

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

春节消费旺季、年报业绩增长、估值水平降低多重利好一齐涌向白酒行业

2011 年 1 月 20 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,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,春节假日消费需求尤其旺盛。

●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。中高档白酒生产企业不断推陈出新,如茅台、五粮液的年份酒、泸州老窖的国窖 1573、汾酒青花瓷汾酒、水井坊的典藏水井坊、洋河的蓝色经典系列、古井贡酒年份原浆系列等中高档产品均取得了较好的销售业绩。

●我国白酒上市公司经营规模和经营业绩持续多年稳定增长,2010 年报白酒上市公司经营业绩同比预计增长 30%-40%。

●贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、金种子酒、洋河股份等 2010 年实施的股权投资、改建和扩建投资项目是其未来经营业绩持续增长的保证。

●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,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。

●2010 年 12 月以来,我国 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司股票价格出现 20%左右幅度调整,其中山西汾酒、洋河股份等股票价格调整幅度 30%左右。白酒行业上市公司市盈率降低,原先高估值风险获得比较充分释放。

●给予白酒行业“强于大市”评级,给予贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒“推荐”评级。

白酒行业评级 强于大市 (维持)

2011 年市盈率: 37.54
2011 年市净率: 8.79

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	-8.1%	31.9%	13.7%
大盘涨跌(%)	-3.3%	11.4%	-15.0%

资料来源: Wind 资讯

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
贵州茅台	推荐	4.57	5.61	7.53
五粮液	推荐	0.86	1.23	1.55
泸州老窖	推荐	1.20	1.49	1.85
山西汾酒	推荐	0.82	1.47	1.91

资料来源: 公司公告

联系人: 吴正武 分析师: 张欣

执业证书编号: S0820208030013
电话: 021-3222 9888-3509
邮箱: wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

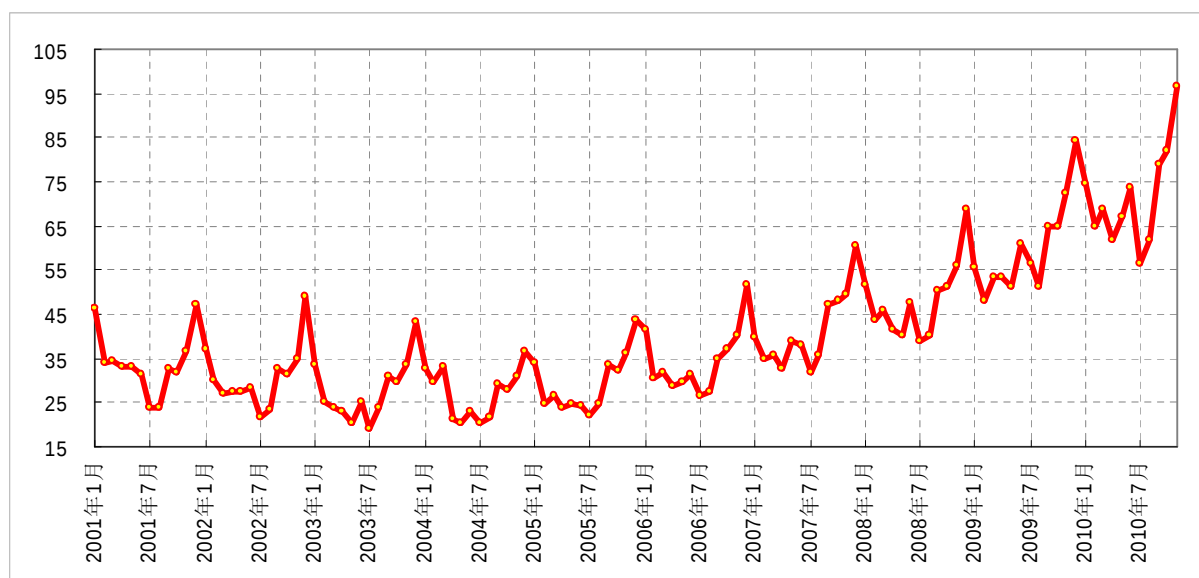
2010 年 10 月 25 日研究报告《2010 年前三季度白酒上市公司净利润同比预计增长 40%》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、冬季是白酒生产和消费的高峰期，春节假日消费需求尤其旺盛

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，春节假日消费需求尤其旺盛。

图 1：2001 年 1 月-2010 年 11 月我国白酒月度产量（万千升）

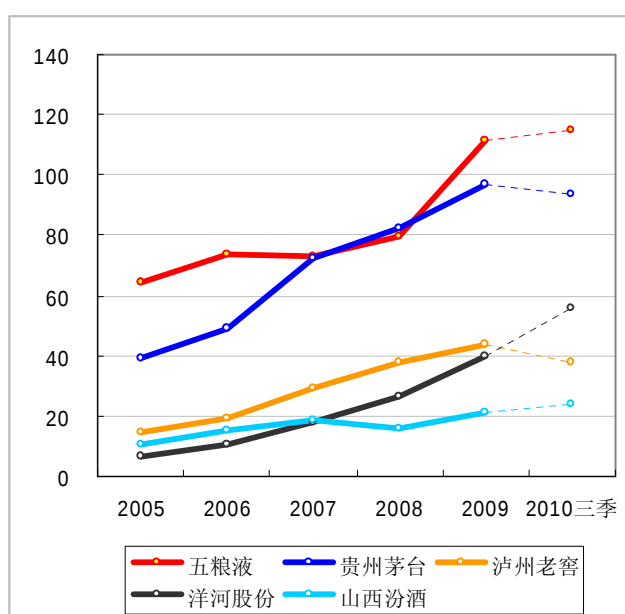


资料来源：国家统计局

二、我国白酒上市公司经营规模和经营业绩持续多年稳定增长

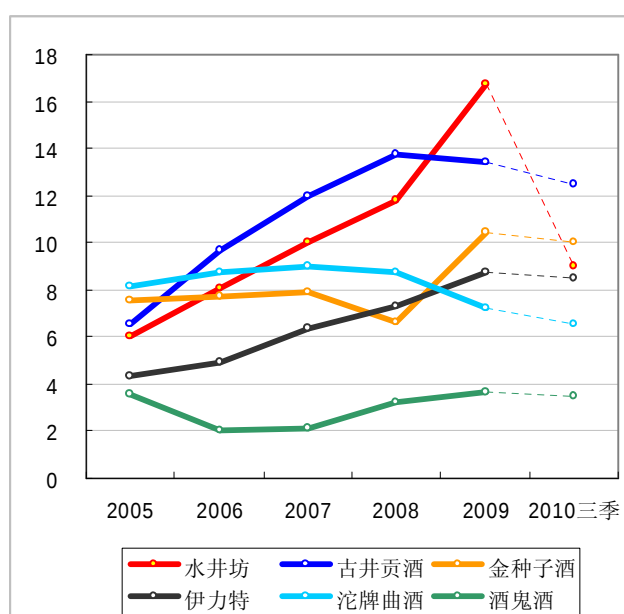
目前，我国有 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司，分别是贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、沱牌曲酒、水井坊、金种子酒、酒鬼酒和伊力特。

图 2：五家白酒公司营业收入比较（亿元）



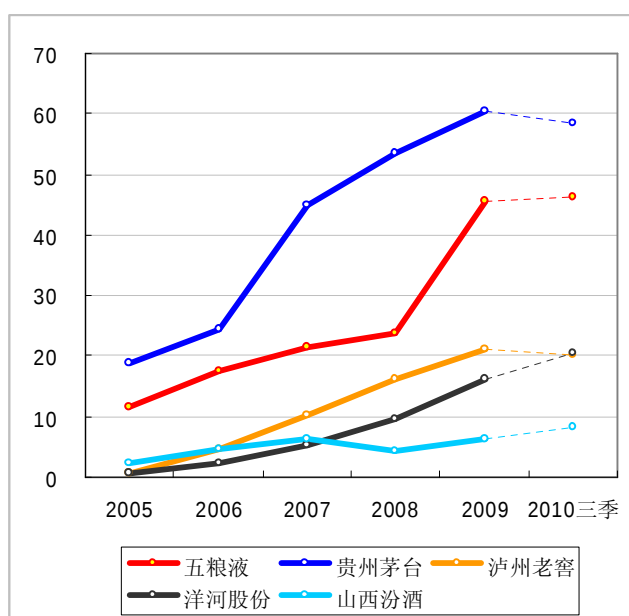
资料来源：公司公告

图 3：六家白酒公司营业收入比较（亿元）



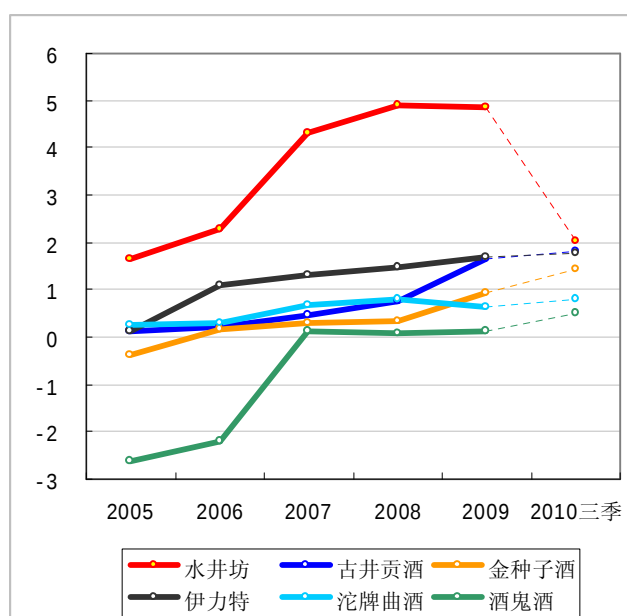
资料来源：公司公告

图 4：五家白酒公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

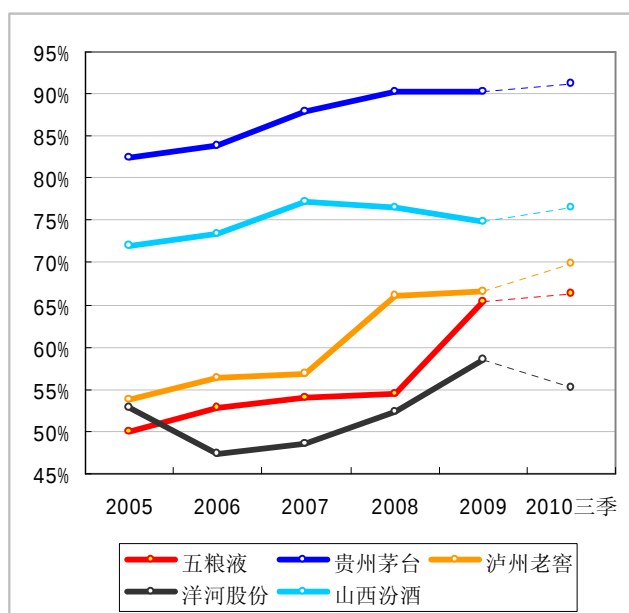
图 5：六家白酒公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

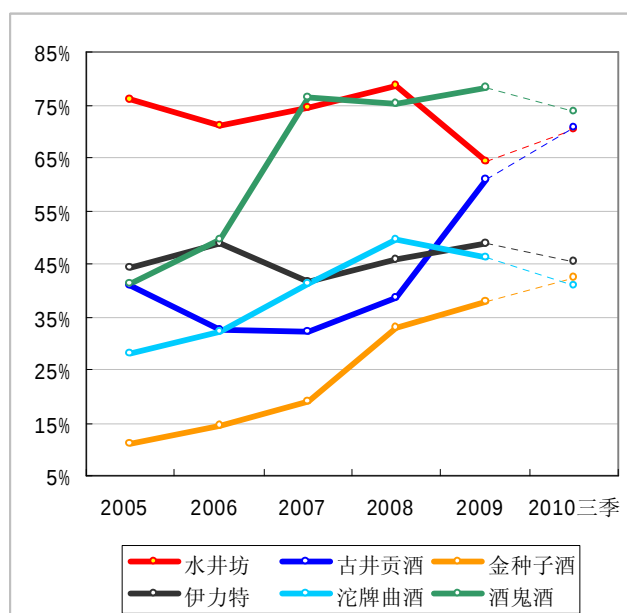
2009 年与 2005 年相比，我国 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司营业利润合计增加了 357%，同期营业收入合计增加了 117%，营业利润增幅远大于营业收入的增幅，说明过去五年白酒上市公司整体盈利能力大幅度增强。

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

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、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份和沱牌曲酒 7 家公司曾经被评为“中国名酒”。2009 年，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 90.2%、74.9%、

66.7%、65.3%、78.2%、64.4%和 60.8%，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。

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。为适应消费者对中高档白酒的需求，名优白酒生产企业不断推陈出新，如茅台、五粮液的年份酒、泸州老窖的国窖 1573、汾酒青花瓷汾酒、水井坊的典藏水井坊、洋河的蓝色经典系列、古井贡酒年份原浆系列等中高档产品均取得了较好的销售业绩。

三、2010 年报白酒上市公司经营业绩同比预计大幅度增长

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。2009 年第四季度，五粮液、贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、沱牌曲酒、金种子酒、水井坊、洋河股份等公司将其部分高档白酒出厂价格提高 6%-18%左右，进入 2010 年以后，贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒等继续提高高档白酒出厂价格 5%-20%。提高出厂价格将大幅度提升白酒上市公司 2010 年同比经营业绩。

2010 年前三季度，我国 11 家主营业收入全部为白酒的上市公司实现营业收入、营业利润、利润总额和净利润分别是 375.1 亿元、164.4 亿元、164.8 亿元和 123.9 亿元，同比分别增长 35.3%、31.6%、31.6%和 31.5%。2010 年全年，我国 11 家主营业收入全部为白酒的上市公司预计将实现营业收入、营业利润、利润总额和净利润同比增长 30%-40%，其中金种子酒已经预告 2010 年经营业绩同比增长 130%-150%，古井贡酒已经预告 2010 年经营业绩同比增长 100%。

贵州茅台决定自 2011 年 1 月 1 日起上调产品出厂价格，平均上调幅度为 20%左右，预计将提高公司 2011 年经营业绩。贵州茅台、五粮液等高档白酒价格经过 2009 年和 2010 年比较大幅度上调以后，已经处于 1000 元-1500 元/500 毫升的高位，高档白酒价格大幅度上调以后，为 2011 年中档白酒价格继续上调提供了空间。2011 年中档白酒上市公司经营业绩预计增长较快。

2011 年我国 11 家白酒上市公司营业收入、营业利润、利润总额和净利润预计同比增长 30%左右。

四、股权投资、改建和扩建投资项目实施是白酒上市公司未来经营业绩持续增长的保证

1、贵州茅台

2010 年 4 月，贵州茅台决定投资 5.49 亿元实施 301 车间白酒生产基地技改项目，以新增茅台王子酒、迎宾酒等茅台系列普通酱香型白酒基酒生产能力；投资 4.57 亿元实施酒糟生态处理技改项目。该两个项目是公司“十一五”规划的组成部分。301 车间白酒生产基地技改项目完工交付投产后，根据茅台系列普通酱香型白酒基酒生产成本、销售等现行价格因素预测，每年销售收入可达 4.65 亿元，利润总额 1.04 亿元；酒糟生态处理技改项目完工交付投产后，预计每年销售收入可达 3.91 亿元，利润总额 1.63 亿元，并将更好地实现对废弃酒糟的循环综合利用，将有利于生态环境的保护和企业的长远发展。

2010 年 10 月，贵州茅台决定投资 6.87 亿元，实施“十二五”万吨茅台酒工程第一期（2011 年）新增 2600 吨茅台酒技术改造项目，以新增 2,600 吨茅台酒生产能力。该项目完工交付投产后，根据

茅台酒生产成本、销售等现行价格因素预测，2600 吨茅台酒正常生产，每年销售收入可达 18.68 亿元，利润总额 8.67 亿元。

2、五粮液

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，经过三年对产品结构进行战略调整，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。通过对产品结构进行战略调整 and 解决与母公司关联交易问题，五粮液经营规模和经营业绩大幅度增长，并为未来持续稳定增长奠定了基础。

3、山西汾酒

山西汾酒于 2010 年 4 月实施扩大产能技改投资项目（包括大型包装物料库、成品库项目和新建酿酒车间工程项目两个子项目）。大型包装物料库、成品库项目投资总额估算 0.99 亿元，所需资金拟由公司自筹解决，项目建设工期在 1 年左右；酿酒车间工程项目投资总额估算为 1.43 亿元，项目设计年生产能力为 3800 吨，项目投产后，可年增 65 度原酒生产能力 3825 吨，年销售收入 1.91 亿元，年利润总额 0.52 亿元。

4、古井贡酒

古井贡酒于 2010 年 11 月非公开发行股票募集资金 13 亿元，扣除发行费用后，用于高档白酒生产和营销建设。

表 1：古井贡酒非公开发行股票募集资金投资项目（亿元）

序号	项目名称	总投资额	计划使用募集资金
1	优质基酒酿造技术改造项目	1.35	1.35
2	基酒勾储、灌装中心及配套设施建设项目	6.86	6.86
3	营销网络建设项目	2.75	2.75
4	品牌传播建设项目	6.50	1.70
合计		17.46	12.66

资料来源：公司公告

优质基酒酿造技术改造项目：在保持基酒总产能不变的前提下，对其中年产 2 万吨的基酒酿造车间及配套设施实施技术升级改造，即在减少 8000 吨普通基酒产能的同时增加 8000 吨优质基酒产能。项目建设期 18 个月，本项目投入使用后，生产期年均新增利润总额 0.65 亿元。

基酒勾储、成品酒灌装中心及相关配套设施建设项目：新增 5 万吨的基酒勾储能力和 5 万吨的成品酒灌装能力。本项目建设期 18 个月，本项目投入使用后，生产期年均新增利润总额 0.35 亿元。

5、金种子酒

金种子酒于 2010 年 11 月非公开发行股票募集资金 5.5 亿元，扣除发行费用后，用于优化白酒产

品质，升级产品结构，提高客户服务和营销管理水平，并提升发行人品牌。公司主营业务将更加突出，白酒业务所占比重将进一步提升。

6、洋河股份

洋河股份于 2009 年 11 月首次公开发行上市，募集资金 27 亿元，扣除发行费用后，用于名优酒酿造技改项目、名优酒陈化老熟和包装技改项目、白酒酿造副产物循环再利用项目和营销网络建设项目共 4 个项目，投资总额为 8.27 亿元。名优酒酿造技改项目，调整基酒结构，每年增加名优基酒 9000 吨；名优酒陈化老熟和包装技改项目，调整成品酒结构，每年增加中高档白酒 15000 吨；白酒酿造副产物循环再利用项目，年产普通白酒 4000 吨，年回收高酯调味酒 400 吨，年回收蛋白饲料 15000 吨，同时实施厂区供水管网改造，提高水资源利用效率。

2010 年，洋河股份利用超募资金收购江苏双沟酒业股份有限公司 67.5% 股份，该公司资产总额 9.6 亿元，净资产 4.1 亿元；2009 年主营业务收入 14.66 亿元，利润总额 2.34 亿元，净利润 1.70 亿元。

2010 年，洋河股份与控股子公司江苏双沟酒业股份有限公司共同出资 2 亿元，设立江苏苏酒实业股份有限公司，意图通过苏酒实业这一营销统管平台，整合公司与双沟酒业的资源，进一步强化两公司市场地位，降低竞争成本，实现优势互补，提高营销竞争能力。洋河股份占 85% 股份。

2010 年，洋河股份利用部分超募资金，进行名优酒酿造技改二期工程项目，项目总投资 11 亿元，项目建成后，将年新增 2 万吨名优基础酒生产能力，预计项目达产后年可新增净利润 2.87 亿元。除此之外，2010 年，洋河股份还利用部分超募资金，进行 10 万吨名优酒陈化老熟技术改造项目，项目总投资 6.24 亿元，项目全部达产后年可新增净利润 1.1 亿元。

贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、金种子酒、洋河股份等 2010 年实施的股权投资、改建和扩建投资项目是其未来经营业绩持续增长的保证。

五、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。

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。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。

六、2010 年 12 月以来白酒行业上市公司市盈率降低

2010 年 12 月以来，我国 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司股票价格出现 20%左右幅度调整，其中山西汾酒、洋河股份等股票价格调整幅度 30%左右。2010 年全年，这些上市公司预计将实现营业收入、营业利润、利润总额和净利润同比增长 30%-40%。股票价格的较大幅度下跌和 2010 年经营业绩预计较大幅度上涨导致白酒行业上市公司市盈率降低，原先高估值风险获得比较充分释放。

图 8：白酒行业上市公司整体市盈率变化情况图



资料来源：万德资讯

七、行业投资建议和评级

白酒生产和消费具有明显的季节性特征，冬季是白酒生产和消费的高峰期，春节假日消费需求尤其旺盛。我国白酒上市公司经营规模和经营业绩持续多年稳定增长，2010 年报白酒上市公司经营业绩同比预计大幅度增长。贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、金种子酒、洋河股份等 2010 年实施的股权投资、改建和扩建投资项目是其未来经营业绩持续增长的保证。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。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。2010 年 12 月以来白酒行业上市公司股票价格出现较大幅度下跌和 2010 年经营业绩预计较大幅度上涨导致白酒行业上市公司市盈率降低。给予白酒行业“强于大市”评级，给予贵州茅台、五粮液、泸州老窖和山西汾酒“推荐”评级。

八、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	1 月 19 日 股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
600519	贵州茅台	白酒酿造	182.83	4.57	5.61	7.53	40.0	32.6	24.3	推荐
000858	五粮液	白酒酿造	34.09	0.86	1.23	1.55	39.6	27.7	21.9	推荐
000568	泸州老窖	白酒酿造	42.73	1.20	1.49	1.85	35.6	28.7	23.1	推荐
600809	山西汾酒	白酒酿造	61.48	0.82	1.47	1.91	75.0	41.8	32.2	推荐

资料来源：历史数据来源于公司公告

联系人简介:

姓名: 吴正武, 浙江大学管理学博士, 2009年加入爱建证券有限公司, 现从事食品饮料行业和农林牧渔行业研究。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

I 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级:

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

请务必阅读正文之后的重要声明

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及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“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。