

白酒行业：步入新一轮上升周期

优于大势

维持评级

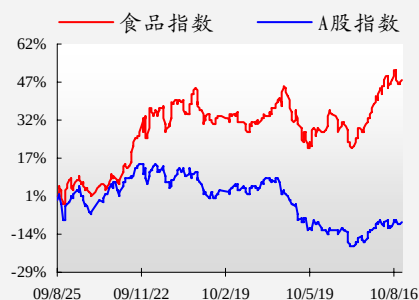
食品饮料 / 白酒

发布时间：2010 年 8 月 30 日

投资要点：

- 白酒在我国酒饮料中居于主导地位。最近几年，白酒在啤酒、葡萄酒、白酒三大酒饮料中的地位上升，增速最快，作为国内独有内需消费品，未来前景良好。
- 经过 1996 年至 2003 年的低谷，白酒重新进入上升周期。2007 年全球金融危机后，白酒增速加快，2010 年上半年，白酒实现了 30% 以上的销量增长，收入、利润均大幅上升。白酒行业指标健康，未来有望继续保持高增长。
- 从行业结构来看，高档酒增速较低，在全行业快速上升阶段，中低档酒大幅放量增长的前景较好，中档酒的投资价值最佳，二线知名酒企迎来发展良机。
- 白酒上市公司盈利情况、资产质量都比较好，贵州茅台、泸州老窖等一线酒企有增长放慢迹象。洋河股份、古井贡酒、金种子酒等二线白酒公司爆发力较强。
- 白酒上市公司持有巨额现金，行业内收购整合的条件初步具备。

走势图



重要公司

评级

贵州茅台	谨慎推荐
五粮液	谨慎推荐
洋河股份	推荐
古井贡酒	推荐
金种子酒	推荐
山西汾酒	谨慎推荐

分析师：钟大举

执业证书编号：S0550209040099

TEL: (8621)6336 7000 - 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhongdaju@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

中国白酒有上千年的历史，是以含有丰富淀粉的农产品为原料(如高粱、小麦等粮食作物)，以自然微生物接种制曲，采用传统的固态发酵工艺酿制而成，具有自然微生物发酵而伴随产生的多种微量香气成份的蒸馏白酒。白酒是我国特有的酒种，与白兰地、威士忌、伏特加、朗姆酒、杜松子酒（又称金酒）、龙舌兰酒等并列为世界七大蒸馏酒。中国白酒消费不但是中国人日常餐饮消费的重要组成部分，还与社会的政治、商务活动密不可分。

一、白酒行业的现状

（一）、白酒的种类

白酒的地理特征明显，白酒的风味与产地的生态环境和微生物菌种有关。按照风味，我国白酒大致可分为酱香型、清香型和浓香型，其他还有药香型、兼香型等少数类型。在目前市场上，浓香型占主导地位，市场占有率在 60% 以上，清香约占 10%，酱香约占 0.5%，它们的代表酒种如下：

表 1、中国白酒的主要香型和代表酒种

香型	代表酒种	产地分布
酱香型	茅台酒、郎酒	贵州、四川
浓香型	五粮液、泸州老窖、古井贡、沱牌曲酒、洋河大曲、双沟、全兴、剑南春、宋河	集中在四川，分布在全国
清香型	山西汾酒、宝丰酒	山西、河南
其他	董酒、西凤酒、酒鬼酒	贵州、陕西、湖南

资料来源：东北证券

白酒的分布比较集中。西南、华中地区产量占全国的 50% 以上，其中四川产量最大，占 20% 以上，四川地区集中了五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒、全兴、沱牌曲酒等知名酒企，是白酒产业最发达的地区。贵州以拥有茅台而知名。江苏、安徽、湖北等华中省份有洋河、双沟、古井贡、稻花香等知名酒企。山西、陕西有汾酒、西凤酒两大名酒。山东白酒产量居全国第二位，但缺乏知名品牌。河南白酒产量居第三，销售集中在本身。河北、北京、东北等北方地区生产低端白酒。

（二）、白酒的地位

白酒是中国人酒类消费的主流。在公务宴会、婚宴中，白酒是首选，日常个人消费和其他场合中，选择白酒和啤酒，葡萄酒的饮用量最小。

啤酒的产量远大于白酒，但价格低廉，收入低，利润薄。白酒行业的销售收入是啤酒的 1.6 倍，而行业利润是啤酒的 3.2 倍，是中国最具经济价值的酒类。

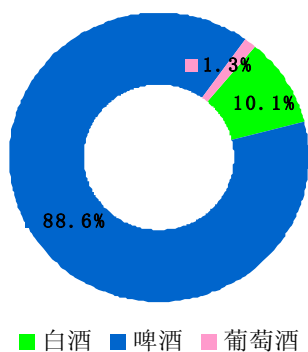
表 2、酒类细分行业的比较（2009 年 1-11 月）

酒种	产量（万吨）	收入（亿元）	利润（亿元）
白酒	624.19	1858.10	234.89
啤酒	4058.54	1143.19	73.11
葡萄酒	81.22	221.70	27.69

资料来源：东北证券

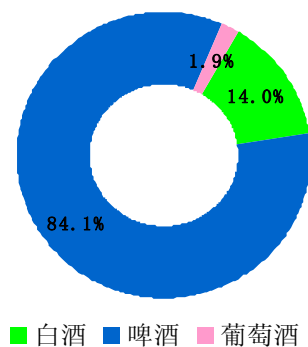
白酒的行业地位日趋强化。有资料称，随着居民收入的增加，人们酒类消费更加多元化，啤酒和葡萄酒将取代白酒，成为主流，但行业数据不支持这一结论，最近 5 年，白酒的产量增速较快，在酒类产量比例大幅提高。2005 年，在白酒、啤酒、葡萄酒三大酒中，白酒产量占比 10.1%，2009 年上升到 14.0%。白酒过去 5 年的增速约 15%，远高于啤酒增速，与葡萄酒不相上下。

图 1、三大酒的产量占比（2005）



资料来源：东北证券

图 2、三大酒的产量占比（2009）



资料来源：东北证券

（三）、白酒的产业周期

受宏观经济景气、产业政策和行业竞争的影响，白酒行业表现出独特的产业周期，白酒的产量和行业利润的变化比较明显。2007 年由美国次贷危机引发的全球金融危机对国内产业的影响较大，金融危机后，白酒行业的增速明显加快。

1、金融危机前的三个阶段（1980-2007）

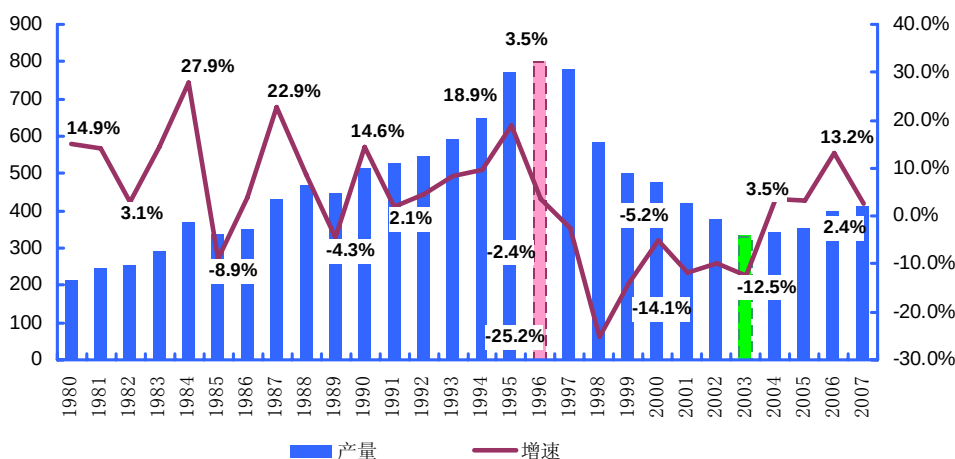
改革开放以来的 1980 年到全球金融危机爆发的 2007 年，中国白酒行业经历了 3 个发展阶段，在这个阶段，中国白酒的产量、白酒企业的经营模式都发生了很大的变革。

从产量上看，1980-1996 年是中国白酒产量大幅上升阶段。1980 年，中国白酒产量 200 万吨，到 1996 年，达到了高峰，产量为 801 万吨，16 年增长了 3 倍。在这个阶段，受利益驱动，各个地方大办酒厂，产量盲目扩张，为白酒行业的健康发展埋下了隐患。中国现在有 37000 家酒厂，白酒行业的小、散、乱就是这个阶段形成的。

1997-2003 年，是白酒行业整顿调整阶段，白酒产量从 1996 年的 801 万吨下降到了 2003 年的 331 万吨，降幅巨大。在这个阶段，国内物价下降，消费需求不足，白酒企业亏损面扩大，一些酒厂倒闭。国家主管部门加大了调控力度，关闭了一些环保不达标企业。企业数量、产量下降为以后的健康发展打下了基础。

2004-2007 年，是白酒行业稳步回升阶段，白酒产量从 2003 年的 331 万吨恢复到了 2007 年的 410 万吨。在这个阶段，产量增长温和，企业表现理性。白酒企业从追求产量增长到注重品牌、效益，白酒价格上涨，高端品牌崛起，企业利润快速上升。第三阶段是我国白酒企业从量变到质变的重要时期。

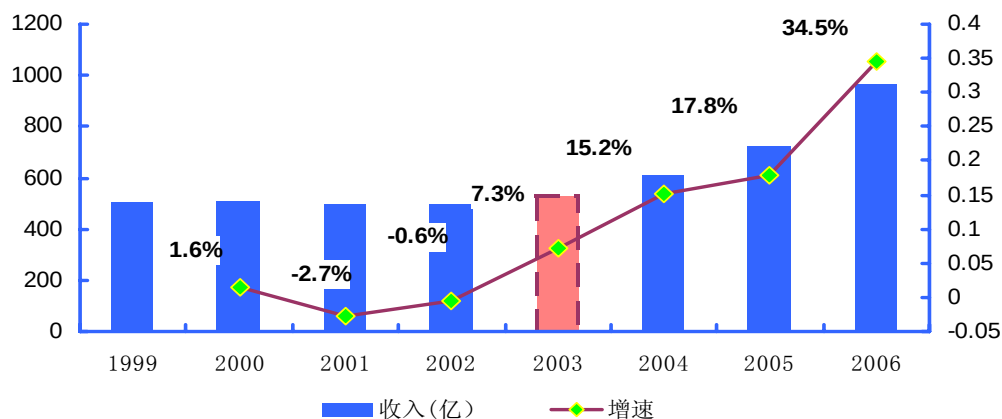
图 3、金融危机前中国白酒的产量变化（1980-2007） 万吨



资料来源：东北证券

从收入上看，2003-2006 年，白酒企业的收入增长快于产量增长，行业处于稳步回升的健康状态。

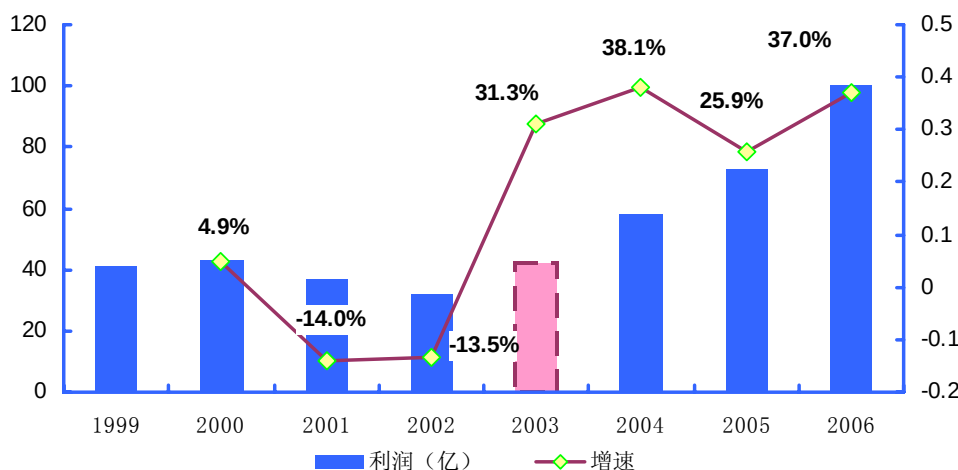
图 4、中国白酒行业销售收入变化（1999-2006）



资料来源：东北证券

2003 年以后，白酒企业的利润跳跃式回升，此后三年，全行业利润增长都在 30% 以上。

图 5、中国白酒行业的利润变化（1999-2006）



资料来源：东北证券

从白酒数量看以看出行业的积极变化。白酒企业的数量持续减少，2005 年为 923 家，比 1999 年减少近 400 家，同时亏损企业数量快速下降，亏损面减少。

表 3、中国白酒企业的数量变化

年度	规模以上企业数	亏损企业数	亏损比例
1999	1334	386	28.9%
2000	1286	336	26.1%
2001	1231	348	28.3%
2002	1066	294	27.6%
2003	1036	258	24.9%
2004	986	232	23.5%
2005	923	157	17.0%
2006	1026	134	13.1%

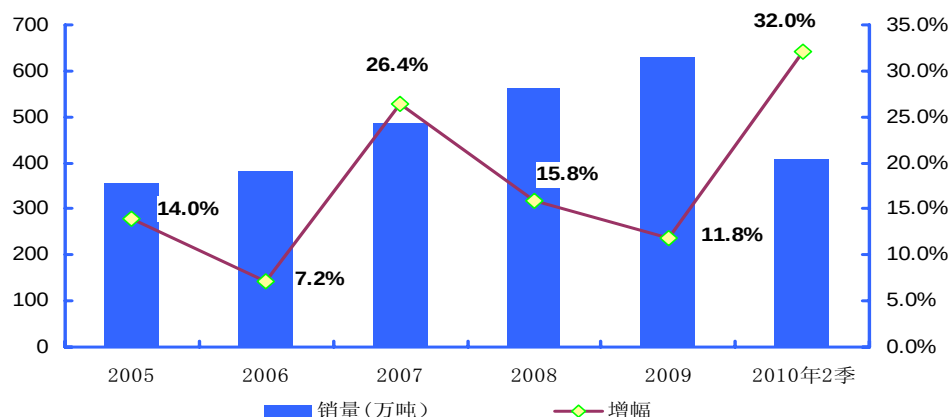
资料来源：东北证券

2、金融危机后的发展（2007-2010）

2007 年源自美国的次贷危机给全球经济带来深刻影响。中国政府为应对金融危机，制定了 4 万亿的经济刺激计划，以及“调结构，保内需”的经济政策，内需型产业、消费品行业的地位更加重要，宏观经济环境对白酒行业非常有利，金融危机后，白酒行业的增速较危机前加快。

2008、2009 年白酒销量继续保持较快增长，2009 年销量达到了 706 万吨，2010 年 2 季度，白酒累计销量 408 万吨，同比增长为 32%，是最近几年的最大增速，预计 2010 年产销量将超过历史最高峰的 1996 年，达到 830-850 万吨。

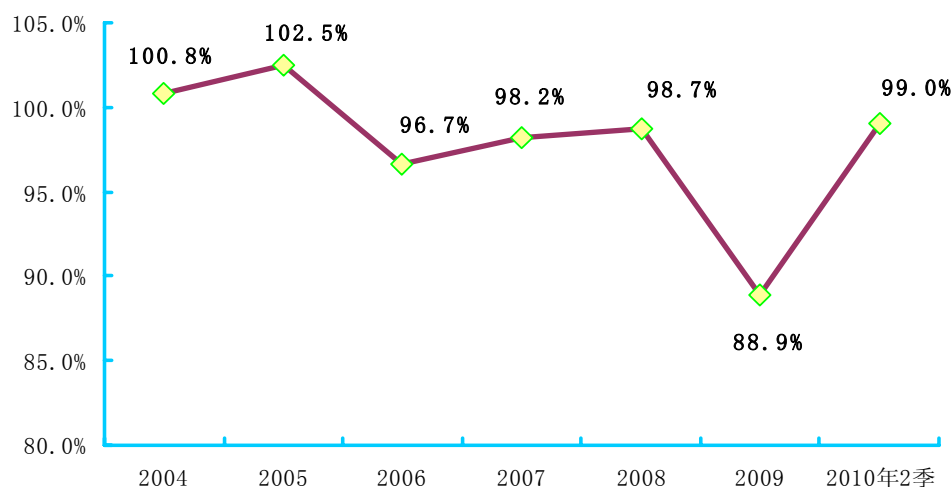
图 6、白酒销量变化（2005-2010）



资料来源：东北证券

白酒行业的产销率处在较高的水平，销售情况良好。最近 5 年，全行业产销率保持在 98%左右，2009 年有所下降，但 2010 年第 2 季度迅速回升。

图 7、白酒行业产销率变化（2004-2010）



资料来源：东北证券

2007-2010 年，我国白酒行业的收入及利润较金融危机前有了更大的增幅。2007 年是全行业收入利润增长的高峰，2008、2009 增长平稳，接近危机前水平，2010 年，收入、利润再次出现较大幅度的上升，收入和利润增幅均超过了 40%。

表 4、白酒行业收入利润月度变化

月度	主营收入累计值 (亿)	同比增幅	利润总额累计值 (亿)	同比增幅
2007/02	216.57	26.8%	31.65	31.6%
2007/05	473.47	28.9%	60.68	34.7%

2007/08	734.45	30.2%	92.75	53.5%
2007/11	1,089.95	29.7%	136.73	56.4%
2008/02	281.54	30.0%	37.22	17.6%
2008/05	625.91	32.2%	98.35	62.1%
2008/08	990.90	34.9%	135.01	45.6%
2008/11	1,411.90	29.5%	186.43	36.3%
2009/02	334.92	19.0%	47.94	28.8%
2009/05	767.40	22.6%	107.47	9.3%
2009/08	1,243.23	25.5%	165.51	22.6%
2009/11	1,858.10	31.6%	234.89	26.0%
2010/02	469.00	40.0%	68.49	42.9%
2010/05	1,083.70	41.2%	156.93	46.0%

资料来源：东北证券

(四)、白酒的行业竞争和集中度

据不完全统计，目前我国白酒企业约为 37000 家，其中规模以上规格企业 4870 家，纳入国家规格以上企业统计 2006 年 1026 家。

2006 年规模以上白酒企业 1026 家，其中大中型企业有 138 家，占 13.4%，116 家大中型企业共实现销售收入 790.86 亿元，占行业的 81.35%，高于 2005 年整个白酒行业的销售收入，利润总额 97.36 亿元，占行业的 97.3%。从以上数据说明白酒行业产业结构调整已取得初步成效。大、中型白酒企业以明显的优势主导着我国的白酒市场，是带动白酒发展的动力，是构成行业的主体。

白酒行业是一个市场集中度很低的行业。由于历史上的大扩张，白酒行业的企业数量巨大，根据 2006 年数据，我国约有白酒企业 37000 多家，其中规模以上白酒企业 1026 家，大中型企业 138，大型企业销售收入占比 60%，是白酒行业的主导力量。

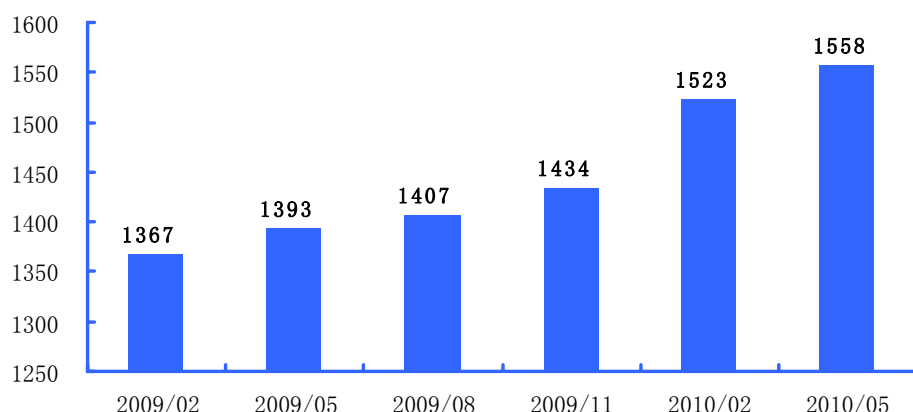
表 5、不同类型白酒企业销售收入及行业占比

年度	大型企业		中型企业		小型企业	
	销售收入	行业比重	销售收入	行业比重	销售收入	行业比重
2001	276.92	61.03%	100.06	22.05%	76.74	16.91%
2002	308.83	62.81%	103.51	21.05%	79.36	16.14%
2003	329.31	65.57%	69.23	13.97%	103.23	20.64%
2004	386.39	63.03%	116.47	19.00%	110.64	18.04%
2005	455.89	63.02%	157.46	21.80%	109.64	15.18%
2006	641.78	66.07%	223.40	23.71%	99.38	10.22%

资料来源：东北证券

随着行业形势的好转，我国规模以上白酒企业的数量再次大幅上升，白酒行业的市场集中度出现下降趋势。

图 8、中国规模以上白酒企业的数量变化（2009-2010）



资料来源：东北证券

中国高档白酒的市场集中度较高，茅台、五粮液两大名酒占据 75% 的市场份额，其余市场份额主要是泸州老窖、水井坊、剑南春三家的高端酒产品。行业内收入、利润前 5 名的企业是茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖、山西汾酒，最近 3 年，5 家企业的收入占比都略有下降，但变化不大，利润占比有所上升。

白酒行业有数量较多的全国名酒和知名品牌，以及大量的地方名酒，加之行业整体形势较好，预计较长时间内，白酒行业的市场集中度不会上升。

表 6、前 5 家白酒企业收入利润的行业比重

年度	销售收入（亿）	行业比重	利润（亿）	行业比重
2007	211.02	16.76%	58.07	37.13%
2008	242.40	14.86%	78.64	36.89%
2009	313.15	14.59%	108.39	40.35%

资料来源：东北证券

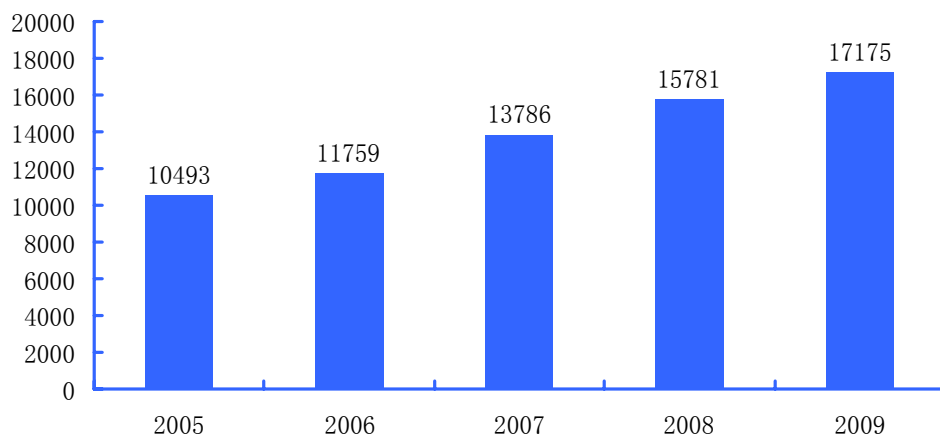
二、白酒行业的发展趋势

（一）、产量稳定增长，行业保持良好发展态势

白酒行业自 2003 年以来保持良好的增长态势，2008 年以来，在经受了金融危机的考验以后，全行业的增速加快。我们认为，本轮白酒行业的景气上升是由需求拉动的健康的增长，不同于上世纪 80、90 年代的盲目扩产，具体表现为，企业收入增长快于产量增加，利润增长快于收入增加，是一种可持续的增长。2010 年，中国白酒产销量预计达到 830-850 万吨，超过历史高点，这应该是行业积累的必然结果，不是行业顶点。

从宏观背景来看，我国居民收入持续增长，居民当收入增长达到一定阶段后，餐饮、娱乐、品牌消费品等非生活必须消费将快速增长，成为拉动经济的主导力量之一。

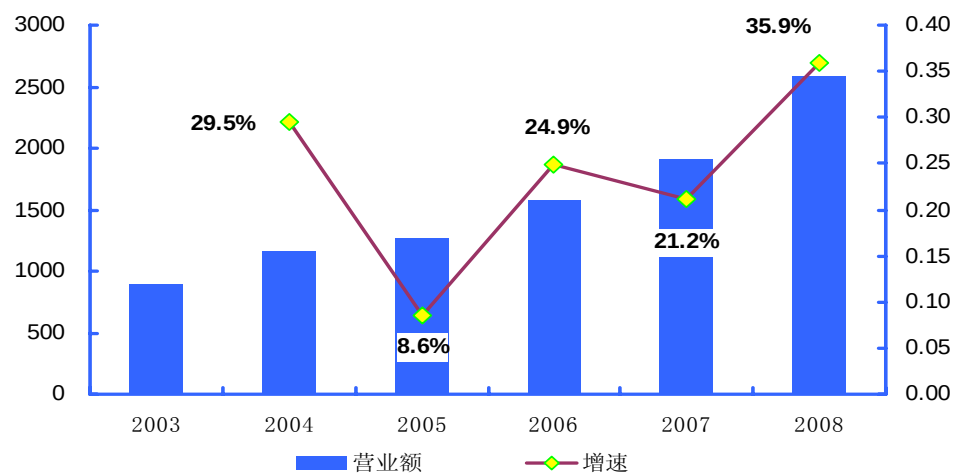
图 9、中国城市人均可支配收入



资料来源：国家统计局

白酒 75%以上的消费发生在婚庆、聚会、商业宴会等餐饮环节，近几年，我国餐饮行业的发展较快，为白酒消费提供了良好的行业环境。

图 10、我国限额以上餐饮业收入



资料来源：东北证券

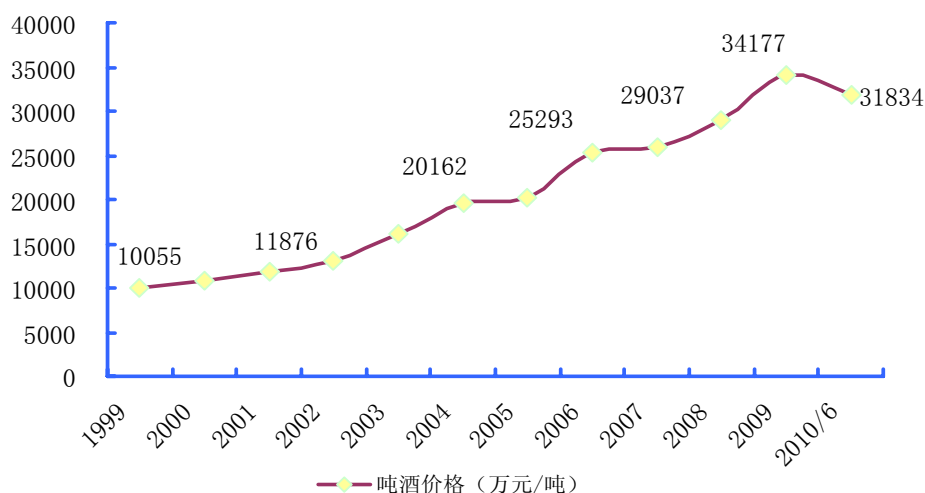
(二)、高档酒增速平稳，中档酒迎来发展机遇

白酒需求量的增长，价格的上涨，最大的收益者是中档酒。白酒价格持续上升，其中尤以高端酒提价幅度为最，高端酒提价带动中低端酒价格的上涨。几年间，四大高档酒：53 度茅台、52 度五粮液、国窖 1573、52 度水井坊的出厂都从 200-250 元区间上升到 450-550 元区间，随之带动了汾酒、古井贡酒、洋河、郎酒等更多的品牌向中高端酒提升。

2010 年中期，白酒出厂价首次出现了小幅下降，这表明中低档酒的销售占比上升。白酒行业上半年的销售增长超过 30%，增长主要来自于中低酒。由于高档酒生

产周期长，并受特殊的地理、资源环境限制，供应量增长较慢，比如贵州茅台的经营目标是产量每年保持 5-10% 的增长，收入保持 10-20% 的增长。今后产量的增长主要来自于中低档酒。

图 11、白酒出厂价格



资料来源：东北证券

在中低端酒中，低端酒的市场参与者众多，品牌混乱，经济价值不大，最有投资价值是具有一定基础和品牌的中档酒。我国从 1952 年到 1989 年进行 5 次评酒会，有 17 家酒厂的产品入选“中国名酒”，其中，茅台、五粮液是高档酒的代表，全兴酒转型为水井坊，也成为高档酒，剑南春、泸州老窖也发展一些高端品牌，剩余企业基本处在中高端层次，对应的市场较大，非常有希望成为中档酒的行业龙头，洋河股份正是其中的代表。

表 7、5 届评酒会“中国名酒”上榜企业

企业名称	产品名	香型	获奖次数
贵州茅台酒厂	茅台酒	酱香	5
五粮液酒厂	五粮液酒	浓香	4
杏花村汾酒总公司	汾酒	清香	5
泸州曲酒厂	泸州老窖	浓香	5
西凤酒厂	西凤酒	凤香	4
亳州古井酒厂	古井贡酒	浓香	4
遵义董酒厂	董酒 药香	药香	4
成都全兴酒厂	全兴大曲酒	浓香	3
绵竹剑南春酒厂	剑南春酒	浓香	3
洋河酒厂	洋河大曲	浓香	3
双沟酒厂	双沟大曲	浓香	2
武汉市酒厂	黄鹤楼酒	浓香	2
古蔺郎酒厂	郎酒	酱香	2
常德武陵酒厂	武陵酒	酱香	1

宝丰酒厂	宝丰酒	清香	1
鹿邑宋河酒厂	宋河粮液	浓香	1
射洪沱牌酒厂	沱牌曲酒	浓香	1

资料来源：东北证券

（三）、白酒企业现金流充裕，企业间购并整合提速

经过一轮高速增长，大型白酒企业的现金流普遍比较充裕，手持现金数量远远超过日常经营和增量业务所需，收购其他白酒企业的条件已经具备。根据 2009 年上市公司报表，洋河股份账面现金为 46.76 亿，五粮液账面现金为 75.43 亿，贵州茅台账面现金为 97.43 亿，数量非常巨大。目前我国近 2000 家规模以上白酒企业中，有不少地方名牌企业，在区域市场有一定的影响力，具有投资价值，大型白酒企业收购地方酒企，可以弥补中低度产品线的不足，分享中低档酒的高速成长。白酒行业的并购整合空间很大。

三、白酒行业的政策

（一）、白酒的产业政策

1、“十一五”规划纲要

2006 年 3 月，《关于国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》经第十届全国人民代表大会审议通过。该规划纲要提出：全面贯彻落实科学发展观，进一步扩大国内需求，增强消费对经济增长的拉动作用，把节约资源作为基本国策，发展循环经济，保护生态环境，大力发展食品工业，提高精深加工水平，保障食品安全。

2、产业政策及相关法律法规

国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2005 年本）》（国家发改委令第 40 号）以及《产业结构调整指导目录（2007 年本）》（征求意见稿）将“白酒生产线”列入“限制类”。根据《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》（国发[2005]40 号），对此类项目，国家有关部门要根据产业结构优化升级的要求，遵循优胜劣汰的原则，实行分类指导，允许企业在一定期限内采取措施改造升级，金融机构按信贷原则继续给予支持。

为了积极应对国际金融危机的影响，进一步扩大内需，推进经济平稳较快增长，2009 年 1 至 2 月，国务院常务会议陆续审议通过了包括轻工业在内的十大重点产业的调整和振兴规划。国务院常务会议认为，轻工业承担着繁荣市场、扩大就业、服务“三农”的重要任务，振兴轻工业必须努力扩大市场需求，加快自主创新，推动结构调整和产业升级，走绿色生态、质量安全和循环经济的新型发展之路，具体包括：积极扩大城乡消费，增加国内有效供给；加快技术进步；强化食品安全；加强自主品牌建设，支持优势品牌企业跨地区兼并重组，提高产业集中度；加强产业政策引导，培育发展轻工业特色区域和产业集群；加强企业管理，全面提高产品质量。

（二）税收法规

财政部、国家税务总局发布《关于调整酒类产品消费税政策的通知》(财税字[2001]第 084 号),规定从 2001 年 5 月 1 日起,粮食白酒、薯类白酒计税办法由《中华人民共和国消费税暂行条例》规定的实行从价定率计算应纳税额的办法,调整为实行从量定额和从价定率相结合计算应纳税额的复合计税办法。其中,定额税率:粮食白酒、薯类白酒均为每斤(500 克)0.50 元;比例税率:粮食白酒 25%,薯类白酒 15%。

财政部、国家税务总局发布《关于调整和完善消费税政策的通知》(财税[2006]33 号),规定从 2006 年 4 月 1 日起,粮食白酒、薯类白酒的比例税率统一调整为 20%;定额税率为 0.5 元/斤(500 克)或 0.5 元/500 毫升;从量定额税的计量单位按实际销售商品重量确定,如果实际销售商品是按体积标注计量单位的,应按 500 毫升为 1 斤换算,不得按酒度折算。

修订后的《中华人民共和国消费税暂行条例》(国务院令第 539 号)规定自 2009 年 1 月 1 日起,委托加工的应税消费品如果按照组成计税价格计算纳税,组成计税价格=(材料成本+加工费+委托加工数量×定额税率)÷(1-比例税率)。与修订前相比,组成计税价格公式的分子增加了“委托加工数量×定额税率”。

2009 年 5 月 8 日国家税务总局发布关于加强税种征管,促进堵漏的若干意见,其中在消费部分提及。在消费税管理方面,要加强白酒消费税税基管理,核定大酒厂白酒消费税最低计税价格,保全税基堵漏征收。7 月 25 日,国家税务总局网站公布《关于加强白酒消费税征收管理的通知》,白酒生产企业销售给销售单位的白酒,若消费税计税价格低于销售单位对外售价 70%以下的,税务机关应该核定最低计税价格。8 月 1 日,新白酒消费税正式实施。

过去白酒的征收办法,采取从价和从量相结合的复合计税方法。首先对粮食白酒或薯类白酒按出厂价以 25%或 15%的税率从价征收,之后再对每斤白酒按 0.5 元从量征收一道消费税。

(三) 白酒生产许可证制度

国家质检总局于 2004 年 12 月发布《食品质量安全市场准入审查通则》,规定了食品生产加工企业的必备条件。规模以上(即年销售额 500 万元以上)的白酒生产企业由国家质检总局依据《白酒生产许可证审查细则(2006 版)》审查发放白酒生产许可证,该许可证有效期为 3 年。

(四) 酒类流通管理政策

商务部《酒类流通管理办法》(商务部 2005 年第 25 号令)自 2006 年 1 月起施行。该管理办法规定包括酒类批发、零售、储运在内的酒类流通实行经营者登记备案制度和溯源制度:酒类经营者按属地管理原则,填报《酒类流通备案登记表》,向登记注册地工商行政管理部门的同级商务主管部门办理备案登记;酒类

经营者在批发酒类商品时应填制《酒类流通随附单》，在酒类流通的全过程实现单随货走、单货相符，以实现酒类商品自出厂到销售终端全过程流通信息的可追溯性。《酒类流通管理办法》同时规定酒类经营者不得向未成年人销售酒类商品，并应当在经营场所显著位置予以明示。

(五) 其他

2009年8月15日起，公安部就全国开展为期两个月的严厉整治酒后驾驶交通违法行为专项行动，全力预防重特大交通事故。根据此次行动要求，对饮酒后驾驶机动车的，一律暂扣驾驶证3个月，对醉酒驾驶机动车的，一律拘留15日，暂扣驾驶证6个月，对一年内2次醉酒驾驶的，一律吊销驾驶证，2年内不得重新取得驾驶证。

四、白酒上市公司

截止2010年中期，沪深股市共有13家白酒上市公司。多数白酒类上市公司主要突出，白酒销售收入在主营业务收入中占比超过90%。

(一)、白酒行业上市公司盈利能力分析

1、收入和利润变化

2009年白酒上市公司的收入增长较快，13家公司2009年收入增长了27.5%，高于近2年和近3年的平均增速。金种子酒、老白干酒、洋河股份、水井坊四家公司增速超过40%，其中，洋河股份连续3年保持50%增速，成长性第一。金种子酒和老白干酒是新秀，值得关注。

五粮液2009年解决了关联交易问题，收入和利润都大幅提升。贵州茅台、泸州老窖作为一线酒企增长平稳，相对于三年平均增速，成长性放慢。

古井贡酒、ST皇台、沱牌曲酒收入下降。古井贡酒降幅不大，属于产品结构调整，数量下降，向高端靠拢。

表 8、白酒类上市公司的收入和增速比较

	2009 收入(万元)	2009 年增速	2 年平均增速	3 年平均增速
金种子酒	104,563.18	58.0%	15.2%	11.1%
老白干酒	93,497.28	55.4%	42.3%	25.0%
洋河股份	400,204.84	49.2%	50.7%	55.2%
水井坊	167,349.76	42.0%	29.1%	27.7%
五粮液	1,112,922.05	40.3%	23.2%	14.6%
山西汾酒	214,345.18	35.3%	7.7%	12.2%
伊力特	87,088.04	19.2%	16.8%	21.7%
贵州茅台	9,669,99.91	17.3%	15.6%	25.5%
泸州老窖	437,042.24	15.1%	22.2%	32.7%
酒鬼酒	36,490.28	11.8%	31.4%	21.8%
古井贡酒	134,142.63	-2.7%	5.7%	13.4%

ST 皇台	7,875.46	-7.4%	-8.2%	-10.9%
沱牌曲酒	72,342.62	-16.9%	-10.3%	-3.7%
合计	3,834,863.52	27.5%	20.5%	21.6%

资料来源：东北证券

中期已公布的数据依然较好，古井贡酒收入由降转升，其余公司仍然延续 2009 年态势。

表 9、2010 年中期已公布业绩白酒公司的收入和增速

	2010 中期收入（万元）	增幅
古井贡酒	856,34.73	21.4%
五粮液	7,576,54.59	41.9%
贵州茅台	6,587,26.64	18.8%
金种子酒	644,63.51	37.4%

资料来源：东北证券

2009 年白酒上市公司共实现利润 116 亿，同比增长 38%，高于 2 年平均增速，低于 3 年平均增速。其中古井贡酒、金种子酒、五粮液、洋河股份增幅较大，尤其以古井贡酒和金种子酒作为后起之秀具有爆发力，值得关注。山西汾酒、酒鬼酒实现恢复性上涨。泸州老窖、老白干酒、贵州茅台、水井坊增速都有放慢的趋势，尤其是老白干酒的利润增长低于收入增长，增收不增利，在酒类上市公司中表现异常。

表 10、白酒类上市公司的利润和增速比较

	2009 利润（万元）	同比增幅	2 年平均增幅	3 年平均增幅
古井贡酒	14,008.92	305.2%	103.4%	120.0%
金种子酒	7,137.24	194.2%	64.9%	53.5%
五粮液	324,475.25	79.2%	48.6%	40.5%
洋河股份	125,362.00	68.7%	82.9%	92.8%
山西汾酒	35,498.58	44.8%	-0.6%	10.7%
酒鬼酒	5,848.44	42.1%	-3.2%	7.7%
泸州老窖	167,333.91	32.2%	47.1%	70.7%
沱牌曲酒	5,378.83	29.7%	14.0%	39.2%
老白干酒	3,571.94	14.7%	43.3%	126.3%
贵州茅台	431,244.61	13.5%	23.4%	42.1%
ST 皇台	702.02	11.9%	6.7%	51.5%
水井坊	32,055.56	2.2%	26.2%	47.0%
伊力特	10,923.87	-10.9%	1.1%	4.0%
合计	1,163,541.19	38.3%	36.5%	49.7%

资料来源：东北证券

2010 年中期数据也延伸了 2009 年表现，古井贡酒表现优秀，茅台增速下降明显。

表 11、2010 年中期已公布业绩白酒公司的利润和增速

	2010 中期	同比增幅
古井贡酒	10738.70	201.6%
五粮液	226096.75	40.9%
贵州茅台	309975.73	11.1%
金种子酒	8581.94	177.0%

资料来源：东北证券

2、毛利率和净利率变化

2009 年酒类上市公司的平均毛利率为 57.53%，净利率为 19.51%。贵州茅台毛利率为 90.17%，为最高，ST 皇台毛利率为 19.78%，为最低。净利率最高的仍然是贵州茅台为 47.08%，最低的老白干酒，只有 3.82%。

毛利率、净利率是反映白酒上市公司盈利能力的核心指标，我们从中可以推断公司的盈利前景。古井贡酒毛利率和泸州老窖都在 60% 以上，毛利率接近，但净利率相差一倍以上，这表明古井贡酒的增长潜力还比较大，处于品牌和网络投入期，一旦进入成熟期，盈利有很大的上升空间。古井贡酒中期毛利率继续上市，表现良好。

金种子酒 2010 年中期毛利率和净利率都有大幅上升，值得关注。贵州茅台毛利率略有提高，上升空间不大。

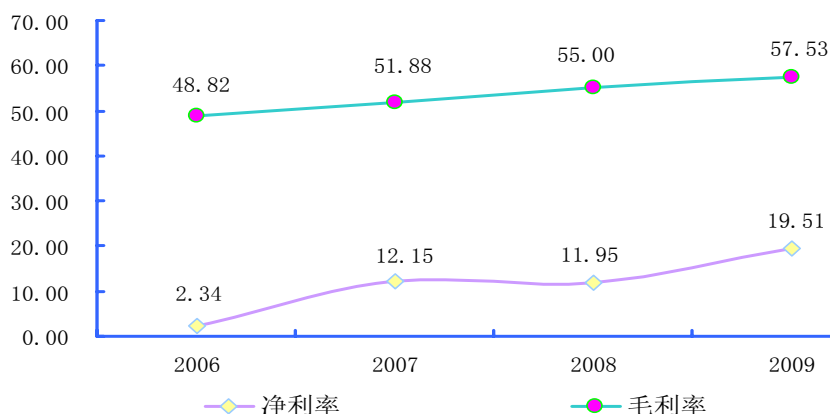
表 12、白酒上市公司的毛利率和净利率（2009-2010.6）

	2009 年		2010 年中期	
	销售净利率(%)	销售毛利率(%)	销售净利率(%)	销售毛利率(%)
泸州老窖	38.70	66.65	-	-
古井贡酒	10.44	60.81	12.54	71.77
酒鬼酒	15.97	78.22	-	-
五粮液	31.15	65.31	30.93	67.39
ST 皇台	8.16	19.78	-	-
洋河股份	31.32	58.47	-	-
伊力特	12.25	48.82	-	-
老白干酒	3.82	36.74	-	-
沱牌曲酒	7.44	46.04	-	-
水井坊	19.07	64.43	-	-
山西汾酒	21.36	74.87	-	-
贵州茅台	47.08	90.17	49.71	91.36
金种子酒	6.83	37.64	13.31	43.06
平均	19.51	57.53	-	-

资料来源：东北证券，根据已公布定期报告数据。

近几年，上市公司的净利率大幅上升，表明企业的经营状况迅速好转，同时也表明，毛利率的小幅变化对净利率有剧烈的影响，毛利率提高的白酒上市公司业绩上升的速度更快，毛利率下降对企业不利。

图 8、白酒上市公司平均毛利率和净利率的变化趋势



资料来源：东北证券

我们以典型的几家白酒上市公司比较，表明毛利率上市空间大的白酒上市公司前景更佳，毛利率价低的知名酒企更有爆发力，而毛利率本身较高的一线酒企经过几年的成长，增速可能下降。其中，洋河股份、泸州老窖、贵州茅台的毛利率稳定小幅上升，净利率随之明显上升。山西汾酒毛利率变化不大，净利率也变化不大。老白干酒毛利率下降，净利率也下降。古井贡酒毛利率大幅提升，净利率从 1.07% 上升到 10.44%。

表 13、白酒上市公司毛利率和净利率的变化比较

	2006		2007		2008		2009	
	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率
泸州老窖	16.72	56.35	26.37	56.93	33.36	66.07	38.70	66.65
古井贡酒	1.07	32.64	2.82	32.32	2.50	38.47	10.44	60.81
洋河股份	16.33	47.38	21.27	48.48	27.70	52.35	31.32	58.47
老白干酒	0.50	33.83	3.77	43.55	5.18	40.49	3.82	36.74
山西汾酒	20.80	73.39	22.48	77.14	19.86	76.47	21.36	74.87
贵州茅台	32.96	83.96	40.98	87.96	48.54	90.30	47.08	90.17

资料来源：东北证券

(二)、资产质量变化

白酒上市公司的资产质量较好。2009 年 13 家白酒上市公司的资产负债平均为 38.15%，流动比率为 1.99，速动比率 1.21，资产流动性较好。上市公司的货币资金较多，和存货比例接近，洋河股份、贵州茅台、五粮液都持有巨额现金。

表 14、2009 年白酒上市公司的资产质量数据

	资产负债率(%)	流动比率	速动比率	货币资金/总资产 (%)	存货/总资产 (%)
泸州老窖	28.72	1.75	1.05	15.67	19.98
古井贡酒	39.80	1.59	0.90	26.90	27.29
酒鬼酒	44.50	1.41	0.33	6.61	47.03

五粮液	30.07	2.12	1.57	36.18	16.68
ST 皇台	50.41	0.65	0.28	1.49	18.81
洋河股份	21.75	4.58	3.86	72.05	14.08
伊力特	34.72	2.10	1.31	18.57	22.45
老白干酒	66.01	1.03	0.17	1.02	49.09
沱牌曲酒	36.84	1.61	0.48	12.07	37.36
水井坊	46.16	1.72	0.92	21.74	32.43
山西汾酒	28.56	2.76	1.63	28.21	32.22
贵州茅台	25.89	3.06	2.24	49.28	21.21
金种子酒	42.58	1.44	1.05	35.49	16.06
平均	38.15	1.99	1.21	25.02	27.28

资料来源：东北证券

（三）现金流量分析

2009 年，白酒上市公司现金流较好，经营性现金流普遍高于净利润，共实现净利润总额 116 亿，经营性现金流量总额为 148 亿，只有酒鬼酒净现金流为负。

表 14、2009 白酒上市公司的现金流量数据

	净利润(万元)	经营活动产生之现金流量净额(万元)	现金及现金等价物净增加额(万元)
泸州老窖	167333.91	106735.71	23364.31
古井贡酒	14008.92	34993.97	8239.16
酒鬼酒	5848.44	-9.35	-1337.81
五粮液	324475.25	605400.97	161819.21
ST 皇台	702.03	2925.92	4.15
洋河股份	125362.00	142835.18	364430.60
伊力特	10923.87	8146.74	-9547.40
老白干酒	3571.94	10065.03	-1727.38
沱牌曲酒	5378.83	10213.76	9782.53
水井坊	32055.57	61386.64	23301.12
山西汾酒	35498.58	44837.10	16548.64
贵州茅台	431244.61	422393.71	164943.03
金种子酒	7137.24	30738.00	32605.33
合计	1163541.19	1480663.39	792425.48

资料来源：东北证券

五、增发及再融资

白酒上公司的再融资主要发生在 2002 年以前，主要以配股为主，2002 年以后主要以定向增发为主。截止 2010 年中报，有 2 家公司发布再融资预案，分别是酒鬼酒和金种子酒，发行方式都是定向增发。

表 15、白酒上市公司再融资情况

公司	年度	发行数量 (万股)	价格 (元)	发行方式	募集资(万元)	进度	主承销商
泸州老窖	1998	5082.48	7.00	配股	34952.3	实施	君安证券
	2002	3694.02	8.00	配股	29552.18	实施	光大证券

	2006	3000	12.22	定向增发	36660	实施	华西证券
古井贡酒	2001	3500				停止实施	
酒鬼酒	1999	2550	13.00	配股	33215	实施	国信证券
	2010	3838	11.55	定向增发		董事会预案	
五粮液	2001	3120	25.00	配股	78000	实施	广发证券
金种子酒	2000	2340	12.00	配股	27624.23	实施	申银万国
	2010	7000		定向增发		股东大会通过	
沱牌曲酒	1998	3489.24	13.00	配股	45360.24	实施	广发证券
	2000	3902.76	10.00	配股	39027.6	实施	大鹏证券
水井坊	2001	4026	11.06	增发	44527.56	实施	国泰君安
山西汾酒	1996	1971.28	3.50	配股	6899.49	实施	南方证券

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。