

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

白酒行业上市公司 2009 年报比较研究

2010 年 4 月 22 日

投资要点:

●白酒生产和消费具有明显季节性特征,冬季是白酒生产和消费的旺季,夏季是白酒生产和消费的淡季。

●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上市公司。古井贡酒和洋河股份是淮酒的代表,在我国白酒行业品牌序列中紧随四大白酒之后。

●2009 年与 2005 年相比,我国 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司营业利润合计增加了 357%,同期营业收入合计增加了 117%,营业利润增幅远大于营业收入的增幅,说明过去五年白酒上市公司整体盈利能力大幅度增强。

●2009 年 7 月 25 日,国家税务总局发布《白酒消费税最低计税价格核定管理办法(试行)》,高档白酒通过提价转嫁消费税、并且达到提升品牌形象和盈利水平目的。

●从 2009 年末白酒行业上市公司白酒存货价值和毛利率可以预测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。古井贡酒、伊力特和金种子酒白酒存货与其营业收入相比规模偏小,未来营业收入依赖当年产新酒,盈利潜力不大。

●给予白酒行业“中性”评级;给予贵州茅台、泸州老窖和沱牌曲酒“推荐”评级,给予其它白酒上市公司“中性”评级。

白酒行业评级 中性 (维持)

动态市盈率: 35.86

市净率: 9.27

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	2.93%	12.46%	57.57%
大盘涨跌(%)	-2.08%	-1.34%	22.31%

资料来源: 爱建证券研发部

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	4.57	5.16
五粮液	中性	0.48	0.86	1.03
泸州老窖	推荐	0.91	1.20	1.62
山西汾酒	中性	0.57	0.82	1.07
沱牌曲酒	推荐	0.12	0.16	0.27

资料来源: 公司公告

吴正武 许春华

执业证书编号: S0820208030012

电话: 021-3222 9888-3509

邮箱: wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

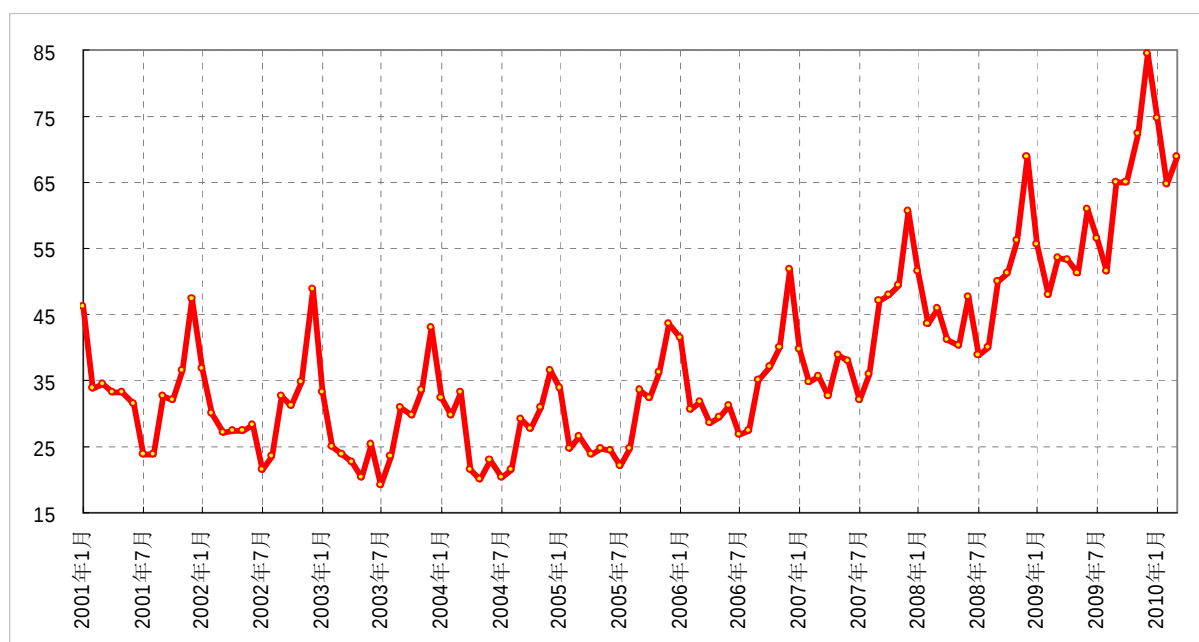
《扩内需背景下食品饮料行业 2010 年第二季度投资策略》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、白酒生产和消费具有明显的季节性特征，夏季是白酒生产和消费的淡季

白酒生产和消费具有明显季节性特征，冬季是白酒生产和消费的旺季，夏季是白酒生产和消费的淡季。进入白酒生产和消费淡季，白酒上市公司经营规模和盈利水平月度环比将出现比较大幅度下降。

图 1：2001 年 1 月-2010 年 3 月我国白酒月度产量（万千升）



资料来源：国家统计局

我国白酒月度产量呈现有规律的周期性波动，2004 年以后，周期的高点和低点都呈现逐年抬高趋势，说明我国白酒产量在周期波动中向前发展。

二、历届国家名白酒排序和白酒向高档次发展

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。

表 1：五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

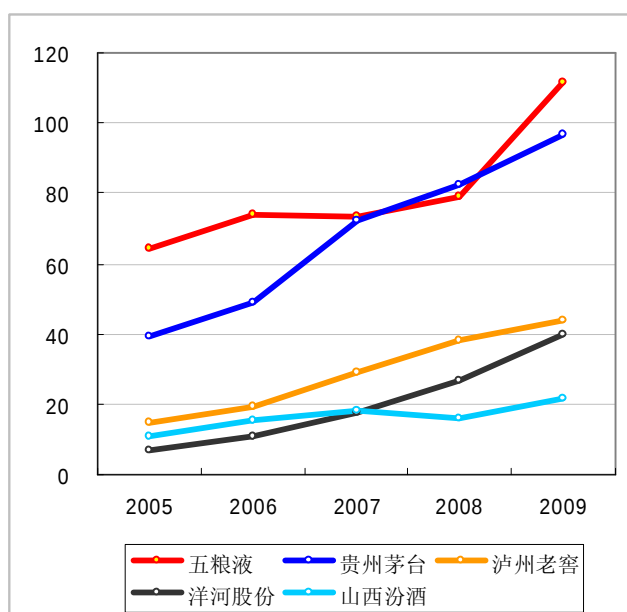
资料来源：国家商务部、中国酿酒工业协会

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。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上市公司。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。古井贡酒和洋河股份是淮酒的代表，在我国白酒行业品牌序列中紧随贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒之后。

三、白酒行业上市公司经营规模及其增长速度比较

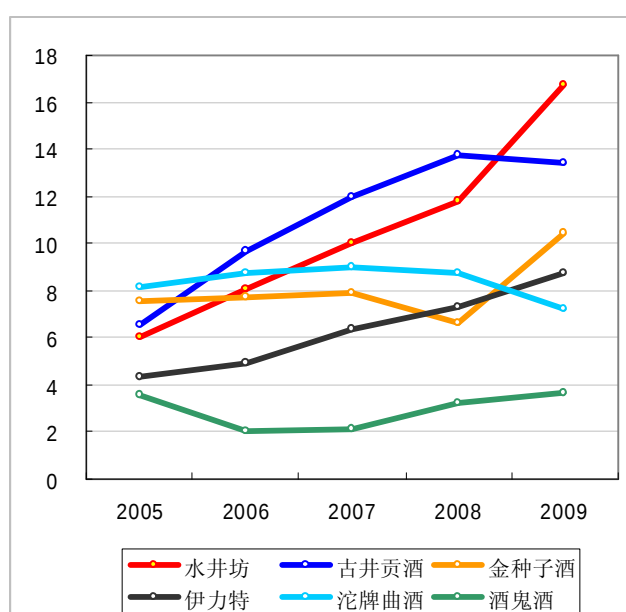
目前，我国有 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司，分别是贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、沱牌曲酒、水井坊、金种子酒、酒鬼酒和伊力特。还有 2 家主营业务收入 50%以上为白酒的上市公司，分别是老白干酒、*ST 皇台。

图 2：五家白酒公司营业收入比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 3：六家白酒公司营业收入比较（亿元）



资料来源：公司公告

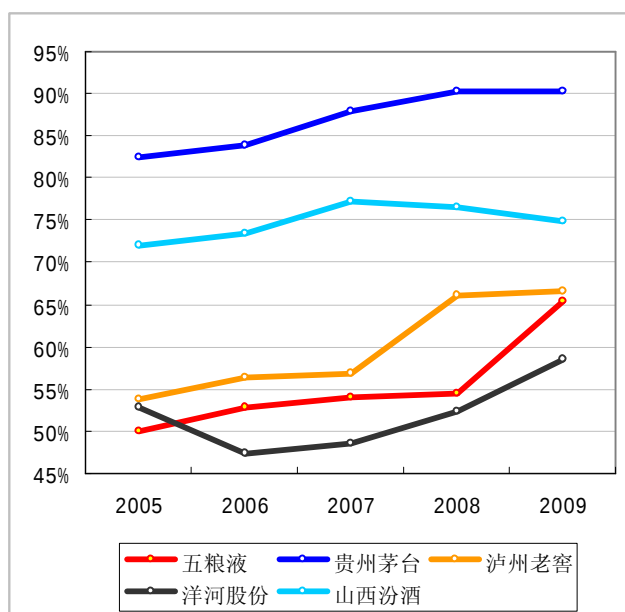
2009 年，我国 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司中，五粮液、贵州茅台、泸州老窖、洋河股份和山西汾酒 5 家公司位居白酒行业上市公司营业收入前五位，剩余 6 家公司经营规模相对较小。2009 年与 2005 年相比，洋河股份、泸州老窖、贵州茅台、山西汾酒和五粮液 5 家公司营业收入分别增加了 485%、200%、146%、100%和 73%。

2009 年，五粮液产品结构战略调整 and 解决与母公司之间关联交易取得明显成效，营业收入同比增长 40%；贵州茅台和泸州老窖营业收入同比分别增长 17%和 15%；洋河股份由于发行新股上市需要，同时募集资金用于开拓市场取得成效，营业收入同比增长 50%；山西汾酒走出山西，走向全国进程取得进展，收入同比增长 35%。6 家经营规模相对较小的白酒上市公司中，水井坊、古井贡酒和伊力特营业收入过去 5 年持续快速增长，金种子酒、酒鬼酒和沱牌曲酒营业收入过去 5 年增长速度缓慢。

四、白酒行业上市公司盈利水平及其增长速度比较

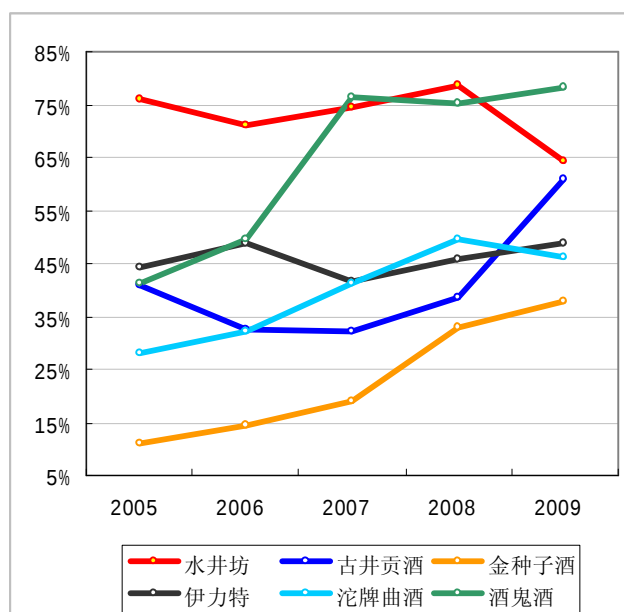
白酒是非生活必需品，品牌在白酒销售量和销售价上具有重要作用。高档白酒销售价格高、毛利率高、市场占有率高、公司盈利水平高。中低档白酒销售价格低、毛利率低、销售范围局限于区域市场、公司盈利水平低。随着居民、商务、政务支出水平的提高，白酒向高档次发展是必然趋势。

图 4：五家白酒公司毛利率比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 5：六家白酒公司毛利率比较（亿元）



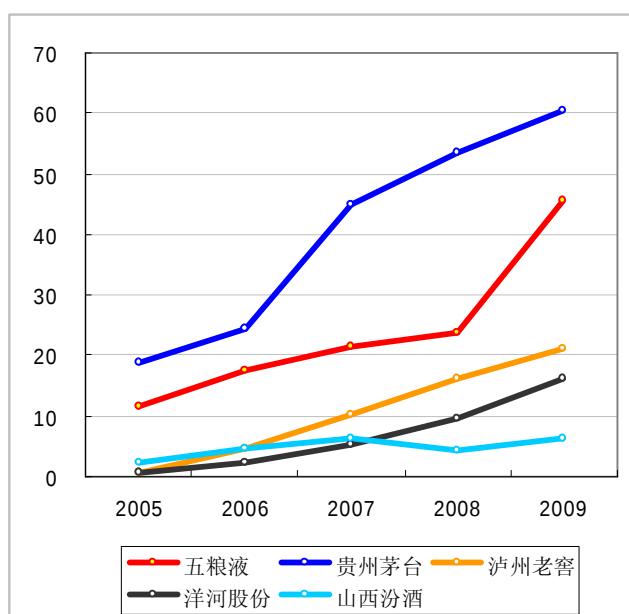
资料来源：公司公告

2009 年，我国 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司中，贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液、酒鬼酒、水井坊和古井贡酒 7 家公司毛利率超过 60%，分别是 90.17%、74.87%、66.65%、65.31%、78.22%、64.43%和 60.81%，以中高档产品为主；洋河股份、沱牌曲酒、伊力特、金种子酒等 4 家公司毛利率低于 60%，以中低档产品为主。

从 2007 年开始，五粮液对产品结构进行战略调整，压缩中低档次产品生产和销售，扩大高档次产品生产和销售，经过将近三年的战略调整，取得了明显成效。2009 年，五粮液设立宜宾五粮液酒类销售有限公司，五粮液持有销售公司 95%股份，比较彻底地解决了与五粮液集团进出口公司间

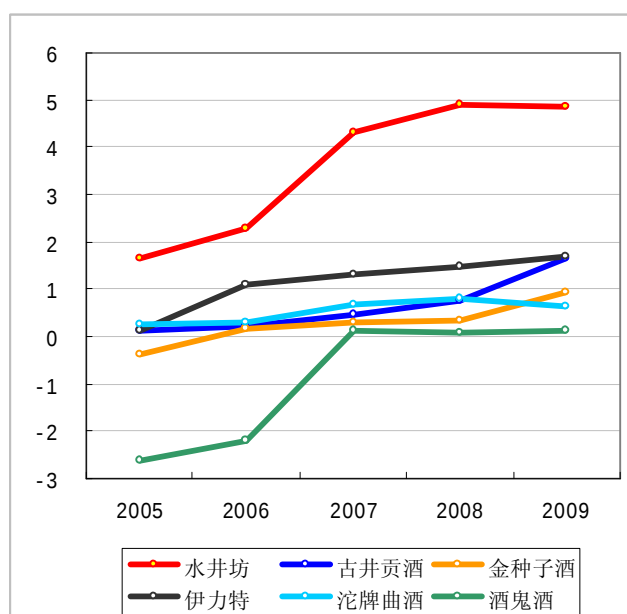
在白酒销售环节上存在的关联交易。2009 年五粮液出资 38.18 亿元收购其母公司五粮液集团公司下属五个白酒包装材料公司 100% 股权，大幅度减少了在上游环节与母公司的关联交易额。2009 年，五粮液毛利率同比增加了 11 个百分点，毛利率同比增加比较大的公司还有洋河股份和古井贡酒；泸州老窖、伊力特、金种子酒和酒鬼酒毛利率同比略有增长；贵州茅台、山西汾酒、水井坊和沱牌曲酒毛利率同比下降。贵州茅台毛利率已经达到 90% 以上，高处不胜寒，毛利率波动是正常现象。山西汾酒处于走出山西，走向全国进程中，需要在提高毛利率与开拓新市场之间进行平衡，毛利率降低一些也是正常现象。古井贡酒和洋河股份是淮酒的代表，在我国白酒行业品牌序列中紧随贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒之后，毛利率逐年大幅度提高，未来经营规模和盈利水平增长潜力大。

图 6：五家白酒公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 7：六家白酒公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

尽管五粮液 2009 年营业收入比贵州茅台高 15%，但是营业利润比贵州茅台低 25%，低 15 亿元左右。2009 年五粮液与贵州茅台营业利润的差距缩小，结束了过去三年差距扩大的历史。2009 年，我国 11 家主营业收入全部为白酒的上市公司中，除贵州茅台和五粮液之外，泸州老窖、洋河股份、山西汾酒和水井坊的盈利水平也比较高，2009 年营业利润都在 4 亿元以上；剩余 5 家公司盈利水平比较低，2009 年营业利润分布在 0 到 2 亿元区间内。

2009 年与 2005 年相比，我国 11 家主营业收入全部为白酒的上市公司营业利润合计增加了 357%，同期营业收入合计增加了 117%，营业利润增幅远大于营业收入的增幅，说明过去五年白酒上市公司整体盈利能力大幅度增强。

五、白酒消费税和白酒提价

我国白酒消费税针对白酒生产环节征收，税率是按照销售收入征收 20% 从价税，再按销售量每吨征收 1000 元从量税。对白酒销售环节不征收白酒消费税，只征收营业税，税率为 5%。白酒消费税和白酒销售营业税之间 15% 以上的税率差为白酒企业避税提供了比较大的空间。白酒企业通过设立全资

请务必阅读正文之后的重要声明

或者控股的白酒销售公司，以大幅度低于市场价的价格将白酒出售给自己的销售公司，达到少缴白酒消费税目的。

2009年7月25日，国家税务总局发布《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，自2009年8月1日起执行。规定白酒消费税最低计税价格核定标准是：白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格70%以下的，消费税最低计税价格由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格50%至70%范围内自行核定。其中生产规模较大，利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择在销售单位对外销售价格60%至70%范围内。

高档白酒拥有市场垄断地位，自主定价能力强，可以通过提价转嫁消费税、并且达到提升品牌形象和盈利水平目的。中低档白酒市场竞争激烈，价格是主要竞争工具，相关公司不敢贸然大幅度提价。

五粮液决定从2009年8月18日起对52度五粮液和39度五粮液产品的对外销售价格上调6.7%和3.9%。贵州茅台决定从2010年1月1日起上调贵州茅台酒出厂价格，平均上调幅度约为13%。山西汾酒决定从2009年12月10日起上调老白汾、竹叶青、15年以上系列汾酒出厂价10%-15%。沱牌曲酒决定从2009年8月1日起对“陶醉”、“舍得”系列产品对外售价上调6.5%-10%左右。金种子酒决定从2009年8月10日起对“地蕴醉三秋”、“柔和种子酒”和“祥和种子酒”系列产品的对外销售价格上调10%—18%。除此之外，泸州老窖上调国窖1573出厂价17%，水井坊、洋河股份等也上调了高档白酒的出厂价格。高档白酒提价效应将在相关上市公司2010经营业绩中逐渐显现。

六、白酒行业上市公司2009年末白酒存货和未来盈利潜力比较

白酒与一般商品不同，白酒越陈越香，价格越高。白酒行业上市公司白酒存货数字是预测其未来盈利潜力的重要依据之一。

表2：白酒行业上市公司2009年末白酒库存商品、自制半成品和在产品存货（亿元）

	白酒存货成本	2009年毛利率	白酒存货销售预期毛利额
贵州茅台	38.12	90.17%	349.63
五粮液	31.06	65.31%	58.48
泸州老窖	11.91	66.65%	23.80
山西汾酒	7.52	74.87%	22.40
酒鬼酒	3.89	78.22%	13.97
水井坊	5.82	64.43%	10.54
洋河股份	6.74	58.47%	9.49
沱牌曲酒	9.38	46.04%	8.00
古井贡酒	3.22	60.81%	5.00
伊力特	3.09	48.82%	2.95
金种子酒	1.60	37.64%	0.97

资料来源：公司公告

2009 年末，贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒白酒库存商品、自制半成品和在产品存货按照该公司毛利率销售以后，预期毛利额分别是 349.63 亿元、58.48 亿元、23.80 亿元和 22.40 亿元，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。

尽管 2009 年洋河股份营业收入和营业利润超过山西汾酒，位居贵州茅台、五粮液和泸州老窖之后，但是其白酒存货按照公司毛利率销售以后，预期毛利额不到 10 亿元，盈利潜力远远落后于贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒。2009 年末，古井贡酒、伊力特和金种子酒白酒存货与其营业收入相比规模偏小，未来营业收入依赖当年产新酒，盈利潜力不大。

七、白酒行业部分上市公司 2010 年经营计划和 2010 年第一季度经营业绩

2010 年，贵州茅台计划实现营业收入等主要经济指标 8%-13%的同比增长，完成“十一五”万吨茅台酒工程五期新增 2000 吨茅台酒技改项目建设，开展“十二五”万吨茅台酒工程规划和一期工程，资金需求约 15 亿元，资金来源于自有资金和自筹资金。2010 年，五粮液计划扩大中高档次产品销售量，实现营业收入和净利润同比增长 20%。2010 年，泸州老窖计划实现营业收入 58 亿元，提升国窖 1573 和老窖特曲的销售量和销售价格，提升公司盈利水平。2010 年，山西汾酒计划实现营业收入同比增加 30%，毛利额同比增加 30%。

2010 年，洋河股份计划实现净利润同比增长 30%，为实现该经营目标，公司出资 5.36 亿元收购江苏双沟酒业股份有限公司 40.6%股权，2009 年末该公司净资产 4.1 亿元，净利 1.7 亿元。2010 年，沱牌曲酒计划实现营业收入 12 亿元，毛利额 1.5 亿元。2010 年，伊力特计划实现营业收入 10.5 亿元，利润总额 2 亿元。2010 年，金种子酒计划实现营业收入 12 亿元，净利润 1.3 亿元，为实现该经营目标，公司计划非公开发行股票募集资金。

山西汾酒 2010 年第一季度实现净利润 2.6 亿元，同比增长 67.1%。洋河股份 2010 年第一季度实现净利润 7.21 亿元，同比增长 98.7%，预计 2010 年上半年净利润 5.88 亿元，同比增长 50%-70%。古井贡酒预计 2010 年第一季度净利润 7500 万元-9000 万元，同比增长 150%-200%，增长的原因是白酒销售价格和毛利率提高。酒鬼酒预计 2010 年第一季度净利润 200 万元，上年同期净利润是-538 万元，增长的原因是销售收入大幅度增长。沱牌曲酒预计 2010 年第一季度净利润同比增长 100%以上，上年同期净利润是 1400 万元，增长的原因是出售土地和建筑物获得非经常性收益。

八、行业投资建议和评级

白酒生产和消费具有明显季节性特征，冬季是白酒生产和消费的旺季，夏季是白酒生产和消费的淡季。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上市公司。古井贡酒和洋河股份是淮酒的代表，在我国白酒行业品牌序列中紧随四大白酒之后。2009 年与 2005 年相比，我国 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司营业利润合计增加了 357%，同期营业收入合计增加了 117%，营业利润增幅远大于营业收入的增幅，说明过去五年白酒上市公司整体盈利能力大幅度增强。2009 年 7 月 25 日，国家税务总局发布《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，高档白酒通过提价转嫁消费税、并且达到提升品牌形象和盈利水平目的。从 2009 年末白酒行业上市公司白酒存货价值和毛利率可以预测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。古井贡酒、伊力特和金种子酒白酒存货与其营业收入相比规模偏小，未来营业收入依赖当年产新酒，盈利潜力不大。给予白酒行业“中性”评级；给予贵州茅台、泸州老窖和沱牌曲酒“推荐”评级，给予其它白酒上市公司“中性”评级。

九、上市公司盈利预测和评级

表 3：上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	4 月 22 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	
600519	贵州茅台	白酒酿造	148.05	4.03	4.57	5.16	36.7	32.4	28.7	推荐
000858	五粮液	白酒酿造	29.75	0.48	0.86	1.03	62.0	34.8	28.9	中性
000568	泸州老窖	白酒酿造	34.62	0.91	1.20	1.62	38.0	28.9	21.4	推荐
600809	山西汾酒	白酒酿造	47.40	0.57	0.82	1.07	83.2	57.8	44.3	中性
000799	酒鬼酒	白酒酿造	14.65	0.14	0.19	0.23	104.6	77.1	63.7	中性
600779	水井坊	白酒酿造	24.01	0.64	0.66	0.79	37.5	36.4	30.4	中性
002304	洋河股份	白酒酿造	147.00	1.83	3.04	3.95	80.3	48.4	37.2	中性
600702	沱牌曲酒	白酒酿造	16.15	0.12	0.16	0.27	134.6	101.3	59.8	推荐
000596	古井贡酒	白酒酿造	45.86	0.15	0.60	0.78	305.7	76.4	58.8	中性
600197	伊力特	白酒酿造	17.25	0.28	0.25	0.28	61.6	69.6	61.6	中性
600199	金种子酒	白酒酿造	22.26	0.09	0.27	0.32	247.3	82.4	69.6	中性

资料来源：历史数据来源于公司公告

投资评级说明

I 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

I 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。