

增 持 维持
食品饮料—白酒制造
2012 年 2 月 2 日

白酒淡季寻找业绩热点，规避业绩雷区

食品饮料行业高级分析师：赵 勇
 SAC 执业证书编号：S0850209090682
 zhaoyong@htsec.com
 0755-82775282

食品饮料行业助理分析师：齐 莹
 SAC 执业证书编号：S0850511080001
 qiy@htsec.com
 021-23219166

春节结束，白酒行业进入淡季，高档白酒价格停止回落趋于稳定，板块估值处于底部并蓄势待发，淡季寻找业绩热点，同时注意规避业绩雷区。我们曾在 2011 年中期发报告称白酒行业业绩分化，初步表现在一二线与三四线之间的分化。今后几年业绩分化也可能出现在一二线中。白酒行业增速放缓，具有较强竞争优势的公司增速还会保持很快。

2012 年春节前以贵州茅台、五粮液为主的高档白酒终端零售价和批发价曾出现过回落，致使市场情绪悲观，公司估值下移。截止近期，茅台对应 2012 年一致预期的动态估值为 16.9 倍，五粮液为 14 倍，处于历史底部，且相对大盘溢价大幅减少。春节结束之后，我们观察到茅台和五粮液等终端零售价和批发价基本稳定（图 1-2）。我们认为当前应是白酒板块估值底部，考虑到上市公司业绩稳定增长，出于绝对收益考虑，现在应是配置白酒板块的良好时机。

截至近期，白酒上市公司已有 10 家上市公司分别发布业绩快报，总体来看，2011 年业绩表现非常靓丽，我们估计绝大部分均是价格提升所致，部分公司依靠销量增长抢占市场份额。总体来看，古井贡酒、洋河股份、金种子酒、酒鬼酒、山西汾酒等公司已经连续好几年或几个季度高速增长。而水井坊、老白干酒、伊力特等似乎在 2011 年 3-4 季度表现非常靓丽。尤其是老白干酒在 2011 年 4 季度增长最快。

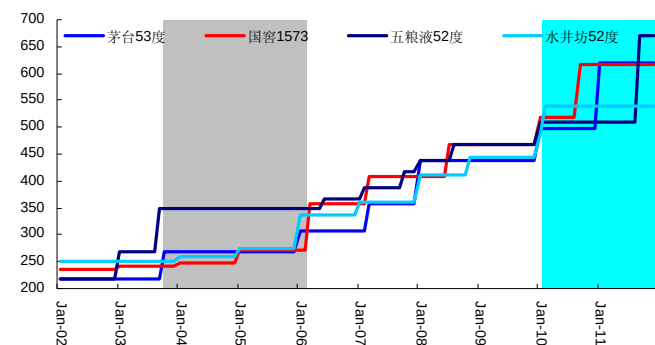
我们估计 2012 年 1 季度白酒上市公司业绩将会逐步分化，部分公司如泸州老窖、古井贡酒、五粮液、洋河股份、酒鬼酒、老白干酒等公司收入增速仍将保持在 40% 以上，有的可能超过 50%。贵州茅台收入增速至少应在 30% 以上。部分公司增速应会逐步放缓。

表 1 白酒上市公司主要时段业绩增长，2011 年业绩预增，1Q12 业绩预测情况（单位：%）

代码	公司简称	3Q10	2010	3Q11	2011E	1Q12E
000568.SZ	泸州老窖	25.9	31.8	27.0	25.40%	40%-45%
000596.SZ	古井贡酒	211.3	124.0	145.4	75%-95%	45%-50%
000799.SZ	酒鬼酒	58.4	35.8	46.3	125%-160%	50%-60%
000858.SZ	五粮液	47.7	35.5	41.9	40.90%	40%-45%
000995.SZ	ST 皇台	-45.1	-946.1	-162.5		
002304.SZ	洋河股份	69.9	75.9	89.9	80%-95%	
600197.SH	伊力特	9.9	22.8	17.3	50.00%	
600199.SH	金种子酒	148.0	136.7	152.3	110% 以上	
600519.SH	贵州茅台	10.2	17.1	57.4	65% 以上	25%-35%
600559.SH	老白干酒	64.4	16.6	44.4	100% 左右	50% 以上
600702.SH	沱牌舍得	31.8	42.2	57.4		
600779.SH	水井坊	-22.9	-26.6	82.0	50%-100%	
600809.SH	山西汾酒	46.4	39.3	31.8	50%	

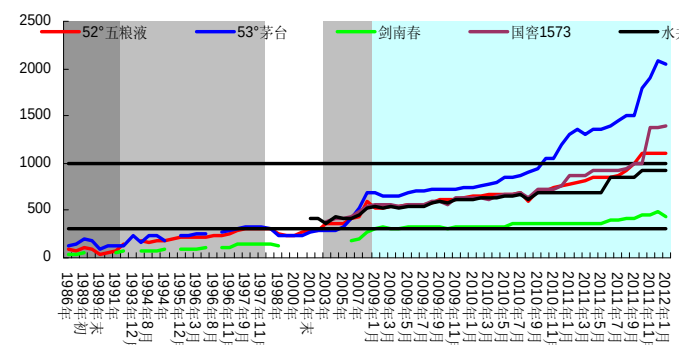
资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯，聚源

图 1 主要高档白酒出厂价走势（单位：元/瓶）



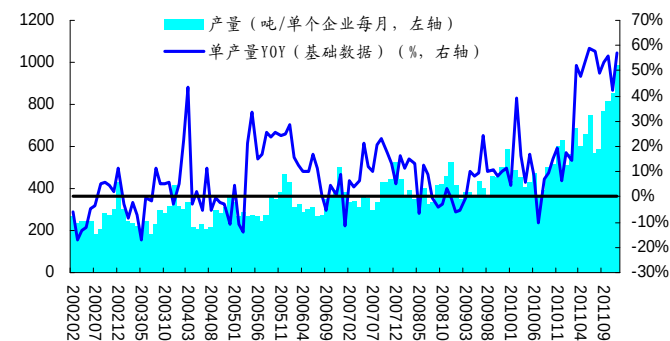
资料来源：海通证券研究所

图 2 节后高档白酒终端零售价回落趋于稳定（单位：元/瓶）



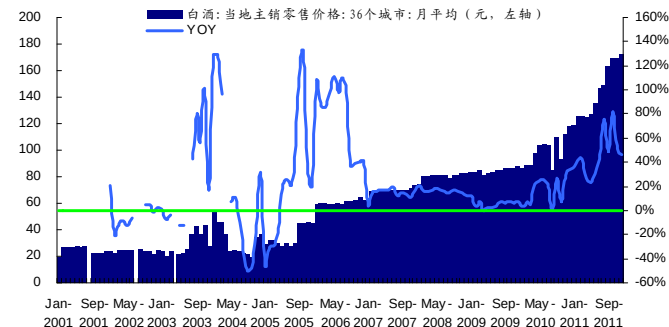
资料来源：海通证券研究所

图 3 2011 年白酒行业单产量大幅提高



资料来源：海通证券研究所

图 4 2011 年全国地产主销白酒单价大幅上涨



资料来源：海通证券研究所

具体推荐公司近况：

1、春节之后，贵州茅台终端零售价趋于稳定。从 2011 年中期开始，茅台年份酒、陈年茅台酒拍卖价格开始回落，春节期间普通茅台酒价格在大幅上涨之后也开始理性回落。节后我们观察到普通茅台酒价格基本稳定，节前的大幅放量似乎基本完全消化。公司在放量的同时还有效加强了价格管理，公司推出了大量不同包装、不同规格、不同品相特点的茅台酒（零售价均在 2000 元以上），替补原有瓷瓶装茅台酒。

预计公司业绩增长主要依靠：1）推出价格更贵的不同规格、不同包装的茅台酒获取结构调整；2）针对部分经销商进行超额部分提价；3）加大直销力度变相提高出厂单价；4）放量 1500 吨左右销量增长。5）直接提价 30% 以上（这一条不容易判断）。我们估计公司 2012 年收入和业绩分别增长 44.07% 和 46.16%，EPS 为 11.74 元。维持“买入”评级。

2、五粮液运营正常，主品牌终端零售价和批发价基本稳定。公司在 2011 年 9 月提价 30%有效确定了公司 2012 年的业绩增长，再加上主品牌销量增长 10%，我们估计公司收入和业绩增长保持在 40%-45%之间。我们估计 2012 年公司 EPS 约 2.34 元。

3、泸州老窖的高档酒国窖 1573 和中国品味在春节期间表现仍旧较好，即使在茅台和五粮液放量的背景下，公司销量依旧保持了稳定增长，目前价格控制较好，其终端零售价依旧高于五粮液。此外，我们估计公司中高档酒即泸州老窖特曲和窖龄酒系列增速超过 45%，部分单品可能超过 50%。总体来看，维持 2012 年业绩增长 47.1%达到 2.88 元的判断，维持“买入”评级。

4、古井贡酒业绩预告 2011 年 EPS 为 2.35-2.61 元，基本符合预期。我们估计公司扎帐较早，去年 12 月底的部分销售额应会归入到今年 1 季度，从市场表现来看，估计表现依旧靓丽，预计 2012 年业绩增长 56.1%，达到 3.85 元，维持“买入”评级。

5、老白干酒：公司近期公告称 2011 年业绩增长 100%，EPS 达到 0.6 元，我们测算 2011 年 4 季度业绩增长 220%，公司称主要是中高档白酒销售比重大增，带动白酒盈利能力大幅提高，同时，养猪产业扭亏为盈促进业绩大增。

老白酒公司主销“老白干香型”的白酒，其主品牌有“衡水”老白干，还有中高档白酒“十八酒坊”等。其中其十八酒坊销量近年在河北省增长迅猛，基本是当地中高档白酒的代表。公司在衡水的销售模式完全直销，省内其他城市也是直销加经销商，拥有自己强悍的经销队伍。公司在省外属于经销商制度，主要集中在山东、山西等省份。

我们估计公司 2011 年白酒市场投放销售额应在 25 亿左右，当前总市值约 33.6 亿，对应市销率仅为 1.34 倍，按照当前白酒行业概况，及公司产品终端零售价的表现，其净利率理应在 10%以上，而公司 2011 年前 3 季度净利率仅为 4.19%，未来业绩释放的空间还非常大，关键在于释放动力。

公司曾在 2010 年发起改制，后因其他原因改制流产。其二股东衡水京安集团从 2006 年开始一直在二级市场减持，截止目前，累计减持 1614 万股，按照减持期间平均股价计算，减持套现共接近 5.5 亿元人民币。除了二股东减持外，股份公司近年也一直缩减其他产业，包括公开转让河北城市人食品有限公司 100%的股权，转让价约 3869.95 万元。老白干的大股东老白干集团似乎也缺钱，于 2011 年 10 月 10 日将其持有的本公司 500 万股流通股质押给冀州市农村信用合作联社。同时将 2009 年 10 月 22 日质押的 1000 万股予以解除。

我们认为公司作为一个区域性龙头公司，享有老白干香型的专有属性，其营销团队和销售模式非常具有竞争优势，理应享有其河北省和周边省份的大部分市场份额，其 25 亿的销售对应当前的市值着实便宜，预计公司 2012 年 EPS 可以达到 1 元以上，给予 30 倍的估值，目标价 30 元左右，给予“增持”评级。

6、酒鬼酒：估计公司在 2011 年销售额突破 10 亿，2012 年收入可能会达到 16 亿。公司在湖南省重新定位其湘泉品牌，试图抢占湖南根据地市场的中高档白酒市场份额。我们对此表示乐观，中高档酒很容易放量，短时期还是比较容易形成销售规模，给予“增持”评级。

表 2 海通证券食品饮料主要上市公司盈利预测表（元，倍）

	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	评级
五粮液	0.85	1.16	1.64	2.34	22.72	15.86	买入
水井坊	0.66	0.48	0.58	0.80	36.20	26.25	增持
贵州茅台	4.57	5.35	8.03	11.74	22.47	15.37	买入
泸州老窖	1.20	1.58	1.98	2.85	18.26	12.70	买入
古井贡酒	0.60	1.34	2.46	3.85	29.95	19.19	买入
洋河股份	2.79	4.90	4.47	6.85	28.34	18.50	增持
老白干酒	0.26	0.30	0.60	1.00	36.65	21.99	增持
酒鬼酒	0.19	0.26	0.61	0.96	40.60	25.38	增持

资料来源：海通证券研究所，WIND 资讯

主要风险：酒精类饮料的食品安全问题发生概率较小，但主要风险在于宏观经济波动风险，以及政策税收政策、行政干预的风险。中档白酒竞争较为激烈，为抢占市场份额，极有可能爆发较强促销活动拉低盈利能力。此外，白酒行业收入业绩出现分化，地产白酒销量收入下降，未来竞争将发生在名优酒厂的相互竞争之中。

信息披露

分析师声明

赵 勇：食品饮料行业高级分析师

齐 莹：食品饮料行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。