

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

尽管白酒涨价受到抑制，但是上市公司 2011 年利润预计依然丰厚

2011 年 4 月 18 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，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。

●我国白酒上市公司经营规模和经营业绩呈现多年持续上升趋势。2010 年与 2005 年相比，已经公布 2010 年报的 9 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 515.3%，同期营业收入合计增加了 200.9%，说明整体盈利能力大幅度增强。

●截止到 2011 年 4 月 18 日，已经公布 2010 年报的 9 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、酒鬼酒和古井贡酒 6 家公司毛利率分别是 90.95%、76.59%、69.41%、68.71%、73.91%和 71.15%，以中高档产品为主；洋河股份、沱牌曲酒和伊力特毛利率低于 60%，以中低档产品为主。白酒向高档次发展是必然趋势。

●高档白酒出厂价格经过比较大幅度上调以后，已经处于高位，中档白酒尚有一定提价空间。2011 年，尽管白酒涨价受到抑制，但是上市公司利润预计依然丰厚。

●2010 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 522.99 亿元、93.61 亿元、33.63 亿元和 31.67 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。2010 年末，洋河股份白酒存货同比大幅度上升，盈利潜力大幅度上升；古井贡酒、沱牌曲酒和伊力特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。

●2011 年我国 11 家白酒上市公司毛利率预计略有提高，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 30%左右。

●继续维持白酒行业“强于大市”评级。

白酒行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 33.86
市净率: 8.12

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	-5.87	6.18	20.53
大盘涨跌(%)	5.58	2.95	-2.55

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	09EPS	10EPS	11EPS
贵州茅台	推荐	4.57	5.35	7.58
五粮液	推荐	0.86	1.16	1.52
泸州老窖	推荐	1.20	1.58	2.02
山西汾酒	推荐	0.82	1.14	1.85

资料来源：公司公告

注册证券分析师： 吴正武

执业证书编号： S0820511030001

电话： 021-3222 9888-3509

邮箱： wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

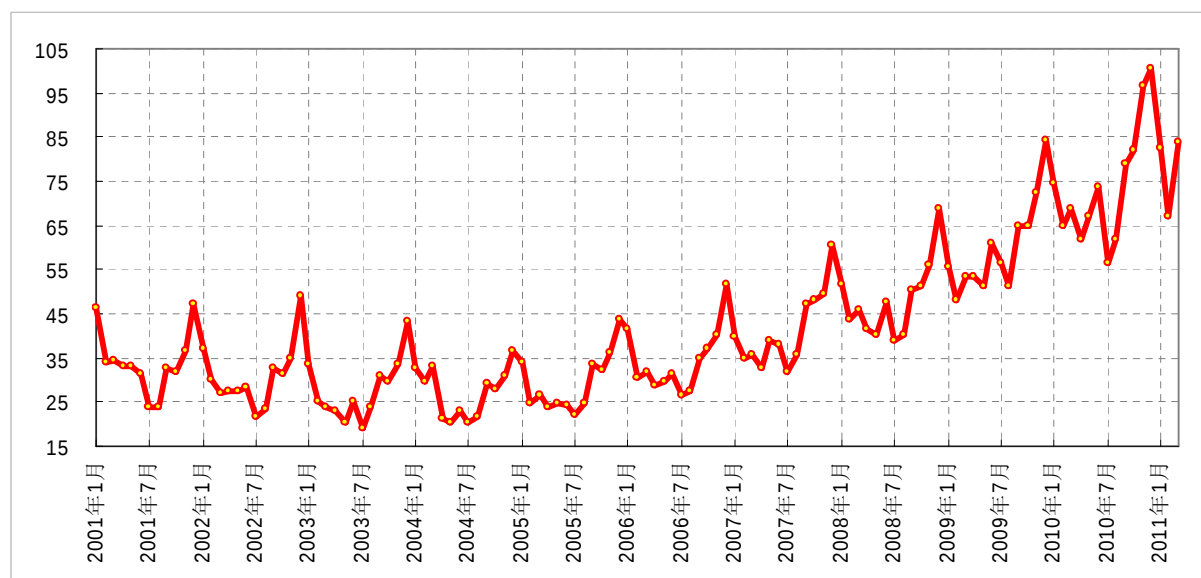
2011 年 1 月 20 日研究报告《春节消费旺季、年报业绩增长、估值水平降低多重利好一齐涌向白酒行业》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、我国白酒月度产量在季节波动中上升

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。每年夏季是白酒生产和消费的淡季。

图 1：2001 年 1 月-2011 年 3 月我国白酒月度产量（万千升）

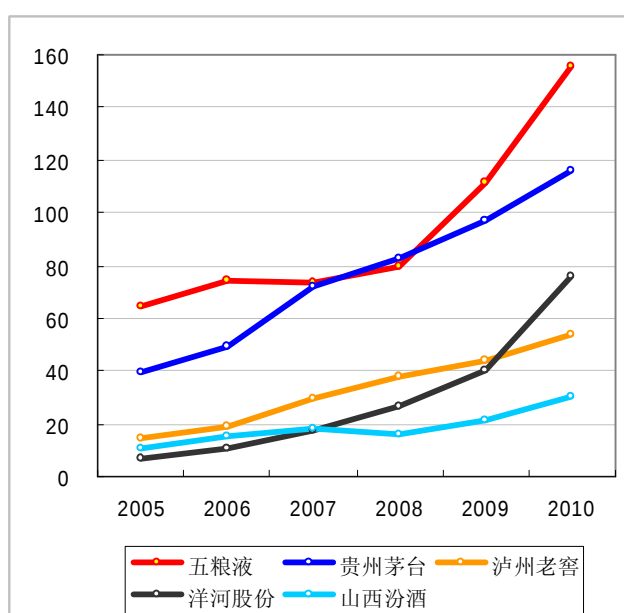


资料来源：国家统计局

二、我国白酒上市公司经营规模和经营业绩呈现多年持续上升趋势

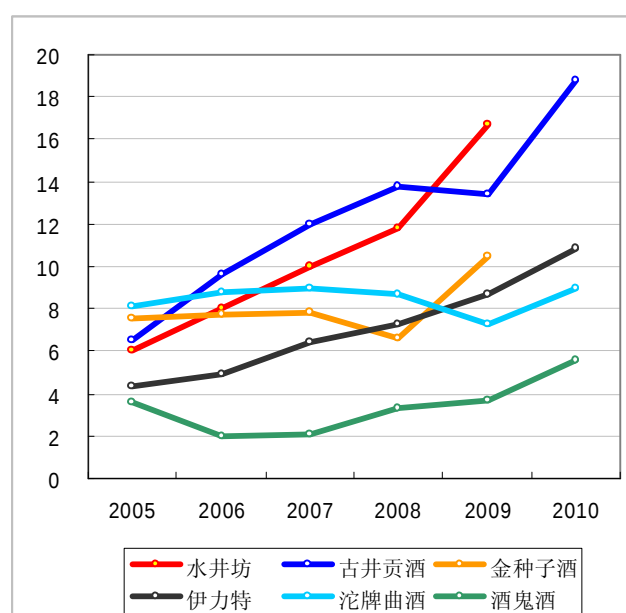
目前，我国有 11 家主营业务收入全部为白酒的上市公司，分别是贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、沱牌曲酒、水井坊、金种子酒、酒鬼酒和伊力特。还有 2 家主营业务收入大部分来源于白酒业务的上市公司，分别是老白干酒、*ST 皇台。其中，贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、洋河股份和沱牌曲酒 7 家公司曾经被评为“中国名酒”。

图 2：五家白酒公司营业收入比较（亿元）



资料来源：公司公告

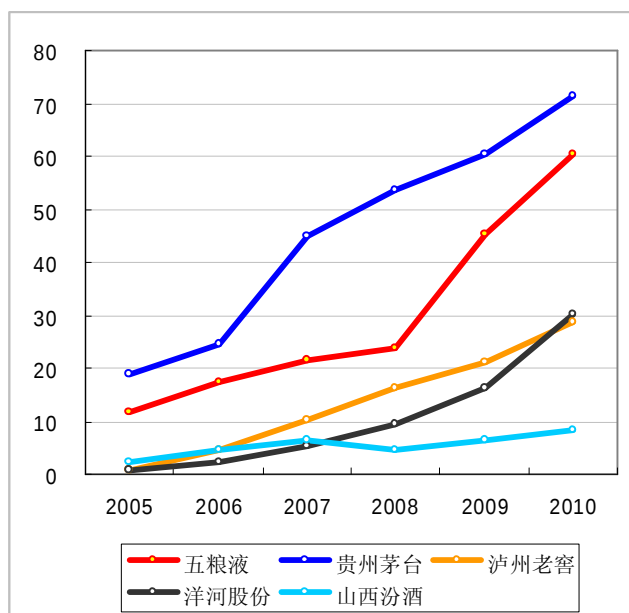
图 3：六家白酒公司营业收入比较（亿元）



资料来源：公司公告

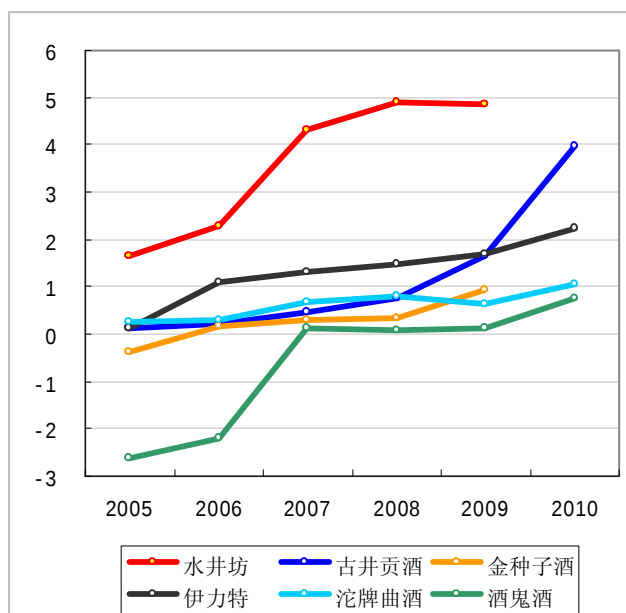
请务必阅读正文之后的重要声明

图 4：五家白酒公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

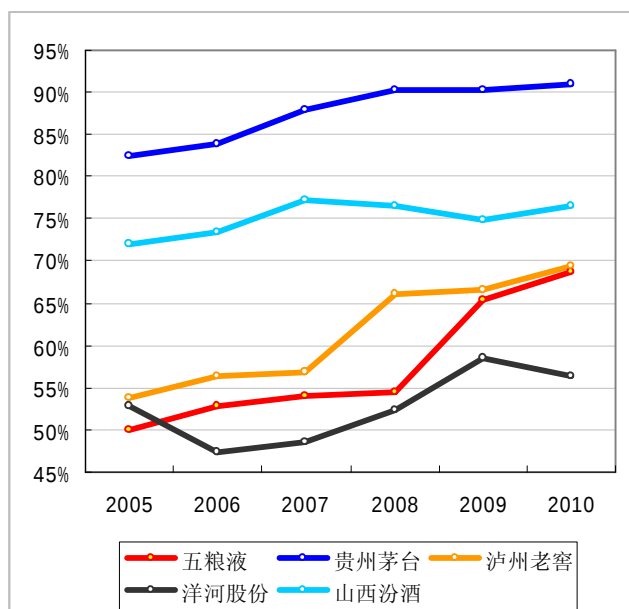
图 5：六家白酒公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

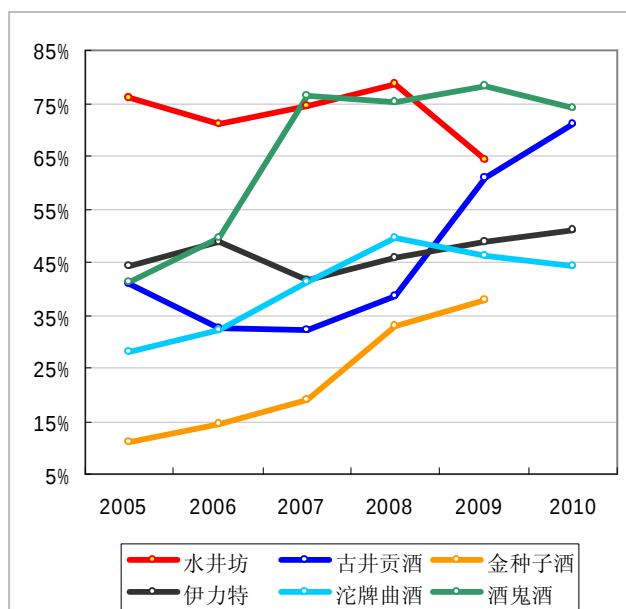
截止到 2011 年 4 月 18 日，水井坊、金种子酒尚未公布 2010 年报，2010 年与 2005 年相比，已经公布 2010 年报的 9 家主营业务收入全部为白酒的上市公司营业利润合计增加了 515.3%，同期营业收入合计增加了 200.9%，营业利润增幅远大于营业收入的增幅，说明过去五年白酒上市公司整体盈利能力大幅度增强。

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

截止到 2011 年 4 月 18 日，已经公布 2010 年报的 9 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、酒鬼酒和古井贡酒 6 家公司毛利率超过 60%，分别是 90.95%、

76.59%、69.41%、68.71%、73.91%和 71.15%，以中高档产品为主；洋河股份、沱牌曲酒和伊力特毛利率低于 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。

三、高档白酒出厂价格经过比较大幅度上调以后，已经处于高位，中档白酒尚有一定提价空间

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、五粮液等高档白酒继续提高出厂价格。提高出厂价格将大幅度提升白酒上市公司同比经营业绩。贵州茅台、五粮液等高档白酒出厂价格经过比较大幅度上调以后，已经处于高位，2011 年进一步提价的空间有限，但是中档白酒尚有一定提价空间。但是，2011 年我国通货膨胀压力大，国家发展改革委对包括白酒在内的食品饮料生产和销售提高产品价格进行干预。白酒毛利率高，原材料价格上涨对企业利润影响相对较小。尽管白酒涨价受到抑制，但是上市公司 2011 年利润预计依然丰厚。

四、2010 年末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 1：白酒行业上市公司 2009 年末和 2010 年末白酒库存商品、自制半成品和在产品存货（亿元）

	2009 年			2010 年		
	存货成本	毛利率	预期毛利额	存货成本	毛利率	预期毛利额
贵州茅台	38.12	90.17%	349.63	52.04	90.95%	522.99
五粮液	31.06	65.31%	58.48	42.63	68.71%	93.61
泸州老窖	11.91	66.65%	23.80	14.82	69.41%	33.63
山西汾酒	7.52	74.87%	22.40	9.68	76.59%	31.67
洋河股份	6.74	58.47%	9.49	17.09	56.31%	22.03
酒鬼酒	3.89	78.22%	13.97	3.98	73.91%	11.27
水井坊	5.82	64.43%	10.54	尚未公布	尚未公布	尚未公布
古井贡酒	3.22	60.81%	5.00	3.93	71.15%	9.69
沱牌曲酒	9.38	46.04%	8.00	11.18	44.10%	8.82
伊力特	3.09	48.82%	2.95	3.86	50.94%	4.01
金种子酒	1.60	37.64%	0.97	尚未公布	尚未公布	尚未公布

资料来源：公司公告

2010 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 522.99 亿元、93.61 亿元、33.63 亿元和 31.67 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。2010 年末，洋河股份白酒存货同比

大幅度上升，盈利潜力大幅度上升；古井贡酒、沱牌曲酒和伊力特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。

2011 年我国 11 家白酒上市公司毛利率预计略有提高，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 30%左右。

五、行业投资建议和评级

我国白酒月度产量在季节波动中上升，白酒上市公司经营规模和经营业绩呈现多年持续上升趋势，整体盈利能力大幅度增强。高档白酒出厂价格经过比较大幅度上调以后，已经处于高位，中档白酒尚有一定提价空间。2011 年，尽管白酒涨价受到抑制，但是上市公司利润预计依然丰厚。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；洋河股份盈利潜力大幅度上升；古井贡酒、沱牌曲酒和伊力特未来营业收入依赖当年产新酒，盈利潜力不大。2011 年我国 11 家白酒上市公司毛利率预计略有提高，营业收入、营业利润和净利润预计同比增长 30%左右。继续维持白酒行业“强于大市”评级。

六、重点上市公司盈利预测和评级

表 2：重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	4 月 18 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2009	2010	2011E	2009	2010	2011E	
600519	贵州茅台	白酒酿造	172.58	4.57	5.35	7.58	37.8	32.3	22.8	推荐
000858	五粮液	白酒酿造	31.24	0.86	1.16	1.52	36.3	26.9	20.6	推荐
000568	泸州老窖	白酒酿造	43.65	1.20	1.58	2.02	36.4	27.6	21.6	推荐
600809	山西汾酒	白酒酿造	64.78	0.82	1.14	1.85	79.0	56.8	35.0	推荐
002304	洋河股份	白酒酿造	207	3.04	4.90	7.19	68.1	42.2	28.8	推荐
000799	酒鬼酒	白酒酿造	19.93	0.19	0.26	0.35	104.9	76.7	56.9	中性
600779	水井坊	白酒酿造	22.48	0.66	-	0.81	34.1	-	27.8	推荐
000596	古井贡酒	白酒酿造	73.49	0.60	1.34	2.17	122.5	54.8	33.9	推荐
600702	沱牌曲酒	白酒酿造	19.12	0.16	0.23	0.31	119.5	83.1	61.7	中性
600197	伊力特	白酒酿造	13.94	0.25	0.30	0.46	55.8	46.5	30.3	推荐
600199	金种子酒	白酒酿造	17.64	0.27	-	0.53	65.3	-	33.3	推荐

资料来源：历史数据来源于公司公告

注册证券分析师简介:

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。