

多重因素和谐发展 直营店进展超预期

投资要点:

- **我们认为直营店将成为未来若干年业绩增长的主要驱动力，前两年年均贡献 EPS 高于 2 元，2011-2013 年业绩将再超市场普遍预期**
在多重因素影响下，茅台一批价和终端价格一路上涨，价差远高于同行业企业。我们认为直营店计划时间进度和销售量可能超过市场预期，这将在相当程度上支持未来若干年业绩。
- **帝亚吉欧上市来业绩起伏过大且增速低于贵州茅台**
帝亚吉欧上市来，相对于贵州茅台，业绩起伏过大。不仅净利率十几年来从未超过，且收入增速仅仅在 2002 年高于贵州茅台一次，近年来收入和净利润增速仅为贵州茅台的几分之一。
- **明年提价概率较大，源于 CPI 趋势有望下行**
我们认为在发改委价格司、经贸司、价监局共同要求稳定价格前提下，公司明年提价概率较大，虽然年内实施提价概率低，但也不排除今年底明年初公告明年提价；尤其是 CPI 趋势有望下行，因此明年放开白酒提价的概率较大。
- **盈利预测和投资评级**
即使是明年不提价，2012 年 EPS 也将超过市场一致预期。
我们延续 2011 年情人节以来的推荐观点，继续维持 2011-2012 年 EPS 为 7.71 元和 13.18 元(摊薄后)判断，维持推荐评级。
- **主要风险因素：受 CPI 和宏观经济减速影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期，从而影响对公司的盈利预测。**

主要财务指标

| | 2009A | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 9670.00 | 11633.28 | 17622.62 | 28370.57 | 39321.61 |
| 收入增长率% | 17.33% | 20.30% | 51.48% | 60.99% | 38.60% |
| EBITDA(百万元) | 6147.94 | 7266.36 | 11524.38 | 19434.38 | 26794.91 |
| 净利润(百万元) | 4312.45 | 5051.19 | 8008.23 | 13683.56 | 18997.03 |
| 摊薄 EPS(元) | 4.15 | 4.87 | 7.71 | 13.18 | 18.30 |
| PE | 45 | 38 | 24 | 14 | 10 |
| EV/EBITDA(X) | 72.8 | 61.6 | 38.8 | 23.0 | 16.7 |
| PB | 13.2 | 10.4 | 7.1 | 4.6 | 3.1 |

资料来源：中国银河证券研究部

贵州茅台 (600519.sh)

推荐 维持评级

分析师

董俊峰 (首席)
☎: (8610) 6656 88780
✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511010002

特此鸣谢
郭怡娴 (8610) 6656 8229
(guoyixian@chinastock.com.cn)
对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.09.29

| | |
|---------------|---------|
| A 股收盘价(元) | 187.09 |
| A 股一年内最高价(元) | 219.50 |
| A 股一年内最低价(元) | 138.64 |
| 上证指数 | 2365.34 |
| 市净率 | 12.0 |
| 总股本(万股) | 103818 |
| 实际流通 A 股(万股) | 103818 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 0 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 1942.33 |

相关研究

- (1) 贵州茅台(600519): 重返业绩高速增长通道, 力量交织下理想选择 20110214
- (2) 贵州茅台(600519): 情人节玫瑰, 重申业绩再现拐点 20110321
- (3) 贵州茅台(600519): 重申业绩重返高速增长通道, 情人节玫瑰绽放 20110423
- (4) 贵州茅台(600519): 价量齐升再超预期, 内外因素和谐发展 20110526
- (5) 贵州茅台(600519): 重返业绩高速增长通道, 价量齐升再超预期 20110831
- (6) 贵州茅台(600519): CPI 趋势有望提升明年提价预期 20110923

投资概要:

驱动因素与主要假设条件假设:

判断内外因素促成的 (1) 大幅度的提价空间、(2) 消费环境的持续推进和 (3) 宏大企业发展战略将保证未来若干年业绩高增长, 未来 3 年仍延续量价齐生的态势;

主要假设条件:

(1) 2012 年直营店供应量超市场预期, 价差为 480 元, 新增产能团购价按 959 元、明年供经销商出厂价提价 20% 以上; 年份酒比例继续上升;

(2) 十一五期间的万吨茅台扩产产能逐渐进入放量期, 可供销售量十二五期间复合增长率可达 15%;

(3) 系列酒销售稳定发展等。

我们与市场不同的观点:

市场对限制白酒提价是否影响公司业绩释放存在疑虑。

我们认为, 直营店将成为未来若干年业绩增长的主要驱动力, 前两年年均贡献 EPS 高于 2 元, 明年提价概率较大, 新增产能量价齐升再超预期, 2011-2013 年业绩再超市场普遍预期, 特别是即使是明年不提价, 2012 年 EPS 也将超过市场一致预期。

估值与投资建议:

我们延续 2011 年情人节以来的推荐观点, 继续维持 2011-2012 年 EPS 为 7.71 元和 13.18 元(摊薄后)判断, 维持推荐评级。

股价表现的催化剂:

公司再次提价; 各季度报告超市场预期; 消费税利好; 管理层继续释放积极信号。

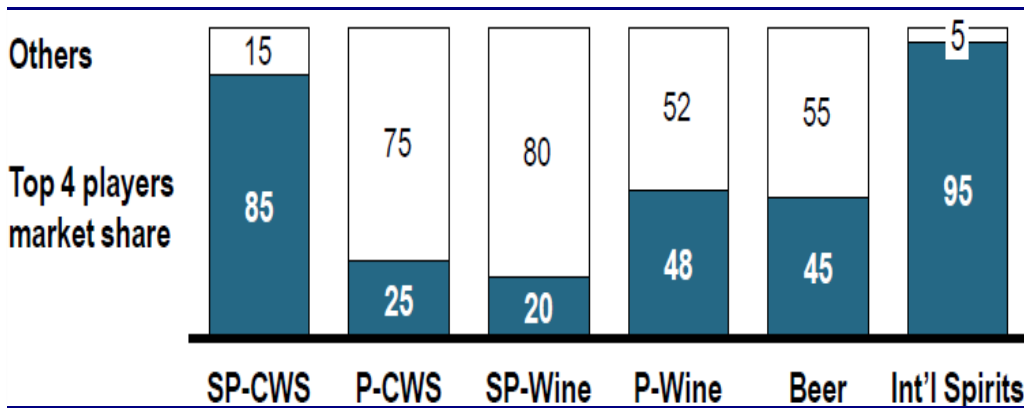
主要风险因素:

高端白酒消费市场环境发生巨大转变;

受 CPI 和宏观经济减速影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期, 从而影响对公司的盈利预测。

一、高档酒分化, 茅台品牌力最强, 加速高端化

图 1: 高端白酒和国际品牌市场集中度高 (%)



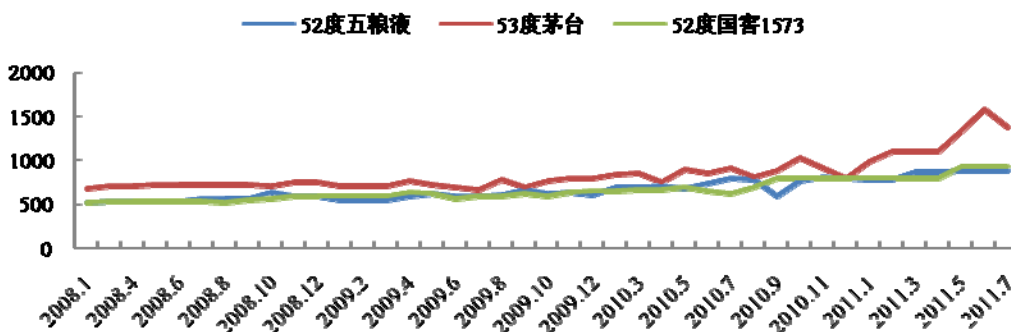
资料来源: 中国银河证券研究部 R B Consulting

在我国超高端白酒市场, 市场集中度高达 85%左右, 成为最具吸引力的蒸馏酒葡萄酒细分市场。今年半年报显示, 市场份额依旧向具备品牌和渠道优势企业集中。

以高端酒产品为主的茅台、五粮液、泸州老窖增速经过 2008-2010 年的调整期, 呈现出增速回归的趋势。昔日的高档酒增长模式开始出现分化, 品牌力最强的茅台增速主要来自单一产品价格的提升。茅台的终端价格和渠道价差已远高于五粮液和国窖 1573, 未来茅台的出厂价也将逐步与其他高端白酒拉开距离, 提价幅度可望加大。

五粮液未来收入增长还将主要由价格提升贡献, 但中低档品牌逐步贡献收入增长。泸州老窖丰富中高档、次高端、中端的产品线, 推出窖龄酒、特曲年份酒和金奖特曲系列等产品, 通过产品布点和大招商带动收入快速增长。

图 2: 终端价格分化, 茅台加速高端化



资料来源: 中国银河证券研究部, WIND

以中高档、次高端产品为主的洋河股份、古井贡酒、山西汾酒, 处于全国化扩张的快速成长期, 依然维持很高的增速。均价提升幅度在 15-20%之间, 收入增长主要由销量增长贡献。

三线白酒中，酒鬼酒、沱牌舍得正在逐步步入良性发展期。

表 1: 白酒类上市公司 2004-2011H1 收入增速情况 (%)

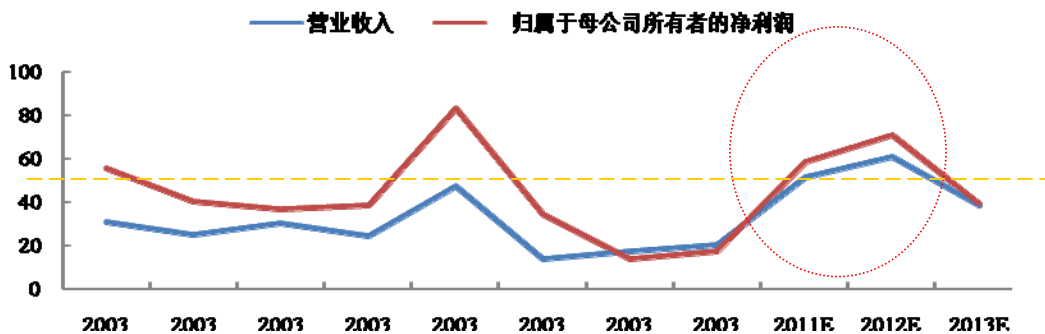
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011H1 |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|-------------|-------------|-------------|
| 贵州茅台 | 25.4 | 30.6 | 24.8 | 47.6 | 13.9 | 17.3 | 20.3 | 49.2 |
| 五粮液 | -0.6 | 1.9 | 15.2 | -0.9 | 8.2 | 40.3 | 39.6 | 39.8 |
| 泸州老窖 | 8.8 | 13.8 | 32.2 | 51.9 | 29.8 | 15.1 | 22.9 | 45.4 |
| 洋河股份 | | 63.8 | 56.7 | 64.5 | 52.2 | 49.2 | 90.4 | 77.0 |
| 山西汾酒 | 33.8 | 28.0 | 42.5 | 20.9 | -14.2 | 35.3 | 40.7 | 79.9 |
| 古井贡酒 | 7.7 | 8.6 | 47.4 | 24.7 | 14.8 | -8.4 | 39.9 | 84.9 |
| 金种子酒 | 12.2 | 80.6 | 2.1 | 1.8 | -16.0 | 58.0 | 32.0 | 53.9 |
| 老白干酒 | 14.7 | 24.5 | 29.4 | -4.4 | 30.4 | 55.4 | 24.7 | 23.4 |
| 沱牌舍得 | 7.7 | 1.3 | 7.9 | 2.5 | -3.2 | -16.9 | 23.7 | 10.2 |
| 酒鬼酒 | 38.4 | -26.2 | -18.5 | 4.5 | 54.5 | 11.8 | 53.6 | 69.0 |
| 伊力特 | -12.6 | 29.7 | 14.3 | 29.7 | 14.5 | 19.2 | 24.6 | 23.2 |

资料来源: 中国银河证券研究部, WIND

二、盈利能力和成长性高于“帝亚吉欧”

公司 2003 年以来一直处于高速增长阶段，在 2007 年销售收入和净利润增速达到了巅峰，分别高达 48% 和 83%，然后一直下滑到 2010 年的略高于 10% 的低位水平，不过从 2011 年开始，贵州茅台重返业绩高增长通道。

图 3: 2011 年业绩增速重返高速增长通道 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

我们首先来看看全球第一“帝亚吉欧”财务情况。

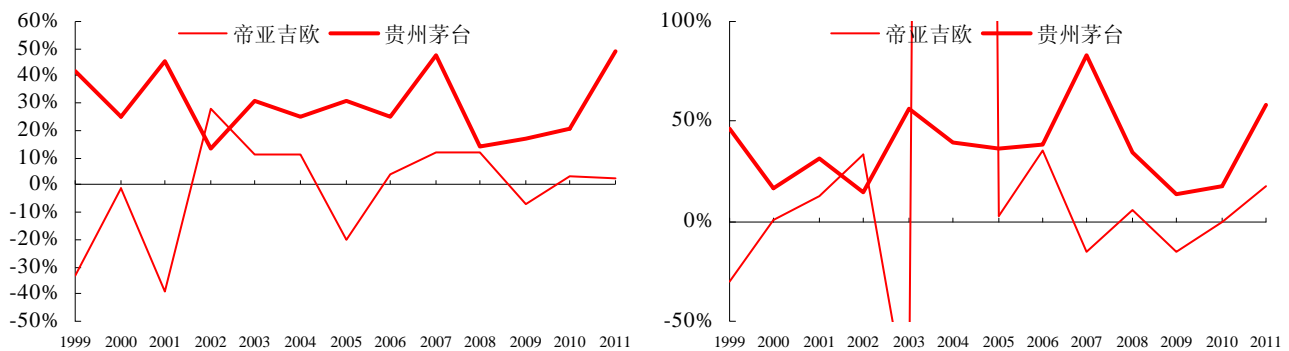
图 8: 帝亚吉欧主营业务收入、营业利润、归属普通股股东净利润、EBITDA 增速情况 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

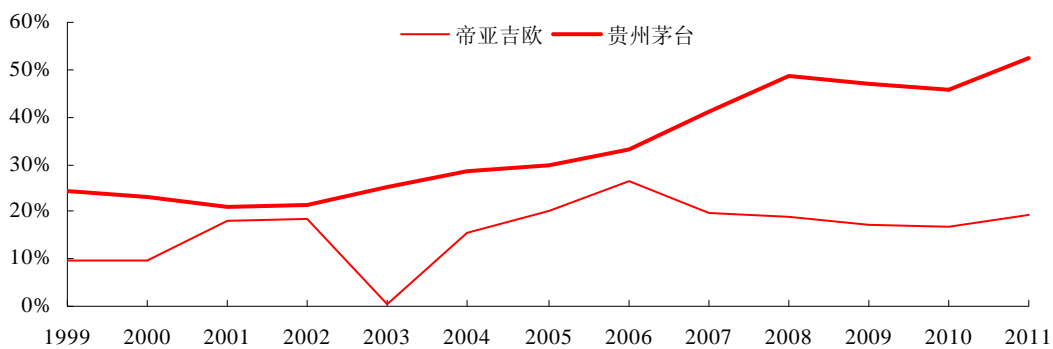
我们再看看贵州茅台和帝亚吉欧主营业务收入、净利润增速和净利率对比:

图 9: 1999-2010 年帝亚吉欧和贵州茅台收入、净利润增速对比



资料来源: 中国银河证券研究部

图 10: 1999-2010 年帝亚吉欧和贵州茅台净利率对比

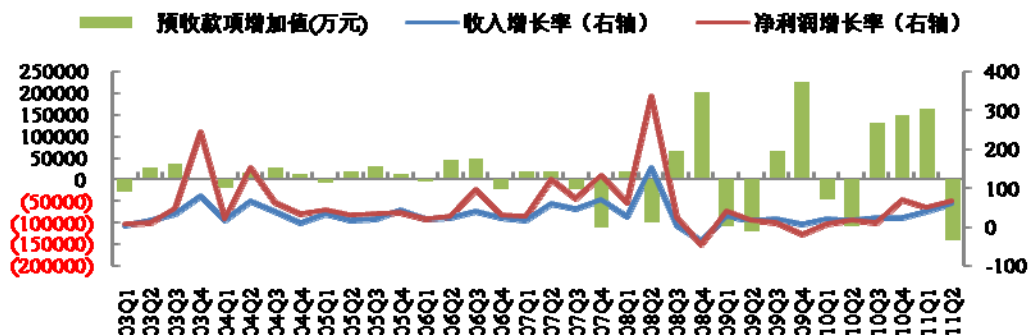


资料来源: 中国银河证券研究部

然后我们再分析关于贵州茅台。2011 年开始重返业绩高增长通道的逻辑, 请参看今年我们多篇公司深度报告, 不应多言。至于批零差价和断货现象的草根调研, 更形成了公司业绩高增长的间接论据。本文仅为投资者提供下列图供投资者思考:

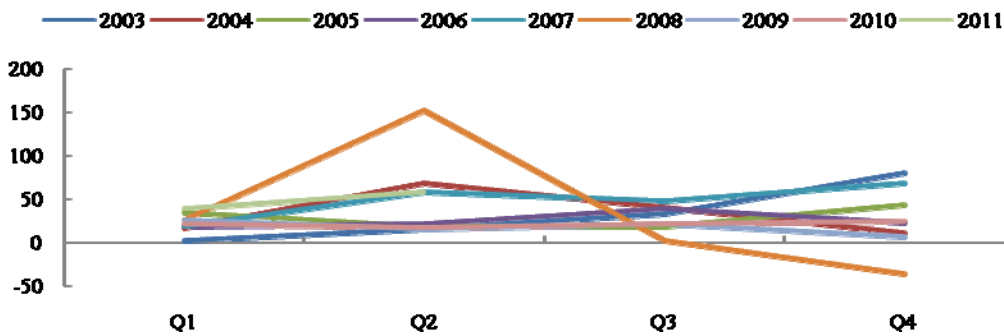
2007 年第四季度到 2009 年第一季度, 单季度收入和净利润增速与预收账款增加值呈现负相关; 2009 年第二季度以来, 相关程度又明显降低。长期跟踪公司财务报表的投资者, 貌似可能会心一笑。

图 4: 公司各季度收入和净利润增长率与预收账款增加值相关性可分两个阶段



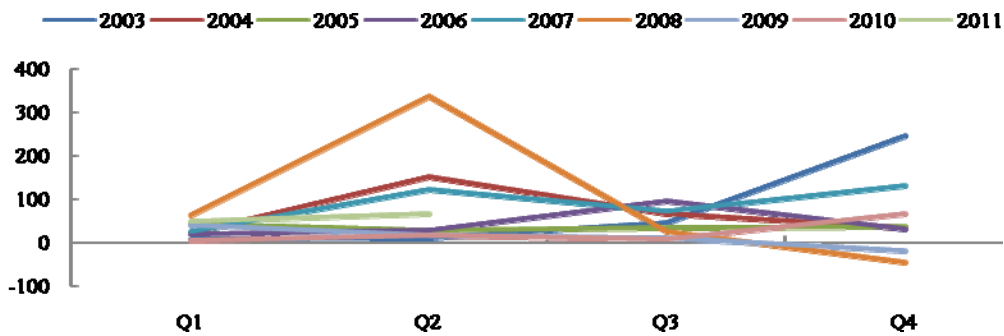
资料来源: 中国银河证券研究部

图 5: 分季度收入增长率对比 (%)



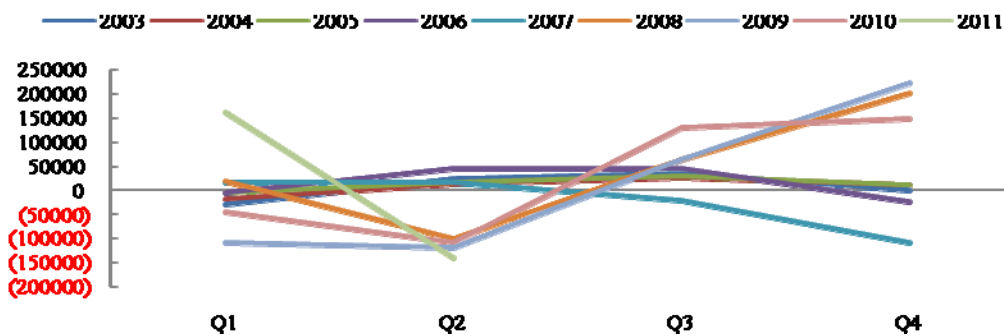
资料来源: 中国银河证券研究部

图 6: 分季度净利润增长率对比 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

图 7: 分季度预收款项增加值对比 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

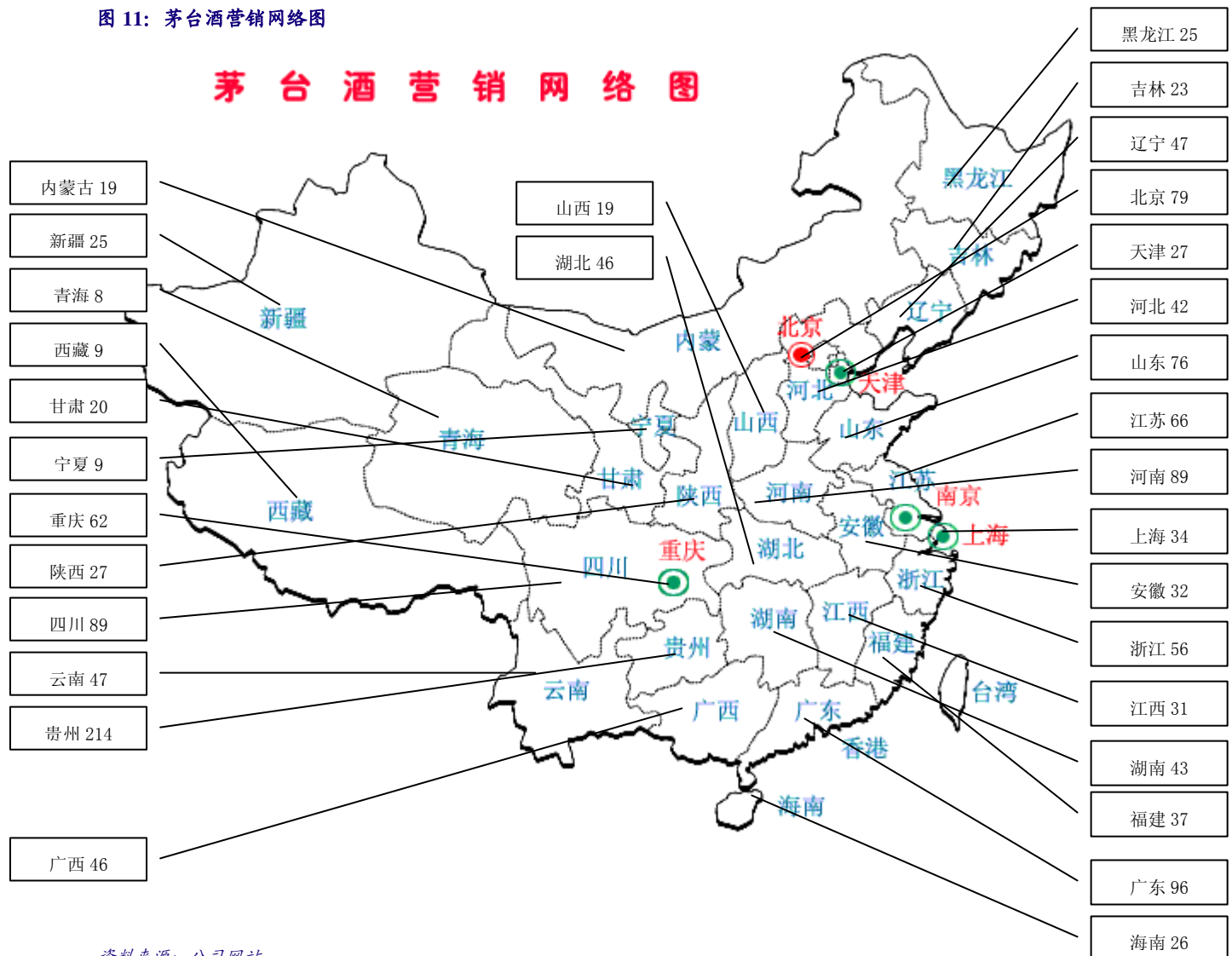
三、开设直营店，加强价格体系管控能力

茅台的渠道分为经销、专卖店和团购。目前茅台在全国有 1469 个销售网点，按照全国 2800 多个县级区域，终端布点至少有一倍空间。

目前专卖店指导价格为 1099，而实际销售价格已超过 1400 元，部分地区直逼 2000 元。对渠道的控制力薄弱，以及各个渠道环节中利差分配不合理，终端指导价格形同虚设，是茅台渠道的突出弊端。价格作为高端产品最重要的竞争要素，直营店是最优的运作模式。

十一五的万吨茅台扩充产能从 2010 年开始每年释放 2000 吨，今后每年销量的相当比例将通过直营店进行销售，我们认为开店计划有望超过市场预期。目前茅台团购价格和计划外批条价格高于经销渠道价格，直销模式能够大幅提高出厂价格，更重要的意义在于加强对于价格体系的管控能力和业绩增厚能力。至于具体方案，由于公司尚未披露，我们在此不做阐述。

图 11: 茅台酒营销网络图



资料来源：公司网站

四、量价齐升构筑业绩高成长坚实基础

(一) 量价齐升再超预期，年内再次全面提价或超预期

在有限供给、政务消费刚性需求和投资需求等多重因素影响下，茅台一批价和终端价格一路上涨，终端价格目前在出厂价的两倍以上，一批价差远高于同行业企业。

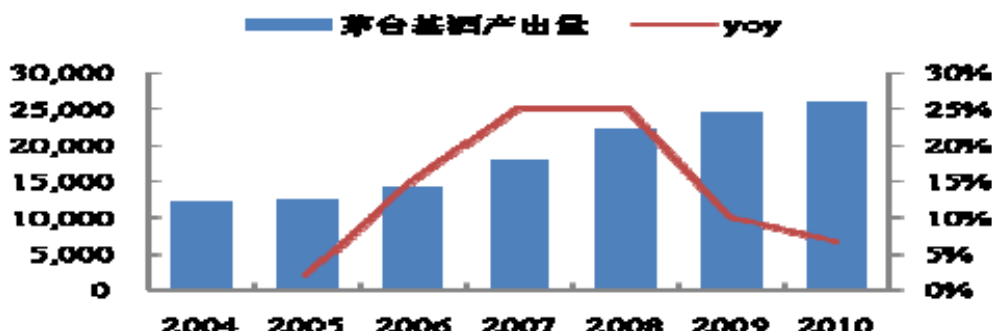
十一五期间的万吨茅台扩产能逐渐进入放量期，可供销售量十二五期间符合增长率可达15%；远高于行业的大空间的价差安排使得公司具备持续的提价能力，新增产能大幅提价到团购价，年内再次全面提价或超预期。

表2：茅台、五粮液、国窖1573出厂价、一批价、零售价及价差情况（元）

| | 出厂价 | 一批价 | 一批价/出厂价 | 终端价 | 终端价/出厂价 |
|-----------|-----|------|---------|------|---------|
| 53度茅台 | 619 | 1280 | 206.79% | 1880 | 303% |
| 52度国窖1573 | 619 | 819 | 132.31% | 998 | 161% |
| 52度五粮液 | 659 | 800 | 121.40% | 1100 | 166% |

资料来源：中国银河证券研究部

图11：2004-2010年茅台酒基酒产出量（吨，%）



资料来源：中国银河证券研究部

表3：高度茅台酒历年扩产情况（吨）

| 年份 | 投产项目 | 新增产能 (吨) | 产能释放时间 |
|------|---------------------|----------|--------|
| | 1000吨茅台酒技改工程 | | |
| 2002 | 800吨老区茅台酒扩建工程 | 2500 | 2007 |
| | 700吨茅台酒扩建工程 | | |
| 2004 | 2004年1000吨项目 | 3000 | 2009 |
| | 2004年2000吨项目 | | |
| 2006 | “十一五”万吨茅台酒一期2000吨工程 | 2000 | 2011 |

| | | | |
|------|-----------------------|------|------|
| 2007 | “十一五”万吨茅台酒二期 2000 吨工程 | 2000 | 2012 |
| 2008 | “十一五”万吨茅台酒三期 2000 吨工程 | 2000 | 2013 |
| 2009 | “十一五”万吨茅台酒四期 2000 吨工程 | 2000 | 2014 |
| 2010 | “十一五”万吨茅台酒五期 2000 吨工程 | 2000 | 2015 |

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

（二）、上调十二五发展目标，业绩释放动力充足

2011 年是十二五的开局之年，新一届贵州省委省政府提出了“又快又好、更快更好”的发展方针。

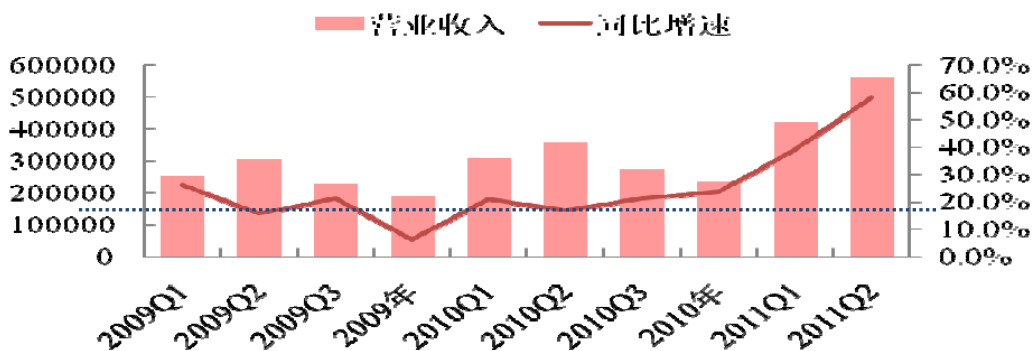
4月9日上午，贵州省委、省政府支持茅台酒厂加快发展专题会议在仁怀市召开，全面研究部署推进茅台酒厂和全省白酒行业加快发展的重大举措。会议强调，要进一步解放思想、优化理念、拓展思路、形成共识，拿出十足的信心和强有力的措施，用5至10年时间，把茅台酒打造成“世界蒸馏酒第一品牌”，把茅台镇打造成为“中国国酒之心”，把仁怀市打造成为“中国国酒文化之都”，推动全省白酒产业跨越式发展。

公司上调“十二五”时期公司发展的战略目标和规划是：**到 2015 年，茅台酒生产达到 4 万吨；销售收入力争突破 400 亿元（含税）。（对比原计划：2015 年 260 亿元，2020 年达到 500 亿元。2015 年产能达到 3 万吨，2020 年 4 万吨）**

（三）财务报表与基本面并轨，业绩释放正在进行

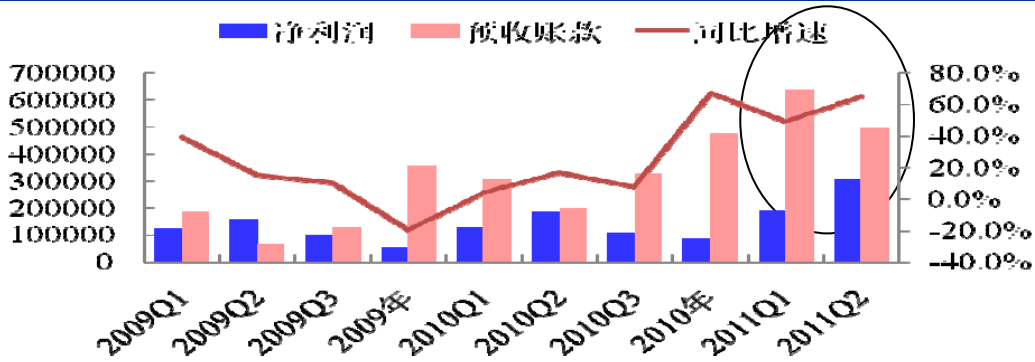
2010年以来收入增速逐季提升，预收账款不断提高，并于2011年二季度创出新高。终端销售火爆，预收账款为业绩释放提高空间，收入、利润同步走高，财务报表与基本面并轨，业绩释放正在进行。

图 12：贵州茅台单季度收入及同比增长情况（万元，%）



资料来源：中国银河证券研究部

图 13: 贵州茅台单季度净利润及同比增长、预收账款情况 (吨, %)



资料来源: 中国银河证券研究部

五、投资建议

“情人节玫瑰”——2011年是“十二五”的开局之年，被动和主动力量交织或成为业绩释放的动力。具体逻辑请参看“情人节”开始推荐以来发出的四篇含公司深度报告。

我们延续2011年情人节以来的推荐观点，继续维持2012年EPS到13.18元(摊薄后)/14.50元(摊薄前)判断，维持推荐的投资评级。

再次友情提示，即继续重申8月31日研究报告重要观点：CPI走向将决定茅台提价与否和提价幅度。我们倾向于明年提价是大概率事件的判断。

中国银河证券食品饮料团队做到了“在市场最没有信心时果断给出买点”。

☞ 市场领先、坚定、成功推荐贵州茅台(600519.ss)——“情人节玫瑰”

今年在卖方分析师里面“超前”——情人节开始——按正确逻辑坚定推荐；业绩预测“时间领先”“EPS最高”——情人节预计2011EPS为8元、5月18日调高2011EPS到8.5元、8月31日调高2012EPS到13.18元。

自2月“情人节”共发出多篇公司深度研究报告，且成功做到了用各种方式在关键时点及时提示买入时机！

- ☞ 4月底发布《食品饮料行业：投资机会有望提前到来》领先市场、及时、坚定提出食品饮料板块整体机会到来，且成功做到了用各种方式及时提示；5月份以后食品饮料板块一改颓势，开始出现大幅度超额收益。

贵州茅台(600519.ss)今年报告列表：

| | |
|--|----------|
| (1) 贵州茅台(600519): 重返业绩高增长通道, 力量交织下理想选择 | 20110214 |
| (2) 贵州茅台(600519): 情人节玫瑰, 重申业绩再现拐点 | 20110321 |
| (3) 贵州茅台(600519): 重申业绩重返高增长通道, 情人节玫瑰绽放 | 20110423 |
| (4) 贵州茅台(600519): 价量齐升再超预期, 内外因素和谐发展 | 20110526 |
| (5) 贵州茅台(600519): CPI决定提价幅度 进入“袁仁国时代” | 20110831 |
| (5) 贵州茅台(600519): CPI趋势有望提升明年提价预期 | 20110923 |

表 4: 财务报表预测

| 利润表 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 主要财务指标 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 1163328 | 1762262 | 2837057 | 3932161 | 成长性 | | | | |
| 营业总成本 | 447285 | 633868 | 908757 | 1254958 | 营业收入增长 | 20.3% | 51.5% | 61.0% | 38.6% |
| 营业成本 | 105293 | 122520 | 144347 | 220201 | 营业成本增长 | 10.8% | 16.4% | 17.8% | 52.5% |
| 财务费用 | -17658 | -13806 | -24293 | -38723 | 营业利润增长 | 17.9% | 57.6% | 70.9% | 38.8% |
| 销售费用 | 67653 | 96924 | 141853 | 188744 | 利润总额增长 | 17.8% | 57.6% | 70.9% | 38.8% |
| 管理费用 | 134601 | 188562 | 261009 | 349962 | 净利润增长 | 17.1% | 58.5% | 70.9% | 38.8% |
| 投资净收益 | 47 | 120 | 120 | 120 | 盈利能力 | | | | |
| 营业利润 | 716091 | 1128514 | 1928420 | 2677323 | 毛利率 | 90.9% | 93.0% | 94.9% | 94.4% |
| 营业外收支 | 151 | 200 | 200 | 200 | 销售净利率 | 43.4% | 45.4% | 48.2% | 48.3% |
| 利润总额 | 716242 | 1128714 | 1928620 | 2677523 | ROE | 27.1% | 29.5% | 32.9% | 30.8% |
| 所得税 | 182266 | 282179 | 482155 | 669381 | ROIC | 97.5% | 163.3% | 461.7% | 1096.0% |
| 少数股东损益 | 28857 | 45713 | 78109 | 108440 | 营运效率 | | | | |
| 净利润 | 505119 | 800823 | 1368356 | 1899703 | 销售费用/营业收入 | 5.8% | 5.5% | 5.0% | 4.8% |
| 资产负债表 (万元) | | | | | 管理费用/营业收入 | 11.6% | 10.7% | 9.2% | 8.9% |
| 货币资金 | 1288839 | 2262597 | 3986325 | 5974663 | 投资收益/营业利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 应收帐款 | 125 | 190 | 306 | 424 | 所得税/利润总额 | 25.4% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 应收票据 | 20481 | 31026 | 49948 | 69228 | 应收帐款周转率 | 1027.63 | 11170.79 | 11439.36 | 10772.58 |
| 存货 | 557413 | 673861 | 837215 | 1343226 | 存货周转率 | 0.22 | 0.20 | 0.19 | 0.20 |
| 流动资产合计 | 2030028 | 3166880 | 5115150 | 7752263 | 流动资产周转率 | 0.65 | 0.68 | 0.69 | 0.61 |
| 固定资产 | 447384 | 426448 | 404327 | 381021 | 总资产周转率 | 0.51 | 0.57 | 0.61 | 0.57 |
| 资产总计 | 2558758 | 3677759 | 5606598 | 8222701 | 偿债能力 | | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 27.5% | 26.4% | 25.8% | 25.0% |
| 应付款项 | 23201 | 26954 | 31756 | 48444 | 流动比率 | 2.89 | 3.26 | 3.53 | 3.78 |
| 流动负债合计 | 702819 | 971285 | 1448659 | 2051619 | 速动比率 | 2.10 | 2.57 | 2.95 | 3.12 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | |
| 负债合计 | 703819 | 971285 | 1448659 | 2051619 | 摊薄 EPS | 4.87 | 7.71 | 13.18 | 18.30 |
| 股本 | 103818 | 103818 | 103818 | 103818 | 每股净资产 | 17.96 | 26.11 | 40.04 | 59.39 |
| 留存收益 | 1745497 | 2546320 | 3914676 | 5814379 | 每股经营现金流 | 5.97 | 9.52 | 16.75 | 19.30 |
| 少数股东权益 | 15062 | 60774 | 138884 | 247323 | 每股经营现金/EPS | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.1 |
| 权益合计 | 1864377 | 2710912 | 4157378 | 6165520 | 估值 | | | | |
| 负债股东权益总计 | 2568196 | 3687197 | 5616036 | 8232139 | PE | 38 | 24 | 14 | 10 |
| 现金流量表 (万元) | | | | | PEG | 0.6 | 0.4 | 0.2 | - |
| 经营活动现金流 | 620148 | 988758 | 1738728 | 2003338 | PB | 10 | 7 | 5 | 3 |
| 其中营运资本减少 | 42067 | 105372 | 252833 | -45815 | EV/EBITDA | 26.7 | 16.8 | 9.9 | 7.2 |
| 投资活动现金流 | -176339 | -15000 | -15000 | -15000 | EV/SALES | 16.7 | 11.0 | 6.8 | 4.9 |
| 其中资本支出 | -173191 | -15000 | -15000 | -15000 | EV/IC | 33.7 | 43.3 | 113.8 | 101.9 |
| 融资活动现金流 | -129285 | 0 | 0 | 0 | ROIC/WACC | 9.3 | 15.5 | 44.0 | 104.4 |
| 净现金总变化 | 314524 | 973758 | 1723728 | 1988338 | REP | 3.6 | 2.8 | 2.6 | 1 |

资料来源: 中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司主要生产销售茅台酒，同时进行饮料、食品、包装材料的生产和销售，防伪技术开发，信息产业相关产品的研制开发。茅台酒历史悠久，源远流长，是酱香型白酒的典型代表，享有“国酒”的美称。目前，公司茅台酒年生产量已突破一万吨，43°、38°、33°茅台酒拓展了茅台酒家族低度酒的发展空间，茅台王子酒、茅台迎宾酒满足了中低档消费者的需求，15年、30年、50年、80年陈年茅台酒填补了我国极品酒、年份酒、陈年老窖的空白，在国内独创年代梯级式的产品开发模式。公司产品形成了低度、高中低档、极品三大系列 70 多个规格品种。

| 公司战略分析 | SWOT 评价 | 总分值 4.0 |
|--------|-------------------------------|---------|
| 优势 | 获得“中国驰名商标”，政务消费市场占有连续多年位居行业前列 | 分值：4.5 |
| 劣势 | 优势产品仅一个规格 | 分值：3.0 |
| 机会 | 政商务消费市场根基未变化 | 分值：4.5 |
| 威胁 | 消费大环境变化和健康理念日益深入人心 | 分值：3.0 |

注：分值 1-5，越高越好

| 公司竞争力分析 | 波特“五力”评价 | 总分值 4.0 |
|---------|-------------------------|---------|
| 供应商力量 | 供应商无绝对价格控制力 | 分值：4.0 |
| 新进入壁垒 | 品牌对新进入者分享全国市场形成了较大壁垒 | 分值：4.5 |
| 客户力量 | 客户基本上不具备谈判力量 | 分值：4.5 |
| 替代产品 | 替代品较少 | 分值：3.5 |
| 竞争对手 | 行业竞争激烈，主要竞争对手也在快速抢占市场份额 | 分值：4.0 |

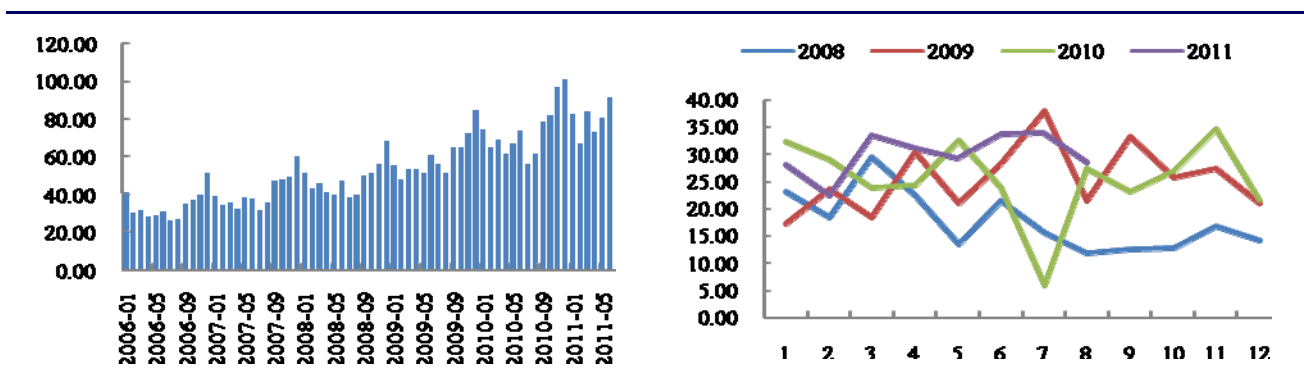
注：分值 1-5，越高越好；+表示未来好转，-号表示未来变差

附：白酒行业：生产端景气度表现喜人

高中端白酒是典型的政商务消费品行业，近年来增速突出；未来几年作为个人消费品的中低端白酒在宏观经济波动时表现也可能好于近年来傲视群酒的高中端白酒，特别是受益于消费降级的地产酒市场。我们预计下半年经销商备货的动力较足。总之，未来几年 GDP 增速等关键因素能否产生实质性变化，将决定政商务消费品市场的景气度水平和延续高速增长通道强度。

产量方面表现较好。2011 年将延续盘升态势，前八个月增速更是趋势喜人，体现了中高端白酒的良好景气度。

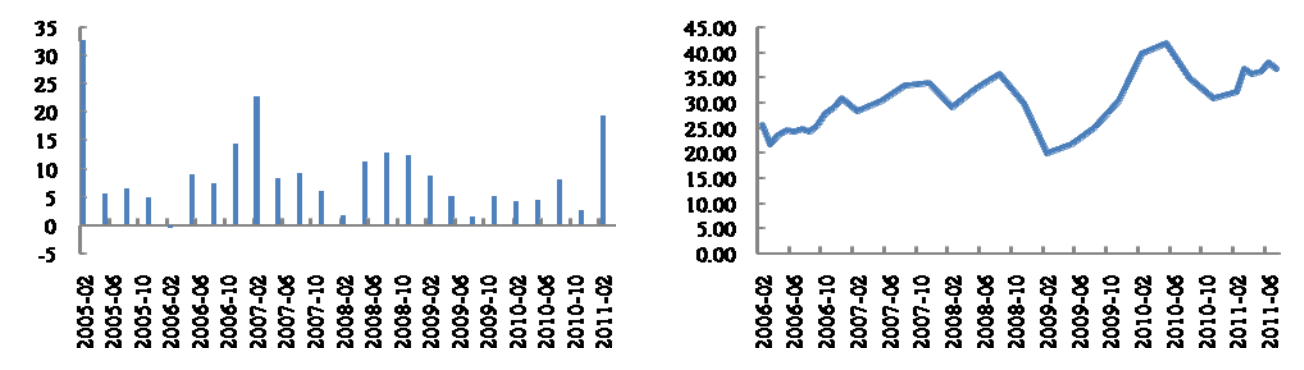
图 14：白酒当月产量增速继续保持较高水平（%）



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

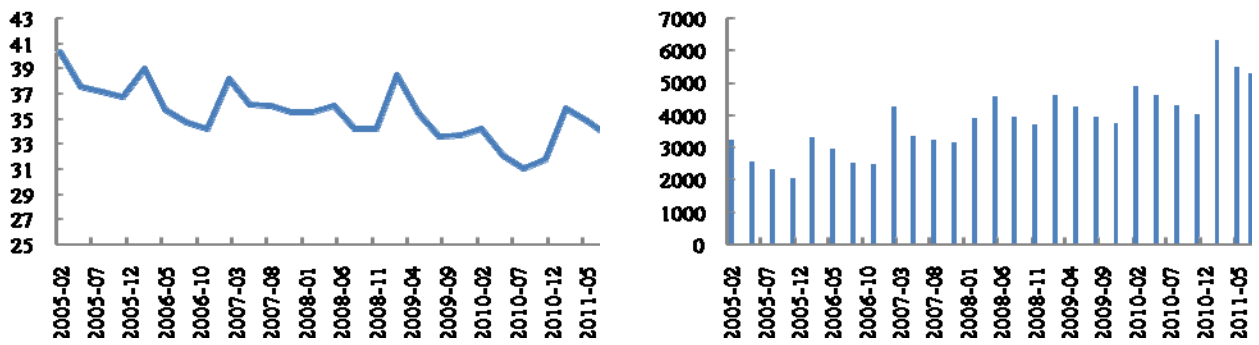
我们认为白酒行业 2011 年重现往年量价齐升局面，如果通胀好转则可能再次直接提价，综合判断吨酒价格增长率为 7% 左右、产量增长率和销售收入增长率均有望达到 18% 和 26%，毛利率稳定，吨酒利润和利润率将稳固在近几年水平。

图 15：2011 年白酒吨酒价格增长率和销售收入增长率有望达到 7% 和 26% 左右



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

图 16: 白酒毛利率和吨利润 (百分点, 元/吨)



资料来源: 中国银河证券研究部, WIND

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，食品饮料行业证券分析师（首席） 执行总经理 行业研究主管。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

郭怡娴，食品饮料行业证券分析师。2008 年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn