

食品饮料行业

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

高粮价和扩内需背景下白酒行业重点上市公司投资机会研究

2009 年 6 月 4 日

投资要点:

●粮食价格变动是影响白酒上市公司业绩的主要因素之一，我国粮食价格大幅度高于国外，未来国内粮食价格将以平稳和防止价格下跌为主，对白酒上市公司降低生产成本和扩大生产规模是有利的。

●经济活动水平和消费者收入水平对白酒上市公司经营业绩影响比较大，刺激消费拉动国民经济增长是我国“扩内需、保增长”的必然选择，白酒上市公司将受益。

●白酒行业 4 家重点上市公司中，贵州茅台和五粮液经营规模最大，泸州老窖经营规模居中，山西汾酒经营规模最小。贵州茅台产能扩张比较稳健，基本上坚持走高档白酒之路，总体上没有出现类似五粮液不得不对产品结构进行战略调整那样的大问题。泸州老窖经营规模和盈利水平逐年稳步提高。山西汾酒仍然处在走出山西，走向全国的征程中。

●2008 年末，贵州茅台存货销售以后实现营业收入估计 300 亿元以上，是同年公司营业收入的 4 倍左右。五粮液、泸州老窖和山西汾酒存货销售以后实现营业收入分别估计为 45 亿元左右、35 亿元左右和 30 亿元左右，占各公司同年营业收入比例分别是 55%、45%和 80%左右。未来贵州茅台的盈利潜力远远领先于五粮液、泸州老窖和山西汾酒。

●2009 年 6 月 4 日，贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒的静态市盈率分别是 29.74 倍、36.27 倍、25.49 倍和 36.55 倍，结合各公司未来两年盈利水平的预期变化，给予贵州茅台（600519）和泸州老窖（000568）“推荐”评级，给予五粮液（000858）和山西汾酒（600809）“中性”评级。

食品饮料行业

贵州茅台评级 推荐
泸州老窖评级 推荐

贵州茅台目前股价 118.22 元
泸州老窖目前股价 22.48 元

基础数据

贵州茅台

总市值/流通市值 1118.40 亿元/1118.40 亿元
总股本/流通 A 股 9.44 亿股/9.44 亿股
每股净资产 13.20 元
净资产收益率 33.79%

泸州老窖

总市值/流通市值 313.70 亿元/160.95 亿元
总股本/流通 A 股 13.94 亿股/7.15 亿股
每股净资产 2.88 元
净资产收益率 36.40%

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
贵州茅台	推荐	4.03	5.15	6.18
泸州老窖	推荐	0.91	1.12	1.37

资料来源：公司数据

吴正武

电话

邮箱

行业研究员

021-3222 9888-3509

wuzhengwu@ajzq.com

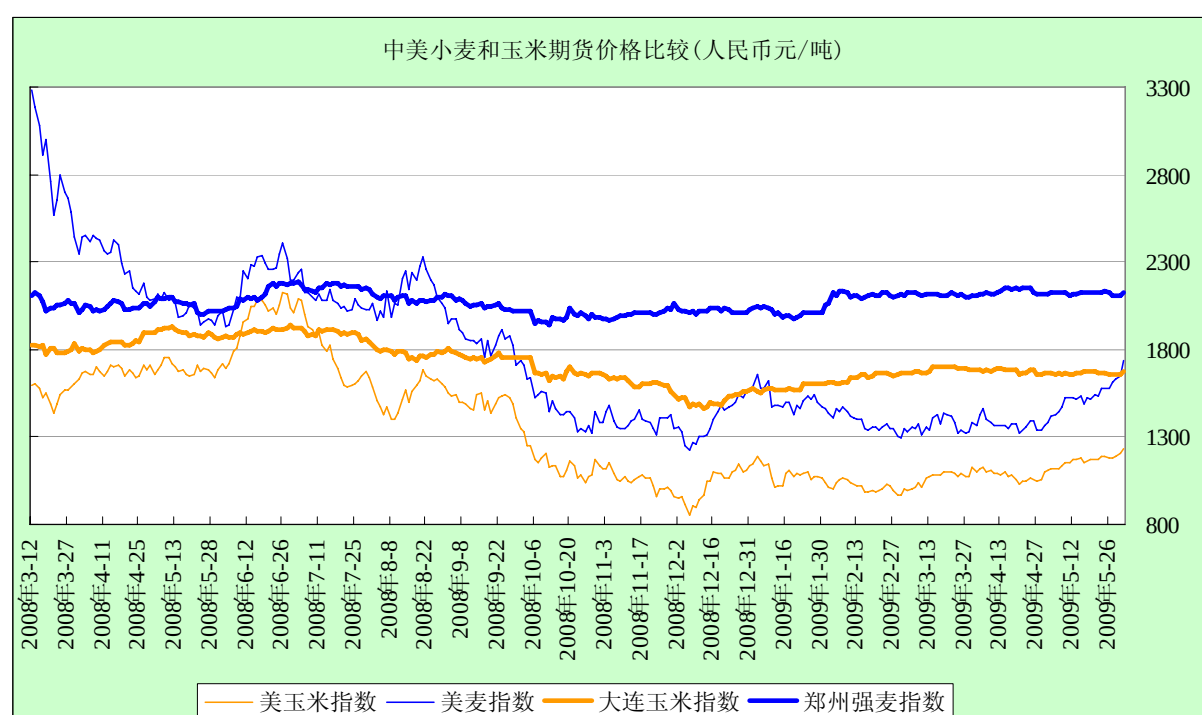
相关报告

《农产品价格变动是影响 2009 年 3 月份 CPI 的主要因素》

一、白酒以粮食为原料，目前我国粮食价格大幅度高于国外

白酒以小麦、玉米、高粱、大米等主要粮食品种为原料，粮食价格变动是影响白酒上市公司经营业绩的主要因素之一。粮食价格变动导致白酒上市公司生产成本变动；粮食价格变动可能导致政府通过白酒消费税杠杆调节白酒上市公司生产规模，影响白酒上市公司经营业绩。

2008 年下半年以来，国际金融和经济危机爆发，石油价格大幅度下跌导致生物能源生产企业对粮食需求下降，还导致粮食生产成本下降，在需求下降和生产成本下降双重压力下，国际粮食价格大幅度下跌，跌幅 50% 以上。我国政府为稳定国内粮食生产和农民收入，出台了小麦、稻谷等主要粮食品种最低收购价格政策，并且指令中央储备粮管理总公司在玉米主产区以高于市场价格大量收购玉米进行储备，阻止国内粮食价格跟随国际粮食价格下跌。目前我国粮食价格大幅度高于国外，尽管受近期美元贬值等因素影响，美国小麦和玉米出现了比较大幅度的上涨，但是截止 2009 年 6 月初，国内小麦和玉米价格仍然比美国小麦和玉米价格分别高 36% 和 22%。



资料来源：郑州商品交易所、大连商品交易所和美国芝加哥期货交易所

今年夏粮正在大面积收获，估计今年春天北方干旱没有造成我国夏粮减产，粮食丰收将进一步改变我国粮食供求关系，压迫粮食价格向下运行，加上国内粮食价格大幅度高于国外，未来国内粮食价格将以平稳和防止价格下跌为主。在这样的供求关系下，政府将支持粮食加工转化，促进粮食供求平衡。两者对白酒上市公司降低生产成本和扩大生产规模都是有利的。

二、刺激消费拉动国民经济增长是我国“扩内需、保增长”的必然选择，白酒上市公司将受益

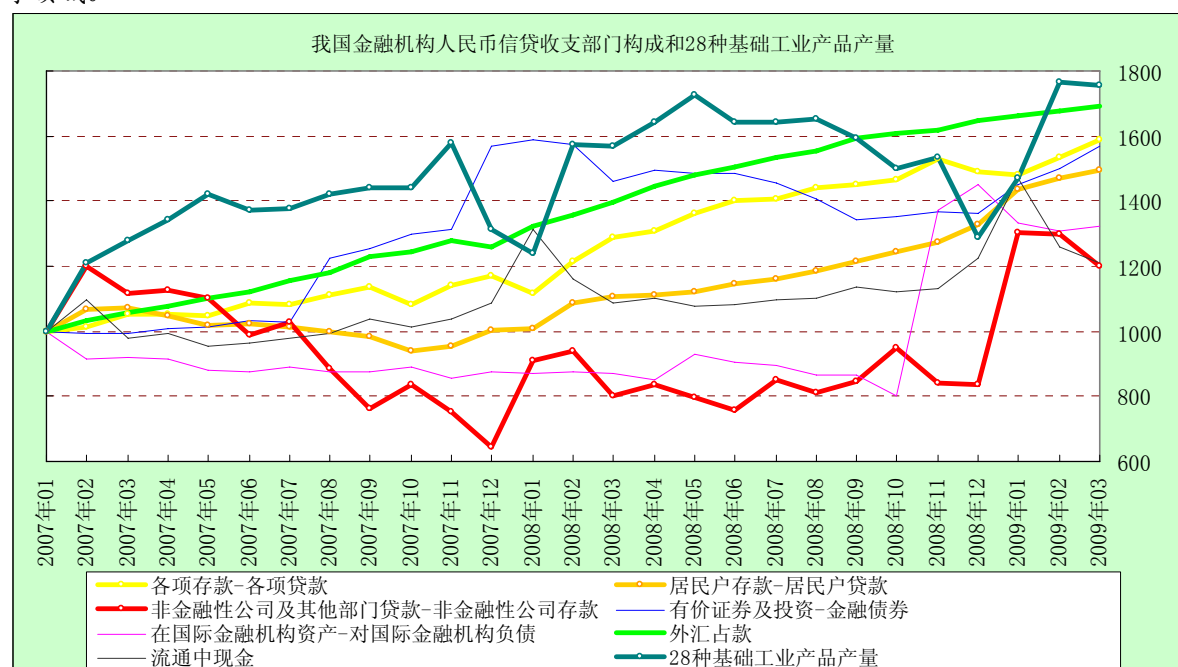
绝大部分白酒上市公司都在 2008 年报中提到国际金融和经济危机对国内白酒行业和本公司的影响，认为经济活动水平和消费者收入水平增速放缓将影响公司 2009 年的业绩。客观分析国际金融和经济危机对我国消费水平的影响是预测 2009 年白酒上市公司经营业绩的前提。

2008 年下半年爆发的国际金融和经济危机通过出口等途径很快影响到了我国的实体经济。2008

年下半年，我国主要工业品产量呈现逐月下滑趋势。政府及时出台了规模庞大的投资计划，这一计划已经取得了比较显著的成效，2009年二月和三月，我国主要工业品产量快速反弹。但是，单独依赖投资拉动国民经济增长的持续性可能不强，大规模投资将扩大产能，产能扩大将增加供给，最终要依赖出口和消费的增长来消化产品。2009年四月，我国主要工业品产量冲高后回落。

与规模庞大的投资计划相配合，中央银行实行宽松的货币政策，2009年前三个月金融机构人民币信贷规模大幅度增长。从中国人民银行公布的人民币信贷支出数据可以看出，新增信贷主要投向基础设施建设等领域，短期工业、商业、建筑、农业等贷款增长缓慢，外汇占款增长乏力，说明短期内抑制实体经济增长的主要因素是有效需求不足，而不是资金供给不足。基础设施建设等投资对拉动国民经济增长的效应可能逐渐降低。

我国居民净储蓄（储蓄扣除贷款）水平逐渐提高，说明消费对拉动我国国民经济增长的潜力尚未充分发挥。居民净储蓄主要流向外汇占款、非金融机构净贷款和金融机构持有的有价证券及投资净额等领域。



资料来源：中国人民银行、国家统计局，爱建证券研究发展总部对数据进行指数化处理

从图中可以看出，2009年，我国非金融机构净贷款（贷款扣除存款）在经历一月份的大幅度增长以后，在二月份停止增长，在三月份下跌，反映实体经济对贷款的吸纳能力由增到减的过程。与此同时，我国金融机构持有的有价证券及投资净额（有价证券及投资-金融债券）出现较大幅度增长，说明资金由实体经济流向虚拟经济。

尽管通过降低出口关税、提高出口退税等措施能够在一定程度上有利于扩大出口规模，但是，导致出口收缩的根本原因是国外需求下降，主动权不在中国政府手里。

在出口受阻背景下，绕过扩大消费的任何财政或者货币政策，对拉动国民经济增长的持续性都需要合理评估，而超过实体经济需要的过度信贷投放可能引发虚拟经济的虚假繁荣，并为通货膨胀埋下种子。刺激消费拉动国民经济增长是我国“扩内需、保增长”的必然选择，白酒上市公司将受益。

三、我国重点白酒上市公司品牌、经营规模和盈利水平比较研究

目前，我国白酒上市公司有贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、沱牌曲酒、老白干酒、金种子酒、古井贡酒、酒鬼酒、伊力特等 11 家，其中居于行业龙头地位的重点公司有贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒共 4 家。其中，贵州茅台是我国酱香型白酒的典型代表，五粮液和泸州老窖是我国浓香型白酒的典型代表，山西汾酒我国清香型白酒的典型代表。

从 1952 年到 1989 年，我国政府部门、行业协会等共举办了五届评酒会，评出了历届国家名酒。2007 年，商务部组织开展了第六届“中国名酒”评定活动，并且评出了第六届“中国名酒”初选名单，目前尚未评出最终名单。总结前五届评酒会评出的国家名酒名单，基本上可以看清楚我国白酒行业品牌序列情况。

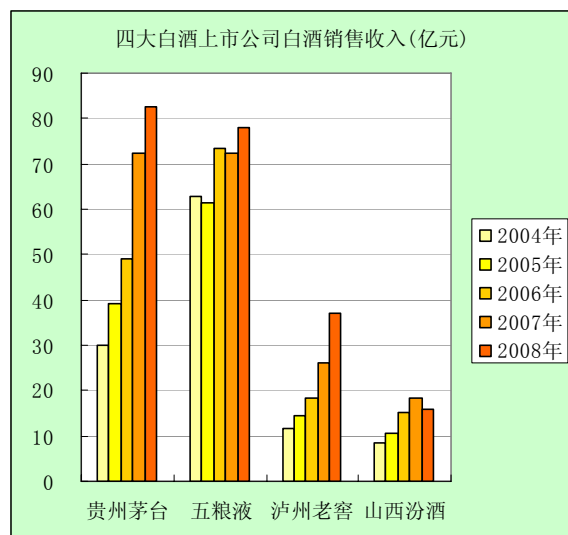
五届名酒评比金质奖名单（白酒）

企业名称	注册商标	产品名称	香型	获奖届次
贵州茅台酒厂	飞天牌、贵州牌	茅台酒	酱香	①②③④⑤
杏花村汾酒总公司	古井亭、长城牌	汾酒	清香	①②③④⑤
泸州曲酒厂	泸州牌	泸州老窖	浓香	①②③④⑤
西凤酒厂	西凤牌	西凤酒	凤香	①②④⑤
五粮液酒厂	五粮液牌	五粮液酒	浓香	②③④⑤
亳州古井酒厂	古井牌	古井贡酒	浓香	②③④⑤
遵义董酒厂	董牌	董酒	药香	②③④⑤
成都全兴酒厂	全兴牌	全兴大曲酒	浓香	②④⑤
绵竹剑南春酒厂	剑南春牌	剑南春酒	浓香	③④⑤
洋河酒厂	洋河牌、洋禾牌	洋河大曲	浓香	③④⑤
双沟酒厂	双沟牌	双沟大曲、特液	浓香	④⑤
武汉市酒厂	黄鹤楼牌	黄鹤楼酒	浓香	④⑤
古蔺郎酒厂	郎泉牌	郎酒	酱香	④⑤
常德武陵酒厂	武陵牌	武陵酒	酱香	⑤
宝丰酒厂	宝丰牌	宝丰酒	清香	⑤
鹿邑宋河酒厂	宋河牌	宋河粮液	浓香	⑤
射洪沱牌酒厂	沱牌	沱牌曲酒	浓香	⑤

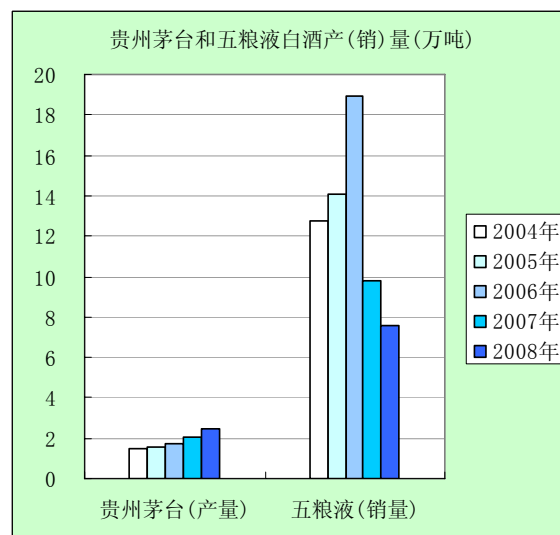
资料来源：国家商务部、中国酿酒工业协会

从上表中可以看出，贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒 4 家公司是我国白酒行业经得起历史检验的居于行业龙头地位的重点上市公司。

在四家重点上市公司中，贵州茅台和五粮液经营规模最大，泸州老窖经营规模居中，山西汾酒经营规模最小。从 2004 年到 2008 年，贵州茅台和泸州老窖经营规模逐年增长幅度比较大，五粮液和山西汾酒经营规模扩展缓慢。



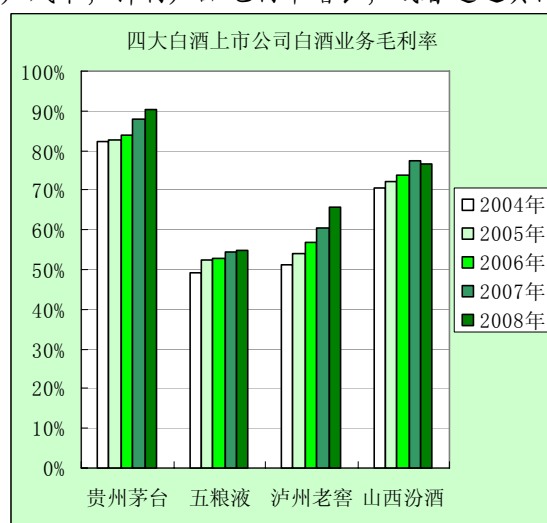
资料来源：公司公告



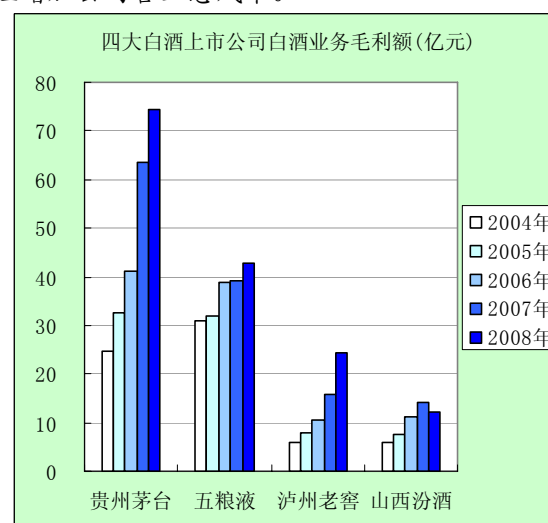
资料来源：公司公告

从图中可以看出，五粮液白酒产销量远高于贵州茅台，但是产品以中低档白酒为主。五粮液中低档白酒生产规模扩张显然遇到了阻力。我国中低档白酒行业进入门槛比较低，行业集中度低，全国白酒生产企业约三万余家，2004年到2008年全国白酒产量分别是349.37万千升、349.37万千升、397.08万千升、493.95万千升和569.34万千升，前十家企业产销量只占全国白酒总产销量15%左右，激烈竞争导致中低档白酒行业毛利率比较低。白酒生产是地方政府主要税收来源之一，地方政府对外来白酒在本地销售多采取限制措施，中低档白酒跨地区销售遇到的行政阻力比较大。另外，跨地区销售白酒运输成本和营销成本也比较高。因此，中低档白酒生产规模扩张到一定程度就会遇到比较大的阻力。

从图中可以看出，2006年以后五粮液白酒销量快速下降，下降的原因是公司调整产品结构，大幅度压缩低档白酒销量，提高中高档白酒销量，由规模扩张转变为效益优先。但是，调整产品结构是需要付出代价的，大幅度压缩低档白酒产销量将导致原有产能闲置，计提的固定资产折旧费增加产品生产成本，抑制产品毛利率增长，或者通过其他途径增加公司营业总成本。



资料来源：公司公告

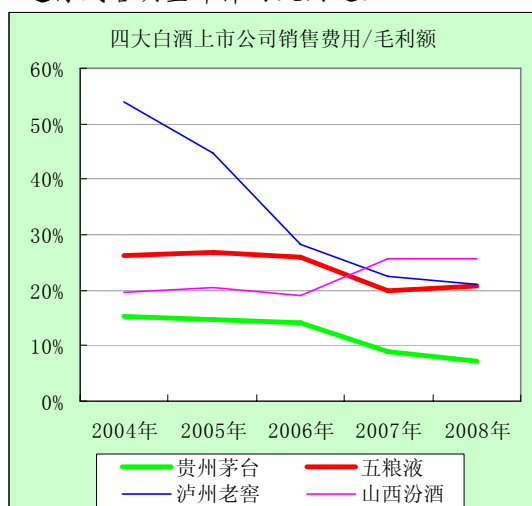


资料来源：公司公告

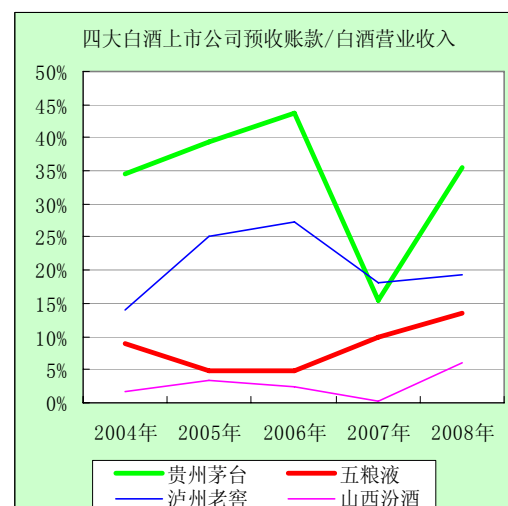
五粮液调整产品结构取得的成效仅仅在于阻止了白酒毛利率下滑的不利局面，过去五年公司白酒毛利率增长缓慢，并且在白酒行业四家重点上市公司中是最低的。同期，贵州茅台和山西汾酒保持了

高毛利率优势，泸州老窖毛利率逐年稳步增长。过去五年，贵州茅台和泸州老窖毛利额逐年大幅度增长，五粮液和山西汾酒毛利额增长缓慢。

对比贵州茅台和五粮液白酒产（销）量、白酒销售收入、白酒业务毛利率和白酒业务毛利额四项指标，可以看出，过去五年，尽管五粮液白酒产销量远大于贵州茅台，但是白酒销售收入最终落后于贵州茅台，白酒毛利率和毛利额最终也远远落后于贵州茅台。贵州茅台产能扩张比较稳健，过去五年白酒产量分别是1.50万吨、1.60万吨、1.71万吨、2.02万吨和2.51万吨，基本上坚持走高档白酒之路，尽管在新产品开发和市场定位等方面也存在问题，但是总体上没有出现类似五粮液不得不对产品结构进行战略调整那样的大问题。



资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

销售费用是反映白酒品牌效应的重要指标，“酒香不怕巷子深”尽管遭到许多人质疑，但是“酒香”能够为白酒生产企业节省销售费用。从2004年到2008年，在四家重点白酒上市公司中，贵州茅台销售费用占白酒销售毛利额的比例始终是最低的，说明品牌效应最高；泸州老窖该指标大幅度下降，说明品牌效应逐年上升；五粮液该指标2006年以后下降，说明产品结构调整取得了成效；山西汾酒该指标呈现上升趋势，说明汾酒仍然处在走出山西，走向全国的征程中。

一般而言，畅销产品预收账款比较多，滞销产品应收账款比较多。比较四家重点白酒上市公司预收账款占白酒营业收入比例，可以看出，贵州茅台该指标总体上是最高，其次是泸州老窖，五粮液居第三位，山西汾酒最低。从该指标也可以看出四家重点白酒上市公司竞争能力排序情况。

白酒与一般商品不同，白酒越陈越香，价格越高。四家重点白酒上市公司存货数字是预测其未来盈利水平的重要依据之一。

四家重点白酒上市公司年末存货（亿元）

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
贵州茅台	16.94	18.61	19.81	23.05	31.15
五粮液	13.76	14.49	15.08	18.06	20.77
泸州老窖	9.31	11.66	12.27	12.39	11.89
山西汾酒	3.16	3.68	4.10	4.97	6.92

资料来源：公司公告

从表中可以看出,2008 年末,贵州茅台存货价值最大,为 31.15 亿元。存货是以成本计价的,2008 年贵州茅台酒的毛利率为 90.3%,可以推算出存货销售以后所得营业收入 300 亿元以上,是 2008 年公司营业收入的 4 倍左右。用相同方法可以推算出五粮液、泸州老窖和山西汾酒存货销售以后所得营业收入分别为 45 亿元左右、35 亿元左右和 30 亿元左右,占各公司 2008 年营业收入比例分别是 55%、45%和 80%左右。可以看出,未来贵州茅台的盈利潜力远远领先于五粮液、泸州老窖和山西汾酒。

四、盈利预测和投资建议

白酒以小麦、玉米、高粱、大米等主要粮食品种为原料,我国粮食价格大幅度高于国外,未来国内粮食价格将以平稳和防止价格下跌为主,对白酒上市公司降低生产成本和扩大生产规模是有利的。刺激消费拉动国民经济增长是我国“扩内需、保增长”的必然选择,白酒上市公司将受益。

我国白酒行业重点上市公司有 4 家,其中,贵州茅台和五粮液经营规模最大,泸州老窖经营规模居中,山西汾酒经营规模最小。贵州茅台产能扩张比较稳健,基本上坚持走高档白酒之路,总体上没有出现类似五粮液不得不对产品结构进行战略调整那样的大问题。泸州老窖经营规模和盈利水平逐年稳步提高。山西汾酒仍然处在走出山西,走向全国的征程中。未来贵州茅台的盈利潜力远远领先于五粮液、泸州老窖和山西汾酒。

贵州茅台 (600519) 盈利预测

盈利预测综合值一览	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年预计	2010 年预计
营业总收入(亿元)	49.03	72.37	82.42	100.32	119.28
增长率(%)	24.75	47.60	13.88	21.72	18.91
归属母公司股东的净利润(亿元)	15.45	28.31	37.99	48.58	58.28
增长率(%)	38.11	83.25	34.22	27.87	19.97
每股收益-摊薄(元)	1.64	2.99	4.03	5.15	6.18
市盈率	73.14	39.91	29.74	23.26	19.39

泸州老窖 (000568) 盈利预测

利预测综合值一览	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年预计	2010 年预计
营业总收入(亿元)	19.26	29.27	37.98	44.69	52.96
增长率(%)	32.24	51.95	29.78	17.64	18.51
归属母公司股东的净利润(亿元)	3.23	7.73	12.66	15.55	19.17
增长率(%)	598.51	139.75	63.70	22.82	23.25
每股收益-摊薄(元)	0.37	0.89	0.91	1.12	1.37
市盈率	61.78	25.77	25.19	20.51	16.64

2009 年 6 月 4 日,贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒的静态市盈率分别是 29.74 倍、36.27 倍、25.49 倍和 36.55 倍,结合各公司未来两年盈利水平的预期变化,给予贵州茅台 (600519) 和泸州老窖 (000568) “推荐”评级,给予五粮液 (000858) 和山西汾酒 (600809) “中性”评级。

投资评级说明

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6 个月内， 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级：

强于大市：预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。