

白酒行业增速出现放缓迹象

○国信证券 黄茂

本轮白酒景气在 2006 年底出现高潮,行业销售增速超过 30%,但是在 2007 年初增速出现了显著的下滑,一个原因是 2006 年初的基数较高;由于 1 至 2 月的销售收入占全年的比重较高,对 2007 年全年的增长会带来一定影响。

2006 年末到 2007 年初,不同企业间的增速出现显著的分化,其中小型企业的增速显著下降,其他企业的增速也转为平稳。

基数的变化对白酒这样一个相对稳定的行业可能会有较显著的影响,2006 年下半年的高增长将会导致 2007 年下半年的增速放缓,预计至少会在 25%以上。

烈性酒消费分化趋势显著

现代工作的高节奏以及对时间性和准确性的严格要求,使得烈性酒消费日益淡出百姓的日常生活,白酒的经常性消费者更多集中在体力劳动者阶层和有较高社会地位、较少受工作约束的社会阶层;一般百姓对烈性酒的消费更多集中在婚宴、节庆日上,价格也

倾向于中端。

高档酒增长仍能维持到 2008 年

白酒产量与宏观经济形势尤其是政府收入状况有密切的关系,其中一个重要原因是政府、军队及附属的各种企事业单位是白酒的重要消费者,政府的收入状况直接决定了他们的消费能力。

贸易顺差的高速增长中短期并没有转变的态势,居民收入增加直接带动消费的增长,都会直接促进宏观经济在未来 1 至 2 年保持高速增长,税收和财政收入也将维持同步高速增长,从而带动白酒消费,尤其是高档白酒消费的高速增长态势至少会持续到 2008 年。

管理改善是可挖掘主题

大型国有白酒企业凭借其长期积累的品牌优势,市场化程度远低于其它行业,低效率和粗放的管理让大量的利润流失。

白酒行业的集中度一直都没有能有显著提高,反而有所下降;作为品牌消费品行业,行业龙头企业

本应该有显著的优势。这反映出作为主体的大型国有企业未能充分发挥自身的潜力。

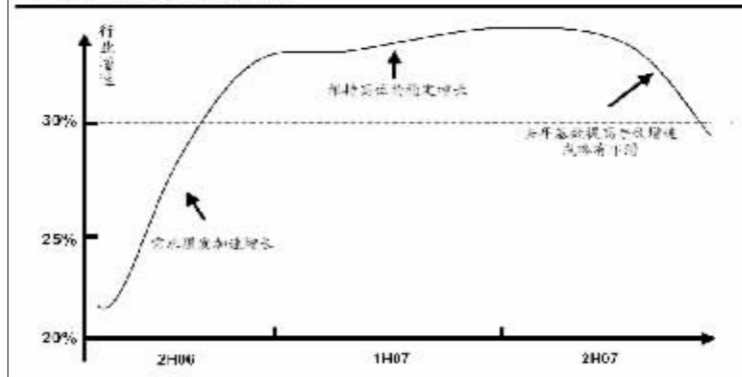
从增速上看,国有企业也显著低于行业的平均水平,虽然其毛利率要高得多。这也体现出国有企业在产品有显著的优势,但是在市场营销上非常薄弱。随着现代企业制度在国有企业,尤其是在上市国有企业逐步建立,这些龙头企业的增长潜力非常广阔。

在证券市场近期估值水平大幅提升的背景下,白酒行业尤其是著名品牌白酒企业的 2008 年动态市盈率基本维持在 30 至 40 倍,相对于大盘的估值优势显著。

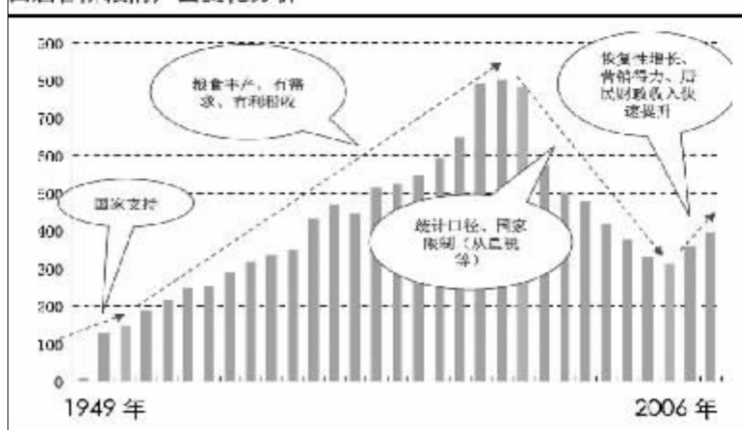
随着股改的顺利结束和价值投资理念的崛起,各利益方的角力使白酒上市公司的治理结构正在发生着重大的变化。过去的一年多来,多数白酒龙头的管理层或者公司治理都发生了深刻的变化。这一趋势将会在未来的几年中不断深化,从而给投资者带来额外的安全边际。

白酒作为消费品行业,业绩波动不明显,周期性显著低于整个宏观经济走势,估值应该高于大盘指数。因此,白酒行业的估值相对大盘仍然是低估的。

下半年行业走势或将放缓



白酒各阶段的产量变化分析



1999-2006白酒行业吨酒价格



吨酒价格上升 仍将驱动行业增长

○国联证券 强系壁

白酒行业在经历了 1999 年至 2003 年的调整之后逐步走出了快速发展的道路,净利润增长率较为突出,也显著高于其主营业务增长率,在近几年内是食品饮料行业内的亮点所在。

吨酒价格持续上升

目前来看,中低端市场逐渐萎缩而位于中高端市场,行业内名优品牌提价趋势较强,而企业也逐渐将生产的重点转向中高端产品,以适应消费结构的升级。2006 年全年白酒产量达到 411.06 万吨,同比增长 18.04%。全国白酒行业规模以上企业实现销售收入 971.4 亿元,同比增长 31.08%,远高于产量的增长,这说明白酒行业正向着高端方向发展,产品价格有所提升;2003 年我国白酒行业规模以上企业吨酒价格为 1.6 万元,而 2006 年吨酒价格已上升到 2.36 万元,白酒企业产品结构升级趋势完全显露。2006 年白酒行业业绩上升与高端酒涨价有着密切关系,预计未来 2 至 3 年消费结构升级导致的吨酒价格上升仍将是白酒行业增长的重要驱动因素。

相比于其他酒类制造行业,白酒行业的盈利能力可见一斑,白酒行业利润总额在整个酿酒制造业中所占的比重远远大于其产品销售收入所占的比重。据统计,2006 年白酒行业的销量中高档白酒约 24000 吨,约占总数的 0.48%,但销售收入约占白酒行业总数的 15%左右。贵州茅台和五粮液为第一梯队,所占市场份额最大,所占的份额为整体高档白酒的 75%左右,其次则是国窖 1573 和水井坊占中高端市场 10%左右的份额,剑南春集团东方红高端白酒占中高端市场 3%至 5%左右的份额,而其它一些品牌销量则较小,年销量不超过两百吨。

我国有传统的八大名酒:五粮液、茅台、剑南春、汾酒、泸州老窖、古井贡、西风和洋河,近年来五粮液、茅台、剑南春基本上稳居前三的位置。从这些企业 2006 年的增长状况看,贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖等传统白酒企业的销售收入和利润都能保持 20%以上的增长速度,显示这些历史悠久的企业有很强的活

力。从 2007 年目前的数据看,五粮液、贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖等的增长仍然能够持续,这些企业未来几年内的增长非常乐观。

渠道建设与股权激励

近几年白酒界最热门的话题就是“终端为王,终端致胜”了。面对产品同质化较高的局面,营销手段和渠道建设对白酒行业的发展起着越来越重要的作用。酒类行业传统的终端渠道主要有四种:零售店、超市、商场和酒店,目前在市场上另外还存在着专卖店、团购等销售渠道。在销售方面,各白酒企业八仙过海各显神通。

目前来看股权激励可以说是大势所趋,在股改中有过股权激励承诺的白酒企业共有四家。《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》规定对高管的股权激励不得超过其年度薪酬总额的 30%,这使得企业在进行股权激励之前存在隐藏在利润的可能性。一旦股权激励完成,未来业绩释放条件下相对应的股价也将得到一定的提升。但是股权激励的进程目前暂时难以预期,同时像山西汾酒这样的企业,由于控股的集团公司仍未改制,在体制上对股权激励的推进造成了一定的困难。

白酒行业个股选择策略

首选内功修炼境界最高、外部环境也最好的龙头企业。未来预计白酒行业仍将维持较高的景气度,但是向高端发展的进程中对于白酒酿造技术的要求将会使得行业的集中度提高,出现强者恒强的局面,关注白酒行业的优质龙头企业是较佳选择。市场对于其品牌的忠诚度较高,而对其价格的敏感性却较低,同时名优白酒同时具有生产资源的垄断性、储藏阶段的升值性,以及消费的奢侈性。

其次选择积极进行内外兼修的企业,向高端产品进发的沱牌曲酒和裕丰股份在消费升级大潮中,虽然结构调整有些滞后,但公司积极的开发以及营销增加了其未来的成长性。

作为一个非周期性行业,白酒行业是值得长期投资的,面对震荡也有较强的防御性,对寻求稳健投资和长期收益的投资者来说是不错的选择。

龙头企业业绩高增长 足以抹平高估值

○天相投资 施剑刚

截至 2006 年,全国有 1.8 万家白酒企业,行业竞争非常激烈,特别是中低档白酒品牌,竞争进入白热化。2006 年白酒产量为 397 万吨,销售收入 971 亿元,同比增长 31%,利润总额 100 亿元,同比增长 34%。近几年来,利润总额增长率一直是高于销售收入增长率,行业景气持续看好。

白酒的行业发展主要分成 4 个大的阶段。现阶段白酒行业的发展主要有 4 个发展特点:

(1)未来的白酒销量增长主要是来自于盈利能力比较强的中高档酒,这部分占总销量比重比较低,占比较高的低档酒基本处于供大于求的局面,所以总的来看,白酒销量增长将会放缓,增长率大约在 10%左右,但是由于产品结构的优化,带来利润总额和收入仍将保持高速增长。

(2)高档酒垄断竞争。高档酒市场主要集中在茅台、五粮液、泸州老窖等品牌的竞争,低档酒竞争白热化,龙头企业有退出低档酒竞争的趋势,如五粮液新的营销策略就是逐步退出每瓶 10 元以下的低档酒市场,泸州老窖 2006 年一年就砍掉了以红高粱品牌为主的低档酒,山西汾酒 2006 年也停产了低档酒玻汾,白酒行业的盈利能力将进一步向这些优势企业进行转移。

(3)地方白酒企业竞争的能力增强,比如说洋河大曲、双沟近几年也推出了中高档产品,而且在市场上有不错的表现,它们的出现对龙头企业的产品可能会形成一定的冲击。

(4)企业以内生性增长为主,很少看到白酒企业特别是大型的白酒企业间的并购事件发生,主要有以下三点原因:第一是地方保护,白酒企业一般是位于经济欠发达地区,白酒的税收是当地政府的重要财政支柱,当地政府对并购有排斥;二是成本,白酒行业进入门槛较低,特别是对于大型白酒企业而言,由于规模效应,其自建成本要低于并购成本;三是产品的特殊性,白酒有不同的香型,即使在生产相同香型的白酒企业间进行并购,品牌间的不同诉求也会给并购后公司带来发展的障碍。

提升行业盈利能力的 关键因素

从国际的发展经验来看,一般认为,人均 GDP 达到 1000 美元,是消费升级的触发点。2006

年,我国人均 GDP 已经达到了 2000 美元,正处于消费升级的大环境中。

对于白酒行业而言,消费的升级带来产品结构升级,白酒龙头企业产品结构的不断优化迎合了消费者的需求升级。消费升级将会进一步提升白酒企业的盈利能力。

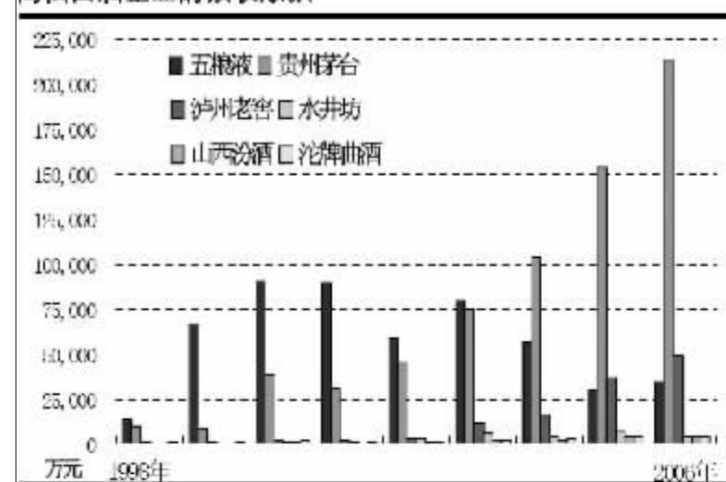
2005 年以来,国家出台了多项规范白酒行业健康发展的政策法规,在这些政策法规中,消费税和所得税税率的下调对白酒公司的业绩影响最为直接。

白酒龙头企业的盈利主要来自自于高档白酒,高档白酒是零售价格在每瓶 300 元及以上的白酒,目前高档白酒品牌主要有五粮液、茅台、国窖 1573、水井坊、山西汾酒的青花瓷、沱牌曲酒的舍得酒。高档白酒市场主要有 4 个特点:第一是销量基数小,2006 年高档白酒总的销量约为 2.6 万吨,占白酒总销量比

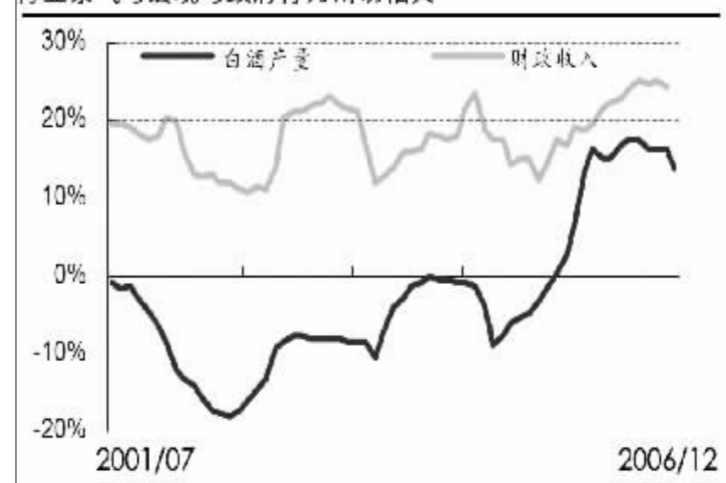
重在 0.7%左右,销量基数非常小;第二品牌集中度高,茅台和五粮液两个品牌占高档白酒总销量的比重就达到了 73%,而前 6 个主要品牌的销量占比为 88%,高档白酒基本处于垄断竞争的局面;第三是盈利能力很强,2006 年高档白酒的收入是 125 亿元,占到整个白酒行业收入比重是 13%,净利润占到了 70%;第四点是市场供不应求,产品量价提升,这也体现出其奢侈性的特点,白酒企业的预收账款的大小能很好地反映该产品在市场上的供求情况。

由于白酒良好的消费文化基础、居民收入的提高以及产品结构的改善,白酒行业景气程度将不断上升,白酒行业的龙头企业将最先受益于行业景气的利好,从价值投资理念的角度出发,几家龙头企业业绩较快增长是比较明确的,业绩高速增长可以抹平目前的高估值。

高档白酒企业的预收账款



行业景气与宏观与政府行为密切相关



本版制图 郭晨凯

关注公司

沱牌曲酒 (600702) 中高档酒销量快速增长

公司将向不超过 10 名特定对象非公开发行不超过 9000 万股,发行对象为国内机构投资者、优先向公司主要经销商发行。募集资金主要用途为:“舍得”系列酒陈酿和精加工技改产能扩建项目、投资处理 50 万吨酒糟综合项目、投资建设高档“舍得”和“沱牌曲酒”专卖店项目、购买生产设备、增资天马玻璃公司项目。

公司高档“舍得”系列酒陈酿和精加工技改产能扩建项目建设规模为年产 2 万吨成品酒,本项目的实施,解决了中高档酒产能不足问题,提高了产品结构中的高档酒的占比。预计 2007 全年“舍得”酒的销量同比增长 90%至 100%,2007 年至 2009 年 EPS(考虑定向增发 9000 万股摊薄)分别为 0.16 元、0.34 元、0.41 元。2007 年是公司业绩转折之年,如果定向增发方案实施后,将增强公司的高档白酒竞争能力。

公司是国内第一家酿酒工业生态园,全国产能最大的白酒企业,基酒存酒量也为全国白酒之首,建有储存期超过 20 年的世纪酒库,存酒的账面价值约 6 亿至 7 亿,重仓价值显著。(国泰君安)

水井坊 (600779) 结构调整强化白酒主业

自 1999 年推出后,水井坊系列产品销量持续增长,2006 年市场投放量 1600 吨,实际销量 1400 吨左右,另 200 吨用于促销。目前水井坊已占公司收入和利润的 90%以上,产品毛利率 80%以上,成为公司收入和利润的主要来源。预计 2007 年至 2009 年水井坊系列销量分别在 1850 吨、2450 吨和 3250 吨左右,年均增长 30%以上。

“全兴”是公司的老品牌,在国内享有一定的声誉。预计未来全兴产品销量增长在 50%左右,全兴品牌的重建与恢复不仅扩大了白酒主业的利润来源,也丰富和完善了白酒产品结构。目前 Diageo 通过持有全兴集团 43%的股权成为公司的第二大控制人,而实际控制人则是全兴集团子公司 142 名中层以上干部。因此,相对于其他白酒类公司,公司的股权治理结构非常合理,有利于公司的长期发展和全体股东的利益趋同性。

总体上,经过产业结构调整,目前公司形成了以中高端白酒为主业,以阶段性房地产为辅助的业务格局。预计 2007 年 EPS 在 0.29 元左右,2008 年 EPS 在 0.4 元左右(不考虑房地产业务的利润贡献)。(长江证券)

裕丰股份 (600559) 转变中的“衡水老白干”

裕丰股份早期的发展思路围绕老白干和“猪链”(饲料、养殖、肉加工)进行发展,但由于公司的“猪链”业务规模偏小以及 2006 年以来的行业倒退,“猪链”业务严重拖累公司盈利增长;相反,老白干由于市场需求推动,销量和价格逐年上升。公司看到这一变化,正逐步退出目前亏损的“猪链”业务。

在“十八酒坊”这一成功的品牌运作和 2002 年营销改革之后,公司逐渐形成了“衡水老白干”和“十八酒坊”两大品牌共同销售的格局,产品销量逐年上升,目前销量已接近老厂的年 2 万吨生产能力这一上限。由于老白干的生产工艺瓶颈在于地缸发酵,并不依赖特定的自然资源,因而具有较强的可复制性,扩产变得相对容易。2005 年底进行的年 1.5 万吨扩产目前已基本完成,预计 2007 年下半年将逐步释放产能。

公司目前正处于积极变化中,预计公司 2007 年至 2009 年老白干销量将达 2.2 万吨、2.8 万吨和 3.1 万吨,相应年度公司的 EPS 分别为 0.22 元、0.42 元和 0.53 元。(光大证券)

金种子酒 (600199) 主业回归,拐点显现

金种子系列酒属于中国二线名酒,在徽酒中的影响力和发展潜力处于领先水平,具有较强的市场竞争力。目前公司的发展战略明确,将白酒作为核心业务,兼顾发展生物药业、适度发展房地产等策略性业务。

公司自今年起,主要生产两大类共四种白酒,公司的主打品牌是恒温窖藏醉三秋,包括天蓝和地蓝两个系列。公司目前有 2 万多吨原酒,是中高端白酒发展的坚实基础。

公司中高端白酒目前主要在安徽省内销售,其中恒温窖藏醉三秋被阜阳市政府指定为招待专用酒。公司 2007 年重点开发合肥市场,目前酒店铺货率已经接近 80%,预计 2008 年开始向省外拓展。公司中高端白酒销售已经进入放量阶段,将带来业绩的快速提升。

公司战略调整后,业绩拐点将在今年显现,快速成长可期。假定 2008 年、2009 年中高档白酒放量速度保持 2007 年一季度水平,初步测算公司 2007 年至 2009 年复合增长率将达到 43%。(中信证券)

伊力特 (600197) “塞外茅台”正在崛起

公司主要产品伊力系列白酒在新疆地区具有极高的知名度和忠诚度,故享有“塞外茅台”之誉,在当地市场占有率高达 25%左右,是白酒行业中名副其实的西域雄狮。

作为区域的强势品牌,其未来发展潜力十分可观。目前,公司整体向好的苗头已经开始显现出来。一季度,公司的主营收入及利润增幅均接近于 60%。公司在新疆地区品牌的绝对强势使它具有先立以不败之地的优势,进可攻退可守。尽管它能否成功走出新疆发展成为全国性品牌尚需进一步观察,但公司的产品已经多年没有提价,单靠提价或本地的深度营销已经能够使业绩得到极其明显的改观。(联合证券)