

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

2010年前三季度白酒上市公司净利润同比预计增长 40%

2010年10月25日

投资要点:

●我国白酒月度产量呈现有规律的季节性周期波动,每年冬季是白酒生产和消费的旺季。在白酒生产和消费旺季,白酒生产企业营业收入和营业利润环比呈现逐月上升趋势。

●我国13家白酒上市公司2010年前三季度净利润同比预计增长40%,净利润同比大幅度增长的原因是白酒销售价格提高和白酒销售量增长。

●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。

●白酒越陈越香,价格越高。根据白酒存货判断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。

●根据贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、沱牌曲酒、伊力特、金种子酒等公司2010年经营计划和前三季度实现的营业收入和净利润,预计2010年白酒行业上市公司营业收入和净利润同比增长30%-40%。

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

白酒行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 37.18
市净率: 10.27

行业表现



评价周期	1个月	6个月	12个月
行业涨跌(%)	2.78%	26.94%	37.01%
大盘涨跌(%)	14.73%	1.52%	-3.06%

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	5.73
五粮液	推荐	0.48	0.86	1.22
泸州老窖	推荐	0.91	1.20	1.45
水井坊	推荐	0.64	0.66	0.82

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

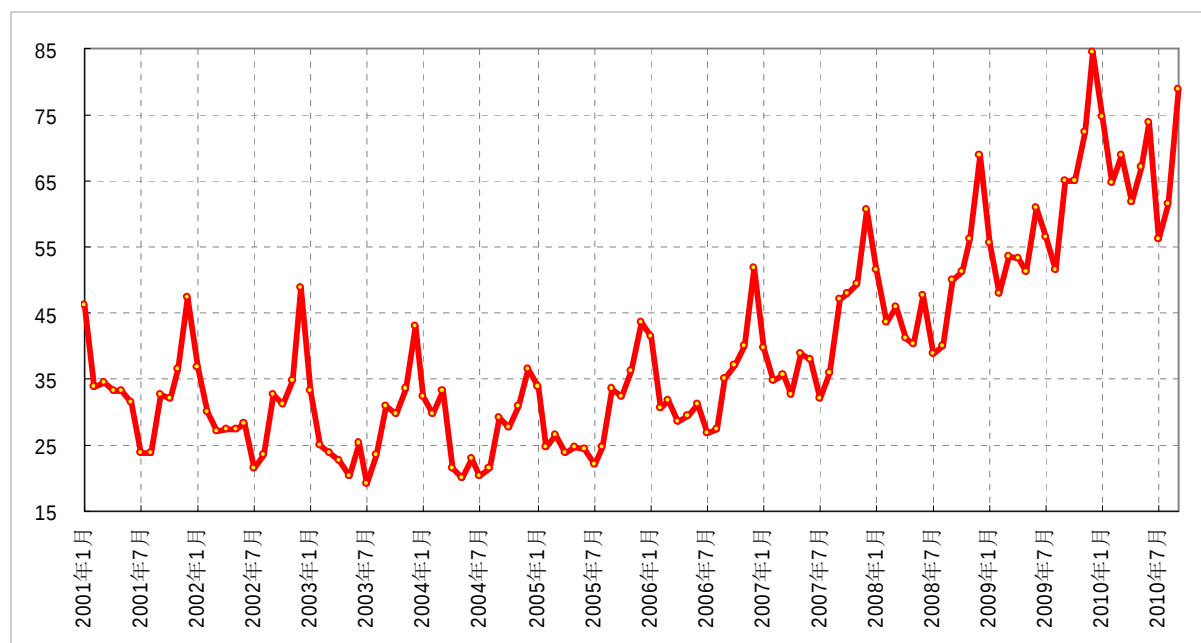
2010年7月16日研究报告《七月份以后白酒消费逐渐进入旺季,白酒企业经营规模和业绩环比将大幅度增长》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、冬季是我国白酒生产和消费旺季

我国白酒月度产量呈现有规律的季节性周期波动，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。每年冬季是白酒生产和消费的旺季。在白酒生产和消费旺季，白酒生产企业营业收入和营业利润环比呈现逐月上升趋势。

图 1：2001 年 1 月-2010 年 9 月我国白酒月度产量（万千升）



资料来源：国家统计局

二、我国 13 家白酒上市公司 2010 年前三季度净利润同比预计增长 40%

目前，我国有 13 家白酒上市公司，其中 11 家主营业务收入全部为白酒，还有 2 家主营业务收入大部分来源于白酒业务。2010 年上半年，我国 13 家主营业务收入全部或者大部分为白酒上市公司实现营业收入、营业利润和净利润同比分别增长 34%、32%和 32%。

截止 2010 年 10 月 25 日，已经有五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、老白干酒、酒鬼酒和 ST 皇台 7 家公司公布了 2010 年三季度报告，7 家公司 2010 年前三季度实现营业收入同比增长 35.2%，实现营业利润和净利润同比增长 43.7%和 43.9%。营业收入、营业利润和净利润同比大幅度增长的原因是白酒销售价格提高和白酒销售量增长。预计尚未公布 2010 年三季度报告的另外 6 家白酒公司 2010 年前三季度营业利润和净利润同比增长 43%左右。

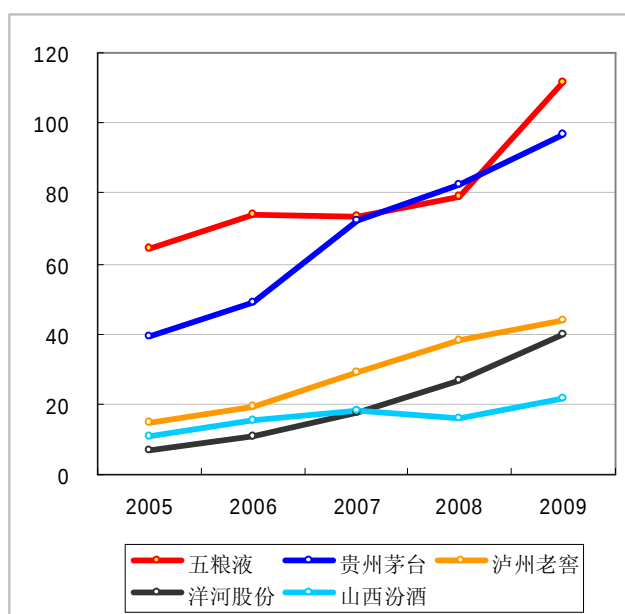
为应对 2009 年 7 月 25 日国家税务总局发布的《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，高档白酒通过提价转嫁消费税并且达到提升品牌形象和盈利水平目的。五粮液决定从 2009 年 8 月 18 日起对 52 度五粮液和 39 度五粮液产品对外销售价格上调 6.7%和 3.9%。贵州茅台决定从 2010 年 1 月 1 日起上调贵州茅台酒出厂价格平均 13%。山西汾酒决定从 2009 年 12 月 10 日起上调老白汾、竹叶青、15 年以上系列汾酒出厂价 10%-15%。沱牌曲酒决定从 2009 年 8 月 1 日起对“陶醉”、“舍得”系列产品对外售价上调 6.5%-10%左右。金种子酒决定从 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。进入 2010 年以后，贵州茅台、五粮液、泸州老窖等高档白酒继续提高出厂价格 10% 以上，洋河股份“蓝色经典·天之蓝”系列产品出厂价上调约 5%。提高出厂价格将大幅度提升白酒上市公司 2010 年各季度和年度同比经营业绩。

三、我国白酒上市公司经营规模和盈利水平比较

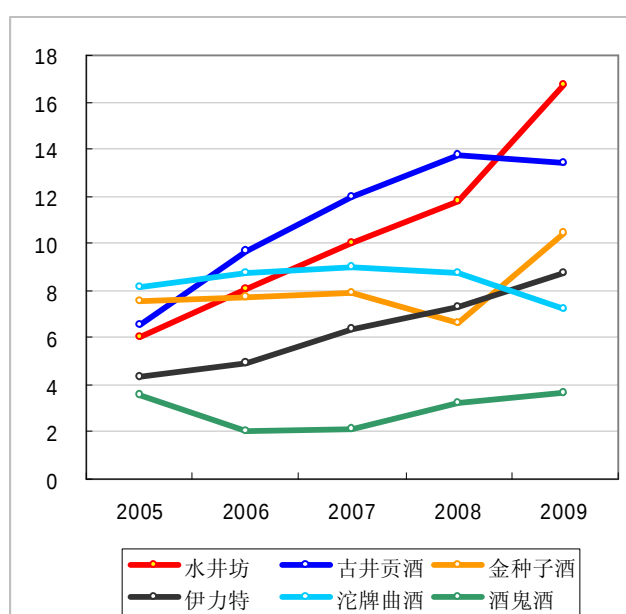
目前，我国有 13 家白酒上市公司，其中 11 家主营业务收入全部为白酒，分别是贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、沱牌曲酒、水井坊、金种子酒、酒鬼酒和伊力特；还有 2 家主营业务收入大部分来源于白酒业务，分别是老白干酒、*ST 皇台。

图 2：五家白酒公司营业收入比较（亿元）



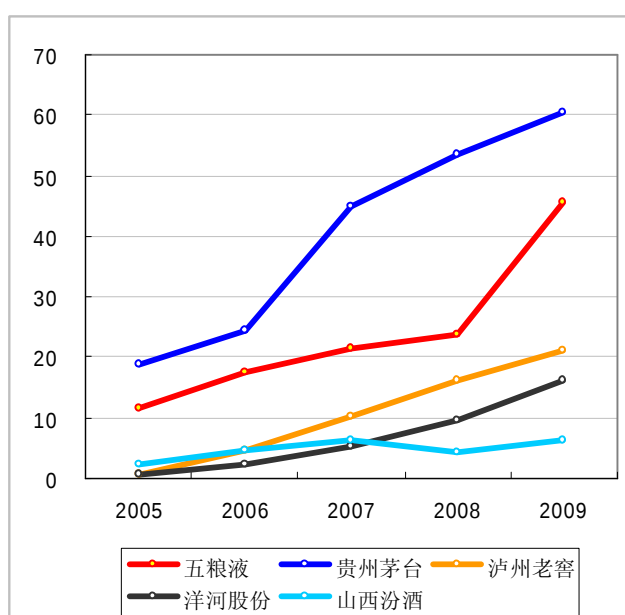
资料来源：公司公告

图 3：六家白酒公司营业收入比较（亿元）



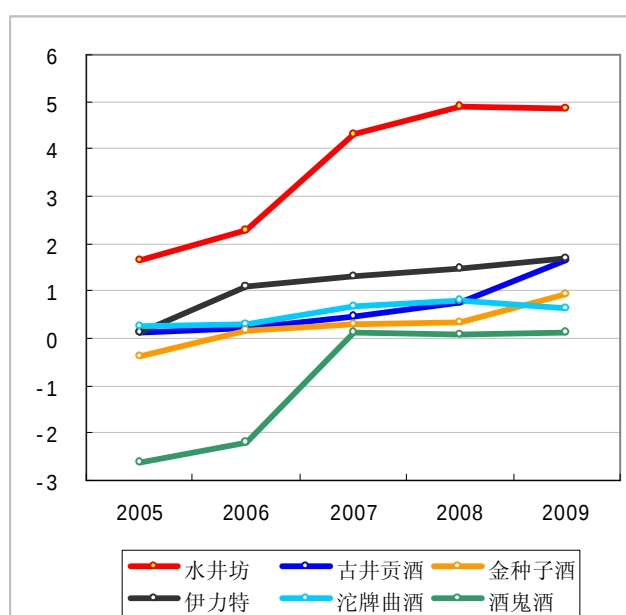
资料来源：公司公告

图 4：五家白酒公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

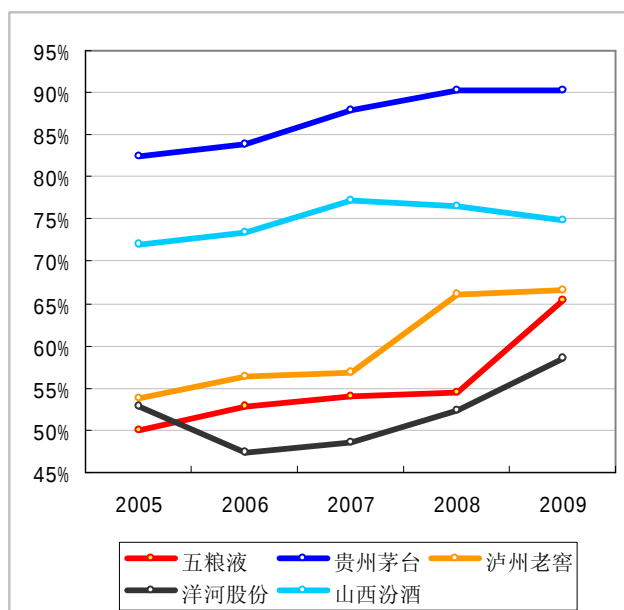
图 5：六家白酒公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

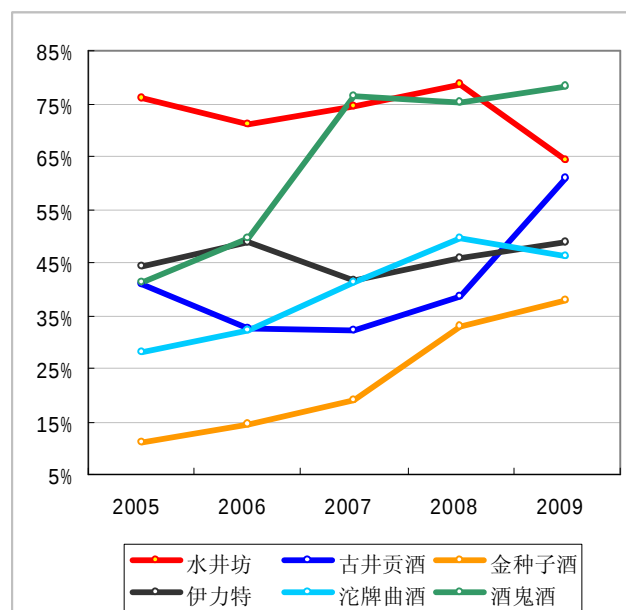
2009 年与 2005 年相比，我国 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司营业利润合计增加了 357%，同期营业收入合计增加了 117%，营业利润增幅远大于营业收入的增幅，说明过去五年白酒上市公司整体盈利能力大幅度增强。

图 6：五家白酒公司毛利率比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 7：六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。

2009 年，五粮液产品结构战略调整和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略有下降。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。

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。

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。

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

五、部分主要白酒行业上市公司 2010 年经营目标计划

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。预计 2010 年白酒行业上市公司营业收入和净利润同比增长 30%-40%。

六、行业投资建议和评级

每年冬季是白酒生产和消费的旺季。在白酒生产和消费旺季, 白酒生产企业营业收入和营业利润环比呈现逐月上升趋势。我国 13 家白酒上市公司 2010 年前三季度净利润同比预计增长 40%, 净利润同比大幅度增长的原因是白酒销售价格提高和白酒销售量增长。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, 贵州茅台的盈利潜力远远领先于五粮液、泸州老窖和山西汾酒。给予白酒行业“强于大市”评级, 给予贵州茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊“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	10 月 25 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	171.55	4.03	4.57	5.73	42.6	37.5	29.9	推荐

请务必阅读正文之后的重要声明

5

000858	五粮液	白酒酿造	37.49	0.48	0.86	1.22	78.1	43.8	30.8	推荐
000568	泸州老窖	白酒酿造	40.72	0.91	1.20	1.45	44.7	33.9	28.1	推荐
600809	山西汾酒	白酒酿造	69.2	0.57	0.82	1.47	121.4	84.4	47.1	中性
002304	洋河股份	白酒酿造	207.03	1.83	3.04	4.49	113.1	68.1	46.1	中性
600779	水井坊	白酒酿造	24.37	0.64	0.66	0.82	38.1	36.9	29.8	推荐
600702	沱牌曲酒	白酒酿造	16.15	0.12	0.16	0.21	134.6	101.3	76.9	中性
000596	古井贡酒	白酒酿造	66.51	0.15	0.60	1.11	443.4	110.9	60.1	中性
600199	金种子酒	白酒酿造	15.06	0.09	0.27	0.30	167.3	55.8	50.7	中性
600559	老白干酒	白酒酿造	40.75	0.22	0.26	0.39	185.2	156.7	105.7	中性
000799	酒鬼酒	白酒酿造	19.76	0.14	0.19	0.29	141.1	104.0	67.1	中性
600197	伊力特	白酒酿造	17.03	0.28	0.25	0.35	60.8	68.8	48.9	中性
000995	ST 皇台	白酒酿造	12.04	-0.33	0.04	0.06	-36.5	301.0	192.0	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。