



食品饮料

2011.10.24

估值波动收窄 坚定推荐一线

——秋糖观感暨 10 月报

 **胡春霞**
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com
 编号 S0880511010015

本报告导读：

10 月秋季糖酒会反馈信息基本符合预期，景气持续但有过火之嫌。预计四季度板块窄幅震荡概率较高，首推估值便宜、业绩增长更确定的一线白酒和葡萄酒。

摘要：

- **白酒仍然维持了高景气度：**1-9 月白酒行业产量增长 29%，1-7 月行业收入增长 37%、利润增长 45%。从秋季糖酒会整体观感来看，白酒行业销售情况目前仍非常好；新进入者众多，这也可以作为行业景气的佐证，但似乎行业整体有过热之嫌。
 - **未来 1-2 年增长趋势仍可见，但关于增速下滑的担忧开始蔓延：**行业火爆吸引了众多业内外资本加速进场，随着去年、今年大量新增产能逐步投产，明年下半年或者后年可能会出现行业销量的高点。
 - **黄沙散尽，谁是真金？**未来两年各中高档品牌白酒一旦走向全面跑马圈地阶段，费用投放应该都将不低，预期中的竞争加剧可能会导致中档白酒出现分化，而高档、超高档品牌张力强，竞争相对缓和，依靠新增产能投产和持续提价驱动下的盈利增长仍有保障。
 - **短期来看，经济增长减速对酒类销售的影响尚不明显：**厂商和经销商尚未感受到明显寒意。对高档白酒来说，经销商盈利大幅增加后不愿意贸然减量，在拍卖、高收入人群增加创造出新增需求情况下，我们认为未来高档酒受到经济波动的影响将相对有限。
- **秋糖观感：行业依然景气 中小企业加速扩张。**会议期间举行了大大小小的论坛，皆以小酒为主，无论是参加论坛还是从展区布展来看，区域内三、四线品牌白酒企业参会热情高涨。从我们接触到的厂家、销售人员、经销商绝大部分都对今年的销售状况满意，且目前销售势头仍不错。茅台、五粮液的销售商喜笑颜开，单瓶盈利能力进入新时代，继续看好一线白酒的盈利增长。而资本市场的参会热情不高，这也与往届秋糖类似，行业有可能在年内进入波澜不惊盘整期。
 - **茅台：**参展阵容强大，意在推广汉酱，预计今年汉酱酒销售在 500 吨左右，十二五规划汉酱酒力争做到 5000 吨。
 - **汾酒：**三季度控货已在三季报中得到体现，价格体系出现问题将倒逼公司未来在营销管控方面加大工作，继续长期看好汾酒崛起。
- **投资策略：**行业景气持续，业绩增长稳定、明确的一线品种，在前期的调整中估值已经相当便宜，即使大盘继续调整，下跌空间也不大，长期投资者完全值得买入并持有。伴随估值平移，2012 年一线白酒 40% 以上业绩增长将驱动相关公司未来 12 个月内的股价上升，仍有 30-50% 的空间。但目前来看白酒三季报整体超预期可能性不大，在市场博弈下，我们认为四季度板块窄幅震荡概率较高，上涨的市场动力不足，但是基本面不错，下跌空间也非常有限，市场趋势将决定板块相对收益水平。继续首推估值便宜、增长更确定的一线白酒和葡萄酒。
- **近期推荐顺序：五粮液/茅台/张裕 A/老窖/汾酒/古井。**

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

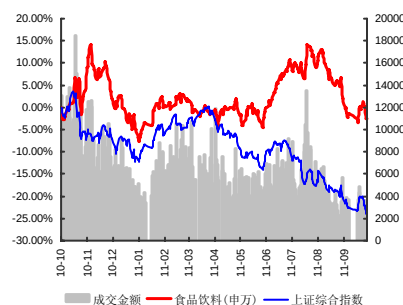
上次评级：

增持

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持

2010.10.25-2011.10.21:



相关报告

食品饮料：《糖酒会景气度仍高，淡看三季报波动》
 2011.10.17
 食品饮料：《短期震荡，等待节后糖酒会信息》
 2011.09.26
 食品饮料：《白酒产量延续高增长势头》
 2011.09.19
 食品饮料：《行业景气持续 静待估值切换》
 2011.09.19
 食品饮料：《业绩支撑强 淡定面对短期股价波动》
 2011.09.13

目 录

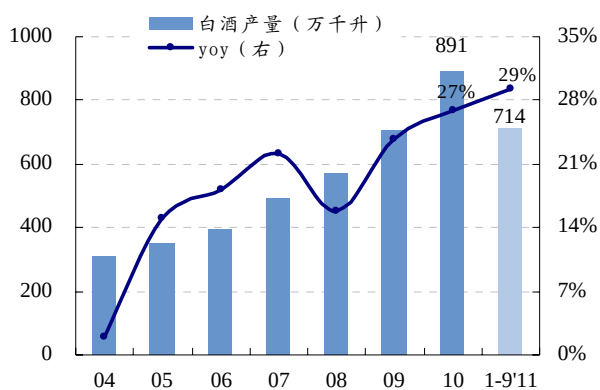
1. 我们的观点：景气度仍高，产量增长有过快势头	3
2. 秋糖观感：行业依然景气 中小企业加速扩张	4
3. 重点参展公司见闻：贵州茅台、山西汾酒、酒鬼酒	5
3.1. 贵州茅台：阵容强大 意在汉酱	5
3.2. 山西汾酒：短期有控货压力 长期改善空间可见	6
3.3. 酒鬼酒：销售增长迅速 但是开发产品令人眼花缭乱	7
4. 淡看三季度业绩波动	8
5. 市场回顾和投资建议	8
5.1. 4月上行->7月冲锋->9月调整	8
5.2. 估值相对底部，但预期四季度行业将窄幅震荡	9
6. 附录：重点公司盈利预测表	11
图 1：白酒行业产量及增速	3
图 2：白酒行业收入及增速	3
图 3：贵州茅台分产品收入占比（2010 年）	5
图 4：汉酱十二五销售规划	5
图 5：酒鬼酒营业收入及增速	7
图 6：酒鬼酒费用率水平	7
图 7：食品饮料行业 vs 上证综指涨跌幅	8
图 8：白酒板块 vs 上证综指涨跌幅	8
图 9：PE-CAGR 象限图	9
图 10：重点公司涨跌幅	9
表 1：重点白酒公司+张裕净利润增速	8
表 2：重点白酒公司+张裕盈利预测及估值水平	9
表 3：多空观点博弈	10
表 4：重点公司盈利预测表（截止日期：2011-10-21）	11

1. 我们的观点：景气度仍高，产量增长有过快势头

白酒仍然维持了高景气度：1-9 月白酒行业产量增长 29%，1-7 月行业收入增长 37%、利润增长 45%。从秋季糖酒会整体观感来看，白酒行业销售情况目前仍非常好；新进入者众多，这也可以作为行业景气的佐证，但似乎行业整体有过热之嫌。

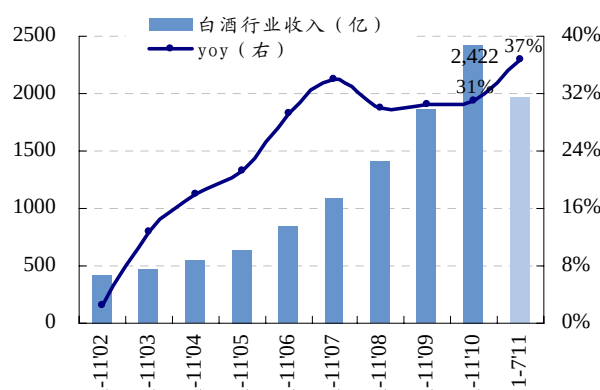
- **未来 1-2 年的增长趋势仍可见，但关于增速下滑的担忧开始蔓延：**
 高端白酒提价拉高了行业成长空间，行业整体消费结构会随居民收入水平增加持续提升。但反之是这两年行业火爆吸引了众多业内外资本加速进场，随着去年、今年大量行业新增产能逐步投产，明年下半年或者后年可能会出现行业销量的高点。
- **黄沙散尽，谁是真金？**未来两年各中高档品牌白酒一旦走向全面跑马圈地阶段，费用投放应该都将不低，预期中的竞争加剧可能会导致中档白酒出现分化，我们倾向于认为拥有品牌、规模、营销优势的企业胜出概率较高。而高档、超高档品牌张力强，竞争相对缓和，依靠新增产能投产和持续提价驱动下的盈利增长仍有保障。
- **短期来看，经济增长减速对酒类销售的影响尚不明显：**接触到的经销商虽也心存经济下滑可能将影响酒类销售的担忧，但在目前经济实际增速显著好于 08 年下半年的情况下，厂商和经销商尚未感受到寒意。近几年高档白酒经销商单瓶酒盈利进入到新时代，即使经济减速导致短期需求受限，经销商应该也不愿意贸然减量，加之拍卖和高收入人群增加创造出了高档白酒新增需求，我们认为高档酒受到经济波动的影响相对有限。

图 1：白酒行业产量及增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2：白酒行业收入及增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

投资建议：行业景气持续，业绩增长稳定、明确的一线品种，在前期的调整中估值已经相当便宜，即使大盘继续调整，下跌空间也不大，长期投资者完全值得买入并持有。伴随估值平移，2012 年一线白酒 40% 以上业绩增长将驱动相关公司未来 12 个月内的股价上升，仍有 30-50% 的空间。但目前来看白酒三季报整体超预期可能性不大，在市场博弈下，我们认为四季度板块窄幅震荡概率较高，上涨的市场动力不足，但是基本面不错，下跌空间也非常有限，市场趋势将决定板块相对收益水平。继续首推估值便宜、增长更确定的一线白酒和葡萄酒。

2. 秋糖观感：行业依然景气 中小企业加速扩张

上市公司中茅台、汾酒、酒鬼酒有比较整齐的领导阵容，整体观感波澜不惊：本届秋季糖酒会来参展的重点厂商不多，仅茅台、汾酒有重点交流信息反馈（其中茅台还带着汉酱推广的目的），相对冷清，这也与往届秋糖情形类似。本次并未看到哪些公司销售明显超预期的信号。

区域地方品牌依托中档产品分享行业成长意愿强烈：会议期间举行了大大小小的论坛，皆以小酒为主（如东北产区白酒论坛、鲁酒产区白酒论坛等），区域内三、四线品牌白酒企业参会热情高涨。今年与往年秋季糖酒会所不同的是，今年各区域白酒企业参会的数量不少，展厅布局相对比较大气。行业高景气吸引众多新进入者，以及一些中小企业的产能扩张，并且出现了相当多的“山寨”品牌，以仿洋河、山西汾酒包装的产品居多，我们认为白酒行业这种新进入者多和中小企业盲目扩张需要引起警惕，尤其是对品牌忠诚度不高的中低档白酒，影响可能会比较大，导致行业竞争加剧，分化加剧。

白酒销售情况目前仍很好：基本上我们接触到的厂家、销售人员、经销商绝大部分都对今年的销售状况满意，除少数公司和经销商外，今年盈利能都有大幅增长，且目前销售势头仍不错。茅台、五粮液目前的旺销局面自不必多说，汾酒经销商对于今年的销售状况也表示满意，老白干前三季度已经基本完成了去年全年的收入，泸州老窖博大公司收入增速已经超过 100%，酒鬼酒收入增速也比较快，与中期能基本持平。但是也有部分企业，如河南的宋河粮液收入增速前三季度仅在 30% 左右。

茅台、五粮液的经销商喜笑颜开，单瓶盈利能力进入新时代，继续看好一线白酒的盈利增长：经销商普遍反映茅台的一批价格已经基本到 1500 以上，五粮液的一批价格地区间存在差异，但也基本能到 900-980 元，由于五粮液今年发货量不大，华东地区相对比较好的仍有 3-6 个月的拖欠，目前五粮液的经销商基本都是以 509 元/瓶的老价格拿货，所以普遍有 400 多元/瓶的一批价差。考虑到茅台、五粮液新进入的经销商必然需要很强的经济实力或者背景，以及两家企业的经销商过去十年以来的历史证明只要坚持做就能获得比较好的盈利，我们认为未来几年两公司高档酒经销商的计划量都不会主动要求缩减（一旦下降，就增加不回来了），新增产能将主要通过新增经销商的方式消化，大幅价差也在吸引更多的优质资源力求挤进高档酒经销商行列，因此我们继续看好一线品种未来几年的确定性盈利增长。

资本市场参会热情不高：此次来参与本届糖酒会的人数也明显少于春季，这也与往届情形类似，与去年比人数也少很多。主要原因应该是前期市场持续下跌环境下以及今年食品饮料行情提前启动的背景下，目前行业已经提前进入了平淡期，短期来看食品饮料行业表现可能会是波澜不惊盘整期。

3. 重点参展公司见闻：贵州茅台、山西汾酒、酒鬼酒

3.1. 贵州茅台：阵容强大 意在汉酱

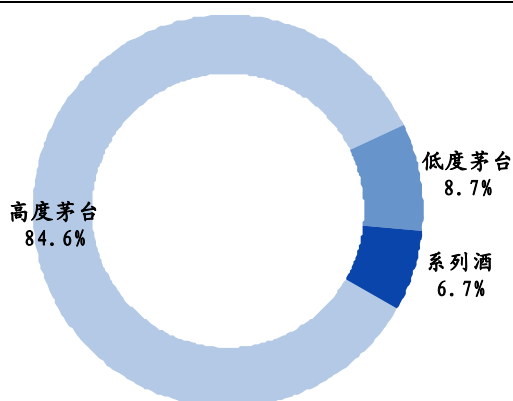
与秋季糖酒会相对冷清有所反差的是，茅台此次参加秋季糖酒会阵容强大。由季克良季老带队，刘自力刘总（原股份公司总经理，即将履新集团公司总经理），杜光义杜总（股份公司副总经理，主管销售），销售公司总经理王崇林携销售公司各位领导皆到场参会。公司管理层主持召开了两个会议，“四个总经销产品座谈会”（38、43 度茅台酒，茅台迎宾酒、茅台王子酒）和“汉酱酒经销商座谈会”。

经销商热情高涨，单瓶盈利高过公司，提价预期强烈：目前各地 53 度茅台终端价基本都到了 1500 元/瓶以上，产品完全不愁卖，最大问题是拿不到货，单瓶高额盈利下经销商的满意度大大提高；在目前高额渠道价差存在的情况下，经销商对年底和明年初的提价应该也在预期之中。

对 53 度茅台酒终端价格的看法：公司领导对茅台终端价格的飙涨，认为除了供需矛盾所带来的价格上涨因素之外，拍卖价格的高企也可能是促发民间囤酒的主要原因。公司管理层要求经销商严格执行 1100 的价格对外出货，但在具体落实上，我们也并未看到公司有特别行之有效的办法来约束经销商执行。

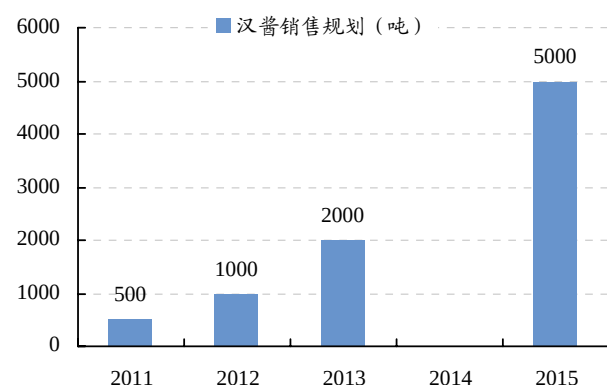
对四个总经销产品期望不低，但是销售情况一般：今年初公司对系列酒产品大幅提价后，销售上出现一定的分化，有经销商反馈茅台迎宾酒大幅提价后销售推动难度有所增大，公司管理层要求经销商在维持价格稳定方面多下工夫。不过低度茅台酒和系列酒产品占公司收入比重仅在 15% 左右，迎宾酒占比就更低了，并非公司核心盈利产品。公司对系列酒大幅提价除了品牌本身考虑之外，也是希望其从战略产品逐步变为盈利产品。

图 3：贵州茅台分产品收入占比（2010 年）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 4：汉酱十二五销售规划



数据来源：国泰君安证券研究

高管聚秋糖，意在汉酱：公司高管基本到场，应该说公司对汉酱推广成功寄予厚望。汉酱经销商座谈会上公司领导对于汉酱未来发展做出了明确的布局 and 规划：

➤ **产品定位：**中高端，终端指导价 699，出厂价 400 多元，意在弥补

茅台提价后的价格空间，汉酱本身传承茅台传统工艺，但 51 度的酒体为公司创新，名称、符号弱化茅台主品牌形象，与茅台酒本身形成区隔；

- **经销方式：**总经销制，中心城市和重点城市设总代理商；
- **价格管控：**串货查实首次对保证金扣减 10%、二次发现扣减 30%、三次则全额扣减并取消经销资格；
- **渠道模式：**公司希望经销商以团购为主，进而进入名烟酒店，待时机成熟再逐步过渡到商超和餐饮酒店；
- **目标客户：**商务消费为主，兼顾政务消费和中高端家庭消费；
- **未来规划：**今年计划 500 吨（已完成 200 吨），12 年 1000-1200 吨，13 年 2000 吨，15 年力争做到 5000 吨。

经销商对新品汉酱反响良好：经销商普遍对汉酱热情比较高，认为未来这一产品有可能能做起来，因此也愿意进行一些前期的投入，渠道方面目前主要以团购为主。

产品系列梯队将逐渐完善：继汉酱之后，公司计划在今年底和明年春节前再推一款定位低于汉酱的产品——仁酒，预计仁酒定位将高于茅台王子酒，茅台即将形成从高到低分别为年份酒、茅台酒、汉酱、仁酒、茅台王子、茅台迎宾等梯队系列产品。

3.2. 山西汾酒：短期有控货压力 长期改善空间可见

山西汾酒三季度控货，导致收入低于预期。短期内价格体系出现一些问题，公司立即做出反应，主动控货进行梳理，这也将倒逼公司加强营销管控。维持全年 45 亿收入预期，调整 Eps 预测至 11-12 年 1.85、2.76 元，但公司业绩波动较大一定程度上影响公司未来的估值提升，近期三季度业绩大幅下降影响股价，但目前估值已比较合理，继续杀跌动力不足，维持增持，6-12 个月目标价 83 元。

糖酒会期间推新品发布：10 月 7 日公司举行了玫瑰汾酒、白玉汾酒的新闻发布会。价格定位上玫瑰汾酒、白玉汾酒两款产品分别有三个品项：20 年白玉汾酒、黑玫瑰汾酒作为次高端产品树形象，终端指导价 398-428。10 年白玉汾酒、红玫瑰作为主打产品，终端指导价 188-198 元，玲珑白玉和玲珑玫瑰作为小容量产品，终端指导价 98 元。去年的糖酒会前后公司也有连续几场新品发布会，推出了较高端的竹叶青系列酒。目前看，公司对产品系列的梳理已经卓有成效。

控量、理顺青花瓷价格：公司二季度大幅提价后，终端价格一时有些乱，部分地区价格并未自然上移。经销商在 3 月底提价前有突击拿货现象，这一情况在去年四季度和今年一季度报表收入增长提速中也已得到了一定反映；二季度部分地区力争在上半年完成全年计划，也存在一定程度的压货。公司领导意识到了目前局部地区出现产品供大于求的现象，控货也是必要的措施。应该说，公司高速增长中出现某些问题也实属必然，关键在于及时发现并纠正，进而改善公司管理。今年公司取消了省内外不一样的返点政策也助于提升公司未来费用投放的效率，短期来看控货效果仍需观察，控货时间长短将决定公司业绩能否最终达预期。

销售费用：公司计划全年 9 个多亿销售费用，1-9 月计提销售费用 6.5 亿。公司年初提出要加强预算管理，费用按额度分配，希望不再出现往年一样由于费用在四季度集中体现而导致销售旺季的四季度亏损。

与银基合作平稳推进：目前与银基合作正在平稳推进，预计首年销售收入能完成 2 个亿左右。银基主要代理两个新开发的高端产品：40 年青花瓷（出厂价 780-800 元，终端价 1400-1500 元）和经典国藏（出厂价 3000 多元，终端价 5000 元左右）。银基在高端酒水运营领域拥有丰富经验，在全国拥有 83 间“品汇壹号”形象店和强大的经销资源，可以帮助汾酒高端新品迅速铺开、进店展示。

强调内部理顺：公司领导认为目前公司的管理整体上还是比较粗放的，不够扎实，可以做的事情还很多。如何调动大家的积极性，还是有一定的难度。公司 9 月份完成了薪酬体系改革，希望通过工资增量的改革，加大差距，调动大家的积极性。

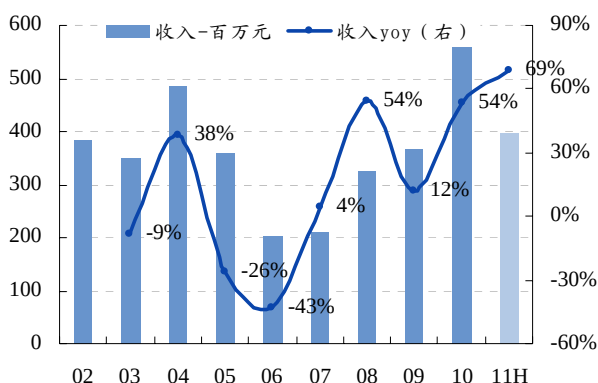
经销商情绪较好，对汾酒销售整体满意：我们也在秋季糖酒会期间与部分经销商进行了交流，普遍观感来看经销商情绪都还不错，这两年做汾酒也挣到了钱，愿意跟着公司做。部分地区也说的确有价格上不去、串货的情况发生，但是交流的经销商认为问题不大，对汾酒的整体销售还是比较满意的。

3.3. 酒鬼酒：销售增长迅速 但是开发产品令人眼花缭乱

大手笔，高规格参展：酒鬼酒今年在秋季糖酒会期间布置了相当规模的展台，共有大大小小几十个品牌前来参展，其中仅湘泉开发品牌就占据了半壁展柜，近两年加速招商完成酒鬼复兴的力度可见一斑。

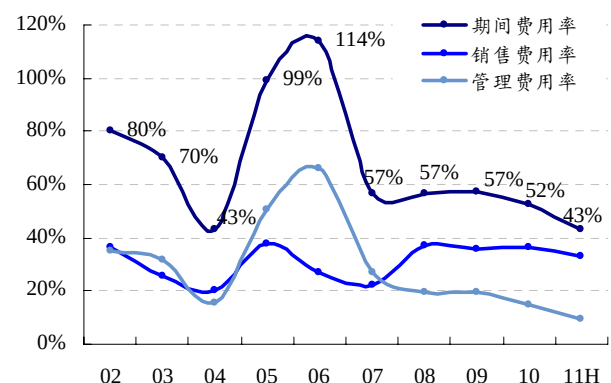
品牌、资源需要进一步聚焦，以突出核心产品：在亟需完成酒鬼品牌复兴阶段，大干快上要规模而依靠多品牌群狼战术抢市场的策略尚可，但未来收入规模上升至 10 亿元后还需进一步聚焦品牌和资源，突出主销售量的核心产品，保证公司未来成长余力更足。

图 5：酒鬼酒营业收入及增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 6：酒鬼酒费用率水平



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

4. 淡看三季度业绩波动

三季度整体超预期可能性不大，但不影响全年业绩预期：尽管食品饮料重点公司中报业绩大幅增长，但目前来看三季度再度出现整体大幅超预期的可能性不大，在对 2011 年全年业绩增速的预期并不高于上半年增速的情况下，对三季度业绩的波动应淡定面对。

表 1：重点白酒公司+张裕净利润增速

	净利润增速				
	2010	2011H1	2011Q1	2011Q2	2011(E)
贵州茅台	17%	58%	49%	65%	56%
五粮液	35%	49%	37%	74%	43%
泸州老窖	32%	35%	32%	41%	26%
洋河股份	76%	70%	62%	86%	73%
山西汾酒	39%	97%	94%	107%	62%
古井贡酒	124%	168%	122%	276%	93%
张裕 A	27%	50%	49%	51%	37%

数据来源：国泰君安证券研究

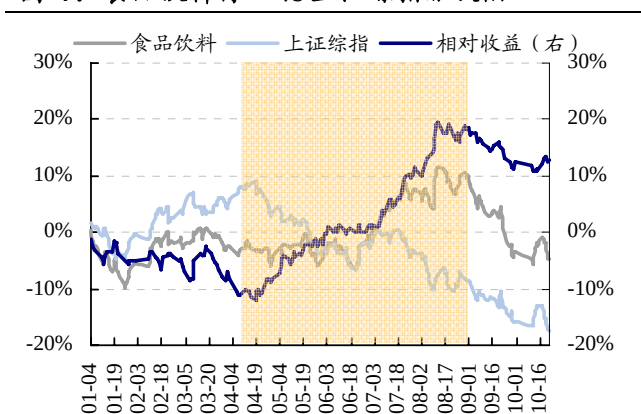
5. 市场回顾和投资建议

5.1. 4 月上行→7 月冲锋→9 月调整

神采飞扬的 5 个月相对收益：食品饮料行业从 4 月中旬一季报开始披露以来，由一线白酒、葡萄酒带动，7 月起二线白酒跟进板块开始进攻，走出近 5 个月的上涨行情。4 月初至 8 月末，板块涨幅 12.8%，同期上证综指下跌 12.3%，板块相对收益高达 25%；部分重点品种 4-8 月取得接近或超过 30% 绝对收益，超额收益更为显著。

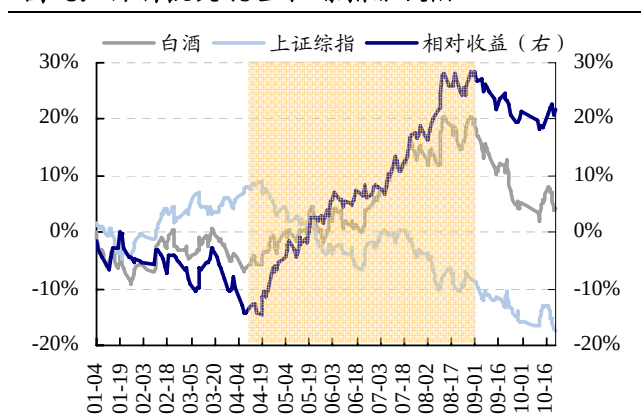
8 月末以来板块持续调整：8 月 15 日五粮液公告提价，加之市场继续趋势向下，前期基金食品饮料仓位偏高，加之超额收益显著使得板块步入调整期。6-8 周的调整以来，年初以来的板块超额收益已收窄至 13%。

图 7：食品饮料行业 vs 上证综指涨跌幅



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 8：白酒板块 vs 上证综指涨跌幅



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

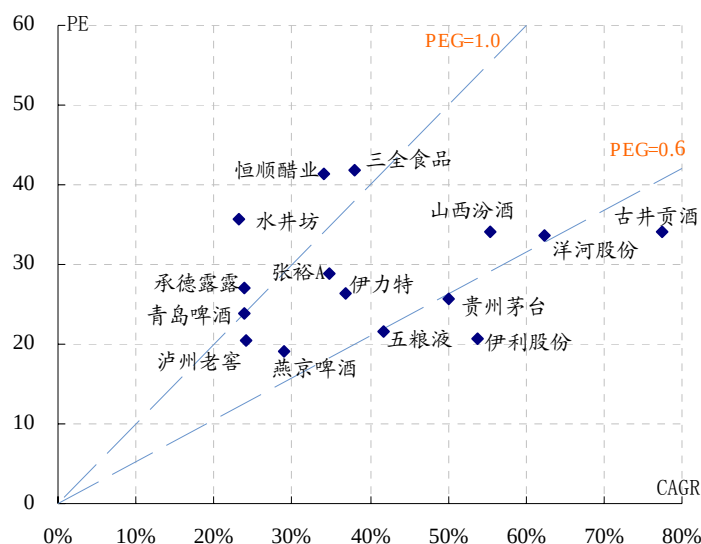
5.2. 估值相对底部，但预期四季度行业将窄幅震荡

低估值，长期投资者完全可以买入并持有：虽然部分公司自 11 年 4 月以来已跑出 10%-40% 的绝对收益，但在利润大幅增长后，重点公司与历史同期估值水平相比仍相当低（目前一线品种 12 年 PE15-17 倍，二线白酒 21-23 倍），部分重点公司的 PEG 水平都在 0.6 左右。站在长期投资的角度，完全可以买入并持有。我们这样计算，如果以投资中 7-8 成仓位考虑，以当前估值相对底部区域来看，一年期食品饮料盈利增长驱动下的股价上涨保守仍有 30% 收益空间，则将有 21-24% 收益，已经非常可观。

预计四季度行业将窄幅震荡，市场趋势将决定板块相对收益：在行业景气、低估值、前期高超额收益、消息面即将迎来相对真空期的未来 2 个月时间里，预计板块窄幅震荡概率较高，相对收益更多取决于市场趋势的表现：如果市场趋势向下，食品饮料板块由于前期强势并积累了较高超额收益，加之基金持仓较高，存在补跌风险，但超额收益仍可见；在多数人认可目前处于市场相对底部区域的情况下，如果出现较大级别反弹，食品饮料板块跑输概率则较高。

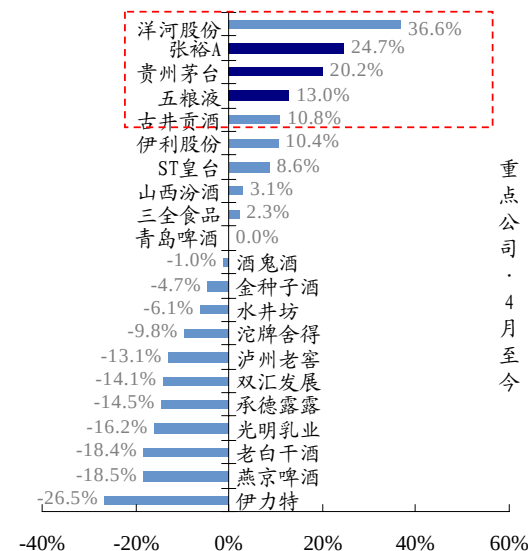
兼顾防御与进攻，继续首推低估值与业绩增长确定较高的品种：建议增持一线白酒和葡萄酒。如遇市场继续调整，食品饮料出现补跌时，建议优先加大一线品种配置比例。

图 9：PE-CAGR 象限图



数据来源：WIND，国泰君安证券研究，复合增长以 10-12 年计算

图 10：重点公司涨跌幅



数据来源：WIND，国泰君安证券研究，04/01-10/18

表 2：重点白酒公司+张裕盈利预测及估值水平

	2010		2011E		2012E		PE	
	Eps	yoy	Eps	yoy	Eps	yoy	2011	2012
贵州茅台	4.87	17%	7.58	56%	10.97	45%	25.6	17.7
五粮液	1.16	35%	1.66	43%	2.33	40%	21.5	15.3

泸州老窖	1.58	32%	1.99	26%	2.63	32%	19.1	14.4
洋河股份	2.45	76%	4.23	73%	6.46	53%	33.5	22.0
山西汾酒	1.14	39%	1.85	62%	2.76	49%	34.0	22.8
古井贡酒	1.25	124%	2.40	93%	3.92	63%	34.2	20.9
张裕 A	2.72	27%	3.72	37%	4.94	33%	28.8	21.7

数据来源：国泰君安证券研究

表 3：多空观点博弈

	多方的理由	空方的担忧	评价
行业空间 竞争格局	全行业看品牌白酒集中度仍较低，竞争尚未到短兵相接阶段；高档白酒格局稳定，依靠产能扩张和提价增厚收入利润，新进入难；高档酒提价腾出了中高档酒的生存空间，次高端白酒仍处于快速成长期	以统计局披露的行业产量数据计算出的人均白酒饮用量预计将在今年创下历史新高，未来提升空间还有多大？	行业产量统计数据有相当部分重复计算，但目前对行业增长空间的担忧已开始蔓延；如果行业增长见顶，中档白酒企业将面临分化；我们认为明、后年行业可能见顶，但仍需得到终端、渠道、公司反馈出的销量数据出现行业性下滑时再做后验判断
主要公司 经营状况	销售状况仍非常好，公司收入利润均大幅增长；传统白酒企业终端营销、内部管控的改善也在逐步展开	以线性外推方式来预测的话，今年会不会是白酒上市公司整体利润增速的高点？高档酒大幅提价后会不会出现终端串货的现象？	对销售的担忧并非目前食品饮料争论的焦点。行业目前仍在景气中，并未出现下滑迹象；至于提价后的终端价格和销售情况，我们认为目前如此之高的渠道价差使得提价相对顺理成章，近几年茅台、五粮液在提价前后对渠道的管控做得也已经比较到位
经销商 满意度	茅台、五粮液高档酒单瓶盈利进入新时代，新进入者难，满意度大大提高；汾酒、洋河、古井经销商这两年伴随公司一起高速增长，对目前销售状况均感到满意	对于高档酒来说，目前会不会库存太高？经济下滑时经销商会不会大量去库存影响价格波动？	酒好卖、价格稳，经销商就有利可图：依靠团购、营销取胜的中档白酒企业对销售的推动和价格的管控自不必多说；目前高档酒单瓶渠道利润如此之厚，尽管经销商希望能多拿货，但公司却在减单个经销商的供应量，预计目前经销商的平均渠道库存并不高
宏观经济下行 对白酒的影响	如果投资回落，周期性行业利润下滑会比白酒更甚，食品饮料仍有明显相对收益；目前高收入群消费已成为高档白酒旺销的主要新增力量，可部分对冲宏观经济的波动	高档白酒消费与固定资产投资有一定关联，如果未来固定资产投资回落，是否影响白酒消费？宏观环境若像 08 年下半年急转直下，白酒消费会不会突然陷入停滞？	消费品在经济下滑阶段经营状况恶化、利润增速下滑总是慢于周期性行业，总体看消费品仍属非周期行业。根据我们宏观团队观点，经济硬着陆风险极小；目前经销商也表示尚未感受到似 08 年下半年的销售寒意
估值	在预期 2012 年一线白酒利润增速仍能达到 30-40%，二线白酒增速 40-80%不等的情形下，目前动态 PE 水平却大幅低于历史同期，可以继续持有和推荐	今年食品饮料行业与大盘的相对 PE 水平已经不低，处于相对高位	由于 2010 年底不少投资者曾受伤，加之今年市场整体估值重心下移，预计 2011 年动态 PE 高点会低于 2010 年水平；相对收益仍较高是制约目前白酒估值提升的主要原因
短期因素	发改委二次约谈后，提价短期受限，但茅台明年初大幅提价预期仍未兑现	提价完全受到政府限制；基金持仓比例已到相对高位，买入食品饮料动力不足；市场见底，周期性品种股价弹性更大	基本面变化决定长期投资价值，短期市场博弈我们也关心，但从绝对收益角度和一年期的投资期限看，完全可以继续看好食品饮料

数据来源：国泰君安证券研究

6. 附录：重点公司盈利预测表

表 4：重点公司盈利预测表（截止日期：2011-10-21）

	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 10-12 年	PE			PS 2010 年	PEG	评级
		10A	11E	12E		10A	11E	12E			
贵州茅台	2,018	4.87	7.58	10.97	50%	40.0	25.6	17.7	17.3	0.5	增持
五粮液	1,355	1.16	1.66	2.33	42%	30.8	21.5	15.3	8.7	0.5	增持
泸州老窖	529	1.58	1.99	2.63	29%	24.0	19.1	14.4	9.9	0.7	增持
洋河股份	1,277	2.45	4.23	6.46	62%	57.9	33.5	22.0	16.8	0.5	增持
山西汾酒	272	1.14	1.85	2.76	55%	55.1	34.0	22.8	9.0	0.6	增持
古井贡酒	206	1.25	2.40	3.92	77%	65.8	34.2	20.9	11.0	0.4	增持
金种子酒	94	0.30	0.70	1.10	90%	55.9	24.3	15.5	6.8	0.3	增持
水井坊	106	0.48	0.61	0.73	23%	45.1	35.6	29.7	5.8	1.5	谨慎增持
伊力特	45	0.30	0.39	0.57	37%	33.7	26.3	18.0	4.2	0.7	增持
双汇发展	403	1.80	0.73	3.01	29%	37.0	91.1	22.1	1.1	3.1	增持
张裕 A	564	2.72	3.72	4.94	35%	39.3	28.8	21.7	11.3	0.8	增持
伊利股份	305	0.49	0.92	1.15	54%	39.2	20.7	16.6	1.0	0.4	增持
承德露露	58	0.49	0.59	0.75	24%	32.8	27.2	21.4	3.2	1.1	谨慎增持
青岛啤酒	444	1.13	1.38	1.73	24%	29.2	23.8	19.0	2.2	1.0	增持
燕京啤酒	184	0.64	0.74	0.98	24%	23.8	20.5	15.5	1.8	0.8	增持
恒顺醋业	16	0.25	0.30	0.45	34%	49.5	41.3	27.5	1.4	1.2	谨慎增持
三全食品	70	0.61	0.83	1.17	38%	56.5	41.8	29.6	3.6	1.1	谨慎增持
洽洽食品	55	0.59	0.71	0.96	28%	36.3	29.9	22.1	2.6	1.1	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:

胡春霞:

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

张楷湔 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		