

2010年11月24日

饮料制造

行业点评报告

高档白酒上涨趋势形成

白酒行业整体机会显现

行业评级：强于大市(首评)

消费成长：王翊

执业证书编号：S0890209110015

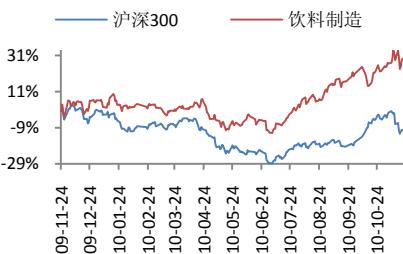
电话：021-50122131

邮箱：wangyi@cnhbstock.com

联系人：邱俊灏

电话：021-50122125

行业走势图



◎投资要点：

◆**社会资金正大量流入高档白酒行业。**通胀将会在相当长时间内存在，明年中央对通胀容忍度提高就是个良好的佐证。目前，产业内外资金正流入高档白酒，背后的逻辑就是高档白酒是抗通胀首选品种。

◆**估值修复和盈利超预期。**据研究，目前主要高档白酒企业的市盈率都处于历史中低档区。估值上具有安全、合理边际；其次，前3季度白酒行业营收和利润增速超过30%以上，体现出很强的增长势头；最后，提价将会是未来公司利润超预期的催化剂。

相关研究报告

1. 经销商与资本亲密接触 高档白酒价格上涨趋势形成

最近走访了些上海酒类经销商，调研结果显示最近市场上有较多的圈外资金进入白酒市场，特别是高档白酒市场进行炒作。据估计，这段时间流入高档白酒的资金规模有百亿以上。

此次进入市场的资金来自于社会产业资金。上海、北京和温州的游资都有资金参与了此次白酒炒作。而且很多资金都与很多名酒长保持了密切的关系，这些资金与厂家都存在很密切的关系，能直接获取资源并且资金运用能力很强。

2. 经销商囤货待涨

高档白酒的涨价除了游资外，很多白酒经销商的囤积也是造成高档白酒涨价的主要推手。虽然白酒经销商数量众多且分布广，但一旦形成共识后，则囤积数量也是不容小视。一般经销商都会囤积几百万，大的经销商囤积都在上亿规模。这样全国范围内囤积的高档白酒数量就很可观了。

3. 抗通胀是高档白酒炒作的背后逻辑

我们的观点是高档白酒具有抗通胀的属性，这才是此次产业内外资金共同炒作高档白酒的背后逻辑。目前像茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊打造的都是高档白酒品牌。高档白酒就具有了奢侈品的相关属性：稀缺性、垄断性和有限性。像泸州老窖旗下的国窖 1573 就是打造稀缺性的概念。每年就供应 3000 吨，且总共的窖口是受到严格控制。这与葡萄酒中的庄园酒概念相似，即限定产区和年份的顶级葡萄酒具有抗通胀、保值增值功能。例如，1984 年的大拉菲现在的市场价格就至少在 5 万元以上。据统计，顶级葡萄酒最近 5 年涨幅在 300% 以上。

据对中国股市长期研究发现：通胀中期，可选消费的表现将会远远超过必选消费品的涨幅。这其中高档可选消费是首选。

4. 值得关注的股票

我们在策略中推荐的高档白酒公司像泸州老窖、水井坊和五粮液都值得重点。我们看好依据在于估值合理以及盈利超预期可能。

4.1. 目前白酒行业估值处于估值低端

图 1 白酒行业 PE 波动区间（10 年）



资料来源： WIND、华宝证券研究所

从白酒行业十年 PE 的波动区间来看，绝大部分时间都处在 40-50 倍左右。如果我们关注重点公司的 PE 值，我们可以发现高档白酒像五粮液、茅台只是比金融危机后最低点仅高出 20%左右，泸州老窖只高出 8%。

结合前期策略观点，白酒行业 2010 年整体增幅在 30%以上，在所有食品饮料子行业中增幅最高。因此，目前这个估值我们认为是合理，并正处于从防御转向进攻的阶段。

4.2. 盈利或超市场预期

五粮液的提价或其他高档白酒的提价打开了空间。根据以往惯例，泸州老窖的国窖 1573 总是要比五粮液高 50 元以上。因此，预计未来泸州老窖未来将会提价。而且目前泸州老窖的估值只比 2008 年金融风暴后高 8%左右，因此估值上更具优势。水井坊的情况要复杂些，这主要是牵扯到外资入股获批流程。但是水井坊在商务人士和年轻人树立的高品位形象也将有助于公司打开未来涨价空间。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

中性 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华宝证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。