

日期: 2008 年 12 月 26 日

行业: 食品饮料行业



食品饮料行业研究小组 滕文飞

☎ 021-53519888-1969

✉ terencelss@hotmail.com

旺季不旺 高档白酒短期堪忧

——2009 年 1 月酿酒行业投资策略

■ 主要观点:

近期行业数据各项指标继续呈现下滑趋势。

近日公布的国家统计局数据显示,饮料制造行业 1-11 月实现销售产值 5,515 亿元,累计增长 24.14%。受经济危机影响,需求减弱促使行业销售收入以及利润总额累计增长率继续呈现下滑趋势,但与其他行业相比,下降幅度较小。

销售旺季来临 中低端酒走俏。

通货紧缩背景下,大多数消费者更愿意选择中低端酒作为消费主流。行业内部分企业开始重点关注中端白酒市场,如水井坊、泸州老窖等公司近期都对各自的中档品牌的价格进行了调整。在下降经济周期中,我们认为酿酒行业的抗周期性仍具有较大优势,业绩不确定性及波动性较小。随着 1 月份两节销售旺季的临近,短期业绩增长仍可谨慎期待。

寻找下一个增长点。

在国内白酒市场总体容量几近饱和,甚至呈现稳中趋降势头,的情况下,保健酒、婚庆酒等细分市场或将成为酒类市场的生力军,成为白酒企业新的利润增长点。

■ 投资建议:

评级未来十二个月内,酿酒业:有吸引力。

目前酿酒行业估值仍高于 A 股市场平均水平,短期由于大盘的持续走弱,投资者应注意规避回调风险。长期价值投资者可逢低选择业绩增长稳定,抗风险性强的行业龙头公司如泸州老窖、青岛啤酒、贵州茅台、莫高股份。

■ 数据预测与估值:

饮料行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E		
贵州茅台	600519	110.06	3.0	4.60	5.70	36.69	23.95	19.31	9.71	跑赢大市
五粮液	000858	14.26	0.39	0.52	0.72	36.85	27.66	19.81	4.85	大市同步
青岛啤酒	600600	19.89	0.43	0.63	0.84	46.62	31.62	23.68	4.28	跑赢大市
燕京啤酒	000729	13.46	0.37	0.45	0.64	36.15	29.98	21.03	2.56	跑赢大市
泸州老窖	000568	18.00	0.55	1.04	1.30	32.45	17.34	13.85	7.59	跑赢大市
张裕 A	000869	47.50	1.21	1.62	1.90	39.40	29.41	25.00	11.20	大市同步
通葡股份	600365	4.35	-1.89	0.05	0.12	/	87.53	36.25	3.15	大市同步
金枫酒业	600616	11.01	0.45	0.51	0.65	24.47	21.59	16.94	4.79	跑赢大市
古越龙山	600059	7.44	0.24	0.25	0.35	31.03	30.28	21.26	2.23	大市同步
古井贡酒	000596	8.67	0.14	0.16	0.24	60.12	53.92	36.13	2.34	大市同步

资料来源: wind 资讯 上海证券研究所整理; 股价数据为 2008 年 12 月 26 日

饮料制造业 11 月增加值增长数据

饮料制造业当月增长率 14.3%

各子行业 1-11 月产量累计同比增长率

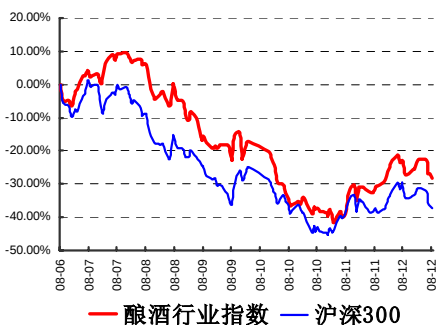
白酒 1-11 月累计产量同比增长率 16.00%

啤酒 1-11 月累计产量同比增长率 6.40%

葡萄酒 1-11 月累计产量同比增长 26.30%

黄酒 1-11 月累计产量同比增长率 12.30%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: TWF08-MIT04

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

一、近期酿酒行业及市场态势

1、社会消费品零售总额增速下滑 消费者信心指数回落。

11 月统计局数据显示，社会消费品零售总额出现回落，单月零售总额为 9,790.80 亿元，较 10 月份环比下滑 1.2 个百分点。而消费者信心指数在 7 月份达到高点后，连续多个月回落，创下近 2 年的低点，预计接下来的几个月将继续下滑。随着经济危机的不断深化，消费者对于未来经济走势前景悲观，消费信心持续下降，短期内下降趋势尚难以扭转，这将对酒类消费品，特别是高端可选类品种的销售产生较大影响；随着国家稳定经济、刺激消费政策的不断出台，消费者信心未来必将逐步回升。

图 1 2008 年社会消费品零售总额走势图

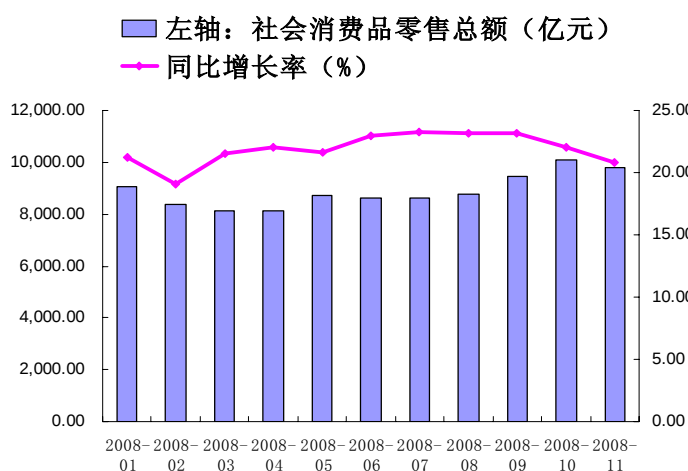
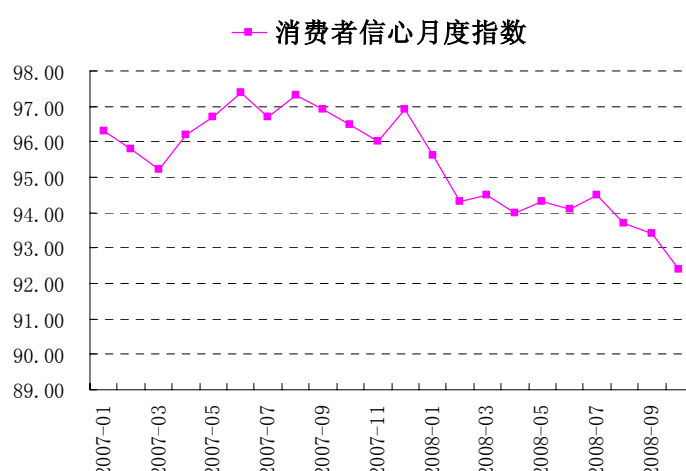


图 2 近 2 年消费者信心月度指数



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

2、酿酒行业整体产量增速放缓。

酿酒行业虽受经济减速影响，但较其它行业受影响较小，业绩比较稳定，根据目前公布的数据尚可谨慎乐观。年末是酒类产销旺季，预计 08 年内受经济减速冲击不明显。11 月白酒单月产量为 56.16 万吨，同比增速为 16.70%，环比提高 3.8 个百分点。消费者对于白酒的刚性需求比我们预想的要好些，白酒行业的防御性开始显现。08 年白酒行业业绩有保障，09 年 2 季度将是行业的相对低谷。葡萄酒 11

月产量为 6.36 万吨，增速为-0.20%，年内首次出现负增长。自 6 月份以来，葡萄酒产量增速连续 5 个月大幅下滑，随着国际葡萄酒价格的快速下跌，我们认为明年葡萄酒行业将受到经济减速以及国外进口葡萄酒冲击的双重压力。啤酒 11 月产量为 240.45 万吨，同比增速 6.70%，符合预期。啤酒产量增长连续三个月持续好转。明年在原材料价格下降的利好下，啤酒的成本压力减少，毛利率会有所提升，稳定增长值得期待。11 月黄酒产量恢复到 20.10%的增速，较上月的 -4.50%波动较大，经济环境的不稳定将影响黄酒走向全国的扩张步伐。

表 1 酒类主要产品 1-11 月产量增长态势 (单位: %)

产品名称	2008 年 11 月当期	2008 年 1-11 月累计	2007 年	2006 年
白酒	16.70	16.00	22.2	18.2
啤酒	6.70	6.40	13.8	14.7
葡萄酒	-0.20	26.30	37.0	18.1
黄酒	20.10	12.30	21.3	29.0

数据来源: 中国统计数据应用系统 上海证券研究所整理

图 3 白酒 1-11 月产量数据 (万吨)

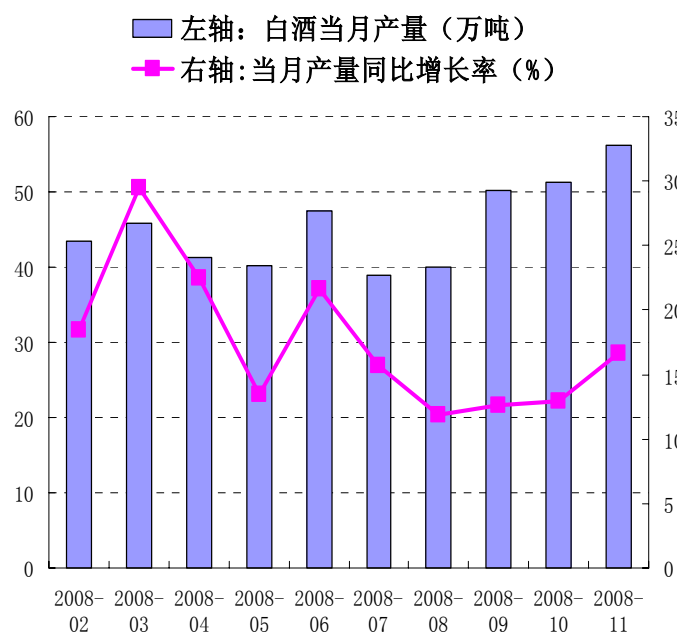
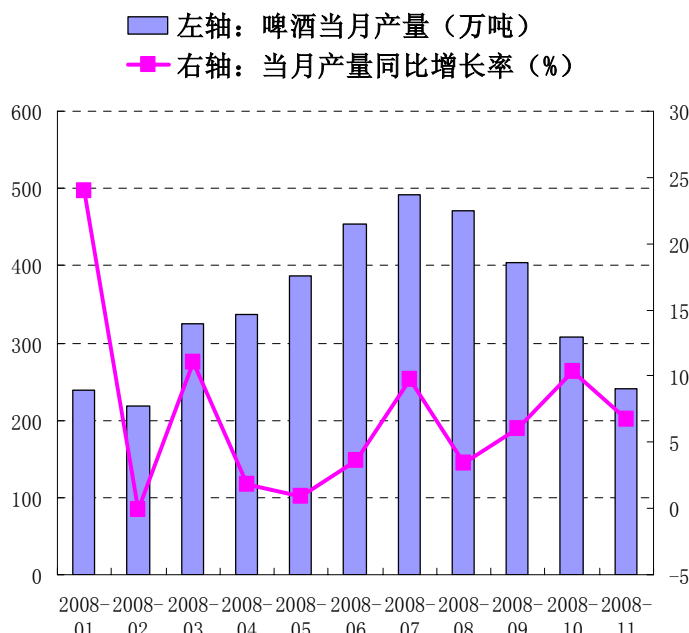


图 4 啤酒 1-11 月产量数据 (万吨)



数据来源: 中国统计数据应用系统 上海证券研究所

图 5 葡萄酒 1-11 月产量数据 (万吨)

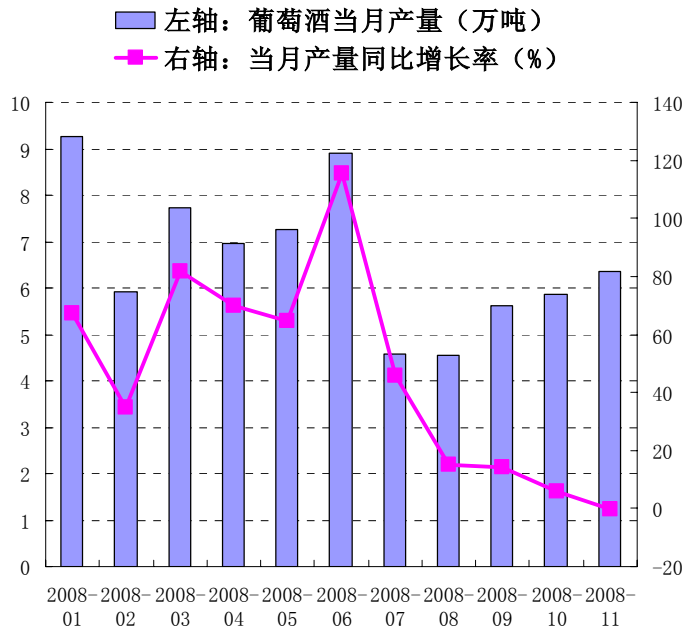
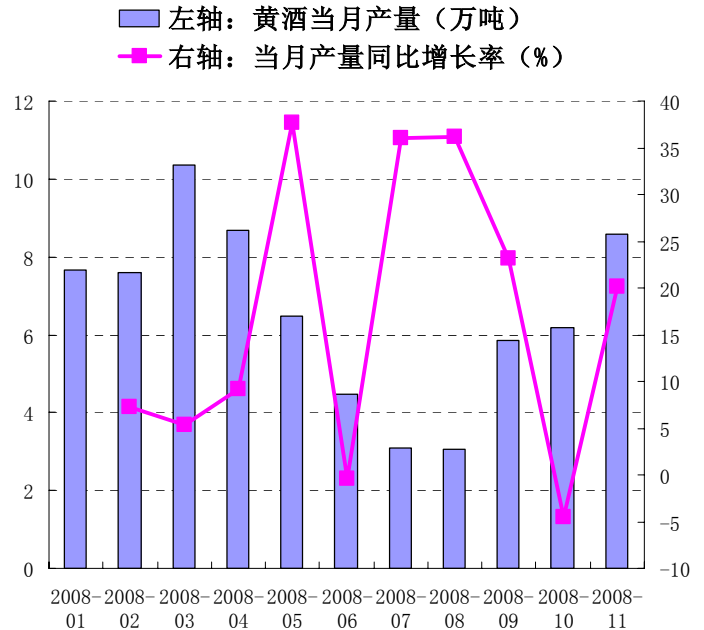


图 6 黄酒 1-11 月产量数据 (万吨)



数据来源：中国统计数据应用系统 上海证券研究所

3、酿酒行业销售收入及利润总额累计增长率继续下滑。

近日公布的国家统计局数据显示，酿酒行业 1-11 月销售收入的增长基本稳定，但受经济危机影响，需求减弱等因素促使酿酒行业销售收入以及利润总额累计增长率继续呈现下滑趋势。各子行业中，啤酒行业表现较为稳定，1-11 月，累计实现销售收入增长 16.43%，利润增长率为-2.9%。白酒、黄酒销售收入下滑明显，分别从 1-8 月的累计增长 35.94%和 31.78%下滑到 1-11 月累计增长 29.94%和 19.44%；同时利润增速也分别下滑到 36.8%和 38.63%。葡萄酒子行业表现突出，1-11 月累计销售收入为 183.83 亿元，累计增长 32.88%；实现利润总额 226.31 亿元，累计增长率为 37.9%。预计明年啤酒行业的业绩水平会有较大幅度改善；白酒、黄酒的销售收入和利润增长将维持在现有水平；葡萄酒有望继续保持销售收入和利润总额的同步增长。

图 7 近 2 年白酒产品销售收入及利润总额累计增长率 (%)

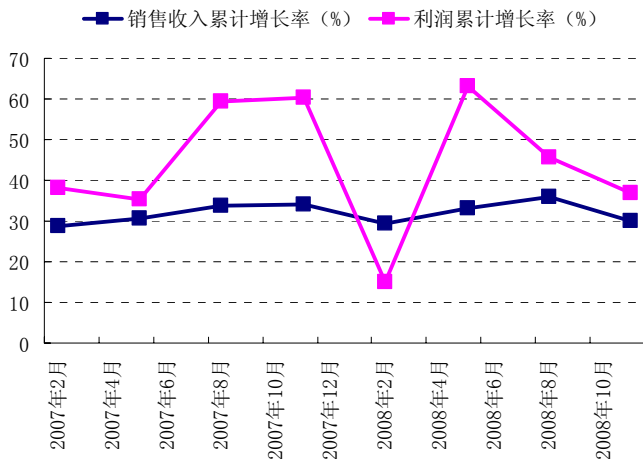
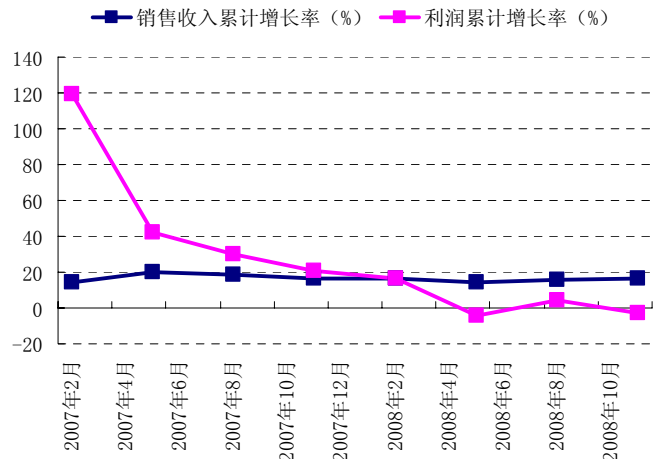


图 8 近 2 年啤酒产品销售收入及利润总额累计增长率 (%)



数据来源：中国统计数据应用系统 上海证券研究所

图 9 近 2 年黄酒产品销售收入及利润总额累计增长率 (%)

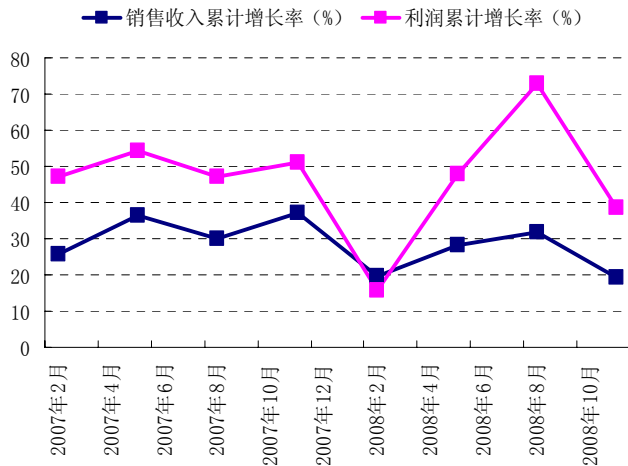
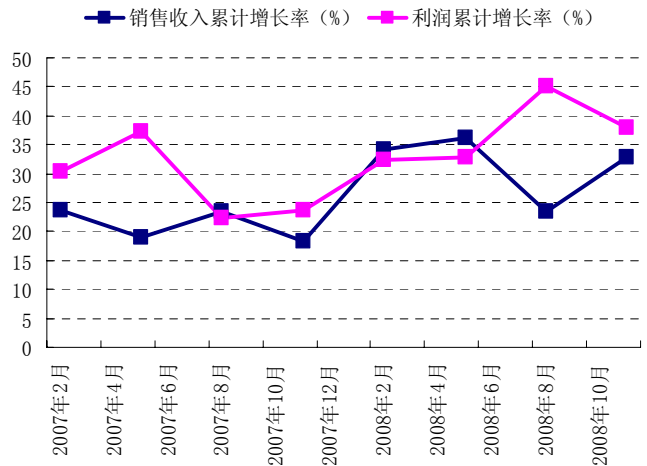


图 10 近 2 年葡萄酒产品销售收入及利润总额累计增长率 (%)



数据来源：中国统计数据应用系统 上海证券研究所

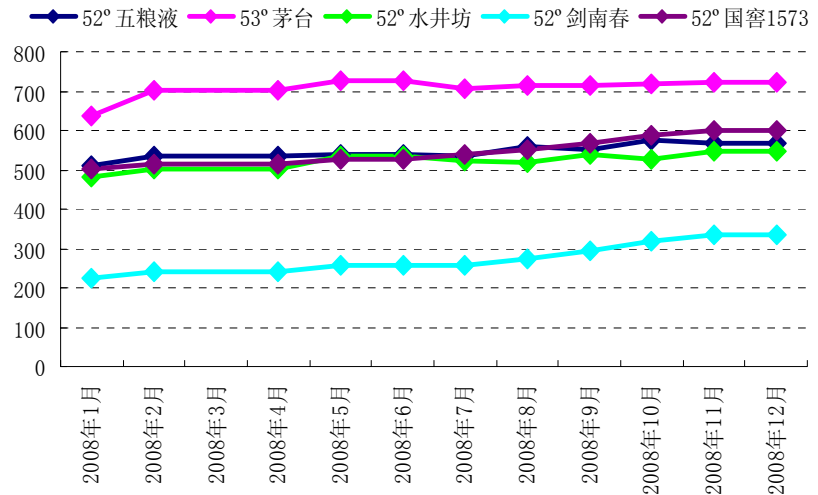
二、酿酒行业相关动态

1、年末高端白酒价格稳定 未出现大幅上涨

今年年初，受通货膨胀影响，部分高端白酒在节前提价，有的品牌终端零售价上涨甚至超过 200 元。整个 08 年高端白酒的终端价格基本保持稳中有升。临近岁尾，受经济危机影响，高端白酒的需求开始出现下滑。从目前的市场数据来看，今年两节期间，高端白酒的终端零售价应该不会出现大规模上涨，相反会略有下滑，但品牌之间差异明显。目前五粮液的市场终端价和销量都出现不同程度的下滑，而

茅台目前的销售形势较为稳定。各龙头公司大都采取控制总量，稳定终端零售价的策略，两节期间的销售状况值得我们持续关注。

图 11 2008 年部分高端白酒终端价格走势



数据来源：糖酒快讯 上海证券研究所整理

2、政府缩减开支将影响高档酒类需求。

近日，中纪委下发通知称要切实改进作风,严格执行领导干部廉洁自律有关规定。坚决落实中央要求,牢固树立过紧日子的观念,大力发扬勤俭节约、艰苦奋斗作风,坚决制止奢靡之风和铺张浪费行为。严格执行公务购车用车、会议经费、公务接待费用以及党政机关出国(境)经费等支出实行零增长的政策,严格控制一般性支出,严格预算支出管理。严禁用公款搞相互走访、相互送礼、相互宴请等拜年活动,严禁用公款大吃大喝、游山玩水和进行高消费娱乐活动,严禁收受与行使职权有关系的单位和个人的礼品、礼金、有价证券和支付凭证。由于高档酒品种中很大一部分用于政务消费和作为节日礼品,此项通知的出台或将降低高端酒类的消费需求,但对于啤酒等大众消费品品种影响较小。

三、酿酒行业中期趋势的展望

■ 两节销售旺季来临 中低端酒受青睐

随着元旦、春节销售旺季得来临，高端白酒的销售数据却不甚乐观。去年春节时高端酒价格狂飙的情景不再，高端酒销售增速有所下

滑。但由于高端酒销量仅占白酒行业总销量的 5% 左右，因此对整个行业的影响较小。通货紧缩背景下，大多数消费者更愿意选择中低端酒作为消费主流。行业内部分企业开始重点关注中端白酒市场，水井坊、泸州老窖近期都对各自的中档品牌的价格进行了调整。2009 年高端酒厂商仍会将控量保价放在首位。两节销售旺季过后，将是白酒行业较为艰难的一段时间，若宏观经济能逐渐走好，将有助于行业重新走强。我们预计明年三季度开始，行业公司业绩会有所好转。

■ 并购重组明年仍将持续

今年国内国际食品饮料行业的并购重组不断，先是国际啤酒行业龙头公司英博天价收购 AB；再有可口可乐收购汇源等引人注目的事件。奢侈品属性的品牌定价权和大众消费品的规模效益是龙头企业的核心竞争力，而酿酒行业的子行业都存在企业众多竞争激烈的情况，若靠企业自身发展过程会很漫长，于是收购兼并等资本运作成为企业快速壮大的重要手段。由于经济形势疲弱，并购成本会大幅降低。白酒、啤酒、黄酒等行业明年并购重组的机会多，而并购之后的资源能否有效整合是关键，近年来啤酒和黄酒行业龙头公司大举扩张，现在进入到精耕细作阶段，如何整合好收购后的资源将成为企业盈利增长的重要方式。

■ 谁是行业新的利润增长点

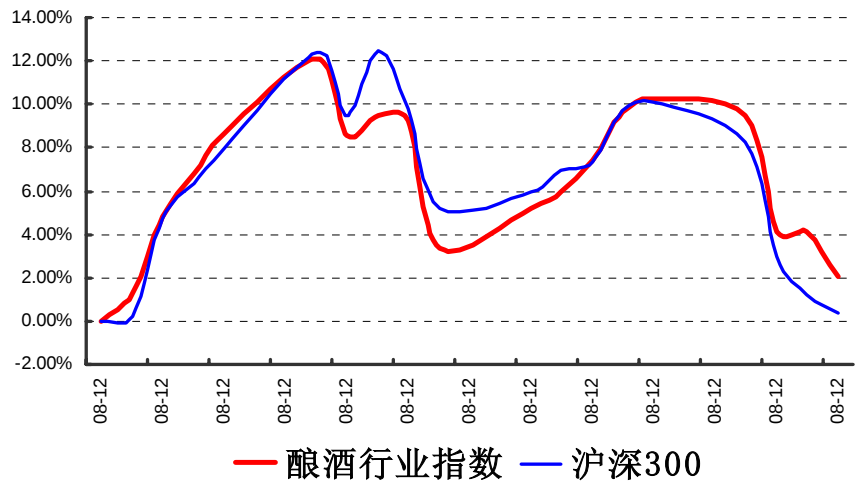
在国内白酒市场总体容量几近饱和，甚至呈现稳中趋降势头的情情况下，保健酒、婚庆酒等细分市场或将成为酒类市场的生力军，成为白酒企业新的利润增长点。近年来，许多白酒企业投入巨资上马保健酒生产线，而保健酒企业则不断加大投资力度。经过数年的发展，保健酒全行业销售额已突破 70 亿元大关。据预测，到 2010 年，保健酒市场容量将达到 130 亿元以上，如此巨大的市场容量是吸引白酒企业角逐保健酒市场的主要原因。近日，五粮液就联合巨人集团推出“黄金酒”大举进军保健酒市场。我们认为未来在保健酒、婚庆酒等细分市场上必将会出现新的领军者。

四、12 月份行业股票市场走势

截止到 12 月 26 日，12 月份酿酒行业指数基本同步于沪深 300 指数。随着近期大盘的连续回调，A 股估值重心不断下移，酿酒板块的估值相对高于市场平均水平，投资者对酿酒行业未来业绩的担忧也

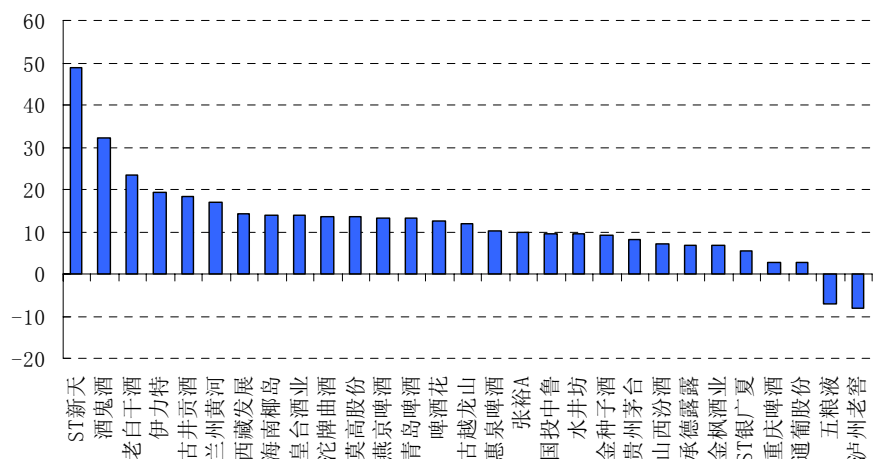
影响了酿酒板块的走强。本月重组题材个股如 ST 新天、价格相对较低个股如酒鬼酒，老白干酒等涨幅较大；跌幅较大的有五粮液及泸州老窖。目前酿酒板块估值水平过高的问题只能依靠明年的业绩增长来缓解。随着春节销售旺季到来，行业公司的业绩逐步兑现将对股价有所支撑；相比其他行业，酿酒行业在经济下行周期中具有更好的防御性，具有长期投资价值。

图 12 2008 年 12 月酿酒行业指数与沪深 300 指数对比情况



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 13 2008 年 12 月酿酒板块公司股价变动情况



数据来源: WIND 上海证券研究所

五、1 月行业评级、策略及重点股票

- 维持酿酒行业“有吸引力”评级。

对于 09 年 1 月的策略，我们维持酿酒业“有吸引力”评级。受宏观经济持续恶化影响，最近公布的酿酒行业数据也出现一定水平的下滑，但与其他行业相比，下降幅度较小。在下降经济周期中，我们认为酿酒行业的抗周期性仍具有较大优势，业绩不确定性及波动性较小。随着 1 月份销售旺季的来临，短期的业绩增长仍可期待。从长期来看，待宏观经济开始转好，酒类的需求恢复将十分迅速。目前酿酒行业估值仍高于市场平均水平，但处于行业自身的历史低位，长期具有投资吸引力。

■ **注意规避短期风险 龙头公司具有长期投资价值。**

春节前后是酿酒行业传统的销售旺季，虽然目前市场对销售数据不甚乐观，但我们发现各子行业中的龙头公司受经济下行影响较小，抗风险能力强。目前酿酒板块整体估值水平仍相对偏高，由于近期大盘的持续走弱，短期投资者应注意规避回调风险。长期价值投资者可逢低选择业绩增长稳定，估值合理的公司如白酒行业中的贵州茅台；葡萄酒行业中的莫高股份；啤酒行业中的青岛啤酒，长期持有享受未来公司业绩稳定增长的收益。短期可重点关注泸州老窖，最近其连续下跌，估值风险释放充分，未来成长性也较明确。对前期的重点股票评级维持不变。

分析师承诺

分析师 郭昌盛 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。