	4,420
上海荣生实业	上海	50	125.0	381
汕头市金平区金叶酒类商行	广东汕头	-	100.0	141
石家庄桥西糖烟酒食品公司	河北石家庄	1,278	123.0	1,397
深圳蓬鹏实业有限公司	深圳	100	82.0	301
佛山市南海区大沥陆升商行	广东佛山	-	123.0	1,557
桐乡市糖业烟酒公司	浙江桐乡	150	82.0	1,175
合计			1,310	13,829

资料来源：公司资料，中银国际研究，认购价格为 12.22 元/股

2009 年公司进一步进行销售改革，推行“柒泉模式”，柒泉模式目的是将区域内经销商组织起来构建经销商联盟体，目的加强对经销商的利益绑定和深度合作，减少中间环节，使渠道更加扁平化，增强同竞争对手的竞争力。

柒泉模式下，公司直接面对经销商股份制销售公司，给予比普通经销商更优惠的政策，并通过合同对销售公司的行为予以规范和监督，经销商从销售公司拿货可以获得更多优惠，在扩大自身销售时也获得销售公司分红。

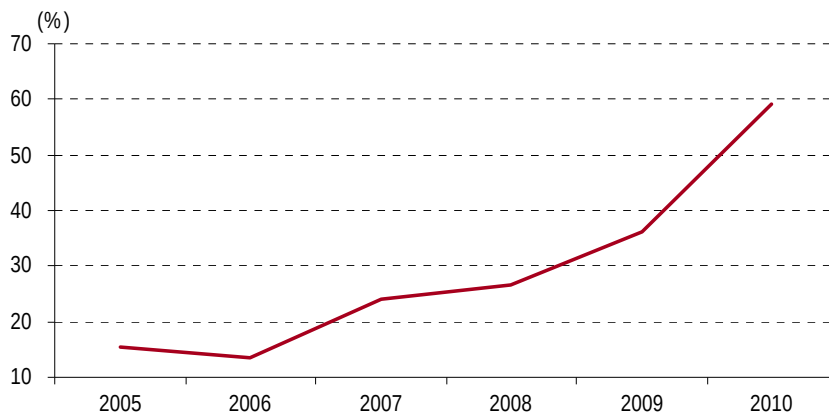
公司目前发展有六个经销商股份制销售公司(柒泉公司)，主要在华北、华中和西南地区，由经销商投资成立，经销商控股，公司大区经理作为柒泉公司的总经理，承担职业经理人角色，也可参股。

柒泉模式的优势在于：1) 以直接利益绑定大区经销商群体，利于经销商队伍以及经销商掌控的渠道网络的稳定性；2) 利于现金流改善，有利于降低期间费用率，例如销售结算由送达价结算转变为离厂价结算，经销商承担相应费用；3) 相当于销售外包，而且是有激励的销售外包，能缩减销售人员队伍和减少销售相关开支；4) 缩小同地产酒的资源差距。

柒泉模式也存在一定的风险，例如柒泉公司同普通经销商的渠道内竞争可能会对公司终端价格体系稳定造成影响；柒泉公司对公司不同产品的销售力度有所差异，不符合公司整体产品战略；滞销情况下柒泉公司经销商的反应可能偏负面；柒泉公司是经销商资源的整合，作为整体则可能助长“店大欺客”。

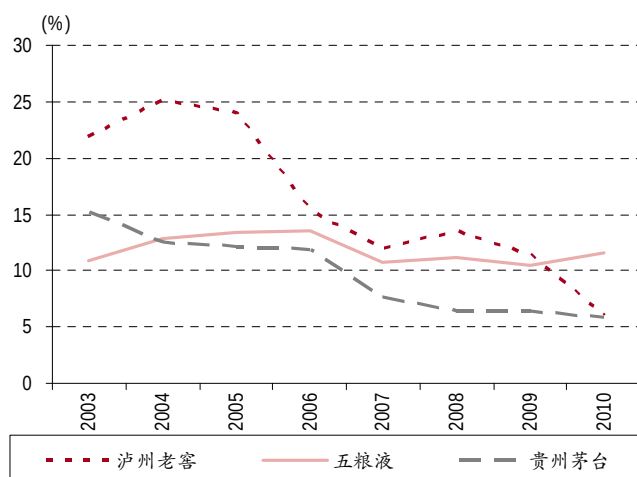
公司柒泉模式还在不断摸索完善当中，总体上我们判断柒泉模式是一种新型的厂商关系，公司仍然占主导权——核心的控量和控价，通过不断完善门槛和约束条件，柒泉模式能够成为公司制度创新促腾飞的利器。目前柒泉公司的财务基本实现外包，公司能够掌握这些公司的财务情况。

前五名客户销售收入占比逐年升高



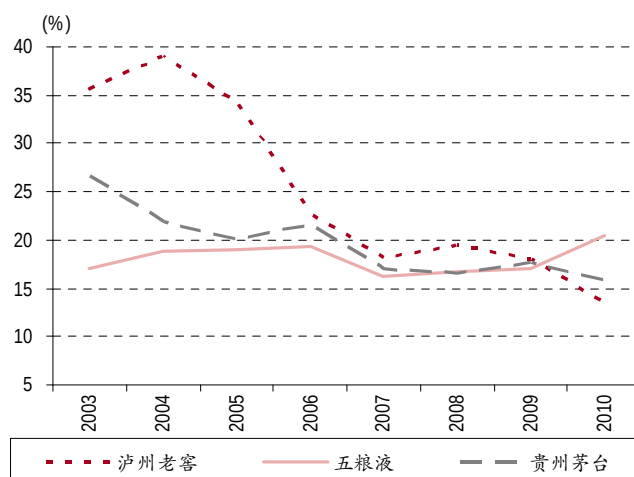
资料来源：中银国际研究

销售费用率



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

期间费用率



资料来源：公司数据，中银国际研究

产品策略

公司维持国窖 1573 高端乃至奢侈品定位不动摇，继续加大推广传播力度，将“国窖 1573”升华为文化符号，提高品牌溢价能力；“中国品味”将成为高端酒再升级的重要手段。在渠道上，未来将国窖 1573 的销售重点转至品鉴型、珍藏型，控量和保价是最主要的均衡手段。

公司继续丰满腰腹产品线，激活老窖特曲品牌，以大力推广“年份特曲”为主要切入手段，提升老窖特曲价位，成为餐饮渠道和商务用酒主力产品，目标“出厂价 200 元，销售 2 万吨”。公司 2009 年老窖特曲销量约 6,300-6,500 吨，未来放量空间仍大。

公司 2008 年以直接对老窖特曲提价的方式提升中高档酒价位和档次,效果不好,改为推出新品“年份特曲”,我们认为“年份”概念的市场运作时间已经较长,认可度较高,老窖特曲在中档市场具有较强号召力,年份酒系列的推出会比较顺利。而老窖特曲系列提价和放量顺利与否将极大影响 2011 年及以后业绩。

其他业务

公司于金融证券领域有多项投资,其中,公司持有华西证券 24.92%股权(原为 34.86%,将华西证券增资扩股认股权让渡给泸州老窖集团后摊薄),是第一大股东。华西证券 2009 年对上市公司利润贡献 3.58 亿元,2010 年利润贡献 3.51 亿元。未来华西证券可能实现上市,该项资产增值空间巨大(持股成本 3.30 元,华西证券 2010 年每股收益达 1.01 元)。

部分金融证券投资情况

参股公司	持股比例(%)	备注
华西证券	24.92	权益法
国泰君安证券	0.21	持股尚未确定
泸州市商业银行	2.21	-

资料来源:公司资料,中银国际研究

内部股权激励

公司于 2006 年中即启动股权激励计划,授予公司高管及核心骨干 2,400 万份股票期权,占当时股本总额 2.85%,该方案获得股东大会通过,但因国资委出台《国有控股上市公司实施股权激励试行办法》使得原草案内容需修订而搁置。

2008 年重新启动股权激励计划,并于 2010 年 2 月 10 日完成期权授权。新股权激励方案较 2006 年股权激励方案变化是:1)拟授予的股票期权数量由 2,400 万份降到 1,344 万份,占公司股本总额比例由 2.85%降至 0.96%;2)授予高管的期权分配比例由 67.71%降至 36.09%,核心骨干分配比例由 32.29%上升至 63.91%;3)董事长、总经理期权数量由 240 万份降到 58 万份,其他高管从 100 万份以上降到 41 万份,骨干员工合计由 775 万份提高到 859 万份。

期权激励对象及比例

激励对象	公司职务	期权数量(万份)	期权比例(%)	股票比例(%)
谢明	董事长	58	4.32	0.04
张良	董事、总经理、党委书记	58	4.32	0.04
蔡秋全	董事、副总经理	41	3.05	0.03
沈才洪	董事、副总经理	41	3.05	0.03
江域会	董事、纪委书记	41	3.05	0.03
刘森	副总经理	41	3.05	0.03
郭智勇	副总经理	41	3.05	0.03
张顺泽	副总经理	41	3.05	0.03
何诚	酿酒公司总经理	41	3.05	0.03
林锋	营销总监	41	3.05	0.03
敖治平	财务部部长	41	3.05	0.03
骨干员工		859	63.91	0.64
合计		1,344	100	0.96

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司股权激励对象直接涉及核心管理层以及众多骨干员工, 对公司业绩增长有直接推动作用。

公司股权激励计划中, 股票期权授予后至股票期权可行权日之间等待期为二年。等待期满后, 激励对象在剩余的三年(2012-2014 年)内行权比例分别为 30%、30%和 40%。分年度行权并分别设定行权条件, 能够保障公司业绩增长的持续性。

绩效考核目标

	行权条件
2011 年度	(1)扣除非经常性损益后净利润比上年增长不低于 12%; (2)净资产收益率不得低于 30%且不得低于同行业上市公司 75 位值
2012 年度	(1)扣除非经常性损益后净利润比上年增长不低于 12%; (2)净资产收益率不得低于 30%且不得低于同行业上市公司 75 位值
2013 年度	(1)扣除非经常性损益后净利润比上年增长不低于 12%; (2)净资产收益率不得低于 30%且不得低于同行业上市公司 75 位值

资料来源：公司数据，中银国际研究

期权费用合计 3.39 亿元, 分 5 年计提, 其中 2010、2011 年会影响每股收益 0.078 元和 0.085 元(以现股本为基准), 该费用通过管理费用计提, 我们认为对公司实际主业盈利影响较小。

期权费用情况

会计年度	预计需计提的期权费用(万元)
2010 年度	10,885.21 (按授权后 11 个月摊销)
2011 年度	11,874.78
2012 年度	7,209.686
2013 年度	3,675.526
2014 年度	282.7328
合计	33,927.94

资料来源：公司数据，中银国际研究

估值

预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.97 元、2.44 元和 2.89 元。目标价格 54.30 元, 对应 2011-12 年 28.1 倍和 22.6 倍市盈率, 给予**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,370	5,371	6,895	8,312	10,082
销售成本	(1,458)	(1,643)	(2,097)	(2,350)	(2,880)
经营费用	(759)	(803)	(1,162)	(1,446)	(1,800)
息税折旧前利润	2,248	3,016	3,706	4,596	5,490
折旧及摊销	(94)	(92)	(70)	(81)	(89)
经营利润(息税前利润)	2,154	2,924	3,636	4,516	5,402
净利息收入(费用)	0	(8)	15	26	40
其他收益/(损失)	(3)	2	5	5	0
税前利润	2,152	2,919	3,656	4,547	5,441
所得税	(460)	(638)	(804)	(1,046)	(1,306)
少数股东权益	(18)	(75)	(102)	(107)	(112)
净利润	1,673	2,205	2,750	3,394	4,023
核心净利润	1,673	2,205	2,750	3,394	4,023
每股收益(人民币)	1.20	1.58	1.97	2.43	2.89
核心每股收益(人民币)	1.20	1.58	1.97	2.43	2.89
每股股息(人民币)	0.75	1.00	1.13	1.51	1.78
收入增长(%)	15.1	22.9	28.4	20.5	21.3
息税前利润增长(%)	28.4	35.7	24.3	24.2	19.6
息税折旧前利润增长(%)	27.6	34.2	22.9	24.0	19.5
每股收益增长(%)	32.2	31.8	24.7	23.4	18.5
核心每股收益增长(%)	32.2	31.8	24.7	23.4	18.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,152	2,919	3,656	4,547	5,441
折旧与摊销	94	92	70	81	89
净利息费用	(0)	8	(15)	(26)	(40)
运营资本变动	(133)	(468)	980	2,167	1,747
税金	(460)	(638)	(804)	(1,046)	(1,306)
其他经营现金流	(585)	(560)	1,304	332	(40)
经营活动产生的现金流	1,067	1,351	5,192	6,055	5,891
购买固定资产净值	(122)	(257)	(175)	(193)	(212)
投资减少/增加	7	36	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(115)	(222)	(175)	(193)	(212)
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	13	14	30
支付股息	(1,046)	(1,394)	(1,569)	(2,101)	(2,481)
其他融资现金流	327	407	15	26	40
融资活动产生的现金流	(719)	(987)	(1,541)	(2,061)	(2,411)
现金变动	234	142	3,476	3,802	3,268
期初现金	704	937	1,079	4,555	8,357
公司自由现金流	952	1,130	5,017	5,862	5,680
权益自由现金流	953	1,122	5,044	5,902	5,750

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	937	1,079	4,555	8,357	11,625
应收帐款	721	1,846	2,275	1,829	2,218
库存	1,196	1,486	1,678	1,880	2,304
其他流动资产	151	178	228	256	292
流动资产总计	3,004	4,589	8,737	12,322	16,440
固定资产	808	855	1,046	1,127	1,228
无形资产	308	352	341	329	317
其他长期资产	1,863	2,230	2,153	2,193	2,224
长期资产总计	2,978	3,437	3,540	3,649	3,769
总资产	5,983	8,026	12,276	15,971	20,209
应付帐款	221	294	315	353	432
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,496	2,161	5,095	7,337	9,811
流动负债总计	1,717	2,455	5,409	7,690	10,243
长期借款	0	0	13	26	57
其他长期负债	1	9	9	9	9
股本	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
储备	2,854	4,123	5,305	6,598	8,140
股东权益	4,248	5,517	6,699	7,992	9,534
少数股东权益	16	45	147	254	366
总负债及权益	5,983	8,026	12,276	15,971	20,209
每股帐面价值(人民币)	3.05	3.96	4.80	5.73	6.84
每股有形资产(人民币)	2.83	3.70	4.56	5.50	6.61
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.67)	(0.77)	(3.26)	(5.97)	(8.30)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	51.45	56.16	53.75	55.30	54.46
息税前利润率	49.29	54.45	52.73	54.33	53.58
税前利润率	49.24	54.35	53.03	54.70	53.97
净利率	38.29	41.06	39.88	40.83	39.90
流动性(倍)					
流动比率	1.75	1.87	1.62	1.60	1.60
利息覆盖率	(8,950)	386.6	(239.3)	(173.2)	(136.0)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.05	1.26	1.30	1.36	1.38
估值(倍)					
市盈率	36.8	27.9	22.4	18.1	15.3
核心业务市盈率(倍)	36.8	27.9	22.4	18.1	15.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	46.1	35.0	28.0	22.7	19.2
市净率	14.4	11.1	9.0	7.5	6.2
价格/现金流	57.7	45.6	11.9	10.2	10.5
企业价值/息税折旧前利润	27.0	20.1	15.4	11.6	9.1
周转率					
存货周转天数	99.9	101.0	88.8	82.6	83.4
应收帐款周转天数	2.6	3.2	11.0	7.3	7.3
应付帐款周转天数	55.3	65.4	54.8	54.8	54.8
回报率(%)					
股息支付率	62.49	63.22	57.04	61.89	61.68
净资产收益率	39.24	39.65	40.17	41.16	40.64
资产收益率	27.97	27.48	22.40	21.25	19.91
已运用资本收益率	37.89	39.43	39.76	40.94	40.69

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年 4 月 19 日

五粮液

白酒豪门，积极转型

A
买入

000858.SZ – 人民币 31.20

目标价格：人民币 40.88

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(10)	(5)	(7)	8
相对新华富时 A50 指数 (%)	(20)	(13)	(19)	15

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	3,796
流通股(%)	43.93
流通股市值(人民币 百万)	52,696
3 个月日均交易额(人民币 百万)	718
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
首钢控股	56.07

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*苏斌为本报告重要贡献者

五粮液公司 2010 年销售收入 155.4 亿元，同比增长 39.6%，净利润同比增长 35.5%。高价位酒销售收入 109.0 亿元，同比增长 51.1%，是收入和利润增长的主力。未来公司将加大中价位酒的市场投入，鼓励和引导经销商注重中档产品的市场销售以实现放量增长。我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 1.46 元和 1.79 元。以 2012 年 23 倍市盈率估值，目标价格 40.88 元，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 公司是高档酒三驾马车中号召力仅次于贵州茅台的“二当家”，于高档酒市场地位稳固，未来“浓酱兼”全面开花，酒业大王实至名归。
- 中价位酒目标放量，进一步优化结构和做大体量，构建长期竞争力，充分受益白酒消费结构调整红利。
- 公司 2011 年转型目标明确，加大对中价位酒的营销和资金投入支持，高档酒销量和总体销量目标增长 20%。
- 预收账款高企，反映高档酒需求依然热烈，2011 年销量和收入增长确定，利润释放潜力大。
- 公司逐步解决关联交易导致的利润流出，绩效考核同集团分开并引入市值管理，治理机制日趋完善。

评级面临的主要风险

- 高档酒可能面临需求下滑，中档酒市场运作的风险。
- 白酒税收政策变动以及企业业绩调控惯性。

估值

- 市盈率估值法，给予 40.88 元目标价，**买入**评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	11,129	15,541	19,194	23,129	27,069
变动(%)	40.3	39.6	23.5	20.5	17.0
净利润(人民币 百万)	3,245	4,395	5,537	6,799	8,018
全面摊薄每股收益(人民币)	0.85	1.16	1.46	1.79	2.11
变动(%)	79.2	35.5	26.0	22.8	17.9
市盈率(倍)	37.0	27.3	21.7	17.6	15.0
每股现金流量(人民币)	1.59	2.03	3.12	4.07	4.46
价格/每股现金流量(倍)	19.8	15.6	10.1	7.8	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.8	15.9	12.2	8.7	6.0
净资产收益率(%)	22.3	23.9	24.1	23.8	22.8
每股股息(人民币)	0.15	0.30	0.30	0.37	0.43
股息率(%)	0.47	0.95	0.95	1.17	1.37

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

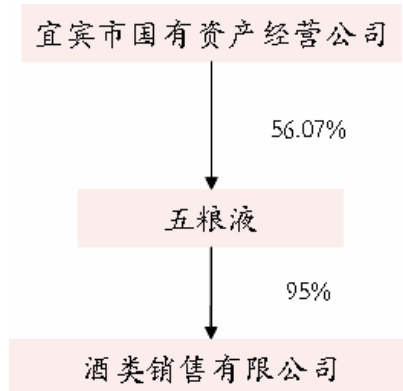
公司简介

公司前身是成立于 1959 年的“宜宾五粮液酒厂”。1951 年，由明朝“温德丰”糟坊发展而来的“利川永”，“长发升”两家糟坊联合，成立了“大曲联营社”，后陆续接纳了其它几家糟坊，于 1959 年正式命名为“宜宾五粮液酒厂”。

公司是浓香型白酒的杰出代表，拥有独有的自然生态环境、600 多年明代古窖、五种粮食配方、古传秘方工艺、和谐品质、十里酒城宏大规模六大优势，是国内酒类生产规模最大的企业，总体产能达 40 万吨。公司核心产品五粮液以高粱、大米、糯米、小麦和玉米五种粮食为原料，经陈年老窖发酵，长年陈酿、勾兑而成，于 5 届全国评酒会中四次获奖，是公认的高档酒“三驾马车”之一，品牌号召力以及市场定价仅次于贵州茅台。

公司大股东为宜宾市国有资产经营公司，持有公司 56.07% 股份，宜宾市国有资产经营公司授权五粮液集团管理。

公司股权架构



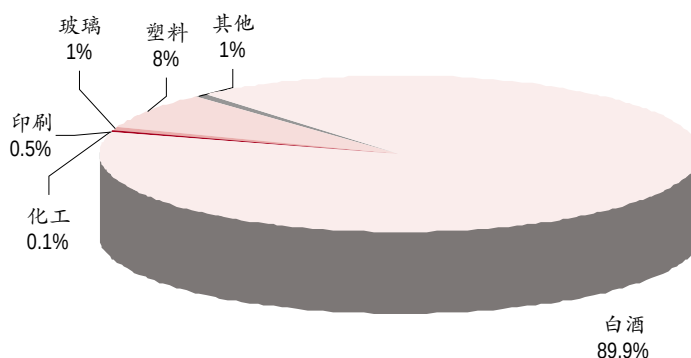
资料来源：中银国际研究

主营业务

公司主营白酒业务，玻璃、塑料等业务是公司于 2009 年为解决关联采购而向五粮液集团收购的业务，化工业务由公司旗下环保公司经营，主要是处理公司生产过程中产生的废弃酒糟的延伸再利用。

公司高档酒业务以五粮液为核心品牌，产品系列有五粮液老酒、年份酒、纪念酒等，中档酒主要子品牌有五粮春、五粮醇等，低档酒主要是尖庄和散酒系列，此外公司还供应有多个品牌贴牌酒或买断酒。

2010 年公司收入结构



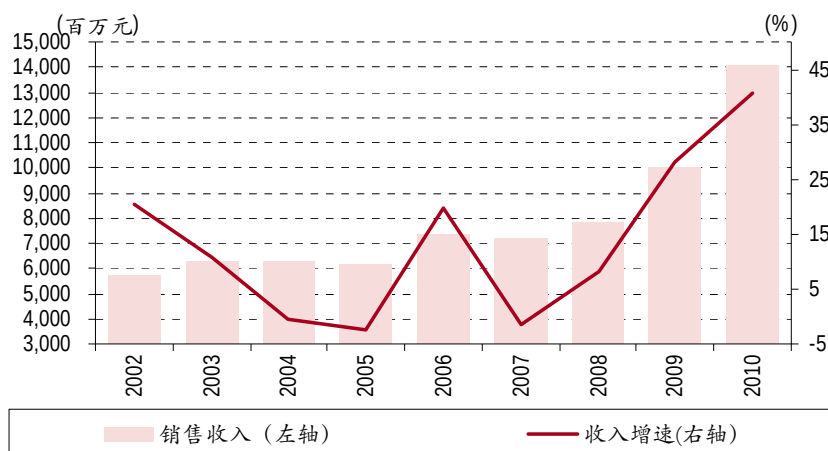
资料来源：中银国际研究

酒类销售收入快速提升

近年来高价位酒(含税销售价格 120 元以上)销售增长迅速,2006 年以来年均增速在 20%以上,带动酒类业务收入规模快速提升。

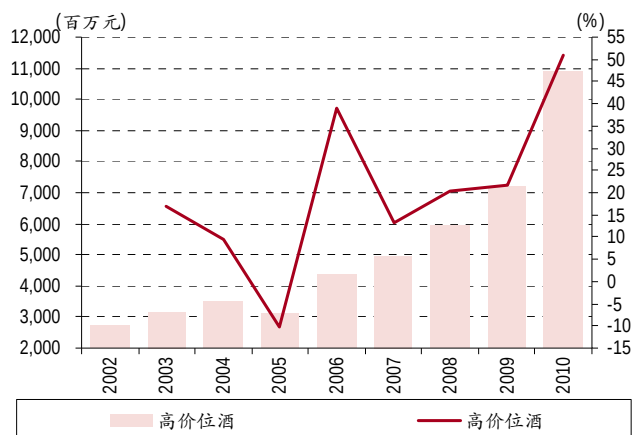
2009 年五粮液酒销量 10,000 吨,2010 年销量约 12,800 吨,同比增长约 23%,由于五粮液出厂价于 2010 年初进行了提价,当年销售收入增速在 35%以上。2009 年高价位酒收入占比达 72.1%,2010 年该占比进一步提升至 77.4%。高价位酒成为公司酒类业务收入最重要来源,同期公司酒类业务毛利率也有所提升。

公司酒类销售收入及增长



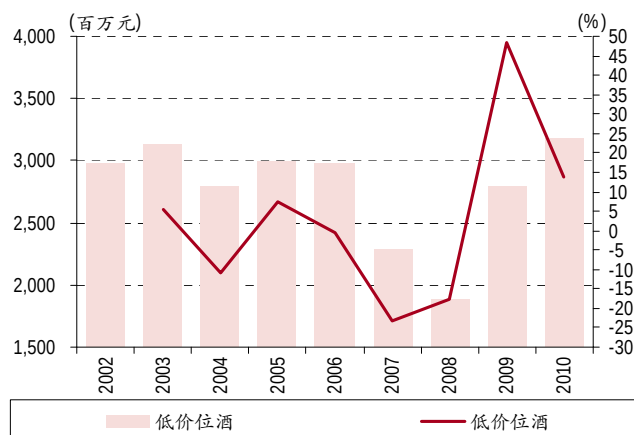
资料来源：中银国际研究

高价位酒收入及增长



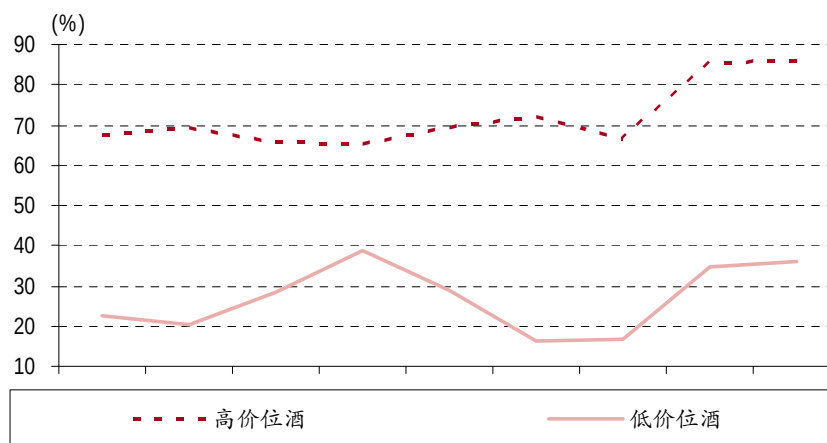
资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

低价位酒收入及增长



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

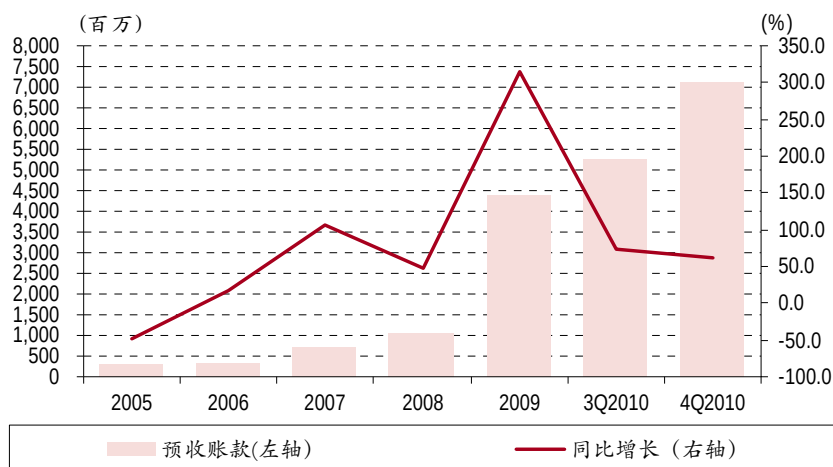
高价位酒毛利率提升



资料来源：中银国际研究

销售形势好，预收账款高企。2010 年底公司账面预收账款 71.07 亿元，同三季度末相比增 34.9%，同 2009 年底相比增长 62.4%。预收账款高企反映公司销售形势良好，高价位酒需求热烈，2011 年销量和收入增长明确，利润释放潜力大。

预收账款高企



资料来源：中银国际研究

高档酒供应稳步提升

公司一级基酒(主要用于生产五粮液)保持增长。2009 年实现一级基酒产量 10,000 吨, 2010 年一级基酒产量约 12,000 吨, 同比增长约 20%, 预计 2011 年基酒生产可达到 14,000 吨以上, 保障五粮液酒销量增长。

一级基酒 12,000 吨(按 60.5 度), 完全折算成 52 度, 大约为 14,000 吨左右, 完全折算成平均 45 度, 大约为 16,500 吨, 一级基酒并非完全转为五粮液, 但总体应较上年有 20% 以上增长。(附 $60.5 \text{ 度白酒降度加浆系数} = \text{目标度数白酒重量} \div \text{基础酒重量} - 1$)

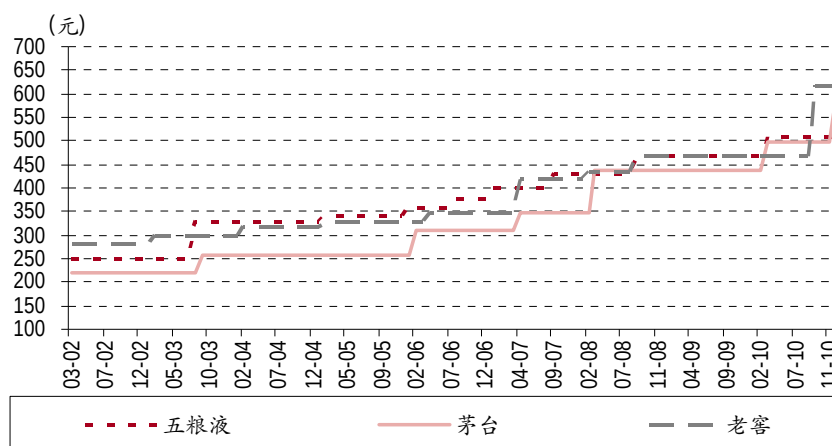
60.5 度白酒降度加浆系数

目标度数	加浆系数	目标度数	加浆系数	目标度数	加浆系数
38 度	0.6679	41 度	0.5382		
39 度	0.6226	42 度	0.4987		
43 度	0.4612	49 度	0.2675	55 度	0.1147
44 度	0.4256	50 度	0.2395	56 度	0.0922
45 度	0.3913	51 度	0.2126	57 度	0.0704
46 度	0.3582	52 度	0.1869	58 度	0.0495
47 度	0.3267	53 度	0.1612	59 度	0.0292
48 度	0.2966	54 度	0.1378		

资料来源：宜宾国税局，中银国际研究

五粮液继续提价概率高。五粮液高档酒出厂价长期高于贵州茅台, 显示出公司高档酒市场接受度高。2011 年元月, 贵州茅台提高出厂价至 619 元左右, 涨幅超 20%, 公司于 2 月 1 日提高了 52 度五粮液终端零售价 100 元至 889 元, 预计随着终端提价实现顺价销售后, 二季度出厂价将在 509 元的基础上有超过 15% 的提升。

高档酒出厂价情况



资料来源：中银国际研究

高档酒阵营添新兵。公司于 2000 年即开始谋划酱酒产品，至今已有 10 年，产能在 20,000 吨以上。公司酱酒产品已经推向市场，2010 年实现销售量 115 吨左右(实际销售时间为 10 月-12 月)。永福酱酒市场价在千元以上比肩茅台，预计 2011 年销售顺利情况下可贡献 10 亿元以上收入。

2010 年主要产品销量情况

产品	销售量(吨)	同比增幅(%)
五粮液	12,800	23
五粮醇	13,100	13
五粮春	5,860	26
尖庄	7,365	17
六和液	590	11.86
金六福	18,000	0.62
浏阳河	12,500	-2.34
散酒	21,000	-
永福酱酒	115	-

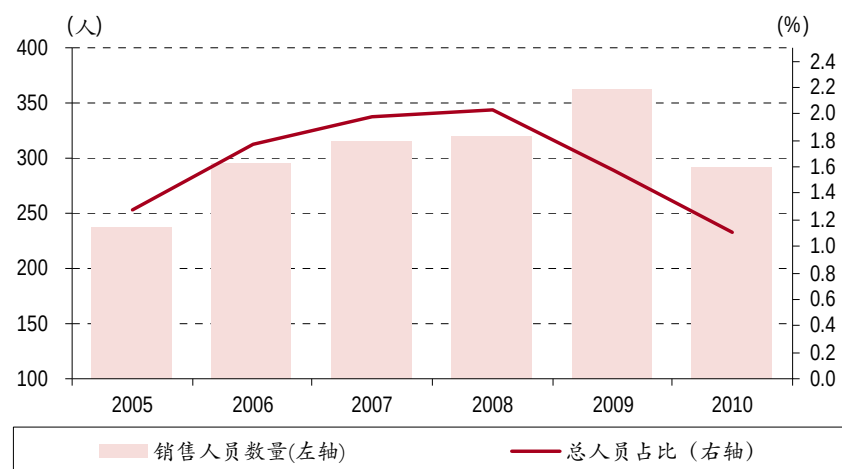
资料来源：公司资料，中银国际研究

销售模式

公司高档酒主要靠品牌拉动，以经销商为销售主力，部分产品对单个经销商依赖较重。公司由于中低档产能大，向市场提供基酒、贴牌酒和买断酒，例如浏阳河、金六福等，并不负责营销，因此公司销售人员队伍规模不大，占总员工比例低。

公司销售人员长年低于 350 人，占总员工比例不到 2%。行业公司当中，2009 年洋河股份营销类人员达到 975 人，占总员工比例达 25.98%，泸州老窖销售人员占比达 13.73%，山西汾酒销售人员占比 7.21%。

销售人员占比



资料来源：中银国际研究

专卖店数量较多。截至 2010 年底五粮液专卖店数量 1,000 余家 (贵州茅台 956 家)，2011 年还将在此基础上增加几百家。专卖店对高端品牌的形象树立和巩固有重要意义,合理全面布局对公司中高档酒放量帮助会明显。

营销力度加大

2010 年以来公司品牌营销力度显著加大——参与世博，于央视竞标黄金广告时段，于华东等重点省市卫视加大广告投放，进一步增强对中高端消费群体的影响力。2010 年 12 月，公司于占比最大的华东市场设立华东营销中心,销售业务人员增加 20% 以上，统一协调华东地区所有五粮液产品的营销工作，并承担华东地区销售绩效考核职能,力求在华东这一销售占比最高地区实现中高端齐头并进的良好局面，公司“重塑华东”战略实施，将会对五粮液中档酒的销售增长将构成重大支撑，同时华东地区的中高端白酒市场格局产生重大影响。

团购业务增长快。目前五粮液以商务消费为主，占比超 50%。2010 年公司管理团队主动出击，加强了对党政军 (尤其是部队) 和大中企事业单位的营销沟通，团购业务增长迅速，2010 年团购收入预计达 18 亿元，同比增长 60% 左右，团购业务收入占比已经超过 10%，未来团购仍是销售重点之一。

团购业务市场支持费用比例

销售额	市场支持比例(%)
大于 500 万	4.5
(100,499)	4
(80,100)	3.5
(50,80)	3
小于 50 万	2.6

资料来源：大会资料，中银国际研究

灵活销售政策推动产品。2011 年公司将以较高市场支持助推新品。公司对新品如五粮液老酒、纪念酒和六和液的市场支持比率显著高于其他产品，在 4%-6%，对团购的市场支持百分比也普遍高于一般销售，团购金额在 500 万元以上，市场支持比率可达 4.5%。

部分产品市场支持比例情况

产品	销售额	市场支持比例(%)	备注
五粮液老酒	大于 200 万	6	完成签约数 90%以上
	大于 200 万	5	低于 90%
	(100,199)	4	-
纪念酒	大于 400 万	6	-
	(100,399)	4	-
六合液	大于 200 万	6	-
	(100,199)	6	执行大于签约 100%

资料来源：经销商大会资料，中银国际研究

产品战略

公司目前有约 18 万吨的固态发酵产能，以中高档为主，另外有 20 万吨液态发酵产能，2010 年 10.45 万吨销量与之相比，高、中、低档放量的潜力仍然很大。**在高端酒地位稳固，市场运作成熟的基础上，未来与经销商一起做好中端酒将成为重点。**

公司将继续走多品牌多品种道路，目前中高档品牌较为齐全：超高档的五粮液老酒/年份酒/纪念酒，高档的五粮液，中档的六合液/五粮春/五粮醇，低档的尖庄等。

多品种方面，以浓香型白酒为主，推出酱香型白酒和兼香型白酒。

放量是重点，酱香型白酒或成新亮点。公司独特工艺决定了一级基酒(高价位酒)的增加会带来更多二、三级酒(低价位酒)增量，因此公司存在大量走量产品(这也是公司出售原酒、贴牌和买断的一个重要原因所在)。公司未来将打造几个核心中价位品牌，在政策资金的投入上都予以倾斜，计划“十二五”期间至少一个中价位产品销量超 5 万吨。

近年来酱香型白酒市场在不断扩大,但高端酱香白酒供给有限(仅有茅台和郎酒两家)。公司酱酒十年磨一剑,具备 20,000 吨/年产能,“永福酱酒”已于 2010 年 10 月上市,终端零售价格超过 1,000 元,其盈利能力不逊于五粮液。公司同银基集团强强联手,未来市场推广效果乐观,有望成为公司高端增长新亮点。对于酱香产品,公司还将推出市场定价低于茅台的中档系列,目的是顺利走量。

公司治理渐趋改善

由于历史遗留因素,公司同五粮液集团关联交易严重,涉及白酒生产的上、中、下游。2009 年以来,公司在解决关联交易和完善公司治理方面取得较大进步。2009 年 2 月公司同五粮液集团签订资产购买协议,购入五粮液集团控制的包装、防伪等存在关联交易的资产;2009 年 7 月设立公司控股的销售公司,以取代集团进出口公司来承担公司酒类销售业务,防止利润流失;2009 年 12 月公司通过增资进一步扩大对销售公司的持股比例。虽然公司同五粮液集团还有多种关联交易,如厂房租赁、后勤保安外包、有偿使用部分商标等,但是,我们认为公司堵住了最主要的利润流失点。

目前公司已实现同集团分开考核,并且引入了市值管理,未来还可能推出股权激励,皆有利于公司管理层同广大股东利益的一致。

公司近期部分关联交易解决和治理结构改善内容

目标度数	内容	备注	备注
资产购买	普什集团 3D 公司	100%股权	从事立体塑料包装及包装材料、立体广告装潢等业务生产防伪标识、全息镀铝膜、镀铝膜、复合卡纸以及电化铝。
	普光科技公司	100%股权	从事塑胶制品、塑料原料、防伪技术产品、激光镭射全息膜产品生产和销售。
	普拉斯包材公司	100%股权	各类玻璃酒瓶。
	神州玻璃公司	100%股权	主要生产日用玻璃制品、玻璃工艺品等。
	格拉斯玻璃公司	100%股权	
吸收合并	精细化工业务	吸收合并	五粮液环保公司为主体
业务模式变迁	设立控股销售公司	公司持有 80%股权	2009 年 7 月
	增资销售公司	持有 95%股权	2009 年 12 月
考核形式	集团和股份分公司分开考核	-	2009 年 11 月
考核指标	引入市值考核	-	市值增长高于行业平均考核比重约 10%

资料来源:宜宾国税局,中银国际研究

从销售公司设立至公司持有销售公司 95% 的绝大多数股权，再到公司考核同集团考核分开，再到引入市值管理，公司治理机制日趋完善，为长期发展打下良好的管理基础，未来有可能推出股权激励，将更能促进公司在快速增长的轨道上稳步前行。

“十二五”目标 300 亿

公司“十二五”规划要达到 300 亿销售收入规模，以 2010 年约计 155 亿元销售收入计，年均增长约 14.5%，我们对这一目标的达成持乐观态度，主要基于公司高端酒的稳步放量和提价，多品牌多品种战略的稳步实施，以及公司强力营销的持续。

估值

预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.46 元、1.79 元和 2.11 元。给予目标价 40.88 元，买入评级，对应 2011-12 年市盈率为 28 倍、22.7 倍。

股价刺激因素

一般性刺激因素：季节性旺销、季报业绩超预期。

特殊性刺激因素：新品新举措、高档酒提价(含间接提价)、股权激励。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	11,129	15,541	19,194	23,129	27,069
销售成本	(3,861)	(4,863)	(6,232)	(7,529)	(8,743)
经营费用	(2,792)	(4,776)	(5,534)	(6,575)	(7,775)
息税折旧前利润	5,160	6,672	7,816	9,445	10,991
折旧及摊销	(683)	(770)	(388)	(420)	(439)
经营利润(息税前利润)	4,477	5,902	7,428	9,025	10,551
净利息收入/(费用)	110	192	160	238	346
其他收益/(损失)	19	(25)	30	0	0
税前利润	4,606	6,070	7,618	9,263	10,897
所得税	(1,139)	(1,508)	(1,905)	(2,269)	(2,670)
少数股东权益	(222)	(167)	(177)	(194)	(210)
净利润	3,245	4,395	5,537	6,799	8,018
核心净利润	3,245	4,395	5,537	6,799	8,018
每股收益(人民币)	0.85	1.16	1.46	1.79	2.11
核心每股收益(人民币)	0.85	1.16	1.46	1.79	2.11
每股股息(人民币)	0.15	0.30	0.30	0.37	0.43
收入增长(%)	40.29	39.64	23.50	20.50	17.04
息税前利润增长(%)	97.12	31.84	25.85	21.50	16.91
息税折旧前利润增长(%)	90.60	29.31	17.14	20.85	16.36
每股收益增长(%)	79.20	35.46	25.97	22.79	17.93
核心每股收益增长(%)	79.20	35.46	25.97	22.79	17.93

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	4,606	6,070	7,618	9,263	10,897
折旧与摊销	683	770	388	420	439
净利息费用	0	0	(160)	(238)	(346)
运营资本变动	4,541	8,087	12,266	15,628	17,061
税金	(1,139)	(1,508)	(1,905)	(2,269)	(2,670)
其他经营现金流	(2,637)	(5,716)	(6,367)	(7,364)	(8,471)
经营活动产生的现金流	6,054	7,703	11,841	15,439	16,911
购买固定资产净值	(985)	(463)	(500)	(550)	(330)
投资减少/增加	1	5	0	0	0
其他投资现金流	(3,273)	(7)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,257)	(464)	(500)	(550)	(330)
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	5	6	3
支付股息	(569)	(1,139)	(1,143)	(1,399)	(1,645)
其他融资现金流	391	491	160	238	346
融资活动产生的现金流	(179)	(648)	(977)	(1,156)	(1,296)
现金变动	1,618	6,591	10,363	13,734	15,285
期初现金	5,925	7,544	14,134	24,498	38,232
公司自由现金流	1,797	7,239	11,341	14,889	16,581
权益自由现金流	1,907	7,431	11,506	15,132	16,930

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	7,544	14,134	24,498	38,232	53,517
应收帐款	1,945	2,270	3,071	3,747	4,385
库存	3,477	4,515	5,609	6,776	7,868
其他流动资产	318	451	458	510	555
流动资产总计	13,283	21,370	33,636	49,264	66,325
固定资产	6,936	6,373	6,905	6,874	6,804
无形资产	308	300	290	280	270
其他长期资产	322	631	212	372	332
长期资产总计	7,566	7,304	7,406	7,525	7,406
总资产	20,849	28,674	41,042	56,789	73,731
应付帐款	239	155	187	226	262
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,025	10,133	17,894	28,002	38,322
流动负债总计	6,264	10,288	18,081	28,228	38,585
长期借款	0	0	5	11	14
其他长期负债	5	19	19	19	19
股本	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
储备	10,479	14,305	18,699	24,099	30,472
股东权益	14,275	18,101	22,495	27,895	34,267
少数股东权益	305	265	442	636	846
总负债及权益	20,849	28,674	41,042	56,789	73,731
每股帐面价值(人民币)	3.76	4.77	5.93	7.35	9.03
每股有形资产(人民币)	3.68	4.69	5.85	7.27	8.96
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.99)	(3.73)	(6.46)	(10.07)	(14.10)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	46.36	42.93	40.72	40.84	40.60
息税前利润率	40.23	37.98	38.70	39.02	38.98
税前利润率	41.38	39.06	39.69	40.05	40.26
净利率	29.16	28.28	28.85	29.40	29.62
流动性(倍)					
流动比率	2.12	2.08	1.86	1.75	1.72
利息覆盖率	(40.8)	(30.7)	(46.3)	(38.0)	(30.5)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.57	1.64	1.55	1.51	1.52
估值(倍)					
市盈率	36.97	27.29	21.66	17.64	14.96
核心业务市盈率(倍)	36.97	27.29	21.66	17.64	14.96
目标价对应核心业务市盈率(倍)	47.82	35.31	28.03	22.82	19.35
市净率	8.23	6.53	5.23	4.20	3.42
价格/现金流	19.81	15.57	10.13	7.77	7.09
企业价值/息税折旧前利润	21.78	15.86	12.21	8.65	6.05
周转率					
存货周转天数	114.03	106.03	106.67	106.93	106.10
应收帐款周转天数	3.37	2.10	3.65	4.38	4.38
应付帐款周转天数	22.60	11.67	10.95	10.95	10.95
回报率(%)					
股息支付率	17.55	25.91	20.64	20.57	20.52
净资产收益率	22.25	23.93	24.14	23.83	22.83
资产收益率	15.56	15.33	13.49	11.97	10.87
已运用资本收益率	23.03	24.10	24.28	23.71	22.53

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年 4 月 19 日

贵州茅台

量价齐升是主线

A
买入

600519.SS – 人民币 173.06

目标价格：人民币 210.00

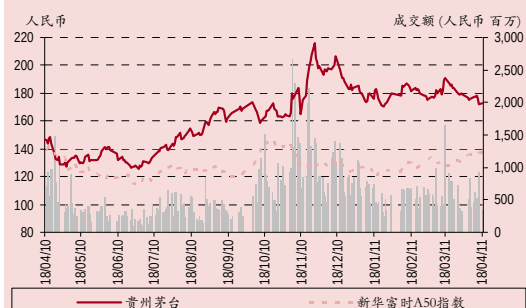
刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(6)	(9)	(5)	17
相对新华富时	(16)	(17)	(18)	24
A50 指数 (%)				

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	944
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	59,723
3 个月日均交易额(人民币 百万)	570
主要股东(%)	
贵州茅台酒厂有限责任公司	61.76

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*苏绒为本报告重要贡献者

贵州茅台是高端及超高端白酒第一品牌，于市场份额相对较小的酱香型白酒市场占据最为有利地位。消费升级带动白酒消费结构调整，高端品牌白酒需求持续放大，预计“十二五”期间公司白酒业务整体保持量价齐升的发展态势。预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 7.33 元、9.48 元和 11.75 元。给予公司 210.00 元目标价，相当于 2011-12 年 28.6 倍和 22.1 倍市盈率，买入评级。

支撑评级的要点

- 公司核心竞争力在于“国酒”品牌，支撑品牌的是不可复制的酿造生态环境、独特的酿造工艺、长期于政治经济军事生活中扮演重要角色。
- 历史成就茅台不可及的高档尊贵品牌形象，公司于高端、超高端白酒市场稳固的龙头地位保证公司极强的成本转嫁能力，盈利能力行业第一。
- 未来白酒消费结构继续调整，超高端白酒品牌集中度高且相对稀缺，预计整体能保持较为温和的放量 and 提价态势，从而保持较快的收入增长。

评级面临的主要风险

- 产能释放和调价节奏不及预期的风险。
- 企业业绩调控惯性。
- 消费税税率及征收方式调整风险。

估值

- 市盈率估值法，目标价 210.00 元，买入评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	9,670	11,633	15,329	19,069	23,130
变动(%)	17.3	20.3	31.8	24.4	21.3
净利润(人民币 百万)	4,312	5,051	6,915	8,950	11,088
全面摊薄每股收益(人民币)	4.57	5.35	7.33	9.48	11.75
变动(%)	13.5	17.1	36.9	29.4	23.9
市盈率(倍)	38.5	32.8	24.0	18.5	15.0
每股现金流量(人民币)	4.48	6.57	13.70	17.13	18.89
价格/每股现金流量(倍)	39.3	26.7	12.8	10.3	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.4	21.0	14.8	10.6	7.9
净资产收益率(%)	29.4	27.2	30.2	31.4	31.3
每股股息(人民币)	1.19	2.30	3.08	3.97	4.90
股息率(%)	0.67	1.31	1.75	2.26	2.79

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

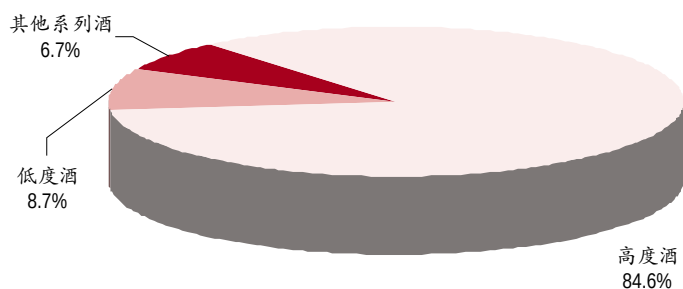
主营业务

收入构成——高度茅台酒占主流

公司主营茅台及茅台系列酒，是酱香型白酒龙头企业。白酒业务当中，高度茅台酒业务收入比重在 80% 以上。

公司作为国内超高端酒领军品牌，收入主要来源于高度酒，其主要原因是：对于超高端酒而言，其快速消费品属性淡化，而奢侈品属性提升，功用由单一的佐餐即饮转向多元的收藏、投资、专业品鉴等，而高度酒更能传递白酒应有的风味以及适宜长时间保存，导致目前市场上高端酒仍以高度酒为主(五粮液高端酒以 52 度为典型)。

2010 年公司白酒收入结构

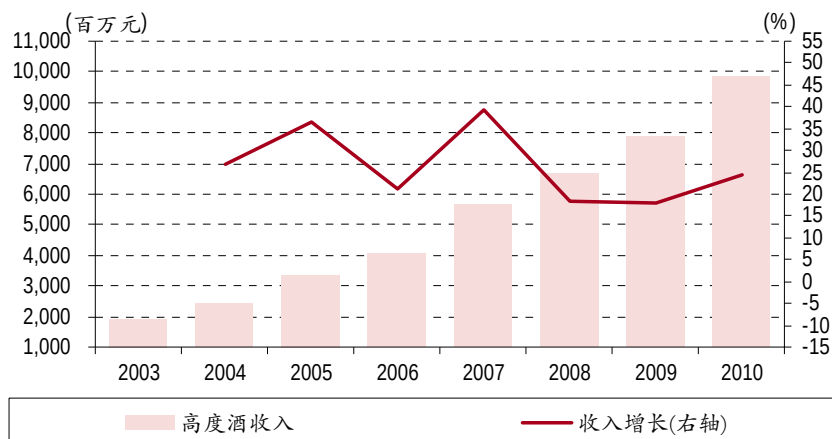


资料来源：公司资料，中银国际研究

2003-2010 年，公司酒类业务收入由 24.01 亿元增至 116.33 亿元，年均增长 25.29%，其中，高度茅台酒收入由 19.35 亿元增至 98.38 亿元，年均增幅为 26.15%，同期低度茅台酒收入由 3.86 亿元增至 10.11 亿元，年均增幅仅为 14.76%。

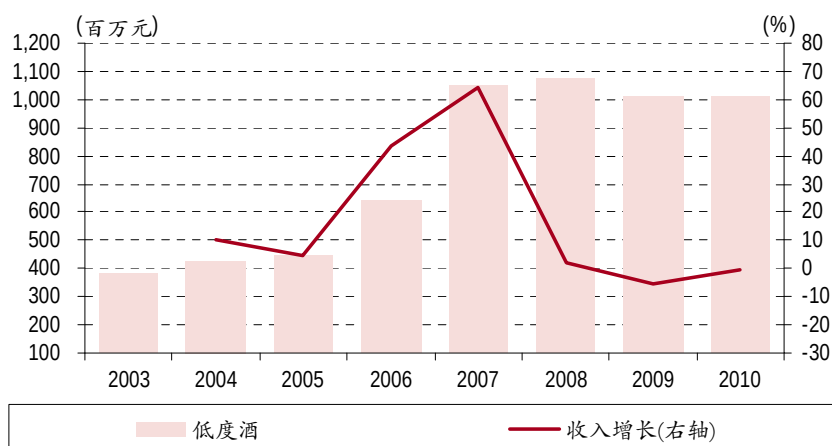
2010 年茅台王子酒、迎宾酒等系列酒销售收入规模 7.84 亿元，收入占比 6.7%，由于基数小，2003-2010 年均增速达 38.40%，2010 年增长 4.05%。

高度酒收入增长



资料来源：公司资料，中银国际研究

低度酒收入增长



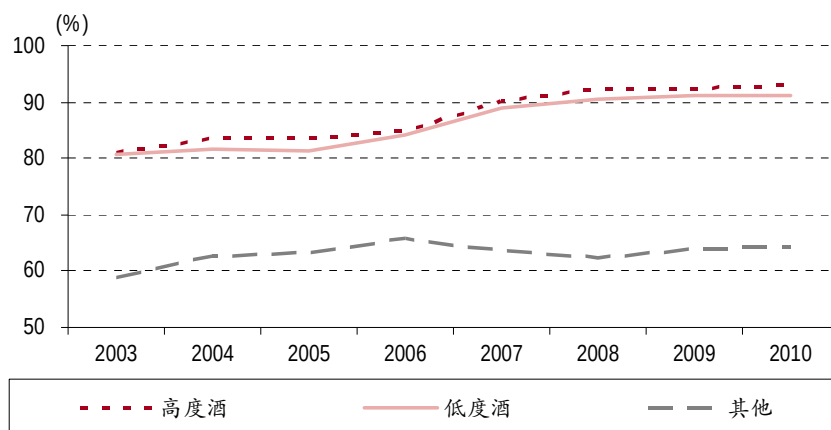
资料来源：公司资料，中银国际研究

毛利率行业首位

茅台酒盈利能力强，毛利率水平行业第一，2010年公司综合毛利率 90.95%(未将消费税考虑在成本当中)，高出行业第二名约 20 个百分点。

公司之所以保持超高毛利率，原因有：1) 独特的酿造工艺使，优质基酒出酒率高；2) 茅台酒贵为“国酒”，品牌定位决定其产品结构以高端酒为主，高端酒收入占比行业最高；3) 公司高档酒供不应求，发展中低档酒积极性不高；4) 提价能力强。

分业务毛利率情况



资料来源：公司资料，中银国际研究

2010 年主要白酒上市公司毛利率情况

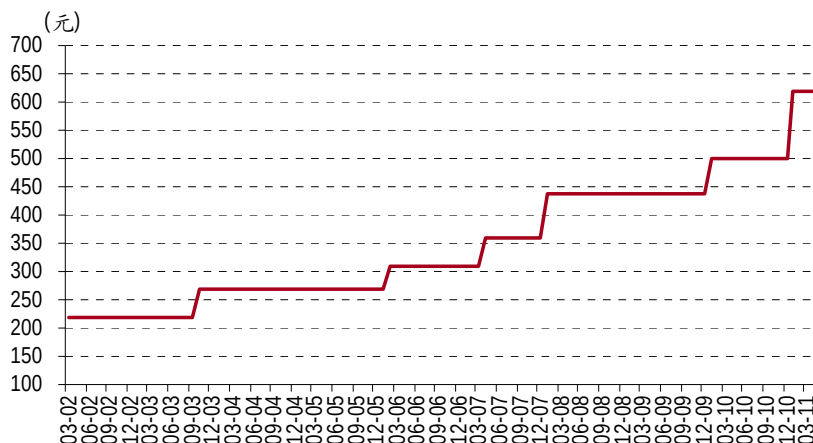
公司名称	销售额(百万)	毛利率(%)	净利率(%)
贵州茅台	11,633	90.95	45.90
泸州老窖	5,371	69.41	42.46
洋河股份	7,619	56.31	30.17
五粮液	15,541	68.71	29.35
伊力特	1,085	50.94	12.28
古井贡酒	1,879	71.15	16.70
沱牌曲酒	895	44.10	8.54

资料来源：中银国际研究

提价能力强

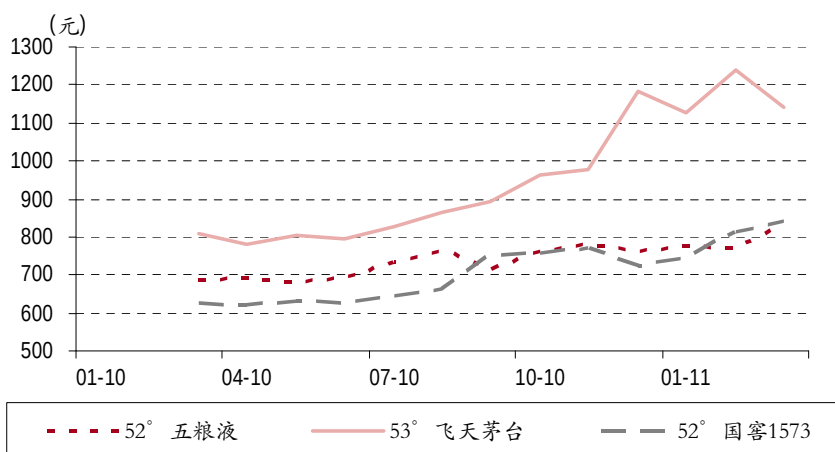
茅台酒核心产品提价能力强，自 2003 年来 6 次提高出厂价，2011 年 1 月 1 日起，53 度飞天茅台出厂价提高至 619 元/瓶，提价幅度为 24%，同期终端售价涨幅在 40% 以上，茅台供应增长不快，供不应求的局面短时间内无法根本转变，中期依然有涨价空间。

53 度茅台出厂价



资料来源：中银国际研究

最近一年 53 度飞天茅台终端售价



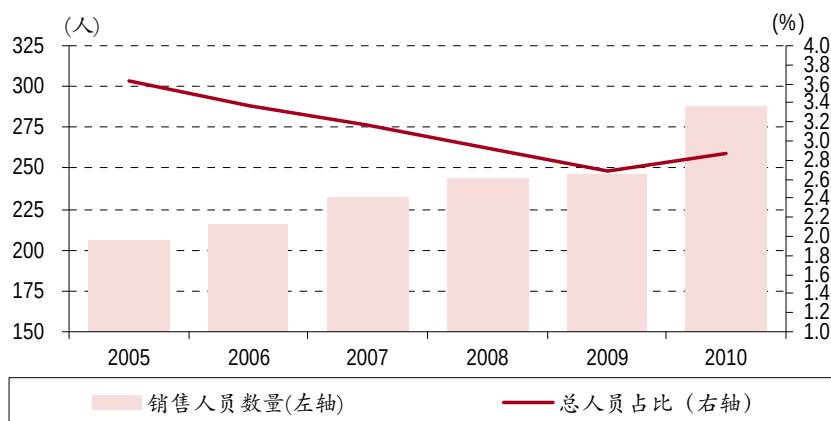
公司于 2011 年实施“十二五”万吨茅台酒计划，2011 年新增 2,600 吨产能，至 2015 年，茅台酒产量目标超过 4 万吨，预计茅台酒年均产量增幅 8%-10% 之间。

销售模式

作为超高端白酒第一品牌，公司产品销售完全靠品牌拉动，以经销商代理和专卖店(团购)销售为主。截至 2010 年 12 月，公司于全国共有客户 1,383 家，其中特约经销商 293 家、专卖店 956 家(省会 315 家，地级市 375 家，县级市 266 家)，专卖柜 7 个，独立总代理 27 家，国际客户 132 家。

公司销售人员队伍规模不大，占总员工比例低。公司销售人员长年低于 300 人，占总员工比例不到 4%。2009 年洋河股份营销类人员达到 975 人，占总员工比例达 25.98%，泸州老窖销售人员占比达 13.73%，山西汾酒销售人员占比 7.21%。

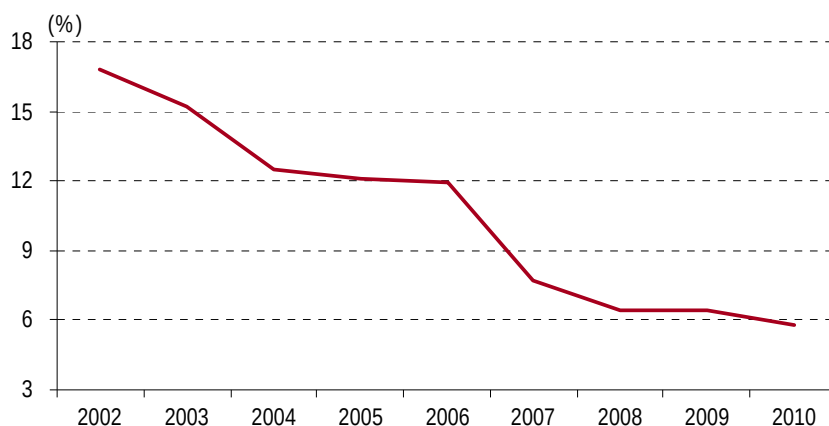
销售人员占比



资料来源：中银国际研究

近年来随着白酒消费回升、消费者品牌意识增强、高端酒消费、收藏、和投资需求快速增长，加上公司产品销售主要靠品牌拉动，公司销售费用率逐年下降，显著低于行业平均水平。2010 年公司销售费用率 5.82%，低于行业平均水平 3.5 个百分点。

销售费用率情况



资料来源：公司资料，中银国际研究

公司销售费用主要是用于品牌建设和维护的广告宣传费。2010年公司广告宣传费用 4.96 亿元，占销售费用总额比重为 73.34%，促销费用仅占销售费用的 5.3%。

2010 年广告宣传费同比增长 10.47%，大幅落后于收入增长。

营销

公司推行“八大营销”战略，树立和巩固酱香白酒第一品牌地位。2010 年公司八大营销分别取得较好成果。

事件营销——上海世博会期间，贵州茅台作为赞助商共开发了 5 大系列 82 余款世博纪念酒，这一举措彰显了东方文化魅力，受到了消费者欢迎。

工程营销——逐步加大了茅台酒和系列酒的消费者培育工作，酱香型白酒市场影响力显著提升，茅台酒持续供不应求，茅台系列酒也非常紧俏。

文化营销——上海世博会期间，茅台酒重回世博舞台，展现和弘扬了中国白酒文化。北京国酒茅台研究会和香港茅台之友协会开展了大量工作，全年对全国 1,200 多家经销商和专卖店进行了国酒文化培训。

服务营销——实施亲商、助商和扶商为重点的服务，如进一步缩短了物流周期，完善了物流配送系统，提高了发货速度，加强了客户关系管理。

网络营销——专卖店信息化建设项目已覆盖 850 家，投入运行 708 家。网上商城运行良好，现有注册会员近 5,000 人，2010 销售茅台酒及系列酒 12,000 余瓶 (1,400 万销售额)。

感情营销——“八一”期间公司领导奔赴全国部队进行慰问活动，共慰问了 117 个部队和单位，通过不断加强同党政军、企业和团购客户的沟通，对传播国酒文化、展示企业形象、培养高端消费群体、带动终端消费等方面发挥了重要作用。

诚信营销——公司坚持质量诚信、价格诚信等，通过经销商诚信宣誓和签订诚信协议，坚持推行稳定茅台价格和保护消费者权益的限价令。加大了打击制假茅台的力度，进一步净化茅台的市场。

个性营销——隆重推出了孔子系列酒、12 生肖酒等产品，在市场上引起了良好反响，取得了积极效果。

“十二五”目标 260 亿元

公司规划至“十二五”末销售收入规模达到 260 亿元(含税)，2010-2015 年均增幅 13.88%，我们测算这一增速是建立在产量持续增长、年均提价不到 4%的基础上，偏于保守。

估值

预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 7.33 元、9.48 元和 11.75 元。给予公司 210.00 元目标价，相当于 2011-12 年 28.6 倍和 22.1 倍市盈率，**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	9,670	11,633	15,329	19,069	23,130
销售成本	(951)	(1,053)	(1,134)	(1,221)	(1,320)
经营费用	(2,777)	(3,596)	(4,680)	(5,603)	(6,717)
息税折旧前利润	6,149	7,270	9,791	12,610	15,541
折旧及摊销	(208)	(286)	(276)	(364)	(447)
经营利润(息税前利润)	5,942	6,984	9,515	12,246	15,093
净利息收入(费用)	134	177	167	241	328
其他收益/(损失)	5	2	0	0	0
税前利润	6,081	7,162	9,682	12,487	15,421
所得税	(1,528)	(1,823)	(2,420)	(3,122)	(3,855)
少数股东权益	(240)	(289)	(346)	(416)	(478)
净利润	4,312	5,051	6,915	8,950	11,088
核心净利润	4,312	5,051	6,915	8,950	11,088
每股收益(人民币)	4.57	5.35	7.33	9.48	11.75
核心每股收益(人民币)	4.57	5.35	7.33	9.48	11.75
每股股息(人民币)	1.19	2.30	3.08	3.97	4.90
收入增长(%)	17.33	20.30	31.77	24.40	21.29
息税前利润增长(%)	12.37	17.54	36.23	28.70	23.25
息税折旧前利润增长(%)	12.78	18.22	34.67	28.79	23.24
每股收益增长(%)	13.50	17.13	36.90	29.42	23.89
核心每股收益增长(%)	13.50	17.13	36.90	29.42	23.89

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	6,081	7,162	9,682	12,487	15,421
折旧与摊销	208	286	276	364	447
净利息费用	(0)	(0)	(167)	(241)	(328)
运营资本变动	3,415	4,645	10,961	11,098	12,835
税金	(1,528)	(1,823)	(2,420)	(3,122)	(3,855)
其他经营现金流	(3,951)	(4,068)	(5,397)	(4,417)	(6,694)
经营活动产生的现金流	4,224	6,201	12,935	16,168	17,826
购买固定资产净值	(1,357)	(1,732)	(2,000)	(2,000)	(1,800)
投资减少/增加	17	25	0	0	0
其他投资现金流	0	(57)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,340)	(1,763)	(2,000)	(2,000)	(1,800)
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	100	100	90
支付股息	(1,118)	(2,171)	(2,905)	(3,746)	(4,626)
其他融资现金流	(117)	878	167	241	328
融资活动产生的现金流	(1,235)	(1,293)	(2,637)	(3,405)	(4,208)
现金变动	1,649	3,145	8,297	10,763	11,818
期初现金	8,094	9,743	12,888	21,186	31,949
公司自由现金流	2,884	4,438	10,935	14,168	16,026
权益自由现金流	3,018	4,615	11,202	14,510	16,445

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	9,743	12,888	21,186	31,949	43,767
应收帐款	402	206	644	801	971
库存	4,192	5,574	7,371	7,325	7,922
其他流动资产	1,318	1,632	2,061	2,283	2,534
流动资产总计	15,656	20,300	31,261	42,359	55,194
固定资产	3,169	4,192	4,981	7,190	7,614
无形资产	466	452	437	422	407
其他长期资产	480	643	1,584	1,016	1,947
长期资产总计	4,114	5,287	7,002	8,628	9,968
总资产	19,770	25,588	38,264	50,987	65,162
应付帐款	139	232	113	122	132
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	4,969	6,796	15,134	22,130	29,265
流动负债总计	5,108	7,028	15,247	22,252	29,397
长期借款	0	0	100	200	290
其他长期负债	10	10	10	10	10
股本	944	944	944	944	944
储备	13,522	17,455	21,465	26,669	33,131
股东权益	14,466	18,399	22,409	27,613	34,075
少数股东权益	186	151	497	912	1,390
总负债及权益	19,770	25,588	38,264	50,987	65,162
每股帐面价值(人民币)	15.33	19.49	23.74	29.26	36.10
每股有形资产(人民币)	14.83	19.02	23.28	28.81	35.67
每股净负债/(现金)(人民币)	(10.32)	(13.66)	(22.34)	(33.64)	(46.07)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	63.59	62.49	63.87	66.13	67.19
息税前利润率	61.45	60.04	62.07	64.22	65.25
税前利润率	62.88	61.57	63.16	65.48	66.67
净利率	44.60	43.42	45.11	46.93	47.94
流动性(倍)					
流动比率	3.06	2.89	2.05	1.90	1.88
利息覆盖率	(44.5)	(39.6)	(56.9)	(50.7)	(46.0)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	2.24	2.10	1.57	1.57	1.61
估值(倍)					
市盈率	38.46	32.84	23.99	18.53	14.96
核心业务市盈率(倍)	38.46	32.84	23.99	18.53	14.96
目标价对应核心业务市盈率(倍)	45.96	39.24	28.66	22.15	17.87
市净率	11.32	8.94	7.24	5.81	4.68
价格/现金流	39.27	26.75	12.82	10.26	9.30
企业价值/息税折旧前利润	25.39	21.04	14.79	10.64	7.88
周转率					
存货周转天数	158.24	174.89	175.51	140.21	125.01
应收帐款周转天数	0.81	0.04	0.73	0.73	0.73
应付帐款周转天数	53.41	80.43	36.50	36.50	36.50
回报率(%)					
股息支付率(%)	25.93	42.97	42.00	41.86	41.72
净资产收益率(%)	29.43	27.23	30.19	31.37	31.27
资产收益率(%)	21.81	19.74	18.07	17.55	17.02
已运用资本收益率(%)	30.42	28.24	31.02	31.97	31.66

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年 4 月 19 日

洋河股份

新一轮全国化成持续高增的关键

A
买入

002304.SZ – 人民币 208.98

目标价格：人民币 255.00

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(7)	(5)	(2)	54
相对新华富时 A50 指数 (%)	(16)	(12)	(14)	61

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	450
流通股(%)	45.54
流通股市值(人民币 百万)	43,261
3 个月日均交易额(人民币 百万)	132
主要股东(%)	
洋河集团	34.05

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*苏绒为本报告重要贡献者

公司是区域名酒崛起的典范，通过蓝色经典品牌创新和营销模式创新，公司收入规模和业绩获得爆发增长。通过对双沟酒业的全盘控股，公司于省内市场内耗消除，利基稳固，未来重点在于多品牌一体化运营以及全国化推进。预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 7.53 元、10.66 元和 14.52 元。给予公司 255.00 元目标价，相当于 2011-12 年 33.9 倍和 23.9 倍市盈率，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 公司核心竞争力在于“国酒”品牌，支撑品牌的是不可复制的酿造生态环境、独特的酿造工艺、长期于政治经济军事生活中扮演重要角色。
- 历史成就茅台不可及的高档尊贵品牌形象，公司于高端、超高端白酒市场稳固的龙头地位保证公司极强的成本转嫁能力，盈利能力行业第一。
- 未来白酒消费结构继续调整，超高端白酒品牌集中度高且相对稀缺，预计整体能保持较为温和的放量 and 提价态势，从而保持较快的收入增长。

评级面临的主要风险

- 全国化效果不及预期的风险。
- 竞争加剧导致盈利能力下降风险。

估值

- 市盈率估值法，目标价 255.00 元，给予买入评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,002	7,619	10,994	15,154	20,167
变动(%)	49.2	90.4	44.3	37.8	33.1
净利润(人民币 百万)	1,254	2,205	3,390	4,795	6,536
全面摊薄每股收益(人民币)	2.79	4.90	7.53	10.66	14.52
变动(%)	51.8	75.9	53.8	41.4	36.3
市盈率(倍)	75.0	42.7	27.7	19.6	14.4
每股现金流量(人民币)	3.17	8.53	12.02	16.60	22.45
价格/每股现金流量(倍)	65.8	24.5	17.4	12.6	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.3	27.8	17.7	11.7	7.7
净资产收益率(%)	24.7	29.8	33.3	33.9	33.5
每股股息(人民币)	0.80	1.00	1.56	2.19	2.97
股息率(%)	0.38	0.48	0.74	1.05	1.42

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主营业务

以创新扭转“名酒变民酒”，产品结构优化

公司提出了“绵柔型”白酒的新概念，在工艺创新和酒体设计等方面加大力度，打破了白酒按香型划分的传统，做到了“低而不淡、柔而不寡、绵长尾净、丰满协调”的低度、淡雅、不上头的绵柔特性。

品牌营销破解行业同质化，洋河蓝色经典品牌突出蓝色情怀的文化内涵。反映出男人“宁静致远”的从容、淡泊和博大的胸怀的境界。创意上引用雨果“世界最宽广的是海，比海更高远的是天，比天更博大的是人的胸怀”，与此对应的是洋河蓝色经典系列的海之蓝，天之蓝，梦之蓝。

包装上，洋河蓝色经典包装采用了弧形透明材料，其线条、瓶体等方面都体现了柔和的曲线，以蓝色为主色调，金色为辅色，与洋河深厚的蓝色文化一脉相承。

洋河蓝色经典系列目标中高档市场，在一线高档白酒整体提价后，终端售价在 100-400 元区间的白酒市场空间被打开，成为容量扩张最大最快的细分市场。

公司推出蓝色经典系列后，拥有了完善的高、中、低全系列产品结构，高档有梦之蓝及梦之蓝年份系列，中高档以蓝色经典为主打。

公司主要产品层次

层次	系列
中高档、高档	梦之蓝系列 蓝色经典系列：海之蓝、天之蓝
中档、中低档	洋河大曲窖藏系列：6 年、8 年、10 年 洋河大曲老酒系列：蓝瓷、象耳、八角
低档	敦煌古酿系列 洋河普优曲系列

资料来源：中银国际研究

洋河天之蓝



资料来源：中银国际研究

洋河海之蓝

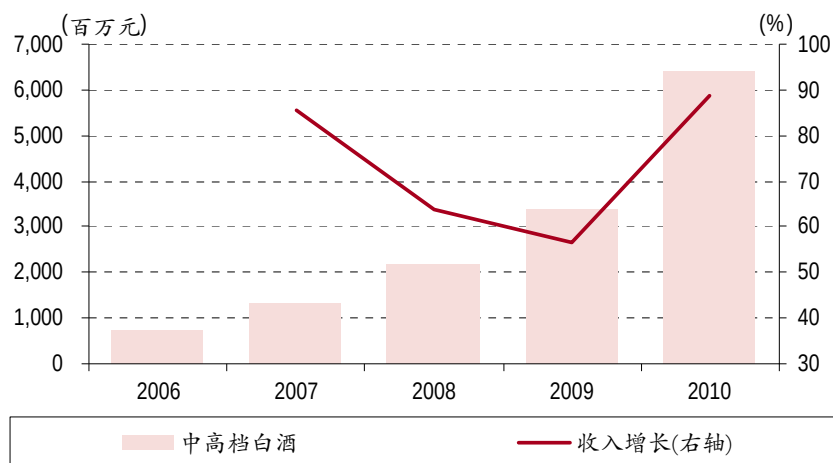


资料来源：中银国际研究

创新品牌成为增长主力

2004 年，洋河蓝色经典系列收入约 7,600 万元，至 2009 年，蓝色经典系列收入约 27 亿元，年均增长达到 130%，创造了“洋河速度”。

中高档酒收入及增长

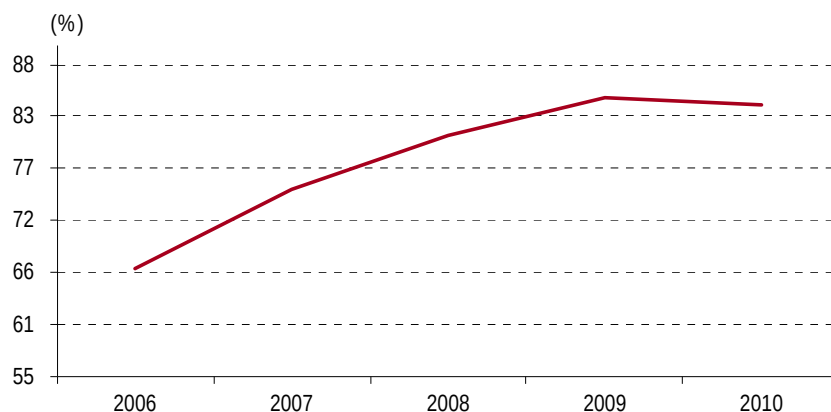


资料来源：公司资料，中银国际研究

由于蓝色经典系列的高速增长，公司收入构成当中，中高档酒收入比重持续提高。

蓝色经典系列高速增长是收入增长的主要动力。2009 年公司营业收入增速 49.2%，中高档酒收入增速 56.4%，其中蓝色经典系列收入增长 65.8%，销量基数较小的梦之蓝销售收入同比增长 145.1%，天之蓝增长 113.1%。2010 年梦之蓝销售收入增长 214.5%，天之蓝增长 137.6%。

中高档酒收入比重上升



资料来源：公司资料，中银国际研究

营销模式

高端酒销售靠品牌拉动，中高档酒靠品牌和营销。洋河酒厂虽然拥有悠久历史，但并不将历史作为主要卖点，另辟蹊径，以蓝色情怀为中高档品牌的文化内涵，开发包装独特的蓝色经典系列。为此，深厚的历史文化底蕴和国家名酒称号很大程度并不能直接为蓝色经典品牌增色，营销对于销售增长的重要性极其突出。

洋河蓝色经典营销模式的核心是以终端市场为中心。

- 1) “1+1”营销模式：按地域划分设立营销网点，公司在各营销网点覆盖的区域市场中发展经销商，密度为每个县或市区 2-4 户。营销网点负责当地市场推进，公司对营销网点实行预算管理和指标管理，各营销网点与经销商合作开发终端市场，直接向终端投入促销资源，经销商负责物流和资金周转。“1+1”营销模式规避了经销商操作市场的弊端，为经销商降低了经营风险。

- 2) “盘中盘”模式和“4×3”营销模式：公司针对核心酒店终端，“盘中盘”模式是动员酒店将产品推荐给消费者，并逐渐在目标消费群中形成消费偏好。“4×3”模式是针对核心消费群，考虑到核心酒店费用过高的情况下，改为开发各区域核心企事业单位，具体措施为三方(集团消费、核心酒店和媒体)联动，三位(重点客户部、酒店部和品牌推广部)一体，三大标准(选择经销商标准，具体指品牌理念、社会背景和资金实力)和三者关系(公司与经销商责任、权利和义务关系)。

为满足区域市场竞争差别化的需要，结合实际营销进度，洋河酒业将全国市场按地域划分为江苏、南部、中部、北部等若干区域，并进一步按地域设立营销网点。营销网点负责推进当地市场营销，但并不直接面向消费者，也不替代洋河酒业办理上述订立合同、开票、收付货款、发货等销售事项。

营销网点所在区域的经销商如果年销售额超过 5,000 万元或营销网点的营销地域面积过大，原有营销网点将细化为更多的营销网点。

对于普通白酒产品，公司主要实施“深度分销”营销模式，即与经销商合作，直接开发商超等零售终端，以争取销售较多数量的白酒产品。

在广告策略方面，考虑到全国各区域市场竞争格局不尽一致和充分调动经销商开拓区域市场积极性的需要，公司主要承担全国性广告投放，经销商主要承担本区域广告、现场广告的投放。

支撑这种模式的一个重要条件是拥有庞大的营销队伍。洋河营销人员总数和占总员工比重居上市公司首位。

销售人员占比

	2009	2010
营销人员(名)	975	1,637
人员占比(%)	25.98	23.09

资料来源：中银国际研究

盈利能力

公司中高档白酒毛利率水平较高，随着蓝色经典中枢价格提升而稳步提升(2010 年公司收购双沟实现并表，双沟的中高档酒毛利率较洋河低)。2006 年以来，中高档酒毛利率总体提升约 5.9 个百分点，普通白酒毛利率也有所恢复。

公司毛利率居白酒上市公司中等水平，由于公司费用控制较好，尤其管理费用率低，导致公司净利率水平居白酒上市公司中上水平，2010 年公司销售净利率仅次于贵州茅台和泸州老窖。

2005-06 年是蓝色经典的市场培育期，费用率水平较高，进入 2007 年以后蓝色经典进入高速成长期，销售费用率和管理费用率下降较快，毛利率与期间费用率之差逐步拉大，盈利水平得到很大提升。

中高档白酒毛利率



资料来源：公司资料，中银国际研究

普通白酒毛利率



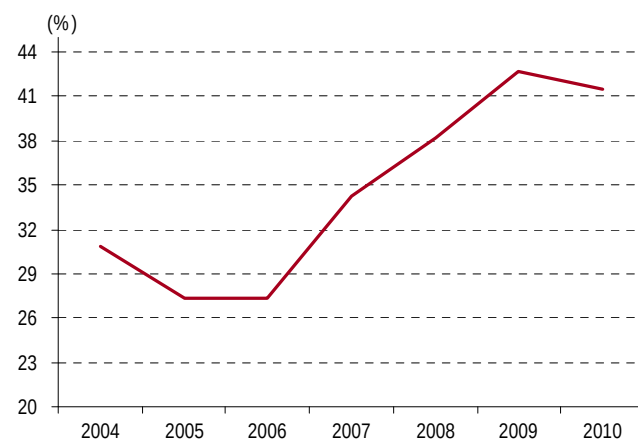
资料来源：公司资料，中银国际研究

综合毛利率



资料来源：公司资料，中银国际研究

毛利率-期间费用率



资料来源：公司资料，中银国际研究

省外市场有效开拓

2006年、2007年、2008年公司白酒产品在江苏省的销售占公司全部白酒销售的比例分别为84.27%、81.68%和74.48%，洋河系列品牌仍表现出较为明显的区域特征，但省外市场的销售收入增速较快，且高于公司在江苏市场的增幅，销售收入占比在逐步提升。

在江苏市场取得成功之后，公司产品用3-5年时间向全国市场扩张。首先公司主攻战略市场，开发北京、河南、山东、安徽、广东等省际区域战略市场，在江苏省内确立了南京和宿迁等重点战略市场与苏州、无锡、徐州等地区影响较大的市场，通过专业化深度开发获得领先地位的市场，既可以拓展规模又有丰厚回报。其次公司做透成熟市场，公司将集中资源，寻求在重点市场寻求突破，实现较大幅度的增长。第三公司抢占机会市场。白酒市场的竞争激烈，但是市场空间依然存在。公司将通过糖酒会和专业招商会，借助外部专业机构，动员所有销售人员，重新审视全国市场，发展新客户。

2010年公司全国化市场布局取得突破性进展，区域结构随着市场的持续增长也在不断调优。在全国三十个省级市场中，有十三个省级市场全年销售超亿元。省外市场的全年销售同比增速远高于省内市场，省外销售占比较2009年同期提高了6个百分点。

省外市场收入的快速增长表明洋河于省外市场仍处于较快增长期，洋河营销模式得到了较好的复制。

并购实现更快发展

2010年4月公司于宿迁市国丰资产经营公司签订股权转让协议，收购其持有的双沟酒业40.60%股份。

2010年6月，公司与双沟酒业签订筹组苏酒实业公司协议，公司出资1.7亿元，占比85%。

2011年1月，公司公告收购双沟酒业59.40%股份，收购完成后公司将实现对双沟酒业的100%持股。

收购双沟对于公司而言具有重要战略意义：

- 1) **省内强强联合。**江苏白酒市场素有“一河两沟”说法，即洋河、双沟和汤沟。双沟酒业与洋河同位于宿迁市，拥有3,000多名员工，生产能力5万吨，资产和销售规模于省内仅次于洋河，公司拥有“苏酒”、珍宝坊、青花瓷和柔和四大系列，中高档产品比重也较高。
- 2) **双沟发展势头较好。**近几年，随着白酒行业的景气，公司品牌于省内具有较高认可度且产品结构调整得当，加上公司管理层利益诉求得到满足，双沟酒业销售收入增长较快，2009年销售收入同比增长超过40%，2010年珍宝坊销售同比增长41.13%，青花瓷同比增长77.97%。
- 3) **体制接近，管理层持股。**双沟管理层亦持股双沟酒业，管理层、公司、股东三者利益一致，有利于公司深入挖潜快速发展。

未来发展规划

2011年度，公司将全力推进集团一体化、市场全国化、技改扩建、管理升级和资本市场建设等五大工程建设。**全年主营业务收入力争不低于30%的增长速度。**

推进集团一体化工程。洋河、双沟强强联合，完成股权一体化工作。2011年公司将在集团层面上进一步推进一体化工程，实现利益一体化、组织框架一体化、资源配置一体化和文化一体化。

推进市场全国化工程。洋河、双沟两大品牌在市场网络构建过程中，互相促进，相互支撑，起到了良好的市场效果。公司将进一步做好品牌结构、区域结构两个优化工作，以及人员队伍、营销模式创新、激励机制包括企业文化等四大保障工作。

推进技改扩建工程。加快名优酒技改二期工程和储酒工程的建设速度，确保按时达产，保障企业的进一步发展。

推进管理升级工程。进一步引进先进管理模式嫁接基础管理，打造学习型企业。

全力推进资本市场的建设工程。公司将从产业运作的角度，借助资本运作的手段和方式，增强企业自身实力。

盈利预测及估值

预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 7.53 元、10.66 元和 14.52 元。给予公司 255.00 元目标价，相当于 2011-12 年 33.9 倍和 23.9 倍市盈率，给予 **买入** 评级。

主要假设：

白酒投资标的优势排序

收入	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
中高档酒(百万)	711	1,319	2,160	3,378	6,377	9,438	13,213	17,838
普通酒(百万)	345	420	493	571	1,171	1,463	1,829	2,195
其他(百万)	15.6	22.8	29.2	52.2	71.5	93	111	134
收入增长								
中高档酒增长(%)		85.5	63.8	56.4	88.8	48.0	40.0	35.0
普通酒增长(%)		21.9	17.3	16.0	104.8	25.0	25.0	20.0
其他(%)		46.1	28.3	78.5	37.0	30.0	20.0	20.0
成本								
中高档酒(百万)	278	514	805	1,120	2,263	3,266	4,559	6,154
普通酒(百万)	271	373	451	498	998	1,244	1,555	1,866
其他(百万)	15	20	22	44	68	85	103	123
毛利率(%)								
高度酒	60.9	61.0	62.7	66.9	64.5	65.4	65.5	65.5
低度酒	21.3	11.2	8.4	12.8	14.7	15.0	15.0	15.0
其他	6.7	10.7	24.7	15.1	5.0	8.0	8.0	8.0

资料来源：中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,002	7,619	10,994	15,154	20,167
销售成本	(1,662)	(3,329)	(4,595)	(6,216)	(8,143)
经营费用	(695)	(1,262)	(1,801)	(2,477)	(3,286)
息税折旧前利润	1,675	3,140	4,698	6,583	8,870
折旧及摊销	(30)	(112)	(99)	(122)	(132)
经营利润(息税前利润)	1,645	3,028	4,598	6,461	8,738
净利息收入/(费用)	21	52	72	113	184
其他收益/(损失)	8	(4)	0	0	0
税前利润	1,673	3,076	4,670	6,574	8,922
所得税	(420)	(778)	(1,168)	(1,643)	(2,230)
少数股东权益	0	(94)	(113)	(135)	(156)
净利润	1,254	2,205	3,390	4,795	6,536
核心净利润	1,254	2,205	3,390	4,795	6,536
每股收益(人民币)	2.79	4.90	7.53	10.66	14.52
核心每股收益(人民币)	2.79	4.90	7.53	10.66	14.52
每股股息(人民币)	0.80	1.00	1.56	2.19	2.97
收入增长(%)	49.21	90.38	44.30	37.83	33.08
息税前利润增长(%)	67.62	84.08	51.86	40.50	35.24
息税折旧前利润增长(%)	66.96	87.44	49.58	40.13	34.74
每股收益增长(%)	68.71	75.86	53.77	41.44	36.30
核心每股收益增长(%)	68.71	75.86	53.77	41.44	36.30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,673	3,076	4,670	6,574	8,922
折旧与摊销	30	112	99	122	132
净利息费用	1	1	(72)	(113)	(184)
运营资本变动	4,103	3,291	5,512	7,416	9,888
税金	(420)	(778)	(1,168)	(1,643)	(2,230)
其他经营现金流	(3,959)	(1,864)	(3,632)	(4,883)	(6,423)
经营活动产生的现金流	1,428	3,840	5,410	7,472	10,104
购买固定资产净值	(215)	(776)	(550)	(550)	(495)
投资减少/增加	(4)	(3)	0	0	0
其他投资现金流	0	(385)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(219)	(1,164)	(550)	(550)	(495)
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	28	28	25
支付股息	(360)	(450)	(701)	(986)	(1,338)
其他融资现金流	2,795	(18)	72	113	184
融资活动产生的现金流	2,435	(468)	(601)	(846)	(1,129)
现金变动	3,644	2,208	4,259	6,076	8,480
期初现金	1,032	4,676	6,884	11,143	17,219
公司自由现金流	1,210	2,675	4,860	6,922	9,609
权益自由现金流	1,230	2,727	4,960	7,063	9,818

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	4,676	6,884	11,143	17,219	25,699
应收帐款	31	158	374	530	504
库存	914	1,871	2,757	3,729	4,886
其他流动资产	156	156	307	517	795
流动资产总计	5,778	9,069	14,581	21,997	31,884
固定资产	493	880	1,857	1,638	2,058
无形资产	136	715	691	668	644
其他长期资产	83	816	312	979	942
长期资产总计	713	2,411	2,860	3,284	3,644
总资产	6,491	11,480	17,441	25,281	35,529
应付帐款	168	433	459	622	814
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,093	3,328	6,433	10,140	14,817
流动负债总计	1,261	3,762	6,893	10,761	15,631
长期借款	0	0	28	55	80
其他长期负债	150	331	331	331	331
股本	450	450	450	450	450
储备	4,625	6,469	9,159	12,968	18,165
股东权益	5,075	6,919	9,609	13,418	18,615
少数股东权益	4	468	581	716	872
总负债及权益	6,491	11,480	17,441	25,281	35,529
每股帐面价值(人民币)	11.28	15.38	21.35	29.82	41.37
每股有形资产(人民币)	10.97	13.17	19.20	27.72	39.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(10.39)	(15.30)	(24.70)	(38.14)	(56.93)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	41.87	41.22	42.73	43.44	43.98
息税前利润率	41.10	39.74	41.83	42.64	43.33
税前利润率	41.81	40.38	42.48	43.38	44.24
净利率	31.32	28.94	30.83	31.64	32.41
流动性(倍)					
流动比率	4.58	2.41	2.12	2.04	2.04
利息覆盖率	(79.6)	(58.5)	(63.7)	(57.2)	(47.5)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	3.86	1.91	1.72	1.70	1.73
估值(倍)					
市盈率	75.02	42.66	27.74	19.61	14.39
核心业务市盈率(倍)	75.02	42.66	27.74	19.61	14.39
目标价对应核心业务市盈率(倍)	91.53	52.05	33.85	23.93	17.56
市净率	18.52	12.73	9.23	6.65	4.83
价格/现金流	65.84	24.49	17.38	12.59	9.31
企业价值/息税折旧前利润	53.34	27.75	17.65	11.68	7.71
周转率					
存货周转天数	83.36	89.61	91.53	89.83	88.43
应收帐款周转天数	2.43	1.52	1.46	1.83	1.83
应付帐款周转天数	36.99	47.53	36.50	36.50	36.50
回报率(%)					
股息支付率(%)	28.72	20.41	20.67	20.56	20.48
净资产收益率(%)	24.68	29.84	33.27	33.93	33.54
资产收益率(%)	19.31	19.20	19.44	18.97	18.40
已运用资本收益率(%)	24.29	30.74	33.75	34.15	33.49

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年 4 月 19 日

金种子酒

“再造一个安徽”的二线潜力品种

A
买入

600199.SS- 人民币 17.63

目标价格: 人民币 21.06

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(16)	(5)	(0)	60
相对新华富时 A50 指数 (%)	(25)	(12)	(13)	67

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	556
流通股(%)	67.93
流通股市值(人民币 百万)	6,791
3 个月日均交易额(人民币 百万)	140
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
安徽金种子集团	32.07

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏斌为本报告重要贡献者

金种子酒近年来走差异化竞争道路, 凭借独特的营销模式在安徽市场取得了骄人的增长业绩, 2010 年公司主业增长在 40% 以上, 省内省外市场都有较好表现。省内 17 个地区销售收入至少有 7 个增幅在 100% 以上, 73 个县市当中一半销售收入增幅在 50% 以上。省外市场 100 县布局目标已经完成 1/4, 围绕省界重点布局的战略有其独到之处, 未来复制放量有较好基础。预计 2011-2012 年每股收益 0.53 元、0.78 元, 给予目标价 21.06 元, 相当于 2011-12 年 39.7 倍、27.0 倍市盈率, 买入评级。

支撑评级的要点

- 公司自 2005 年“聚焦资源, 做强白酒主业”战略明晰后, 白酒业务持续快速增长。2010 年无论白酒主业还是核心主力产品都实现了快速增长, 势头良好。
- 公司独特的厂商管理模式和营销模式在企业的发展过程中起到了关键作用, 未来这一模式将继续向安徽省周边地区复制, 以再造一个安徽市场。
- 公司走“农村包围城市”路线取得阶段性巨大成果, 未来将继续向安徽省周边地区复制, 在产品升级顺利的情况下, 公司的销售规模有望实现快速增长, 盈利能力也有望继续提高, 建议积极关注。
- 公司“十二五”规划已经在制订当中, 目标宏伟, 计划 2015 年实现销售收入 40 亿元, 市值 400 亿元。

评级面临的主要风险

- 销量快速增长导致品质下降风险。
- 竞争加剧导致费用率大幅提升的风险。

估值

- 市盈率估值法, 给予 21.06 元目标价, 买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	662	1,046	1,401	1,823	2,281
变动(%)	(16.0)	58.0	34.0	30.1	25.1
净利润(人民币 百万)	24	71	164	292	434
全面摊薄每股收益(人民币)	0.09	0.27	0.30	0.52	0.78
变动(%)	(7.6)	194.2	7.8	77.7	48.7
市盈率(倍)	193.2	65.7	60.9	34.3	23.0
每股现金流量(人民币)	0.55	1.18	0.61	1.13	1.42
价格/每股现金流量(倍)	32.7	15.3	29.4	16.0	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	92.5	40.8	41.3	22.0	13.4
净资产收益率(%)	4.2	10.9	12.1	18.3	22.4
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.10	0.16
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.58	0.87

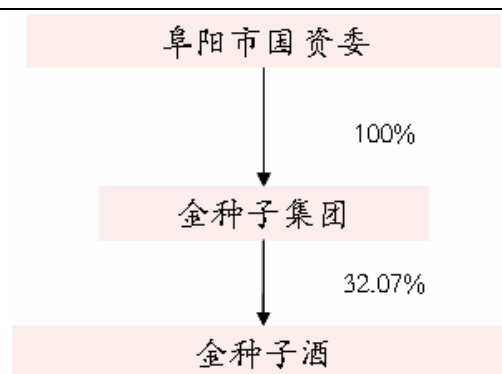
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司简介

公司于 1998 年即 A 股上市，原名金牛实业，由金种子集团作为独家发起人发起上市，集团以主要经营性资产作为出资。上市初期，公司主要从事农牧副产品开发，包括饲料加工、黄牛繁育、生物制药、制革、酿酒等，上市募集资金均用于非酿酒类业务。

2006 年公司以股改为契机，剥离了盈利能力不强的农牧副产品业务，主业集中于酿酒、医药和房地产。

公司股权架构



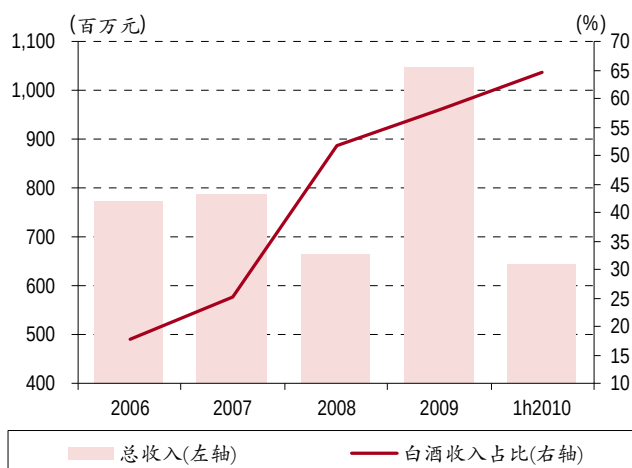
资料来源：中银国际研究

主营业务

收入结构

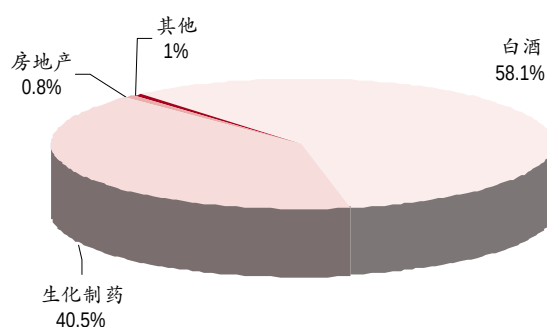
截至 2009 年，白酒业务收入占比 58.11%，已经成为最主要收入来源。

白酒业务收入占比



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

2009 年各业务收入占比



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

主要下属企业及主营情况

	持股比例(%)	主营业务
种子酒总厂一分厂	-	白酒
颍上县金种子酒业公司	90	白酒
安徽金太阳生化药业有限公司	92	生化制药
阜阳金种子酒业销售公司	100	白酒销售
安徽金种子集团阜阳房地产有限公司	98.16	房地产开发

资料来源：公司资料，中银国际研究

生化制药业务

安徽金太阳药业有限公司注册资本 3,000 万元，公司持有 92% 的权益。金太阳药业基础资质良好，通过国家、省两级 GMP、GSP 认证，拥有新药开发能力，2008 年即开发有左氧氟沙星片剂、胰酶肠溶胶囊等产品并获得国家批准文号。2009 年抗艾滋病病毒中间体“ β -胸苷”和“驱虫斑鸠菊注射液”被安徽省科技厅认定为省级高新技术产品。国家四类新药地红霉素正在申请新药证书。

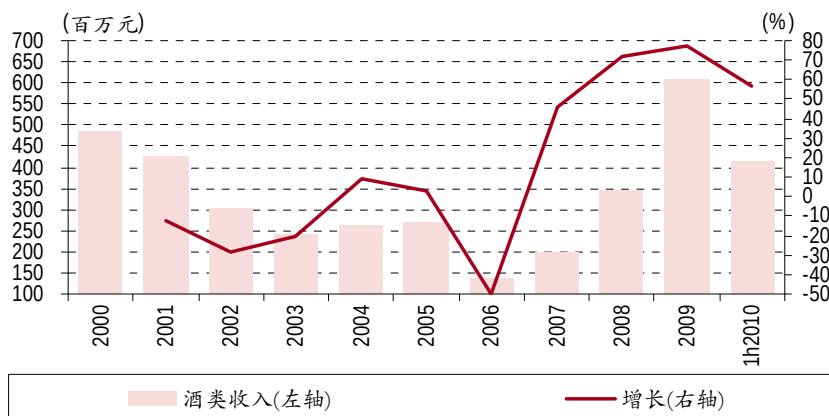
公司生化制药当中自产药业务比重低，药品流通业务占比高，因此整体销售毛利率不高，盈利能力不强。2008 年、2009 年分别实现净利润 70 万和 132 万元，净利润率分别为 0.22% 和 0.31%，对公司利润贡献有限。

未来公司在生化制药方面，将优化产品结构，以原料药(中间体)为主，逐渐向高端原料药转型。

酒类业务

2006 年公司股改以后，由于资源向主业集中以及白酒进入景气周期，公司白酒业务收入规模持续高速增长。

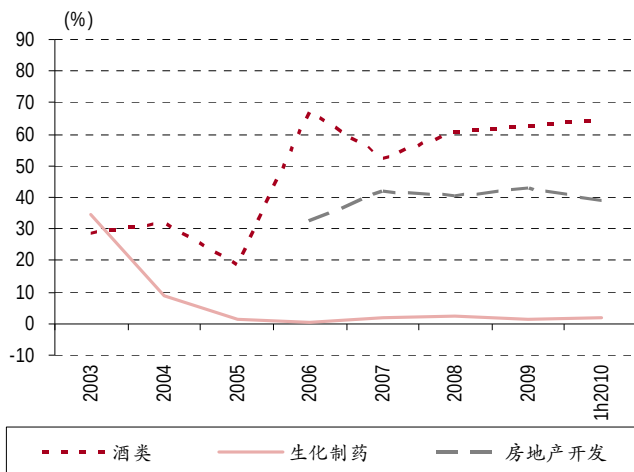
酒类收入及增长



资料来源：中银国际研究

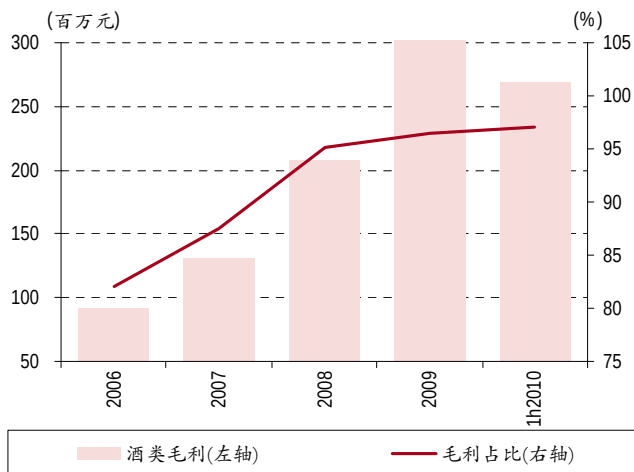
公司白酒业务自 2006 年以来毛利率出现较大幅度提升，随着白酒业务收入规模的持续增长，白酒业务毛利占比大幅提高，至 2009 年已提高到 96.53%。

主要业务毛利率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

白酒业务毛利及占比



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

产品及品牌

公司目前主要产品系列有醉三秋、柔和、祥和种子酒。主打产品以棉柔、柔和为主要口感特点，酒精度数以 40 和 42 度为主打，与口感特点保持一致，能够很好的迎合消费要求的变化。

公司以 40-100 元定价精准定位安徽本省二三线城市、县乡和农村市场，高度契合了消费者的经济承受能力。在品牌诉求方面，公司的品牌诉求内容主要有“好酒自然柔和”、“喝金种子，过好日子”，非常贴近其目标市场消费者的主要心理诉求。结合价格体系以及品牌定位，公司在安徽市场中低档酒市场具有强竞争力，其中祥和种子酒 (40 元左右售价) 销量占比最高。

公司的产品调整以“农村包围城市”为主线，紧抓中部省份的消费升级趋势。为了配合消费升级，并逐步向上丰富产品线，公司于 2010 年第四季度推出徽蕴金种子系列，定位中高档，有 6 年、10 年和 20 年三个品种，商超价均超过 100 元，其中商超价在 300 元以上的 10 年及以上系列主要提升品牌形象，6 年将是主销品种。

主要产品价格情况

名称	出厂价/元	批发价/元	零售/元
祥和	30	36-42	45-55
柔和	50	60 左右	商超 78, 酒店 88-98
地蕴醉三秋	62	88	商超 98, 酒店 118-128
天蕴	90	-	
徽蕴金种子 6 年			商超 148, 酒店 228
徽蕴金种子 10 年			商超 378, 酒店 568
徽蕴金种子 20 年			商超 858, 酒店 1280

资料来源：中银国际研究

主要覆盖区域

覆盖市场	
安徽省内	阜阳、安庆、宿州、巢湖、芜湖、马鞍山、黄山、铜陵、六安、合肥、池州、宣城
省外	河南、江苏、湖北、山东等

资料来源：中银国际研究

营销模式

支撑公司白酒业务增长的是公司独特的系统性多环节营销模式。

公司精选和培养一批较强的经销商队伍。二三线城市和县乡地区白酒市场的经销商起点都不高，公司率先推进经销商的公司化和规范化管理，在经销商选择上，对资金、人员配置、配送能力和办公场所都提出统一要求，因此金种子的经销商队伍起点都是比较高的。

对经销商实施厂商一体化管理，派出人员深入经销商内部管理，嫁接金种子文化，实现对经销商全盘掌控，对经销商进行分公司式管理，这样的厂商合作关系和同业有很大不同。

公司对价格管理到位。公司变涨价为稳价，稳定的每年提一次，价格保持稳中有升，保证渠道利润，并适当以返利进行二次分配。

在加强对经销商实行公司化管理的基础上，实施保证金制度，防止窜货。

积极下沉渠道，以“五个垄断”强化目标市场占有率。公司注重渠道下沉和市场精耕，不设地区总代，也没有省级总代，市区经销商只作市区，县级经销商只作县级，区域划小，精耕细作。

2010 年提出“五个垄断”，推进和巩固渠道下沉到乡镇：垄断乡镇长酒店——目标乡镇府消费；垄断乡镇宣传——控制乡镇政府周边宣传资源；垄断主要的商超店、垄断主要的烟酒店，垄断好的分销商资源。五垄断保证了深度的精准营销和不可复制性。

支持营销优势总结

	描述
经济实力优势	公司白酒业务 5 年增长，产销规模和资金在省内具备优势，尤其是新近增发后，资金比较充裕。
品牌优势	公司将是省内唯一一家拥有 2 个驰名商标和 2 个老字号的企业。
营销网络优势	公司拥有强大销售网络，于全省拥有 6,000 名人员做终端；经销商层面，公司拥有 148 家经销商，经销商队伍普遍强于竞争对手。公司网络的最大优势是深度覆盖，以地市级和县市级及县级为主要支撑，渠道下沉带来独特的不可复制的竞争力。
人脉资源优势	公司认为其主要人脉资源是各级政府，他们是白酒消费方向标，同时也是未来高档酒发展的潜在资源。公司举了一例说明公司的人脉资源——公司新近于合肥(不是公司所在地阜阳)举办了大型晚会暨高档酒上市发布会，省级领导、阜阳市主要领导、以及 73 个县市的“厅局委办”全部派员出席。
资源整合优势	聚焦主业思路确定以后的一系列动作印证。

资料来源：中银国际研究

2010 年销售分析

2010 年公司销售情况良好，包括以下几个方面：

一是公司白酒整体呈现高速增长，预计整体销售增速在 43%-45%，净利润增长 130%-150%(上年同期为 7,137 万元，每股收益 0.27 元)，自 2005 年来持续高增。

二是核心主力产品保持高增长，预计全年“柔和”(含柔和经典)以及恒温窖藏系列同比增长 40%，突破 1,000 万箱；“祥和”种子酒同比增长在 40%左右，醉三秋同比增长也在 20%左右。

三是省内 17 个地区总体在前 4 年高速增长基础上继续实现大幅增长，截至 11 月 30 日，17 个地区当中，蚌埠(皖酒所在地)销售增长 170%以上，淮北地区增长 166%以上(口子酒所在地)，六安增长 104%以上(迎驾所在地)，合肥增长 100%以上，宣城、淮南、宿州销售同比增长均超过 70%。

独立考核的 73 个县市中一半销售增长 50%以上，18 县市增幅超过 200%，8 个县市在 100%以上，省内市场增幅大。

四是省外市场增长势头较好。2005 年提出两个聚焦，聚焦资源做强白酒主业和聚焦市场做强安徽市场，此后有一段时期省外市场有所收缩。2009 年确定开始重新做省外市场，随之成立省外市场拓展部。

省外市场起步晚，但进展快。截至 11 月末，已进入周边省份的 23 个县市，基本分布于湖北、河南、江西、江苏和天津，新近又进入了徐州等三个县市，目前正在运作的省外县市总计有 26 个，河南省重点开拓了 4 地区——信阳、驻马店、周口和商丘，距离阜阳的距离都在 300 公里以内，甚至比阜阳离合肥还近，符合公司省外市场开拓的整体打法。

总体看，2010 年还是省外市场开始起步的阶段，部分县市表现较好，但总量占比依然较低。

未来销售规划

第一，进一步强化实施本土化策略，省内市场重点做。安徽市场是金种子酒的立业之本，不论是生存角度还是未来发展角度都要坚持省内根据地地位不动摇。此外，安徽白酒消费潜力依然巨大，官方数据显示安徽白酒消费规模是 120 亿元，如果将未计入统计的量统计进来，市场应该更大。安徽经济持续向好，按白酒消费年均 15% 增速计算，3 年后市场规模应在 180-200 亿，公司的市场份额应当可以达到 15%-20% 之间，即 27 亿-36 亿元。

此外，本土化战略还包括——全系列和全价位领先的目标。目前公司在省内 17 个地区当中的阜阳、宿州、安庆、巢湖、黄山、马鞍山六个地区处于整体份额第一，其他市场主要是某一价位的市场第一或是某个地区的部分县市居第一。

安徽名酒较多，公司采取“差异化竞争”，在其他酒厂主销地区采取聚焦主要价位产品策略，先做大再做强，避开商务政务市场，主打祥和系列，取得较好效果，在亳州地区(古井)取得 8,000 万销售收入，六安地区(迎驾酒总部所在地)取得 6,000 万以上收入，这两个地区未来仍有翻番空间。

公司未来将继续迅速扩大战果，加快先进市场经验复制和推广，未来继续将局部市场优势放大为全局市场优势，单一价位优势发展为全价位优势。

第二，继续实施全国化战略，省外市场抓重点，以地级市场为单位，板块拓展，以县级单位，小区域高占有。未来重点布局 5 个省 15 个地区 100 个千万级县，实现省外市场整体销售 10 亿元以上。目前已经进入 26 个，从市场运作策略看，公司不会分散资源全面投入，而是集中资源重点打造样板市场。公司所谓的全国化是有重点的全国化，确保做一个成功一个。

板块市场运作有效避免了点状市场的风险。公司认为点状市场不容易形成口碑，宣传也不易起效。

公司全国化战略的实施严格控制在这 5 省 15 个地级行政区内 (100 个县)，不会全面铺开。如果这些市场运作成功，我们认为公司“再造一个安徽市场”的目标实现是比较乐观的。我们预计在 2011 年年底，100 个县市的布局基本可完成。这其中靠近省界的 10 个地区 79 个县，人口 6,700 万以上，相当于又一个安徽市场 (73 县市，6,500 万人口)。

第三，2011 年开始全面实施高档化战略。

其一，中高端白酒消费人群持续增长，区域性品牌有必要且有能力依靠地缘优势抢占这一市场。区域性品牌未来将在 200-800 元价位的白酒市场占有主导地位。

其二，白酒精神消费品属性越来越突出，预计不久的将来，安徽市场 200 元以上的白酒将成为消费主流，这在江苏市场已经成为现实，洋河股份的海之蓝系列即是这一市场的畅销品种。公司目前着手推出高档产品是未雨绸缪，加快市场培育，满足消费升级，满足未来主流消费的需求。

其三，高档化战略是金种子品牌整体提升的需要，也是市场和资源效益最大化的需要。公司目前 150 元以上产品太少，不符合公司未来出击省内一线市场和省外市场的目标；公司拥有较好的品牌资源和企业形象，拥有良好的经销商队伍和营销队伍，前期主打产品在 100 元左右和以内，并未对现有网络营销等资源充分利用。

其四，徽蕴系列将是公司高端战略产品，也是未来的主流产品。徽蕴系列彰显徽文化，同时在价位上同柔和系列种子酒有效区隔。通过高端品牌树立，将在和现有产品不冲突的基础上对种子品牌起到很好的拉升作用。

为配合高端酒的推出，公司将整合传播资源，强势营销，注重名烟名酒店展示和核心酒店占有。广告方面，公司于央视购买两个时段广告，如央视二套中午 12 点新闻节目的插播，一套电视剧节目开始前的广告，央视一年投入约 3,000 万。省级媒体包括安徽卫视，冠名了天气预报和 7 点新闻联播的报时，6 点半安徽新闻联播三次 15 秒插播，非卫视高收视率节目“第一时间”的主持人电脑背板名称显示，此外还有安徽境内高速的大型广告立牌。

“十二五”规划正在酝酿

总的指导思想：坚持做强白酒主业不动摇(产业方向)，加快变革机制(治理结构)，推进结构升级(产品出路)。

主要任务：全力做强品牌，顺势做大市值，实现跨越发展。

主要定量目标：至“十二五”末，市值翻两番至 400 亿，销售收入翻两番至 40 亿(也即 P/S=10)，净利润翻两番至 8.5-10 亿元，上缴税金 12 亿，职工年均收入达 4-5 万。

六大任务：

其一，高标准建设金种子生态产业园，高效完成灌装中心、营销和物流中心等五个项目；

其二，高质量的推进市场全国化，省内市场做第一，省外市场抓重点，实施品牌战略，打造高端产品；

其三，2012 年初启动再融资计划，继续推进以资本运营推动产业发展，当年 6 月完成此次融资项目的全部投资，新融资 15 亿元以上，仍然投入核心主业；

其四，高层次构建金种子人才战略优势，包括外部引进和内部培养，内部培养中层技术人才 300 人，加快构筑人才群体优势；

其五，高效率完成集团整体改制，2011 年底完成员工身份置换，对经营者实行年薪制，基础年薪+风险年薪，推出人员激励计划，其中核心人员进行股权激励，推行员工持股，提高弹性收入的收入占比；

其六，高起点推进生化制药资产的上市。

公司“十二五”规划指导思想明确，任务划分较细，具体实行还要看执行力以及各方面的条件是否配合。

附：增发情况

定向增发已于 2010 年 12 月 13 日公告完成，增发价 16.02 元/股，共增发 3,433 万股，净募集资金 5.39 亿元。

公司募资主要用于白酒主业的拓展。此次募集资金项目完成后，公司优质基酒产能将会较大幅度上升、基酒储备能力翻倍、销售网络将更为完善。

增发项目列示

项目	金额(万元)	项目描述
优质基酒酿造技改	21,176	现有年产 7,000 吨基酒产能通过技改改建为年产 6,800 吨优质基酒产能
优质酒恒温窖藏技改	17,421	原 1.13 万吨酒池和室外罐群进行技术改造升级，并新增基酒储存能力 1.1 万吨。项目实施后公司将形成基酒总储存能力 2.23 万吨
营销与物流网络	10,355	合肥购买物业一栋作为公司营销与物流运营中心，在安徽及周边省份建立 200 个金种子酒营销网点
技术研究及品控中心	6,108	新建技术研发及品控中心大楼，并以原有技术中心、环保化验室、成品酒检验室等为基础改扩建现代化白酒技术研发中心和新型品控中心
合计	55,060	

资料来源：中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	662	1,046	1,401	1,823	2,281
销售成本	(443)	(652)	(804)	(947)	(1,087)
经营费用	(180)	(299)	(396)	(514)	(640)
息税折旧前利润	50	107	214	379	574
折旧及摊销	(11)	(12)	(14)	(17)	(20)
经营利润(息税前利润)	39	95	201	362	554
净利息收入(费用)	(7)	(1)	5	12	17
其他收益/(损失)	2	0	4	0	0
税前利润	34	95	210	375	570
所得税	(9)	(23)	(46)	(83)	(137)
少数股东权益	(0)	(0)	0	0	0
净利润	24	71	164	292	434
核心净利润	24	71	164	292	434
每股收益(人民币)	0.09	0.27	0.30	0.52	0.78
核心每股收益(人民币)	0.09	0.27	0.30	0.52	0.78
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.10	0.16
收入增长(%)	(15.99)	58.02	33.99	30.13	25.09
息税前利润增长(%)	(0.70)	145.33	111.29	80.66	52.74
息税折旧前利润增长(%)	(0.72)	113.16	100.38	76.99	51.33
每股收益增长(%)	(7.57)	194.19	7.82	77.73	48.70
核心每股收益增长(%)	(7.57)	194.19	7.82	77.73	48.70

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	79	405	1,151	1,654	2,302
应收帐款	85	90	168	255	365
库存	188	183	241	284	326
其他流动资产	12	11	16	22	28
流动资产总计	365	690	1,576	2,215	3,021
固定资产	85	105	137	194	236
无形资产	213	207	200	193	187
其他长期资产	132	140	162	162	175
长期资产总计	430	452	499	550	598
总资产	794	1,143	2,075	2,765	3,619
应付帐款	57	116	121	142	163
短期债务	32	75	0	0	0
其他流动负债	125	290	584	1,018	1,499
流动负债总计	213	481	704	1,160	1,662
长期借款	0	0	1	1	2
其他长期负债	0	6	11	11	16
股本	261	261	556	556	556
储备	317	384	792	1,025	1,372
股东权益	578	645	1,348	1,581	1,928
少数股东权益	3	4	4	3	3
总负债及权益	794	1,143	2,075	2,765	3,619
每股帐面价值(人民币)	2.22	2.50	2.44	2.86	3.48
每股有形资产(人民币)	1.40	1.71	2.08	2.51	3.15
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.18)	(1.27)	(2.07)	(2.97)	(4.14)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	34	95	210	375	570
折旧与摊销	11	12	14	17	20
净利息费用	7	1	(5)	(12)	(17)
运营资本变动	23	326	886	639	806
税金	(9)	(23)	(46)	(83)	(137)
其他经营现金流	78	(103)	(718)	(309)	(453)
经营活动产生的现金流	143	307	340	626	790
购买固定资产净值	(13)	(20)	(70)	(77)	(77)
投资减少/增加	0	(2)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(13)	(23)	(70)	(77)	(77)
净资产增加	0	0	539	0	0
净增债务	0	0	1	1	1
支付股息	0	0	0	(58)	(87)
其他融资现金流	(90)	42	(64)	12	21
融资活动产生的现金流	(90)	42	475	(45)	(65)
现金变动	41	326	745	503	648
期初现金	39	79	405	1,151	1,654
公司自由现金流	131	285	270	549	713
权益自由现金流	124	284	276	562	730

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	7.58	10.23	15.29	20.80	25.16
息税前利润率	5.85	9.08	14.32	19.88	24.27
税前利润率	5.08	9.04	14.99	20.55	25.01
净利率	3.67	6.83	11.71	15.99	19.01
流动性(倍)					
流动比率	1.71	1.44	2.24	1.91	1.82
利息覆盖率	5.8	121.4	(37.3)	(29.6)	(32.9)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.83	1.05	1.90	1.66	1.62
估值(倍)					
市盈率	193.23	65.68	60.92	34.27	23.05
核心业务市盈率(倍)	193.23	65.68	60.92	34.27	23.05
目标价对应核心业务市盈率(倍)	226.33	76.93	71.35	40.15	27.00
市净率	8.07	7.14	7.35	6.28	5.15
价格/现金流	32.67	15.25	29.40	15.97	12.66
企业价值/息税折旧前利润	92.51	40.75	41.27	21.99	13.41
周转率					
存货周转天数	103.58	64.05	62.88	56.86	52.18
应收帐款周转天数	23.81	11.86	25.55	32.85	40.15
应付帐款周转天数	46.57	64.97	54.75	54.75	54.75
回报率(%)					
股息支付率	0.00	0.00	0.00	20.00	20.00
净资产收益率	4.18	10.88	12.07	18.31	22.36
资产收益率	3.06	6.25	7.91	10.54	11.98
已运用资本收益率	4.73	9.74	11.07	17.06	21.39

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

泸州老窖 (000568.SZ/人民币 43.60, 买入)

五粮液 (000858.SZ/人民币 31.20, 买入)

贵州茅台 (600519.SS/人民币 173.06, 买入)

洋河股份 (002304.SZ/人民币 208.98, 买入)

金种子酒 (600199.SS/人民币 17.63, 买入)

水井坊 (600779.SS/人民币 22.44, 未有评级)

伊力特 (600197.SS/人民币 14.04, 未有评级)

古井贡酒 (000596.SZ/人民币 76.66, 未有评级)

沱牌曲酒 (600702.SS/人民币 19.26, 未有评级)

老白干酒 (600559.SS/人民币 29.76, 未有评级)

酒鬼酒 (000799.SZ/人民币 19.97, 未有评级)

以2011年4月18日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371