

## 食品饮料行业



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

## 七月份以后白酒消费逐渐进入旺季，白酒企业经营规模和业绩环比将大幅度增长

2010 年 7 月 16 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，每年七月以后，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上升。

●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。

●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。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。

●2009 年高档白酒提价效应将提高 2010 年相关上市公司经营业绩。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，贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒白酒库存比较多，未来盈利更有保证；其他白酒上市公司白酒库存比较少，未来盈利主要来源当年新产白酒，盈利增长空间比较小。

●2010 年，贵州茅台计划实现营业收入等主要经济指标同比增长 8%-13%；五粮液计划实现营业收入和净利润同比增长 20%；泸州老窖计划实现营业收入 58 亿元，提升公司盈利水平；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%；洋河股份计划实现净利润同比增长 30%。

●给予白酒行业“强于大市”评级，给予贵州茅台、五粮液和泸州老窖“推荐”评级。

白酒行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 31.55  
市净率: 7.62

### 行业表现



| 评价周期    | 1 个月   | 6 个月    | 12 个月   |
|---------|--------|---------|---------|
| 行业涨跌(%) | -1.93% | -16.80% | 1.83%   |
| 大盘涨跌(%) | -6.37% | -25.65% | -24.69% |

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  | 5.94  |
| 五粮液  | 推荐 | 0.48  | 0.86  | 1.25  |
| 泸州老窖 | 推荐 | 0.91  | 1.20  | 1.41  |
| 洋河股份 | 中性 | 1.83  | 3.04  | 4.28  |

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

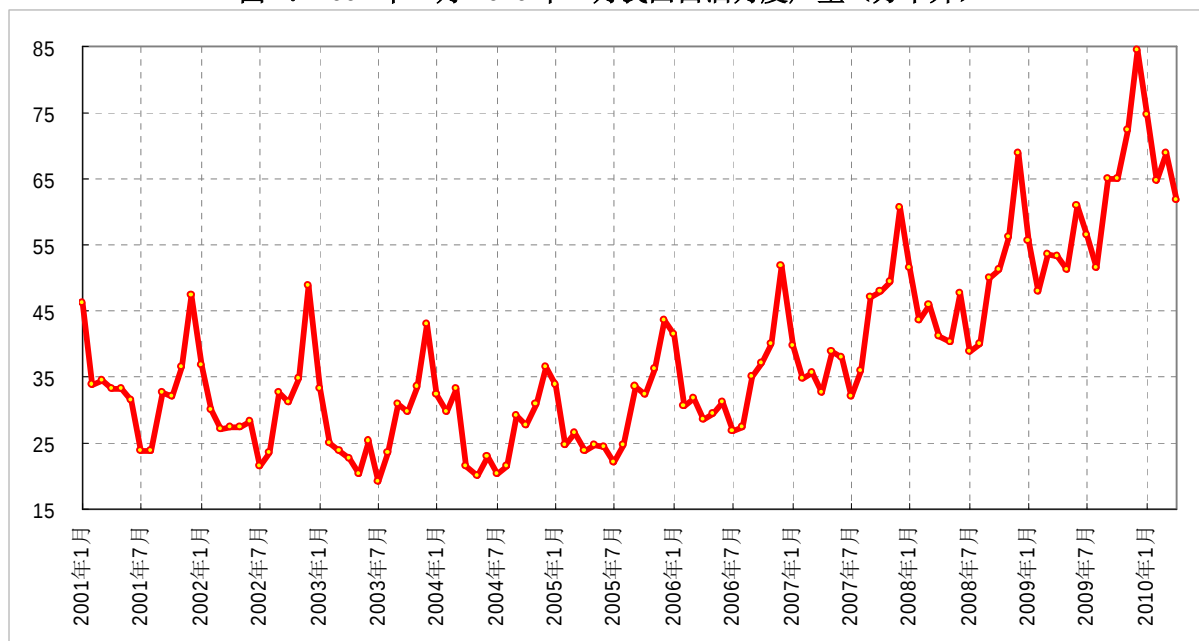
2010 年 2 月研究报告《高档白酒提价效应将给相关上市公司股票带来定期报告行情》

请务必阅读正文之后的重要声明

## 一、七月份以后白酒消费逐渐进入旺季

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。每年七月以后，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上升。

图 1：2001 年 1 月-2010 年 4 月我国白酒月度产量（万千升）



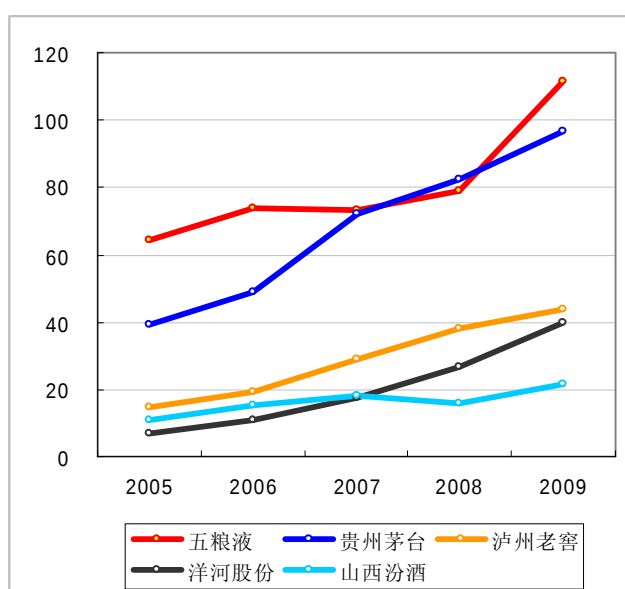
资料来源：国家统计局

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、白酒上市公司经营规模和盈利能力比较

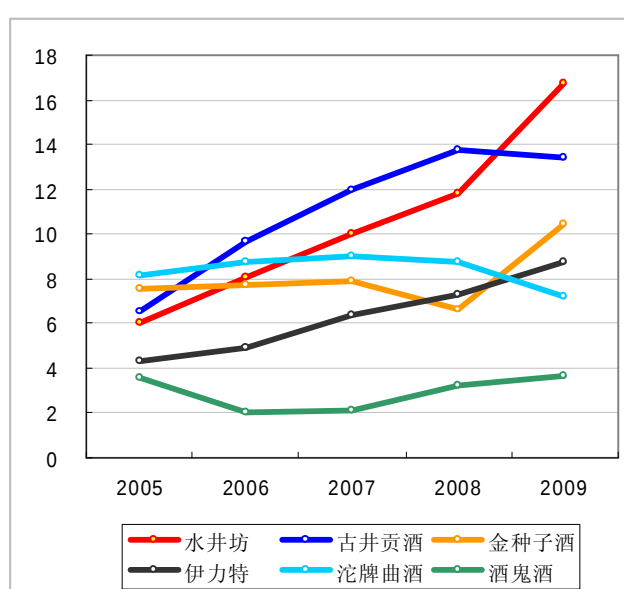
目前，我国有 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司，还有 2 家主营业务收入部分来源于白酒业务的上市公司，分别是老白干酒、\*ST 皇台。

图 2：五家白酒公司营业收入比较（亿元）



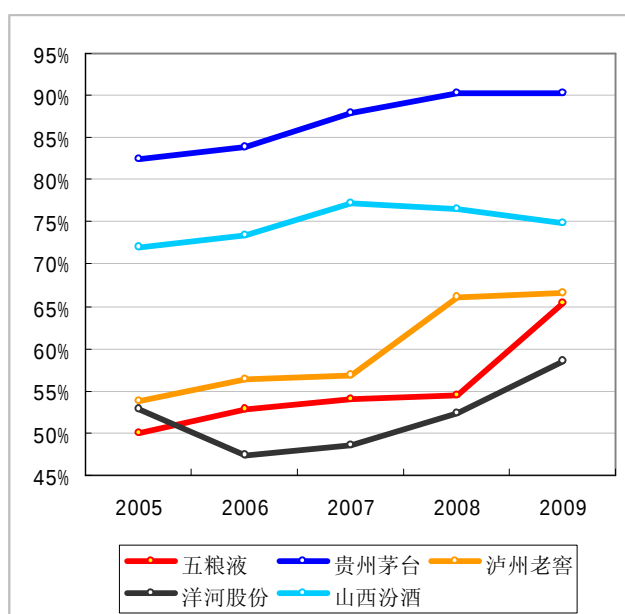
资料来源：公司公告

图 3：六家白酒公司营业收入比较（亿元）



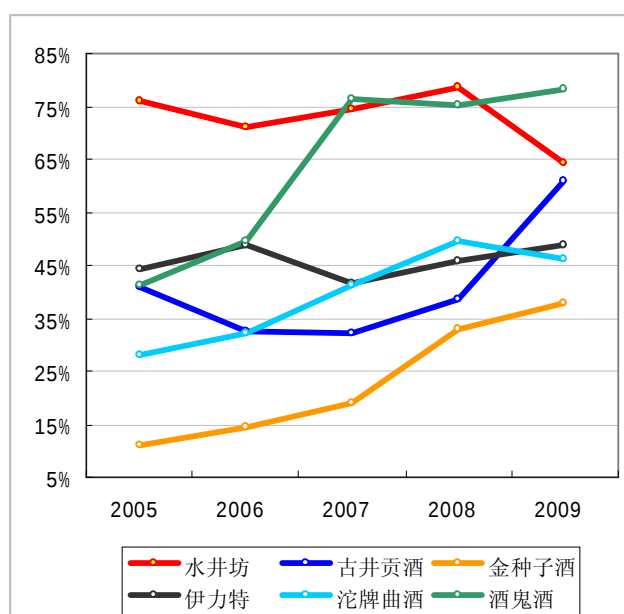
资料来源：公司公告

图 4：五家白酒公司毛利率比较（亿元）



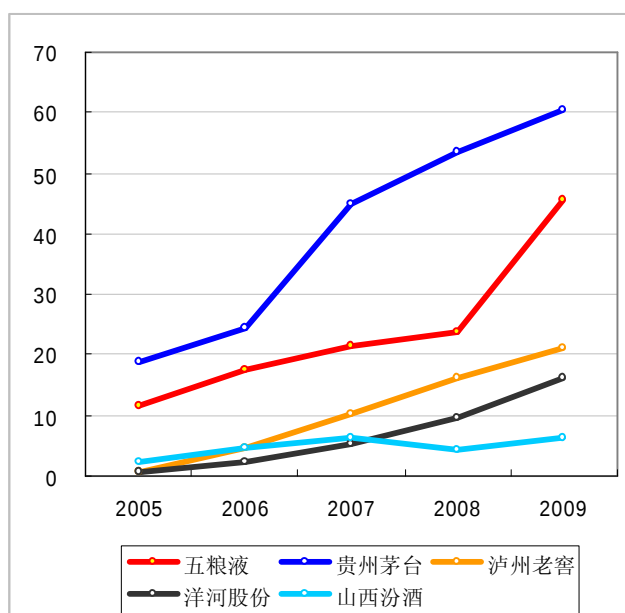
资料来源：公司公告

图 5：六家白酒公司毛利率比较（亿元）



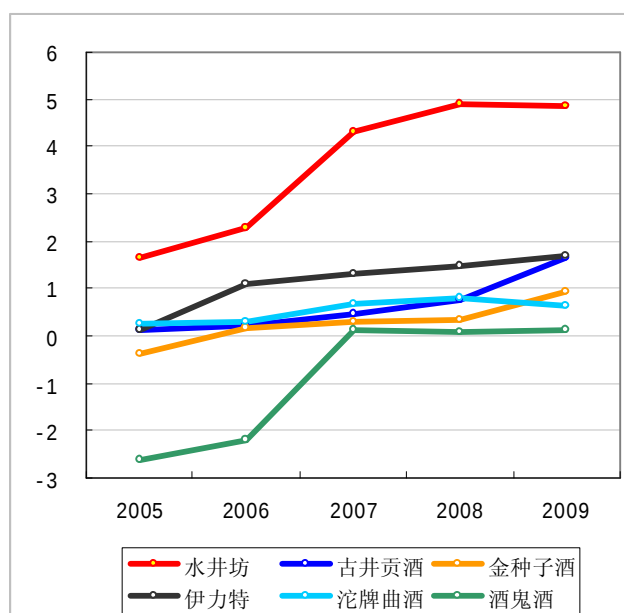
资料来源：公司公告

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

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。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。

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。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，毛利率同比增加了 11 个百分点；泸州老窖毛利率同比略有增长；贵州茅台和山西汾酒毛利率同比下降。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。

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。

### 三、2009 年高档白酒提价效应将提高 2010 年相关上市公司经营业绩

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。白酒企业通过设立全资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。《办法》执行后，白酒企业避税困难加大。

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 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。

### 四、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

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。贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒白酒库存比较多，未来盈利更有保证；其他白酒上市公司白酒库存比较少，未来盈利主要来源当年新产白酒，盈利增长空间比较小。

表 1：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。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。

## 五、白酒行业主要上市公司 2010 年经营计划

2010 年，贵州茅台计划实现营业收入等主要经济指标同比增长 8%-13%；五粮液计划实现营业收入和净利润同比增长 20%；泸州老窖计划实现营业收入 58 亿元，提升公司盈利水平；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%；洋河股份计划实现净利润同比增长 30%；沱牌曲酒计划实现营业收入 12 亿元，毛利额 1.5 亿元；伊力特计划实现营业收入 10.5 亿元，利润总额 2 亿元；金种子酒计划实现营业收入 12 亿元，净利润 1.3 亿元。

## 六、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，每年七月以后，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上升。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。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。2009 年高档白酒提价效应将提高 2010 年相关上市公司经营业绩。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，贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒白酒库存比较多，未来盈利更有保证；其他白酒上市公司白酒库存比较少，未来盈利主要来源当年新产白酒，盈利增长空间比较小。给予白酒行业“强于大市”评级，给予贵州茅台、五粮液和泸州老窖“推荐”评级。

## 七、上市公司盈利预测和评级

表 2：上市公司盈利预测和评级

| 代码     | 名称   | 细分行业 | 7 月 16 日<br>股价 | EPS(元) |      |       | PE   |      |       | 最新评级 |
|--------|------|------|----------------|--------|------|-------|------|------|-------|------|
|        |      |      |                | 2008   | 2009 | 2010E | 2008 | 2009 | 2010E |      |
| 600519 | 贵州茅台 | 白酒酿造 | 132.90         | 4.03   | 4.57 | 5.94  | 33.0 | 29.1 | 22.4  | 推荐   |
| 000858 | 五粮液  | 白酒酿造 | 25.30          | 0.48   | 0.86 | 1.25  | 53.0 | 29.6 | 20.2  | 推荐   |
| 000568 | 泸州老窖 | 白酒酿造 | 30.06          | 0.91   | 1.20 | 1.41  | 33.0 | 25.1 | 21.4  | 推荐   |
| 002304 | 洋河股份 | 白酒酿造 | 154.70         | 1.83   | 3.04 | 4.28  | 84.5 | 50.9 | 36.2  | 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。