

## 五粮液金种子酒等公司估值偏低 可考虑买入

2010年5月21日

强烈推荐/维持

### ——食品饮料部分公司股价异动点评

食品饮料

事件点评

<b>刘家伟</b>	食品饮料行业分析师
	010-66507309
	Email: <a href="mailto:liujw@dxzq.net.cn">liujw@dxzq.net.cn</a> MSN: ynynljw999@hotmail.com

#### 事件:

近期五粮液、金种子酒、惠泉啤酒、中粮屯河、水井坊、圣农发展等公司股价大幅下跌，估值明显偏低，买入时机正在成熟。

#### 观点:

#### 1. 惠泉啤酒：5月28日将有1438.8956万股限售股解禁上市流通 对公司经营影响有限

(1) 流通股增加有利于股权流通，增加二级市场并购机会，但不影响公司经营。公司21日公告，将有1438.8956万股有限售条件的流通股解禁，上市流通日为2010年5月28日。我们认为，这除了增加流动性和二级市场并购机会外，对公司的生产经营不会有实质性影响。一是数量较大的机构持有者近期应该不会通过二级市场减持，因为股价正处于较低位置，对股价的向下调整压力有限；二是控股股东燕京啤酒和公司管理层仍然在努力做好公司的生产和销售，并且在很多压力下主动求变；

(2) 公司今年面临很多转机，销售和业绩增长的确性在逐步增加，主要看点：省内市场泉州、福州、宁德、厦门等仍是重点，省外市场则重点发展江西南昌以东地区，包括抚州、赣州等。我们预计公司在年报中披露的啤酒销量增长10%的计划目标主要将会体现在这几大市场；省外市场主要突破口将会以江西为主；直销将会是主要模式，重在精耕细作；管理体制和执行力可能更加到位，副董事长兼总经理程汉川先生复位主抓销售为近几年少见；产品结构调整仍有空间，提价环境好于2009年；近年成本波动会比较平稳，25%以上年均利润增速有保障；海西政策以及ECFA协议签署会带来台湾新市场预期；股权激励继续有效，推出时机难以确定；

(3) 盈利预测与投资建议：公司10年会在较多压力下求变，且动力和能量较足，特别是从销售开始，涉及管理和人事重大调整和资源优化，强化执行力，再加之竞争对手的管理团队变动等，有可能形成省内外市场并驾齐驱、销量从而收入和利润均有较大幅度增长的强烈预期。我们预计10年EPS可达0.45元，目前PE25倍左右，维持强推评级。

表1 惠泉啤酒2010.5.28部分限售股流通带来的股本结构变化情况

	2010.3	2010.5.28	变动	幅度
总股本(亿股)	2.5	2.5	0	0.00%
流通股(亿股)	1.2644	1.4083	0.1439	11.38%
限售股(亿股)	1.2356	1.0917	-0.1439	-11.65%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 五粮液：白酒老大 酱酒有望秋季上市 高成长可期

(1) 公司治理有极大改善之后（2009 年上半年成立新的销售公司，之后公司与集团公司之间的股权结构从 80%：20%提升为 95%：5%），10 年业绩继 09 年大幅增长后继续大幅增长是意料之中的事情；

(2) 产品销量增长应可期待。通过发展团购、加强经销商优化与合作等方式，五粮液高端酒在 2010 年放量增长 20%左右应该不会有太大的问题，中端五粮春、五粮醇会继续较快速增长，六和液在部分地区销售不错，可望贡献业绩；新产品“永福酱酒”有望在第三季度正式投放市场，价格重心 500 元上下，处于郎酒高端产品和茅台 53 度之间，有望吸引相关高端消费者；

(3) 近期议论较多的 16 口明代窖池之争对公司影响不大。一是因为公司有 3 万多口窖池，二是主要涉及控股股东与窖池“所有人”的关系。

(4) 四川地方政府对公司远期目标的高要求和软环境优化形成的驱动力量。公司决心打造世界名酒五粮液，五粮液集团销售收入目标将达到 1000 亿元，在建设和发展中国白酒之都——宜宾的进程中进一步发挥领头羊作用。

(5) 业绩预测与评级：鉴于公司新产品“永福酱酒”一再推迟上市时间，预计前期投入费用可能较大，对 2010 年业绩贡献不确定性增加，我们暂时小幅下调对其 2010 年的业绩预测：净利润增速从增长 52%下调至增长 40%，下调 12 个百分点；EPS 下调 7.7%或 0.1 元，从 1.30 元调至 1.20 元左右；与当前股价 24 元对应 PE 约 20 倍。我们认为，从相对估值角度看，公司合理估值水平应为 30 倍左右，目标价可达 36 元以上；从绝对估值角度看，假定第二阶段和长期增长率为 5%和 1%，尽管这已经是最严格的假设条件，但 FCFE 仍高达 48.58 元。由此可见，公司目前估值严重偏低，故维持强烈推荐评级。

表 2 五粮液 2010-2011 年业绩预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	7,328.56	7,933.07	11,218.14	16,840.47	20,455.47	24,202.26	28,665.79
主营收入增长率	-0.93%	8.25%	41.41%	50.12%	21.47%	18.32%	18.44%
EBITDA（百万元）	2,619.93	2,766.54	4,250.41	7,031.59	9,491.52	11,419.93	13,763.78
EBITDA 增长率	15.12%	5.60%	53.64%	65.43%	34.98%	20.32%	20.52%
净利润（百万元）	1,468.92	1,810.69	2,787.61	4,972.66	7,069.81	8,618.22	10,493.90
净利润增长率	25.83%	23.27%	53.95%	78.38%	42.17%	21.90%	21.76%
ROE	15.35%	15.91%	20.91%	29.57%	32.48%	31.00%	29.86%
EPS（元）	0.39	0.48	0.73	1.31	1.86	2.27	2.76
P/E	72	58	42	24	17	13	11
P/B	11.00	9.25	7.90	6.26	4.84	3.79	3.00
EV/EBITDA	38.64	35.92	22.92	13.37	9.34	7.19	5.39

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

## 3. 金种子酒：定向增发增加 3500 万股小幅影响 10 年 EPS 但无碍其二线白酒高成长典范形象

(1) 定向增发“量增价减”小幅加大每股收益摊薄水平，多增发 3500 万股可能多稀释 EPS 约 5.9%。公司 21 日公告，由于近期实施股本 10 转增 10，原定以 15.07 元/股定向增发 3500 万股调整为以 7.54 元增发 7000 万股，也就是数量增加 100%价格下调 50%。这对于公司的募集资金额度并没有影响，但却使得定向增发数量增加一倍，从而使得总股本从 2.61 亿股增加至 5.91 亿股，总股本在转增且全部增发完毕后将增加 126.85%。经初步测算，多增发 3500 万股将对 EPS 稀释 5.9%左右。

(2) 公司今年看点很多, 主要包括: 一是拟定向增发 3500 万股融资 5 亿元左右, 为其在产品与品牌的升级与营销等方面提供财力、人力以及相关资源基础和保障, 包括升级改造优质基酒、研发与品控中心基地建设、在合肥建立营销中心等物流网络建设等; 二是继续坚持既定的“聚焦资源, 做强主业白酒”, 3-5 年内 (原定 5-10 年) 争做省内第一品牌、全国一线品牌的大型白酒企业的战略; 三是下半年将推出浓香型高端酒“金种子”, 借以拉升公司品牌; 四是主打产品醉三秋、柔和祥和种子酒将在省内外开辟新市场, 省内的蚌埠、淮北、滁州等北部市场将成为成长性市场重点, 省外市场将选择天津、河南、湖北和江西等市场进行突破, 今明两年酒类销售收入和利润大幅增长态势不会有大的变化; 五是公司的医药、房地产等非业务会贡献较大的收入和一定的利润。

(3) 业绩预测与投资评级: 公司预计 2010 年实现营业收入 12 亿元, 力争实现净利润 1.3 亿元, 增长 20% 和 85%, 我们认为有些保守。一是因为公司已经预增今年一季度净利润增长 150%, EPS 约 0.16 元; 二是基于上述分析。我们预计 2010-2012 年公司净利润增速将达到 138%、68% 和 50% 以上, 经过近期 10 转增 10 再加上新的定向增发摊薄影响, 初步测算全面摊薄后的 EPS 为 0.29 元、0.48 元和 0.72 元, 与 5 月 20 日对应 PE 为 29.5 倍、18.5 倍和 12.3 倍, 鉴于公司未来几年的高成长性和估值相对较低, 维持强烈推荐评级。

表 3 金种子酒增发量增价减后对 EPS 的影响及估值情况

	2007	2008	2009	2010Q1	2010	2011	2012
净利润 (亿元)	2624.8	2182.25	7137.24	4275.48	16986.63	28537.54	42806.31
总股本 (1) (亿股, 转增前)	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61
EPS (元)	0.10	0.08	0.27	0.16	0.65	1.09	1.64
总股本 (2) (亿股, 转增前增发 3500 万股)	2.61	2.61	2.61	2.61	2.96	2.96	2.96
股本变动幅度					13.42%	0.00%	0.00%
EPS (元)	0.10	0.08	0.27	0.16	0.57	0.97	1.45
EPS 同比增减		-16.86%	227.06%	-40.10%	250.28%	68.00%	50.00%
EPS 与增发前相比增减					-11.84%	-11.84%	-11.84%
总股本 (3) (亿股, 增发 3500 万股)	2.61	2.61	2.61	2.61	5.56	5.56	5.56
股本增减					113.42%	0.00%	0.00%
EPS					0.31	0.51	0.77
EPS 增减					-53.14%	-53.14%	-53.14%
总股本 (4) (亿股, 增发 7000 万股)	2.61	2.61	2.61	2.61	5.91	5.91	5.91
股本增减	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	126.85%	0.00%	0.00%
EPS (元)	0.10	0.08	0.27	0.16	0.29	0.48	0.72
EPS 与总股本 (3) 相比增减					-5.92%	-5.92%	-5.92%
EPS 与总股本 (1) 相比增减					-55.92%	-55.92%	-55.92%
最新股价 (元)					8.5	8.5	8.5
最新 PE (倍)					29.6	17.6	11.7

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

#### 4. 中粮屯河: 去年番茄酱产量增长 30%-40% 以及糖价上涨对今年业绩贡献会比较有利

(1) 近期通过多种方式对公司了解到, 番茄酱的销售与去年相比没有大的变化, 主要是去年国内外番茄酱产量均大幅增长, 而国外经济复苏进程缓慢, 需求未能有效增长; 价格有了回升, 接近 800 美元/吨 (FOB

价格，同比还比去年低），最低时为 650 美元/吨左右。一旦下半年国外尤其是欧美经济复苏加快，则公司番茄酱销售将有望有较好的表现；

(2) 公司另一主业甜菜制糖 10 年有望一改过去亏损状态而带来业绩贡献。公司过去几年由于甜菜制糖成本居高不下而糖价持续低迷，每年都要计提跌价损失，对业绩形成拖累，09 年以来公司的库存糖基本消化完毕，亏损基本不再继续，而目前正在抢种甜菜，虽然时间较去年晚了半个月左右，但全国都存在天气异常情况，对生长期总体不会有太大影响，而且去年种植番茄的农户今年有不少转向种甜菜，歇年再种的甜菜含糖量等会有所提高，故今年甜菜的品质和产量有望好于去年。而由于糖价提升不少，如目前昆明等白糖价格维持在 4800 元/吨，较最低时的 2800 元/吨高出 70% 以上，比制糖总体成本线 3800 元-4200 元/吨仍然高出 500-1000 元/吨，有利于糖业盈利。

(3) 公司宣布进军终端饮料市场 1 月 29 日，中粮屯河 (600737) 宣布推出两款“屯河”品牌高浓度果汁产品，正式进军下游果蔬汁市场。中粮屯河这两款高浓度的番茄汁和杏汁，今年将主要以北京和新疆、宁夏等产区城市为销售样板市场，此后逐步推向全国，产品将覆盖到商超和餐饮渠道。中粮屯河总经理覃业龙表示，公司果汁产品的销售目标为 2010 年实现 2000 万元的销售收入，未来 5 年销售收入达到 10 亿元。

(4) 区域优势逐步明显。在中共中央国务院 5 月 17 日至 19 日在北京召开的新疆工作座谈会上，胡锦涛总书记指出，到 2015 年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平，城乡居民收入和人均基本公共服务能力达到西部地区平均水平，到 2020 年确保实现全面建设小康社会的奋斗目标；国务院总理温家宝表示，中央决定在新疆率先进行资源税费改革，将原油、天然气资源税由从量计征改为从价计征，对新疆困难地区符合条件的企业给予企业所得税“两免三减半”优惠；中央投资额继续向新疆自治区和兵团倾斜，“十二五”期间新疆全社会固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多。对此，我们认为中粮屯河作为跨越农业和食品两个行业的企业，必定从中受益良多：种植补贴、产销增长、税收优惠、人才招揽等，从而形成良好的成长预期。

(5) 业绩预测与投资评级：我们从中性偏乐观角度，预计 2010-2012 年公司净利润增速为 40%、30% 和 30% 左右，每股收益为 0.38 元、0.49 元和 0.64 元，与目前股价对应 PE 为 30 倍、23 倍和 18 倍，属于估值明显偏低，予以强烈推荐评级。

## 5. 圣农发展: 鸡肉标杆企业 健康经济龙头

(1) 公司核心竞争力在于通过独创“四自”（自繁自养自宰自销一体化）模式打造“四性”（鸡肉的高品质特性、安全可追溯性、成本可控性和盈利稳定性），发展成为我国一体化规模最大的养鸡企业，目标直指“我国最重要优质鸡肉供应商”，创造了内涵丰富的“圣农经验”。公司肉鸡源自美国艾维茵鸡从小到大投喂不含激素的自产饲料，全程封闭可控式一体化模式使鸡肉具有有机食品的特质，连续四年获得肯德基质量评比第一名；鉴于鸡肉本身的高营养价值及其对低营养价值红肉的替代等因素，公司在成为业内学习标杆的同时，堪称我国健康经济龙头。

(2) 大客户快速稳定增长、管理技术优秀、自然环境独特、当地政府大力支持、熟食业务逐步做大做强等，达到最终彻底完善产业链，成为公司的突出优势。公司以快餐和食品加工企业等为主的大客户对鸡肉的需求将保持较高增长；公司管理团队皆为具有多年养鸡经验的专业人士或职业经理人，对公司发展充满信心；公司所处武夷山区相对封闭，养殖场多在山坳间且每个相隔 5 公里，避免了疫情的感染和传播；当地政府在土地、税收等方面的大力支持，成为公司进一步发展的强大后盾；熟食业务是公司未来发展方向之一，今年 1 季度已开始盈利，此业务一旦盈利较强则会注入从而最终彻底完善产业链。

(3) 三年内当地产能翻番、三年后期待更多。公司计划三年内肉鸡产能从 09 年的 9600 万羽增加到近 2 亿羽约翻一番；三年后公司将选择南平市内其余九县进行开发，以及离生产销售区近、交通便利、人口较少地势偏僻但不封闭的省区，未来 8 年或更长一些时间总产能达到 8 亿羽左右。同时考虑到大举扩张需要一次性大量投入，公司或将兼并有一体化潜力的企业

(4) 业绩预测与投资建议 综合考虑公司各方面的优势和实际成长性，我们预计 2010-2012 年净利润增速将达 58.89%、57%和 32%，对应 EPS 为 0.78 元、1.22 元和 1.60 元。公司行业归属为农业（养殖业），收入与利润来源于食品加工环节。综合考虑，以养殖业地板式估值水平 45 倍 PE 测算，2011 年目标价 55 元左右，与当前股价相比还有 70%以上空间，故维持强烈推荐评级。

**表 4 圣农发展 2010-2012 年业绩预测表**

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入	1,295.35	1,437.69	2242.94	2892.71	3688.21
增长率	44.33%	10.99%	56.01%	28.97%	27.50%
净利润	181.34	200.39	318.40	500.84	657.15
增长率	8.37%	10.50%	58.89%	57.30%	31.21%
EPS (元)	0.491	0.533	0.78	1.22	1.60
ROE	29.44%	17.84%	16.42%	17.24%	18.10%
PE	-	47	39	26	19

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 6. 水井坊：外资并购第一酒 继续看好营销改进效果

(1) 帝亚吉欧对水井坊的间接控股一旦通过有关部门的批准，有望对公司治理、管理、产品市场新定位、对外出口以及产品创新等带来利好。帝亚吉欧集团是全球最大的烈酒企业，产业和市场运作经验丰富，如果能够真正理解中国白酒的文化精髓，则将会给公司带来如下利好：重新定位高端白酒水井坊的消费群体，进一步明确公司高档精品白酒的销售路线，并在营销、管理、产品创新、高端化的结构调整、企业文化建设等方面提供广阔的视野和支持，扩大水井坊品牌的国内竞争力并逐步走向国际市场，从而逐步实现把水井坊品牌打造成为世界级品牌的发展战略。所以，也许可以把这件事情看做是公司的一种重构，是基本面的重大改善，对于帝亚吉欧和公司双方而言可能都会一箭三雕：帝亚吉欧可借助水井坊的国内白酒和资本市场“双平台”，顺利进入本来限制外资进入的中国名优白酒市场，同时启动中国洋酒消费、扩张其全球酒产业，辅以资本市场融资，可谓“一箭三雕”；公司也可以借助帝亚吉欧的优势、发展水井坊、创新产品和增加融资能力等。福建啤酒区域品牌“雪津啤酒”2006 年被英博全资收购之后的迅速崛起就是典型例证。

(2) 无论帝亚吉欧控股计划能否获得批准，对于公司而言都是好事。获批的好处如上所述，如果未获批，则公司也可以认真总结经与教训，反思如何更好地管理好、利用好这一资源和品牌，在白酒行业高速增长的良好背景下实现快速发展。

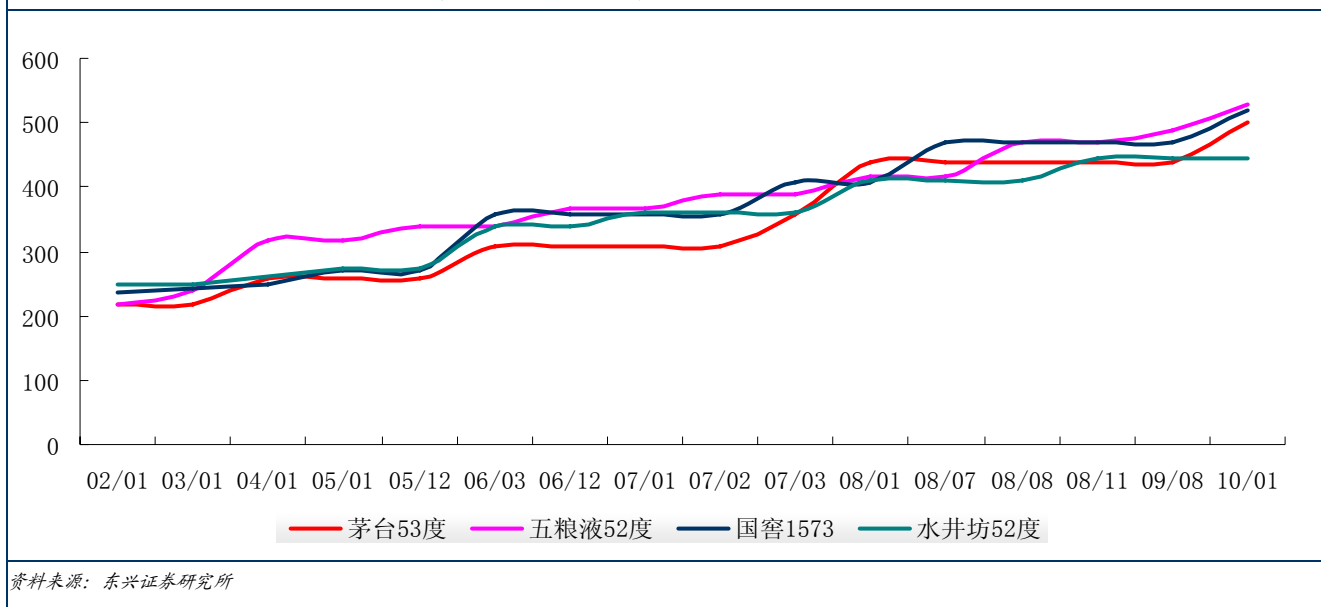
(3) 业绩预测与投资评级：通过向成都金瑞通实业股份有限公司转让四川全兴酒业有限公司 55% 的股权(作价 6482.85 万元)公司还剩下 40% 股权可给公司 2010 年直接带来一定的业绩增长。我们预计 2010-2012 年净利润增速约 22%、19%和 30%，EPS 为 0.81 元、0.96 元和 1.25 元左右，对应 PE 为 23 倍、20 倍和 15 倍，以白酒行业过去若干年 35 倍左右平均值测算，公司估值也明显偏低，故维持强烈推荐评级。

表 5 食品饮料行业重点上市公司 2010-2012 年业绩预测与投资评级表

简称	EPS(元)				PE(倍)			净利润增长率			PB(倍)	评级
	09A	10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E		
圣农发展	0.53	0.80	1.22	1.65	39	26	19	60%	53%	35%	8.18	强烈推荐
惠泉啤酒	0.31	0.45	0.63	0.88	25	18	13	45%	40%	40%	2.53	强烈推荐
金种子酒	0.27	0.28	0.48	0.72	31	18	12	135%	68%	52%	3.49	强烈推荐
五粮液	0.86	1.20	1.62	2.10	20	15	11	40%	35%	30%	6.37	强烈推荐
中粮屯河	0.27	0.38	0.49	0.64	30	23	18	40%	30%	30%	3.80	强烈推荐
燕京啤酒	0.52	0.73	0.95	1.23	27	21	16	40%	30%	30%	3.29	强烈推荐
水井坊	0.66	0.81	0.96	1.25	23	20	15	22%	19%	30%	6.12	强烈推荐
金枫酒业	0.57	0.40	0.72	0.97	19	14	11	80%	35%	30%	5.20	强烈推荐
皇氏乳业	0.57	0.60	0.83	1.18	40	29	21	37%	38%	42%	3.61	推荐
洋河股份	3.04	4.80	6.48	8.43	29	21	16	58%	35%	30%	12.27	推荐
三全食品	0.47	0.64	0.85	1.10	40	30	23	10%	35%	32%	5.08	推荐

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图：2002.01-2010.01 茅台、五粮液、国窖 1573 和水井坊高端酒出厂价上涨情况



## 分析师简介

---

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

## 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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。