

食品饮料行业

评级: 增持

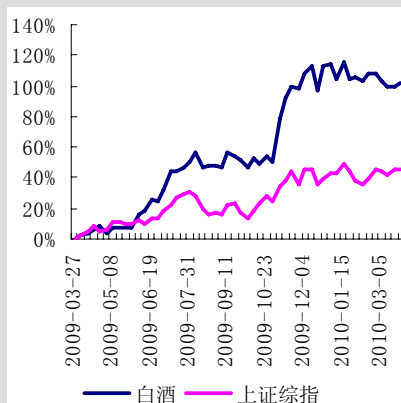
食品饮料行业研究员

王永锋

010-88086830-673

wangyf@rxzq.com.cn

白酒行业指数与上证综指对比:



白酒行业: 不只是防守, 期待板块行情启动

投资要点

- **白酒行业需求持续向好, 中高端白酒迎来爆发式增长。**2010年国内白酒消费量有望保持15%以上增速, 尤其在四川、河南、山东、安徽、河北、江苏、湖北、湖南等地白酒消费依然旺盛。中高端白酒消费增速有望达到30%-50%。
- **板块估值较低, 具有较高的安全边际。**2010年3月份以来白酒板块进行了深度调整, 目前很多公司的估值优质开始显现。相对于历史平均估值, 白酒板块多只股票估值较低, 五粮液、贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖估值仅有22.52倍、24.39倍、27.31倍和23.32倍。
- **通货膨胀将给高端白酒企业带来利好。**受2010年2月CPI数据低于市场预期影响, 白酒板块抵御通货膨胀的吸引力有所下降。随着通胀预期加强, 一旦CPI数据超过3%, 将对一线高端白酒企业带来利好。
- **年报和一季报的业绩增长或将成为股价上升的催化剂。**目前市场对于白酒行业预期每年具有20%以上增速, 行业整体投资价值已经出现, 随着2010年4月份各家公司年报和季报的披露, 白酒企业业绩增长有望推动股价上涨。
- **投资建议。**我们重点推荐一线白酒企业五粮液、贵州茅台、泸州老窖, 主要在于公司估值低、业绩增长确定性强、产品提价预期; 重点推荐二三线白酒企业山西汾酒、洋河股份、金种子酒, 主要在于公司管理结构改善、业绩增速快。
- **风险因素。**市场的系统性风险, 防御性板块也不能幸免。

公司简称	股价 (3.30)	EPS			PE		评级
		09/E	10E	11E	10E	11E	
五粮液	28.60	0.85	1.27	1.66	22.52	17.23	买入
贵州茅台	160.01	5.16	6.56	8.21	24.39	19.49	买入
泸州老窖	32.41	1.14	1.39	1.70	23.32	19.06	买入
水井坊	21.55	0.59	0.76	0.90	28.36	23.94	增持
洋河股份	108.10	2.79	3.81	5.09	28.37	21.24	买入
山西汾酒	39.60	0.96	1.45	2.07	27.31	19.13	买入
古井贡酒	38.65	0.47	0.80	1.23	48.31	31.42	增持
金种子酒	19.65	0.26	0.45	0.68	43.67	28.90	买入

1、行业分析

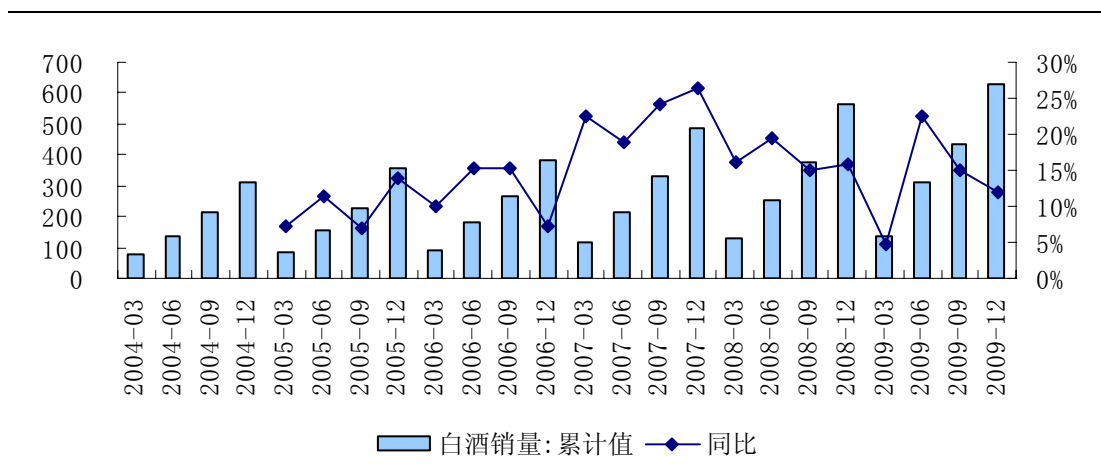
需求：行业需求持续向好，中高端白酒迎来爆发式增长

2004年以来，国内白酒消费量年均复合增长率达到14.87%。2009年我国白酒消费量达628.50万千升，同比增长11.81%，消费量逐年提高。

在今年的成都春季糖酒会上，多位白酒行业专家、公司高管及经销商认为：随着我国经济回暖，2010年国内白酒消费量将保持15%以上增速，尤其在四川、河南、山东、安徽、河北、江苏、湖北、湖南等地白酒消费依然旺盛。另外，消费者购买白酒将更加趋于理性，性价比成为最为看重的要素，受其影响中高端白酒消费增速将超过高端白酒，增速有望达到30%-50%，我们从洋河股份、郎酒、山西汾酒、金种子酒等二三线品牌2009年的爆发式增长可以看出势头。

我们与部分经销商交谈了解到：五粮液库存很低，销量较好；茅台略有库存，销量增速低于五粮液；泸州老窖库存相对较高。

图表 1 白酒行业销量增长情况



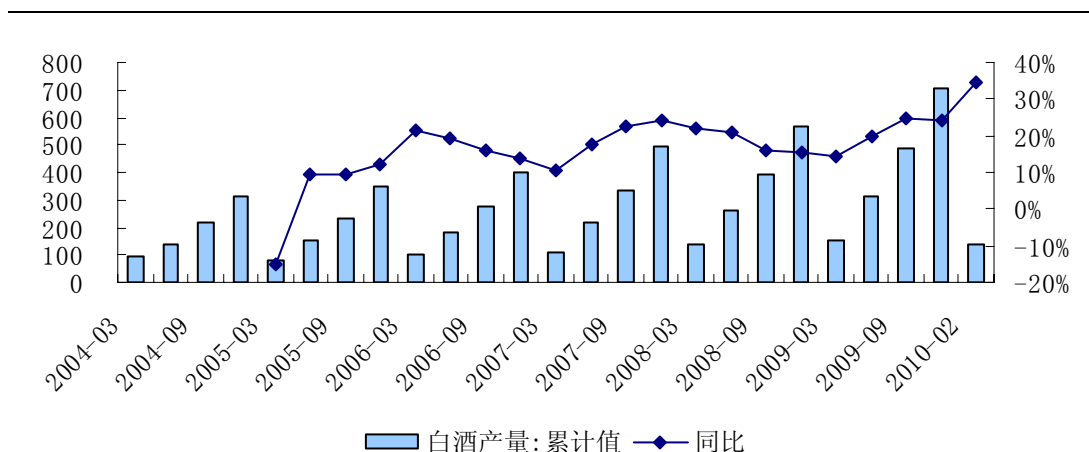
数据来源：国家统计局，日信研究

供给：产量增速提升，竞争格局正在发生变化

2009年我国白酒产量达706.90万千升，同比增长24.17%。2010年1-2月白酒累计产量为139.35万吨，同比增速达34.28%，白酒产量增速大幅上升，显示了白酒厂商对消费持续增长的良好的预期。

同时，我们注意到一个行业趋势：我国白酒市场竞争格局正在发生变化，二线白酒企业在做好自己根据地市场的同时，正在加速全国扩张，这和十年前的啤酒行业有很多相似之处。随着竞争日趋激烈，白酒企业的地域性和口味性将更为突出，消费者不再接受“茅五剑”这样的价格定位消费，而是各个香型（酱香、浓香、清香、兼香等）的白酒均会购买。

图表 2 白酒行业产量增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

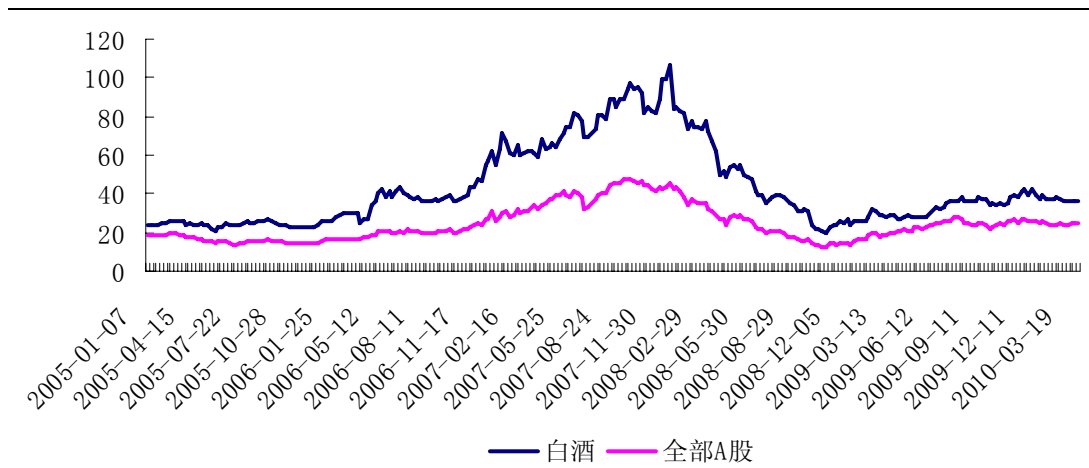
2、板块估值

估值较低，具有较高的安全边际

从2005年初以来至2010年3月30日收盘白酒板块和A股市盈率情况看，按TTM整体法并剔除负值，A股平均市盈率为24.32倍，白酒板块（申万）市盈率平均为43.11倍，白酒对A股溢价为77.27%。以3月30日收盘价计算，白酒市盈率对A股市盈率溢价仅为44.47%，和历史平均溢价相比，白酒板块目前估值偏低。

2009年第四季度很多机构投资者均对白酒板块进行了超配，2010年3月份白酒板块进行了深度调整，目前很多公司的估值优质开始显现。相对于历史平均估值水平，白酒板块多只股票估值较低，截至2010年3月24日，五粮液、贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖估值仅有22.58倍、24.27倍、26.54倍和22.99倍，安全边际较高。

图表 3 白酒板块估值情况



数据来源：wind，日信研究

另外,受2010年2月CPI数据低于市场预期影响,白酒板块抵御通货膨胀的吸引力有所下降。我们认为,一旦CPI数据超过3%,将对贵州茅台、五粮液和泸州老窖等一线高端白酒企业带来利好,预计高端白酒企业将会提价5%-10%用以抵消通货膨胀。目前市场对于白酒行业预期每年具有20%以上增速(销量增速15%,结构调整带来价格上涨5%),行业整体投资价值已经出现,随着2010年4月份各家公司年报和季报的披露,业绩增长有望推动股价上涨。

3、公司分析

3.1. 五粮液

投资要点

1、估值低,具有安全边际。

目前,公司对应2010年的市盈率仅为22.52倍,和食品饮料18-20倍的历史估值底线非常接近,显示公司估值具有很高的安全边际。

2、销量有望较快增长。

我们在五粮液经销商会上了解到,2010年1-2月,五粮液集团已完成全年销售计划的35%。另外,公司今年推出酱香型白酒永福酱酒。我们预计2010年五粮液销量有望增长10%-12%。

3、年报、季报增长不错。

根据2010年3月19日公司披露的2009年年报,净利润同比增长达79.18%。随着2010年1季度业绩报出,公司业绩较好,股价有望上涨。

4、盈利预测及投资建议。

我们预计2010-2011年公司分别实现每股收益1.27元和1.66元。根据3月30日收盘价计算,对应的动态PE分别为22.52倍和17.23倍,我们给予公司“买入”投资评级。

风险因素

对经销商的管控问题;如何有效解决公司多品牌建设。

表格 1 五粮液主营业务收入预测(百万元)

	2006	2007	2008	2009A	2010E	2011E
销量(万吨)	18.97	9.78	7.58	8.45	9.30	10.41
同比	-	-48.44%	-22.50%	11.48%	10.00%	12.00%
主营业务收入	7333	7222	7816	10005	12357	15272
高价位酒	4358	4938	5936	7217	8733	10741
同比	-	13.31%	20.21%	21.58%	21.00%	23.00%
中低价位酒	2976	2284	1880	2788	3624	4531
同比	-	-23.25%	-17.69%	48.30%	30.00%	25.00%
毛利率	52.82%	54.41%	54.69%	71.31%	69.63%	69.87%
高价位酒	69.21%	71.95%	66.73%	85.38%	84.00%	85.00%
中低价位酒	28.83%	16.50%	16.65%	34.91%	35.00%	34.00%

数据来源:公司年报,日信研究

表格 2 五粮液盈利预测表（百万元）

	2008	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	7933	11129	13650	16823
营业成本	3618	3861	4852	5920
营业费用	891	1164	900	1005
管理费用	589	839	649	724
财务费用	-160	-110	-135	-166
二、营业利润	2431	4587	6541	8447
三、利润总额	2399	4606	6548	8452
四、净利润	1830	3467	5151	6731
归属于母公司净利润	1811	3245	4821	6300
五、每股收益（元）	0.48	0.85	1.27	1.66

数据来源：公司年报，日信研究

3.2. 贵州茅台

投资要点

1、估值较低。

公司对应2010和2011年的市盈分别为24.39倍和19.49倍，处于板块平均水平。公司作为白酒板块的行业龙头，我们认为公司估值较低，具有较高的安全边际。

2、销量提升，产能提供保障。

公司2009年酒卖的不错，销量大约增长12%左右，预计09年EPS5.16元。我们估计茅台酒2010年总产量约为30000吨，在今后每年产能扩张2000吨的前提下，产能将得到有效提升。

3、2010年一季报业绩有超预期可能。

受公司提价、放量等因素影响，茅台盈利将有可能超出市场预期，随着2009年年报和2010年1季报业绩报出，公司股价有望反弹。

4、盈利预测及投资建议。

我们预计2009-2011年公司分别实现每股收益5.16元、6.56元、8.21元。根据3月30日收盘价计算，对应的2010和2011年PE分别为24.39倍和19.49倍，我们给予公司“买入”投资评级。

风险因素

销量提升部分来自于经销商囤货；高端白酒提价频率过快，部分消费者产生质疑。

表格 3 贵州茅台主营业务收入预测（百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4896	7237	8242	10037	12297	14926
高度茅台酒	4052	5652	6693	8433	10541	12966
同比	21.10%	39.49%	18.42%	26.00%	25.00%	23.00%
低度茅台酒	639	1050	1074	1106	1184	1302
同比	43.27%	64.32%	2.29%	3.00%	7.00%	10.00%
其他系列酒	205	536	474	498	572	658
同比	47.48%	161.46%	-11.57%	5.00%	15.00%	15.00%
毛利率	83.84%	87.96%	90.29%	91.35%	91.85%	92.31%
高度茅台酒	84.90%	90.07%	92.25%	93.10%	93.50%	93.90%
低度茅台酒	84.04%	89.05%	90.41%	90.80%	91.10%	91.30%
其他系列酒	62.44%	63.62%	62.45%	63.00%	63.00%	63.00%

数据来源：公司年报，日信研究

表格 4 贵州茅台盈利预测表（百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	8242	10037	12297	14926
营业成本	800	868	1002	1148
营业费用	532	571	613	657
管理费用	941	1146	1404	1704
财务费用	-103	-125	-154	-187
二、营业利润	5390	6824	8592	10674
三、利润总额	5385	6819	8585	10667
四、净利润	4001	5132	6518	8159
归属于母公司净利润	3799	4873	6189	7747
五、每股收益（元）	4.03	5.16	6.56	8.21

数据来源：公司年报，日信研究

3.3. 山西汾酒

投资要点

1、作为老四大名酒，在中高端白酒市场占有率有望提升。

作为老四大名酒，山西汾酒独具清香型口味，竞争实力突出。同时在200-500元的中高端白酒价格段，随着茅台和五粮液等超高端白酒产品的提价，为公司腾出了足够的市场空间，中高端白酒市场竞争激烈程度相对较低，这为公司占领中高端白酒市场提供了有利条件。

2、营销新模式为汾酒快速发展提供有力保障。

我们从李秋喜董事长了解到，汾酒的战略目标是未来5年每年30%-40%的增长，2015年收入规模达到100亿元。

公司过去过于依赖传统的营销模式，目前正在进行变革。公司已与盛初营销咨询（曾对洋河、郎酒做过营销辅导）进行合作，主要在定位、产品线、区域布局和品牌四个方面进行

改革。随着公司营销改革的进一步推进，我们预计以上成果将逐步反映在业绩中。

3、产品结构改善将进一步提升产品平均售价。

相比于其他知名白酒企业，公司青花瓷在产品结构中占比较低，随着公司中高端产品放量，未来几年产品平均售价有望进一步提升。

4、盈利预测及投资建议。

我们预计2009-2011年公司分别实现每股收益0.96元、1.45元、2.07元。根据3月30日收盘价计算，对应的2010和2011年PE分别为27.31倍和19.13倍，我们给予公司“买入”投资评级。

风险因素

新营销政策的执行力度偏弱；董事会换届带来的管理问题。

表格 5 山西汾酒主营业务收入预测（百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1518	1834	1564	2132	2934	3890
名酒系列	1470	1783	1526	2075	2843	3753
同比	43.84%	21.29%	-14.41%	36.00%	37.00%	32.00%
杏花村系列	48	51	38	57	91	137
同比	-4.00%	6.25%	-25.49%	50.00%	60.00%	50.00%
毛利率	73.72%	77.32%	76.73%	77.24%	77.92%	78.61%
名酒系列	75.71%	79.19%	78.31%	79.00%	80.00%	81.00%
杏花村系列	12.50%	11.76%	13.16%	13.00%	13.00%	13.00%

数据来源：公司年报，日信研究

表格 6 山西汾酒盈利预测表（百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	1585	2166	2988	3976
营业成本	373	499	668	862
营业费用	310	424	584	778
管理费用	149	176	210	244
财务费用	0	-4	-10	-13
二、营业利润	486	718	1066	1482
三、利润总额	444	711	1049	1475
四、净利润	315	535	806	1152
归属于母公司净利润	245	416	627	896
五、每股收益（元）	0.57	0.96	1.45	2.07

数据来源：公司年报，日信研究

3.4. 洋河股份

投资要点

1、2009年公司继续保持高增长势头。

公司2006-2009年营业收入复合增长率达24.56%，净利润复合增长率更是高达138.86%。其中2009年公司营业收入和净利润同比分别增长49.22%和68.78%。

2、中高档酒销售规模提升有望推高公司整体毛利率水平。

公司蓝色经典系列中高档酒2009年收入为33.78亿元，增长56.39%，毛利率为66.84%，随着中高档酒销售规模的提升，公司毛利率水平有望继续提高。另外，我们认为随着消费升级，公司中高档酒将保持在30%左右的增速。

3、省外市场将成为公司未来新的业绩增长点。

2009年省内市场、省外市场营业收入增速分别为46.93%、54.59%。其中，省外市场占总收入的比重由25.52%提升为26.50%。我们认为随着公司全国化布局的形成，省外市场将成为公司未来新的业绩增长点。

4、洋河有望控股双沟，从而大幅提升公司的竞争实力。

2010年3月10日，双沟酒业在江苏产权交易所正式挂牌，随后洋河股份发布公告称有意参与此事。由于宿迁市国资委为双沟酒业和洋河股份共同的大股东，因此我们看好此次收购，若股权受让成功，二者将合并成为江苏的酒业巨头，这将大幅提升公司的竞争实力。

5、盈利预测及投资建议。

我们预计2010-2011年公司分别实现每股收益3.81元和5.09元。根据3月30日收盘价计算，对应的动态PE分别为28.37倍和21.24倍，我们给予公司“买入”投资评级。

风险因素

竞争对手开发“淡雅”口味白酒带来的竞争风险；营业规模扩张过快而导致的管理风险。

表格 7 洋河股份主营业务收入预测（百万元）

	2006	2007	2008	2009A	2010E	2011E
营业收入	1056	1739	2653	3950	5048	6244
中高档酒	711	1319	2160	3378	4391	5489
同比	-	85.51%	63.76%	56.39%	30.00%	25.00%
普通酒	345	420	493	571	657	755
同比	-	21.74%	17.38%	15.82%	15.00%	15.00%
毛利率	48.01%	48.99%	52.66%	59.04%	60.72%	62.87%
中高档酒	60.90%	61.03%	62.73%	66.84%	68.00%	70.00%
普通酒	21.45%	11.19%	8.52%	12.78%	12.00%	11.00%

数据来源：公司年报，日信研究

表格 8 洋河股份盈利预测表（百万元）

	2008	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	2682	4002	5126	6361
营业成本	1278	1662	2049	2418
营业费用	227	405	519	644
管理费用	170	246	281	314
财务费用	-17	-21	-27	-33
二、营业利润	998	1666	2250	2952
三、利润总额	993	1673	2253	2957
四、净利润	743	1254	1715	2289
归属于母公司净利润	743	1254	1715	2289
五、每股收益（元）	1.83	3.04	3.81	5.09

数据来源：公司年报，日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系方式:

日信证券有限责任公司

地 址: 内蒙古呼和浩特市锡林南路 18 号 邮政编码: 010020
电 话: 0471-6292477 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司北京分公司

地 址: 北京市西城区闹市口 1 号长安兴融中心西楼 11 层 邮政编码: 100031
电 话: 010-88086830 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司 (其他分支机构)

北京营业部

北京市西城区新街口北大街 3 号星街坊购物中心 6 层
营业部咨询电话: 010-82200210/82200220 传真: 010-82200213

呼和浩特营业部

内蒙古呼和浩特锡林南路 18 号
营业部咨询电话: 0471-6292456 传真: 0471-6292477

通辽营业部

内蒙古通辽市和平路中段 178 号
营业部咨询电话: 0475-8266873 传真: 0475-8266873

乌兰浩特兴安北大路营业部

内蒙古乌兰浩特市财政大楼
服务部咨询电话: 0482-8226224 传真: 0482-8234960