

白酒热潮仍需保持冷静(白酒篇)

--2012 成都春季糖酒会观点纪要

食品饮料

投资要点:

- 关于价格下跌的原因: 春节过后, 茅台的价格从 1850-1900 元的一批价下降到 1400 元, 五粮液的一批价从 900 多元到 800 多元。原因是宏观经济的放缓, 尤其是地产业和相关产业的放缓, 对超高端市场形成压力, 舆论压力的变大, 个人消费者在超高端的购买力在大幅下降。
- 价格未来是否还会继续下跌: 超高端中短期还会有下行的趋势, 但是不会太大, 不会重复 98 年那一轮下跌。中高端, 适度温和比去年加速增长加大的态势, 替代效应在发挥明显的作用。观点是未来超高端涨价趋势将放缓, 次高端提价空间变小, 中高端产品仍有涨价空间。

●近期要关注的 2 大动向:

1 茅台是否涨价, 目前茅台的批发价为 1400 元, 五粮液约 800 多元, 如果茅台不涨价, 二级市场的信心会变得可怕, 则批发价将继续下跌, 形成集中的挤压效应, 一批商将抛货, 代理商不进货, 终端价继续回落。茅台如果不受舆论压力逆势提价, 一是批发商抛货意愿下降, 还是有很多人会期盼年底需求恢复, 价格会上行。批发商囤货的意愿增长, 渠道的高利润将会维持。二是茅台的出厂价涨到 800 元, 仍然不影响一级商的高额利润。

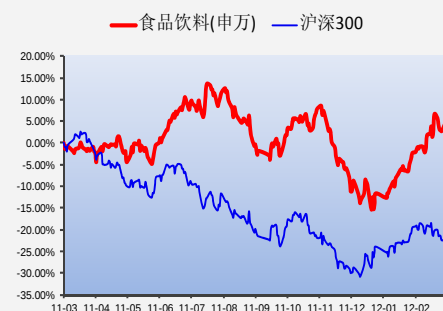
2 五粮液和茅台之间在末端消费的相互替代, 五粮液的差价要远小于茅台, 即使茅台的批发价跌倒 1400, 在超高端市场, 一瓶五粮液只相当于 0.6 瓶的茅台, 如果当茅台的价格直线下挫之后, 关注五粮液的量。认为很多超高端的消费者很理想, 不会轻易的从茅台和五粮液转向其他消费。如果五粮液能够对茅台形成替代, 理论上讲 2 万吨的茅台容量就相当于 4 万吨五粮液的新增市场, 因此关注五粮液是否会重新走强。五粮液的量和价格不坚挺没有关系, 价格是众所周知的。

同步大势

维持评级

发布时间: 2012 年 3 月 27 日

走势图



子行业	评级
白酒	优于大势
乳制品	优于大势
啤酒	同步大势
葡萄酒	落后大势

重要公司	评级
贵州茅台	推荐
五粮液	谨慎推荐
泸州老窖	谨慎推荐
酒鬼酒	推荐
沱牌舍得	谨慎推荐
洋河股份	中性

分析师: 朱承亮

执业证书编号: S0550511110003

TEL: (8621)2036 1133

FAX: (8621)2036 1159

Email: zhucl@nescn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

关于价格的总体判断：次高端白酒本身就是系列酒，价格继续往上提的空间较小；而中端产品提价的空间更大。白酒提价才是生存之道，中低档酒应该在淡季控货提价，这样才能确保生存。判断一季度五粮液的增速可能会略好于茅台。值得注意的是一线白酒的价值被过度低估，三线被过度溢价，不建议追三线过高的投资标的。

白酒行业市场容量被高估：白酒行业的产能问题比价格问题还要严重，预计2015年后将会集中爆发。贵州、四川原酒基地的酒厂将会在2015年之后相继迎来大面积的亏损。我国的产能问题实际上是信息不对称导致的，2000年左右，地方性白酒企业几乎全面陷入困境，无力进入产能扩张，2003年之前的产能都是荒废的。2003年后，受益白酒涨价和营销创新，大量的地方白酒企业终于在2010年夺回了市场。目前来看，200元以下的已经被地方企业占据，全国性的企业基本上在200元以内失去了竞争优势，这个时间会持续5-10年，甚至更长的时间。值得注意的是，这个阶段，大多数企业都把集中力放在了广告，销售，并没有精力去投上游。好的企业在06年之后开始逐渐投产能，而大部分企业2009年开始投资基础设施，2015年所有的龙头企业产能将会释放出来。洋河是典型的代表，基建投入是中国非常大的，几十亿的投入，比宜宾市所有酒厂的投入还要多。产能在2015年集中爆发后，将不再购买四川的基酒。山东、安徽的白酒企业也都在扩充产能，同时也是地方政府GDP的冲动，所有的地方企业都在扩大产能，未来的趋势是没有品牌的企业将很难销售，有品牌的都有能力去扩张产能。15年之后，中国白酒产能的陷阱问题将会集中爆发，大规模的基酒厂，如果不能转型，将会迎来最大的挑战。茅台镇生产许可证已经从之前不到100万炒到了现在1000多万，酱香型酒的产能风险虽略低于浓香，但赖茅酒的泛滥和低价，会让酱酒的形象下跌，对茅台的高端形象也形成负面冲击。白酒行业产能2011年30%的增长，统计局的这一统计不准确。地方白酒企业到四川买基酒，被重复计算了产能。行业实际的产能增速预计不到15%。实际10%的温和增长，10%多的水分。白酒一定是品牌的天下，没有品牌很难生存。白酒的市场容量没有想象中那么乐观。

未来几年行业高速发展的几点推动力：

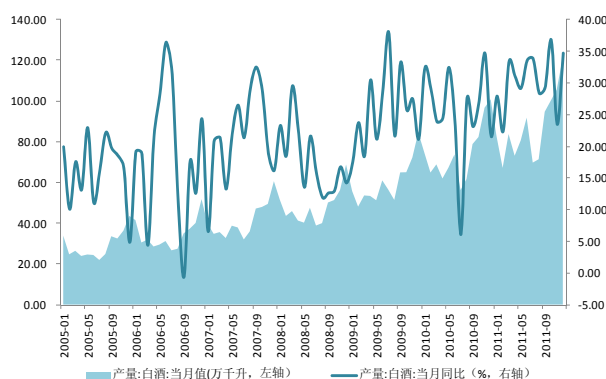
一是品牌化：小企业被淘汰，市场向大企业集中，没有品牌的酒企会死掉，有品牌的发展。认为茅台、五粮液还在开发很多品牌做不好，没有前途。白酒不是换一个名字就可以做营销，白酒是强调历史和品牌，应在在过去的历史上进行创新。现在很多优势企业都有品牌，地方的老品牌相对安全乐观。

二是高端化：把价格卖贵，行业的均价达到几十元，高端酒几百元，平均毛利率高达20-30%，名酒企业达到80%多。超高端走到了尽头，未来看中高端，中端的向上升级。

三是全国化：发展的明星企业如洋河，全国化的高速发展，从区域走向全国。酒鬼、汾酒、剑兰春、郎酒的高速发展也是全国化的模式。地方酒企的高端化也将在省内升级完，如宋河、老白干、金种子等，在省内100-300元的市场已经占据完毕，未来的发展应该是发展100元的产品，这部分产品涨价强于推出一个新的中端品牌。地方三线白酒企业一方面要把小企业挤死，另外实施走出去战略。

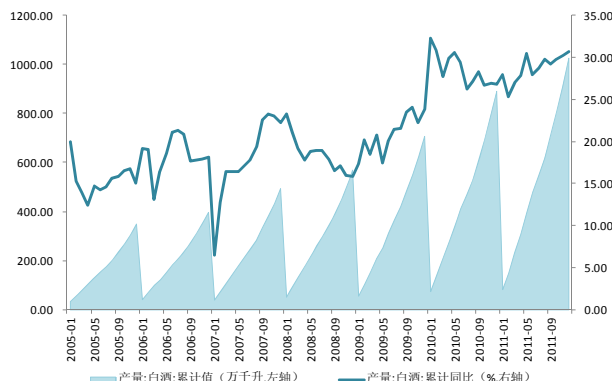
未来总体趋势：量的增长不大，主要靠价位增长和结构调整，营销竞争变得尤其关键。河南、山东、河北都是消费大省，品牌大省。区域竞争向全省竞争转移。河南：5-6家酒企突出；山东：现在20来家酒企规模都差不多，这种局面很快会发生变化；河北：老白干、山庄、板城三家企业优势越来越明显；安徽已经形成四家酒企的竞争格局。必须要全国化，地方的企业一定要全省化。全国化，全省化会成为主要潮流。

图 1、全国白酒产量及增速（当月值）



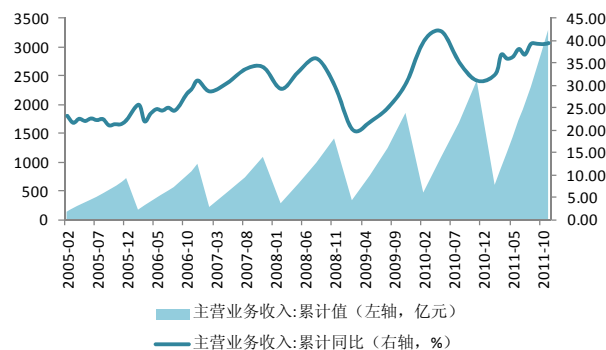
资料来源：东北证券

图 2、全国白酒产量及增速（累计值）



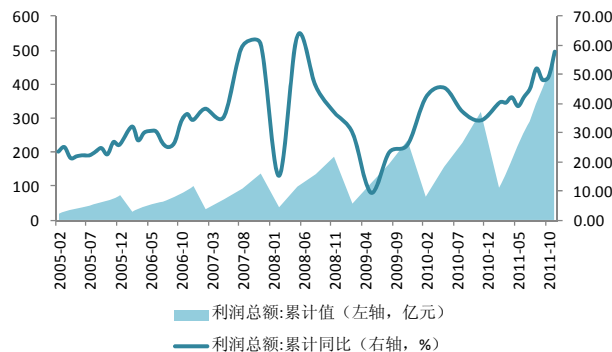
资料来源：东北证券

图 3、白酒制造行业营业收入及同比



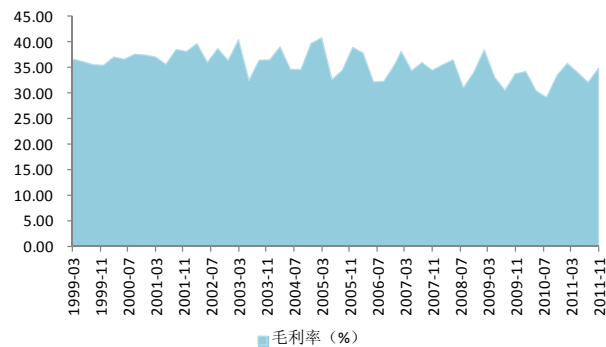
资料来源：东北证券

图 4、白酒制造行业营业利润及同比



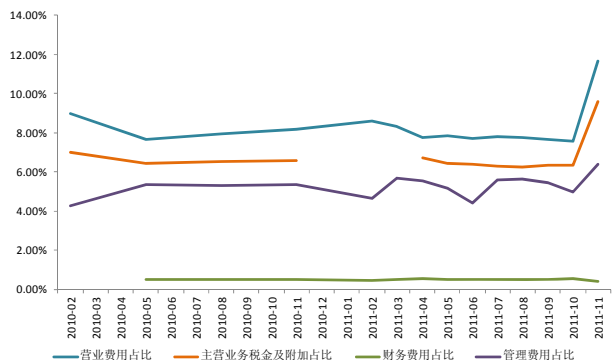
资料来源：东北证券

图 5、白酒制造行业毛利率



资料来源：东北证券

图 6、白酒制造行业期间费用



资料来源：东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。