



国海证券
SEALAND SECURITIES CO., LTD.

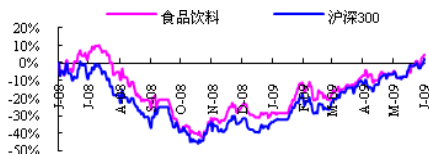
酿酒板块估值优势明显

——2009 年下半年投资策略

食品饮料

提高评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
食品饮	10.0%	24.8%	5.1%
料			
沪深 300	8.8%	28.5%	2.2%

重点公司	6m%	YTD%	评级
贵州茅台	17.2%	-4.4%	增持
泸州老窖	26.7%	-9.8%	增持
双汇发展	9.0%	5.4%	增持
山西汾酒	78.2%	74.8%	增持
张裕 A	19.1%	-19.6%	增持
金枫酒业	44.9%	28.4%	增持

相关报告

《关注中高端白酒和肉类加工领先公司》
2009 年 4 月
《成本压力减轻，资源整合提升盈利能力》2008 年 12 月

分析师

刘金沪
电话：0755-83704943
邮件：liujh01@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

■ 今年以来宏观经济有触底迹象，但复苏主要依赖政府主导型的投资拉动，该部分支出带动了社交功用显著的白酒消费，今年上半年白酒产量增速明显领先于其他子行业，中高端白酒价格也在渠道库存消化基本完成后趋于稳定。可以预见在以政府力量主导为主旋律的经济复苏进程中，白酒将依旧扮演着行业利润增长主引擎的角色。

■ 啤酒、肉制品、乳制品、黄酒等大众消费品基本保持平稳增长，消费者信心低迷影响到需求的扩张，并给企业的销售费用带来压力，但啤酒、生猪、原奶价格下半年预计都降处于低位，给这些子行业带来成本压力方面的减轻，业内优秀公司依旧可以通过规模、品牌等优势实现稳健增长。

■ 食品饮料板块对市场整体估值倍数长期均值是 2 左右，从动态市盈率角度来看食品饮料板块的估值倍数有较强的吸引力，09 年行业和 A 股动态市盈率分别为 29.9 和 21.4，估值倍数低至 1.4，从历史经验来看，当估值倍数逼近 1.5 时食品饮料板块即会因相对估值偏低有较强的表现，驱动倍数回归。细分子行业来看，白酒和啤酒子行业对市场的 09 动态市盈率估值倍数分别为 1.3/1.5 倍，和历史均值相比明显处于低位，估值优势明显。而这两个主要的酿酒子行业所占市值最大，因此我们提高下半年行业评级至“强于大市”。

■ 我们以公司在行业内的强势龙头地位、确定性强的盈利预期、下行周期的防御性兼具复苏阶段的业绩弹性、稳健的资产结构、卓越的 ROE、良好的股息率或强大的潜在分红能力为选择个股配置的标准，推荐配置泸州老窖、贵州茅台、双汇发展和张裕 A，同时关注啤酒和乳制品子行业龙头公司的机会。

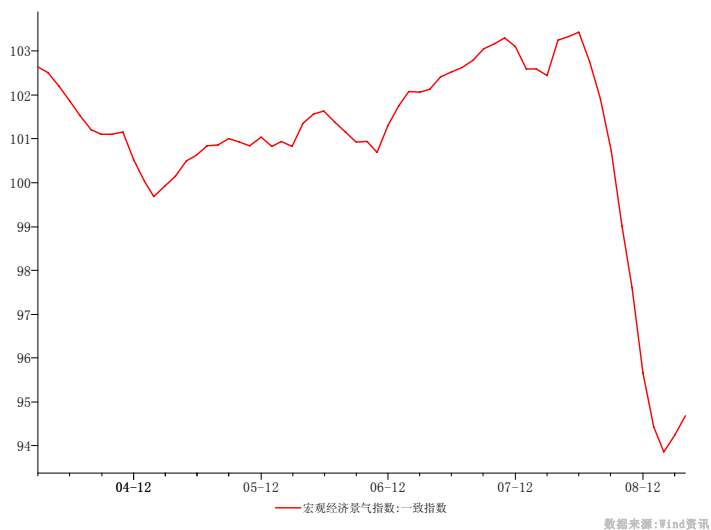
宏观经济及行业运行态势

宏观经济有触底迹象，但复苏主要依赖投资拉动

在国家强有力的扩张性货币财政政策刺激下，我国宏观经济在经历了去年底今年初的快速探底之后开始缓慢回升，发电量、PMI、BDI 等敏感指标等都有触底的迹象。从其他国家的情况来看，全球性经济危机最困难的时刻似乎已经过去，我国经济也正在 GDP 度量层面上逐步走出低谷，宏观经济景气有企稳迹象，全年有望在政府 4 万亿计划为代表的“看得见的手”护航之下完成 GDP 增长 8% 的目标。

财政部公布数据显示前五个月全国财政收入 27108.67 亿元，完成预算的 40.9%，同比下降 6.7%，但 5 月份财政收入 6569 亿元，同比增长 4.8%，这是全国财政收入今年来首次出现月度同比正增长。5 月企业所得税同比下降 8.9%，也较 4 月 27% 的同比降幅大大收窄。

图 1 我国宏观经济景气有触底回升迹象



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2 今年以来采购经理人指数 PMI 强劲反弹

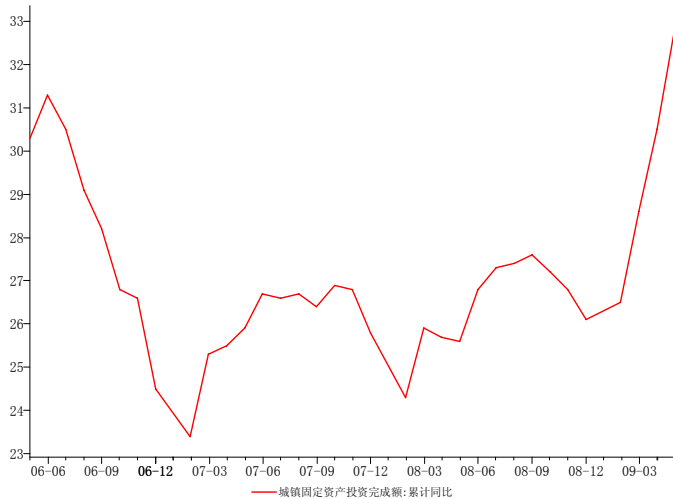


资料来源：Wind、国海证券研究所

但不可忽视的是，目前我国的经济拉动主要由积极财政政策组成部分的政府导向型投资驱动，企业利润和居民可支配收入增幅均呈现迅速收窄的态势，意味着在企业经营和消费者信心层面上并未有显著的回升，反映在企业支出和消费预期改善方面依旧不容乐观。

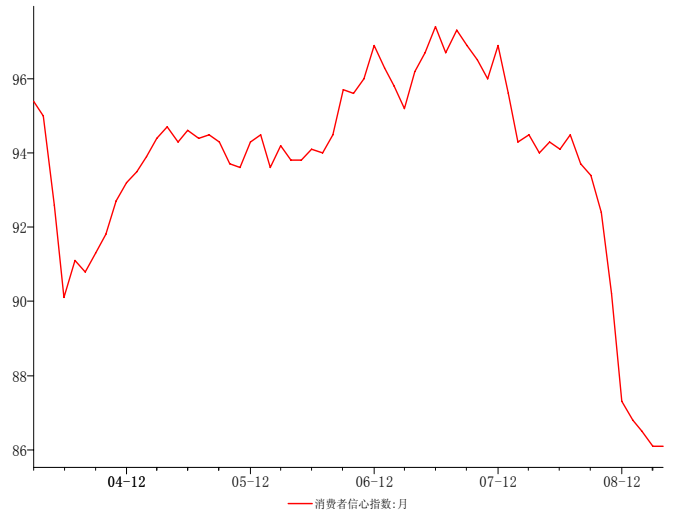
图 3 积极的财政政策推动固定资产投资快速增长

数据来源: Wind资讯



资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

图 4 我国消费者信心跌落谷底

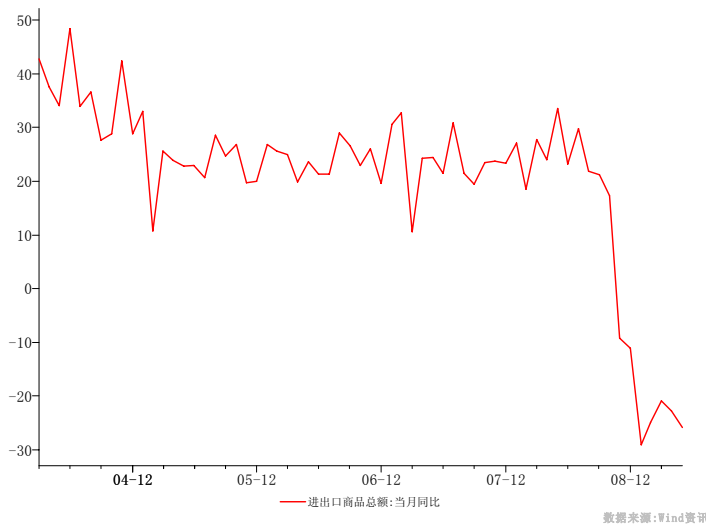


数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind、国海证券研究所

此外, 受累于欧美等主要经济体经济陷入低迷, 作为我国重要经济拉动引擎的进出口也压力重重, 2009 年以来每个月的进出口总额同比下降都在 20% 以上, 至今仍未有明显的降幅收窄趋势, 显示我国经济恢复很大程度上还要依赖自身的需求拉动。

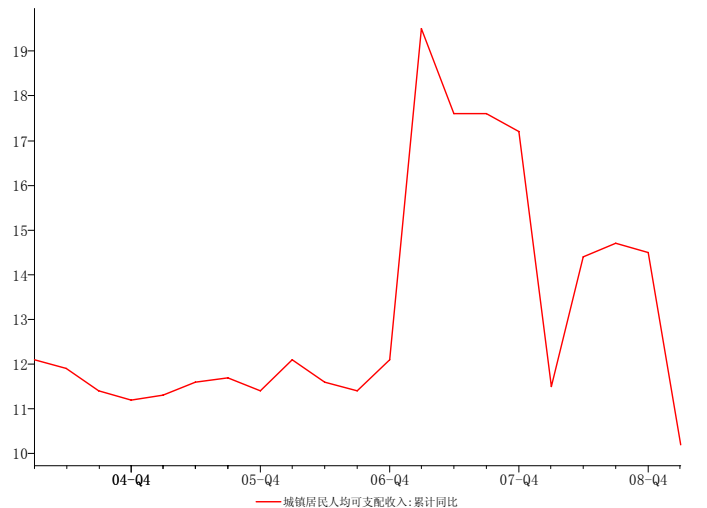
图 5 我国进出口总额 09 年逐月同比均下降 20% 以上



数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind、国海证券研究所

图 6 我国城镇居民可支配收入增幅大幅降低



数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind、国海证券研究所

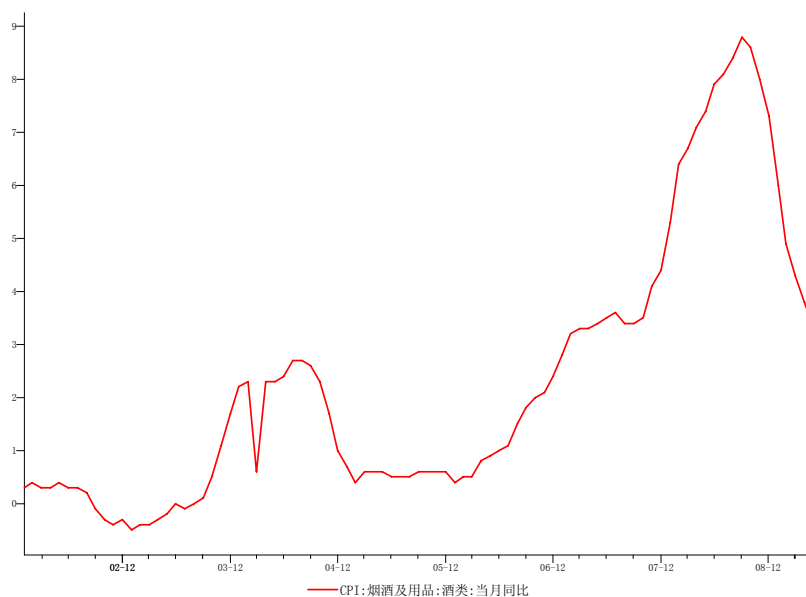
食品饮料行业运行逐月回升，基本维持平稳增长态势

2009 年 1-5 月，全国白酒产量达 250.64 万千升，同比增长 17.4%，1-4 月累计完成工业总产值 646.1 亿元，同比增长 19.8%，增长速度明显高于行业平均增长水平。啤酒产量 1628 万千升，同比增长 9.4%；葡萄酒产量 32.6 万千升，同比增长 2.2%；黄酒产量 48.1 万千升，同比增长 8.8%；液体乳产量 639.8 万吨，同比增长 3.2%。

整体来看，啤酒、黄酒、乳制品、肉制品等大众消费品渡过了较为困难的时期，都保持了个位数的增长；嗜好性消费品特征明显的白酒出乎意料的出现了强于大众消费品的增长态势，截至 5 月有约 20% 的同比增长。我们分析应该是嗜好性消费品目前以公务和商务消费为主，特别是高端白酒的 80% 以上由此类消费拉动，而政府近一年来启动的各项积极的财政政策和投资快速上升直接带来了相关的增量需求，因此出现了嗜好性消费品上涨和企业、居民消费力趋降相背离的情况。

价格方面，受经济下行周期影响原先高景气度的酒类价格在去年底触顶后快速回落，但截至 5 月份仍然有 3% 以上的同比涨幅，远高于同期 CPI 负增长的情况，说明酒类消费依旧是食品饮料板块里较为活跃的部分。

图 7 酒类 CPI 月度涨幅去年底以来快速回落，但仍在 3% 以上



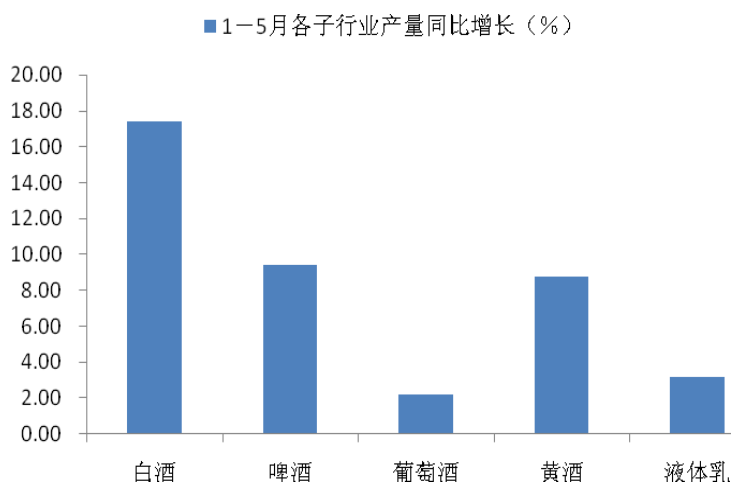
数据来源:Wind资讯

资料来源:国家统计局、国海证券研究所

白酒产量增长表现最为坚挺，依旧是行业增长的主引擎

在政府决心通过一切手段保增长的大背景下，我们判断政府主导的积极的财政政策将贯穿整个下行经济周期，而以政府支出以及国有大中型企业为主的消费主体将对中高端白酒带来较大的需求增量，即作为传统文化载体之一并被赋予社交润滑剂功能的中高端白酒依旧有较稳固且潜在增量可观的市场，其作为食品饮料行业利润主引擎的作用有望得到进一步强化。

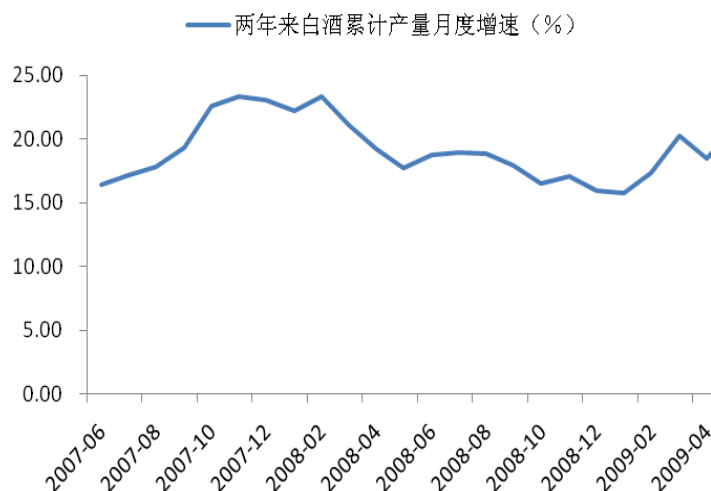
图 8 白酒依旧为主要产品里产量增长最快的子行业



资料来源：Wind、国海证券研究所

我们先前有观点猜测居民收入占 GDP 比重较小等因素会造成我国真正的居民消费提振难度很大，反倒是以政府、国有企业支出为主要形式的政务商务消费具有较强的防御性，现在白酒业强于其他子行业的表现部分验证了我们先前的判断。从月度产量同比增速上来看，2 年来白酒业的增速基本维持在 20% 左右，在去年下半年面临全球经济危机时有所下滑，但也有 15% 左右的增长，09 年之后随着政府刺激经济手段对政务、商务消费需求的拉动，产量增速又随之恢复到正常的水平。而白酒又是食品饮料各子行业里面产业升级最为成功的，吨酒价格和盈利能力远超其他子行业，因此，可以预见在以政府力量主导为主旋律的经济复苏进程中，白酒将依旧扮演着行业利润增长主引擎的角色。

图 9 白酒月度产量增速随政府刺激经济政策实施开始反弹



资料来源：Wind、国海证券研究所

国家压缩行政开支和加强税收监管对行业的影响

前文所述，积极的财政政策会带来相当的中高端白酒消费需求，但在压缩政府行政开支和廉政建设成为大势所趋的背景下，高标准公务宴请开支又会有相对减少的预期。据估计我国每年“三公”政府支出约在 9000 亿元，其中招待费用约在 3000 亿元。在宽松的财政政策导向下，税收减少，基础建设和公用事业等支出增加，赤字压力势必对压缩公务招待开支有更大的预期，中央和地方纷纷出台规定控制出国、公务用车以及接待费用等。这些措施预计会对高端酒类消费产生一定的抑制作用，中端酒类产品或许会替代此部分需求。综合来看，国家扩大投资和压缩行政开支的政策对中高端酒类具有一正一负的影响，我们认为高端酒类消费会短期保持平稳，中端品种会获得较好的发展机遇，行业整体保持温和增长。

5 月 8 日，国家税务总局发布了《关于加强税种征管促进堵漏增收的若干意见》，其中有加强白酒消费税税基管理的规定，核定大酒厂白酒消费税最低计税价格，保全税基，堵漏增收，增收消费税。目前白酒行业实行 20% 的从价税率和 0.5 元/斤的从量税，政策初衷是扶优劣汰减少粮耗，并通过扶持优势企业达到集中度和提高产业升级。从量税对以高端产品为主的龙头公司影响不大，相对来说对粗放型小酒厂负面影响较大。而上市公司多以中高端产品为主，单位价值较高，从价税对其业绩影响很大，作为应对，白酒企业一般通过设立销售公司，将销售价格分为生产公司出厂价和销售公司出厂价两种方式规避消费税。而生产公司出厂价远远低于正常的出厂价，从价税税基因而大大缩小，故目前

实际的消费税率远低于 20%。综合各方面信息来看，市场初期认为可能会要求今后白酒企业给销售公司的售价不得低于出厂价的一半，即实际从价消费税按照 10% 征收。后又有消息认为溢价达到 400% 以上国税审批，溢价 200% 以上则由当地省国税审批，由此推算则可能从价税基为原来的 33%，低于起初的预期。

白酒消费税提高会对白酒上市公司的业绩产生实质性负面影响，特别是目前避税程度较高的公司。但主要白酒厂商都处于我国西部经济相对欠发达的地区，又多是当地的财政支柱和劳动力吸收大户，如果税收征收调整措施过紧而厂商又无力在经济弱势周期里提价向下游转移的话，则会对厂商的经营带来一定的负面影响。目前来看，真正较有实力涨价的也就是经销商环节利润相对丰厚的茅台。因此，我们估计消费税调整措施会保持相对适度，照顾到各方面的利益，白酒业稳定增长的态势不会因此改变。

子行业分析：白酒、啤酒和肉制品龙头公司值得关注

白酒：有望平稳增长，依然是行业利润增长的主引擎

我国因文化传统等方面的因素，目前的主流消费酒种依然是白酒，特别是在 40 岁以上年龄段的群体中该趋势更加明显，这些人群又是最有消费能力的社会中坚层，其强大的支付能力构成了白酒消费的基础。中高端白酒大多被赋予了一定的历史文化内涵，是我国传统文化的有形载体，近来更被发掘了现代社交润滑剂的功能。这些都决定了短期内我国白酒消费的基础依旧相对稳固，在消费习惯未产生明显变迁之前，其产业规模和利润水平依旧会领先其他酒种。

目前高端白酒的主力消费人群是政府机关、军队、国有企业领导层等，在压缩行政开支等压力下，500 元以上的超高端酒类消费短期受到遏制，但该部分替代需求将由 150-400 元区间的中高端产品所填补，各主要白酒厂商发力中端酒已成为今年的热点，无庸赘述。

春节后至今的一段时间里商超终端价格有所松动，厂商发货口径的销售增长也趋弱，但在很大程度上是经销商为了回笼资金加大终端促销力度并减弱采购力度造成的。进入下半年以来，随着经销商体系“去库存化”完成和对宏观经济 U 型反转的预期加强，弹性较大的中高端白酒

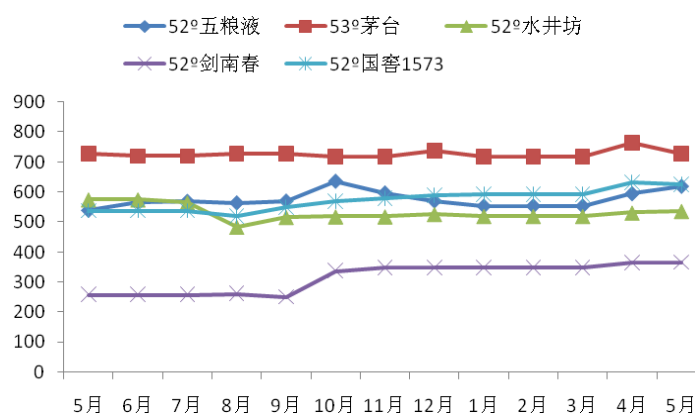
则有望在企业家和消费者信心指数反弹后需求上升，则厂商发货口径的销售有望回暖。目前从全国各地零售终端价格的观测和经销商调研等情况得知，主要高端白酒的价格已经止跌回稳，经销商库存也已经有效降低，显示厂商前期采取的“控量保价”措施有效。

表 1 全国 5 城市五大白酒品牌主打产品算术平均价格

品牌	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
52°五粮液	538	542	550	560	561	580	572	567	555	559	549	565	572
53°茅台	732	716	722	705	702	718	711	708	690	682	703	695	688
52°水井坊	528	524	522	521	536	528	522	546	543	535	543	545	536
52°剑南春	256	258	260	281	295	318	325	332	324	321	319	323	321
52°国窖1573	518	540	544	559	572	588	596	596	595	586	597	602	603

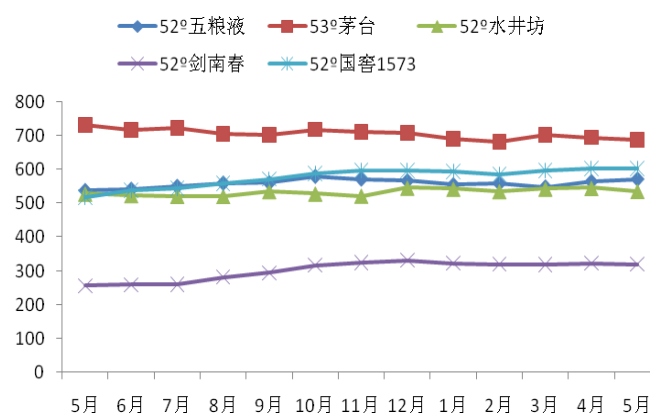
资料来源：糖酒快讯、国海证券研究所 注：样本城市为北京、成都、广州、郑州、沈阳

图 10 北京市场一年来五大白酒主打产品价格走势



资料来源：糖酒快讯、国海证券研究所

图 11 全国 5 大城市五大白酒主打产品平均价格走势



资料来源：糖酒快讯、国海证券研究所

年内主要公司均加强中端产品的推广以维持增长，所以行业整体在产销量上依旧保持了 20% 左右的增速。在从价消费税的短期不利因素逐渐消散之后，环顾一下整个食品饮料板块，白酒仍然是表现相对稳健的子行业。我们认为行业整体特别是上市的龙头公司可以保持 20% 以上的利润增速。

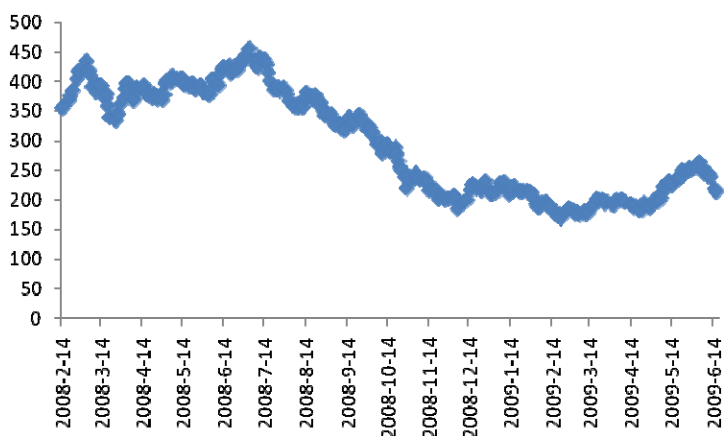
啤酒：成本压力显著减轻，龙头公司盈利能力突出

2008 年我国啤酒业总产量达到 4103 万千升，总产值约 1200 亿元，规模上仅次于作为我国主要传统酒精类饮料的白酒业。在国内外资本巨头的博弈下，啤酒业激烈的洗牌正在进行中，但行业集中度不断提高，龙头公司在规模、品牌上的优势不断强化，并正在转化成日益提高的盈

利能力。青岛啤酒、燕京啤酒、华润雪花和百威 2008 年合计占有 53% 的行业产量，其吨酒利润、ROE、毛利率等水平均开始大幅领先行业平均水平。一线公司的迅猛发展和攻城略地对二三线公司的挤压非常明显，其品牌方面的优势正在得以体现。

截至 1 季度我国啤酒业饱受啤麦价格飙升之苦，今年下半年国内厂商去年高位 (450 美元/吨) 采购的啤麦将消化完毕，而国际主产区的澳洲又无去年干旱减产之虞，供应方面较为充足，啤麦价格短期内预计仍会在 200 美元/吨左右的低位徘徊。这样困扰国内啤酒厂商的成本压力有望持续缓解，龙头公司本身固有的规模、品牌优势将使其盈利能力稳步提升。

图 12 国际燕麦价格半年来维持在低位



资料来源：CBOT、国海证券研究所

肉制品：猪肉价格保持低位，成本压力持续减轻

去年在疯狂的肉价刺激之下国内国际资本蜂拥进入养猪业，生猪供应因此急速放量，导致猪肉价格 2008 年中期开始从 16 元以上的高位明显回落，目前全国各地毛猪批发价格已经普遍低于 10 元/公斤，四川泸州等地近日甚至低至 8.20 元。

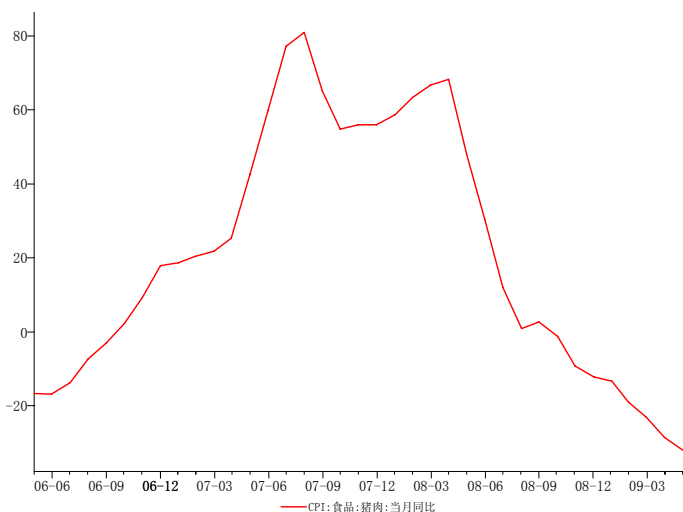
发展改革委提供的数据显示：5 月 6 日，全国 36 个大中城市猪粮比价为 5.9 : 1，低于 6 : 1 的盈亏平衡点，部分地区生猪养殖已出现亏损。3 月底全国生猪存栏量为 4.49 亿头，同比增长 8.5%，比正常水平高 9.5%；能繁母猪存栏为 4942 万头，同比增长 20.3%，比正常水平高 20.5%。母猪存栏占生猪存栏的比重为 10.6%，处于历史较高水平。官方预警并未阻挡猪价的下落，国家为此不得不启动生猪收储计划，6 月

5 日，国家发改委称正着手开展冻猪肉政府储备的收储工作，四川等省已经开始收储部分冻猪肉。

市场普遍认为收储政策主要意义在于稳定猪价，对提升猪价效果有限。我们预计 2009 年下半年猪肉价格将继续在低位徘徊，以猪肉为主要原料的肉制品行业成本压力将持续减轻，其终端产品价格下降的幅度正常情况下要低于肉价跌幅，毛利率触底反弹的趋势具有较强的确定性，我们因此继续看好相关公司的业绩增长情况。

图 13 猪肉价格 CPI 跳水式下跌

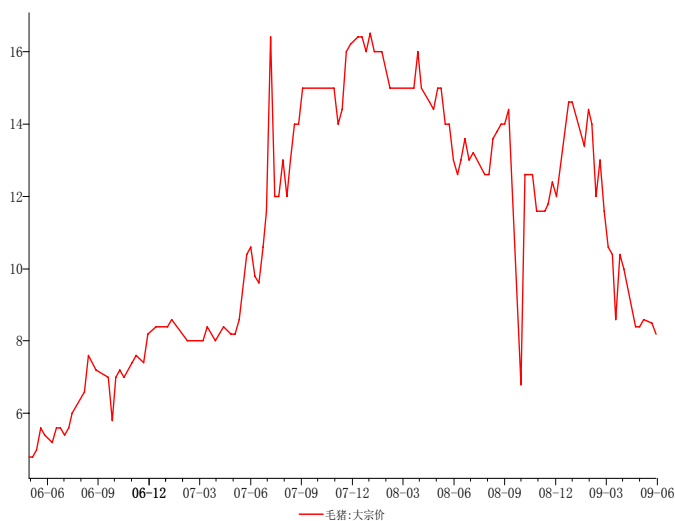
数据来源: Wind资讯



资料来源: 国家统计局、国海证券研究所

图 14 四川泸州毛猪批发价格持续下跌

数据来源: Wind资讯



资料来源: 农业部、国海证券研究所

乳制品: 市场和盈利正在恢复, 原奶成本压力减轻

2009 年 1-5 月液体乳产量 639.8 万吨, 同比增长 3.2%, 整个乳制品市场预计全年可恢复到正常水平的 90%, 龙头公司的份额和盈利也有望随之恢复。此外, 占据全国 80% 左右奶牛存栏的北方主产区(内蒙古、新疆、河北、黑龙江等省)进入到产奶高峰期, 原奶产量将大幅增加, 而终端市场尚未完全恢复到三聚氰胺事件之前的容量。我们因此预计短期内原奶供求矛盾将加剧, 收购价格可能继续下滑, 对在产业链上处于工商业环节的乳制品厂商来说, 可以迎来一段成本压力减轻的轻松时间段。

其他: 葡萄酒和黄酒龙头平稳增长

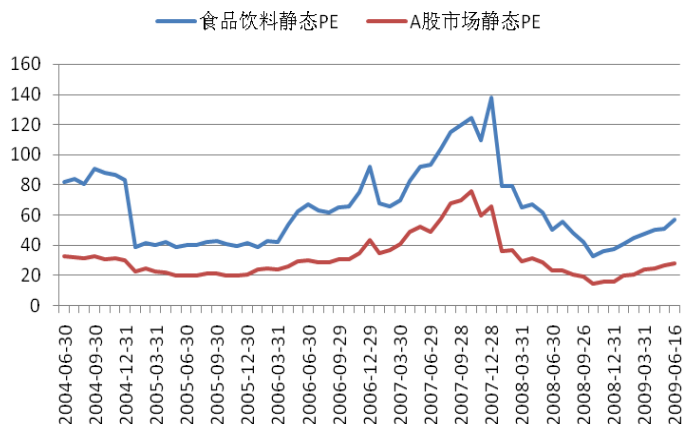
葡萄酒、黄酒和速冻米面食品等子行业整体保持平稳增长, 龙头公

司抗风险能力较强，业绩具有一定的防御性。水产品、调味品等行业虽然规模庞大但集中度还明显偏低，行业基本上正处于从自由竞争向垄断竞争的转化过程中，优势企业的定价权较弱，市场地位尚不够强势，还未形成象白酒龙头公司那样的市场份额和利润的积聚效应。

估值及投资评级

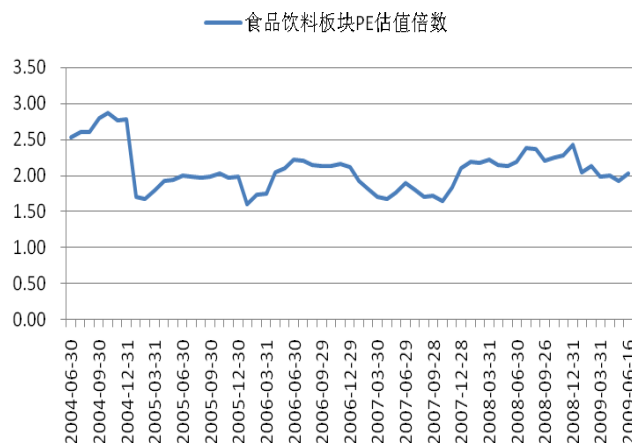
长期以来，基于行业的弱周期性带来的业绩增长确定性溢价，我国食品饮料行业整体市盈率保持在 A 股整体水平的 2 倍左右，最近 5 年来的 PE 倍数均值为 2.08，PB 倍数均值为 1.66。分子行业来看，白酒、啤酒、肉制品和乳制品对市场的估值倍数分别是 1.83/1.86/1.21/1.92，葡萄酒、黄酒等子行业因部分公司业务不够纯粹，板块估值倍数参考意义不大。

图 15 食品饮料/A 股市场静态 PE 变化趋势



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 16 5 年来食品饮料/A 股市场 PE 倍数变化



资料来源：Wind、国海证券研究所

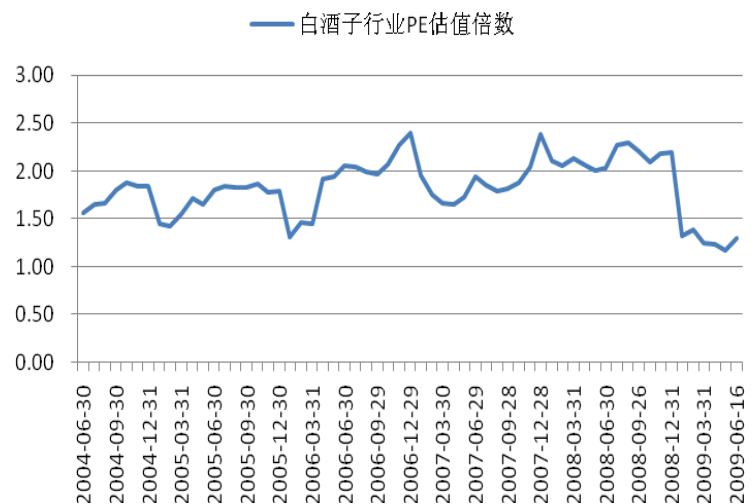
依据当前的整体法计算，目前 A 股的 PE/PB 分别为 28.0/3.22，食品饮料板块的静态 PE/PB 分别为 56.8/6.42，倍数分别为 2.03 和 1.99，静态来看并无低估。但从动态市盈率角度来看估值倍数有较强的吸引力，09 年行业和 A 股动态市盈率分别为 29.9 和 21.4，估值倍数低至 1.4，从历史经验来看，当估值倍数逼近 1.5 时食品饮料板块即会因相对估值偏低有较强的表现，驱动倍数回归。细分子行业来看，白酒和啤酒子行业的 09 动态市盈率估值倍数分别为 1.3/1.5 倍，和历史均值相比明显处于低位，估值优势明显。特别是其中龙头公司的盈利能力相对稳定，白酒和啤酒上半年都增长稳健，下半年又无明显利空因素，值得关注。

表 2 各子行业估值倍数（整体法）

板块名称	静态PE	09动态PE	09动态 PE估值倍数
食品饮料	56.8	29.9	1.4
肉制品	32.4	27.0	1.3
制糖	-123.2	41.5	1.9
食品综合	78.5	39.8	1.9
调味发酵品	146.5	47.1	2.2
乳品	-13.0	40.6	1.9
白酒	36.3	27.8	1.3
啤酒	46.2	32.1	1.5
其他酒类	178.2	29.5	1.4
软饮料	62.1	54.9	2.6
葡萄酒	108.3	28.6	1.3
全部A股	28.0	21.4	1.0

资料来源：Wind、国海证券研究所 2009 年 6 月 16 日

图 17 4 年来食品饮料/A 股市场 PE/PB 倍数变化趋势



资料来源：Wind、国海证券研究所 2009 年 6 月 16 日

食品饮料板块上半年远远落后于 A 股市场，下半年宏观经济正在走出最艰难的时期，行业市值最大的白酒和啤酒板块估值优势已经显现出来，而其他子行业虽无明显低估但大多面临着成本压力减轻等有利因素，各自的代表龙头公司如双汇、伊利、金枫酒业等公司均具有较强的抗风险能力，因此，鉴于凸显出来的估值优势和整体转好的基本面，我们提高下半年行业评级至“强于大市”，特别推荐酿酒行业相关优秀公司的投资机会。

建议重点关注泸州老窖、贵州茅台、双汇发展、张裕 A

我们以公司在行业内的强势龙头地位、确定性强的盈利预期、下行周期的防御性兼具复苏阶段的业绩弹性、稳健的资产结构、卓越的 ROE、良好的股息率或强大的潜在分红能力为选择个股配置的标准，推荐配置泸州老窖、贵州茅台、双汇发展和张裕 A。同时关注啤酒和乳制品子行业龙头公司的机会，我们将随后推出相关公司的跟踪报告。

泸州老窖（SZ. 000568）

公司治理结构良好，其“国窖 1573”和“泸州老窖特曲”双品牌战略涵盖了中高端的所有客户群，立志把价位在 150-200 元的中端主打产品特曲系列做大做强，其强大的营销系统和有效的经销商管理将力保公司渡过经济调整时期的压力。目前已经形成专注酒业、控股华西证券的“双轮驱动”产业格局，公司白酒产业的目标是未来销售收入超百亿元，目前不足 40 亿元的销售规模成长空间巨大。随着经济复苏进程推

进，与固定投资密切相关的中高端白酒的需求会逐步增加，在一季度其经销商体系“去库存化”完成后厂商口径的销售将会逐步上升。预计其 2009-10 年 EPS 分别为 1.15/1.40 元，其 70% 左右的分红承诺使得其股息率更加富有吸引力，市场期待已久的管理层股权激励方案预期将要推出，我们维持其“增持”评级，并继续列为首选推荐品种。

贵州茅台 (SH. 600519)

在经济复苏过程中扮演重要角色的政府主导型投资会带来高端白酒需求上升，而且“控量保价”目前已经取得了阶段性成效，茅台在各地的终端价格已经稳定在 700 元左右。巨大的出厂价和零售价价差使得茅台涨价最近传言四起，一些渠道商已经开始控货。我们维持先前的盈利预测，09、10 年的 EPS 分别为 4.85 元和 5.83 元，2009 年的市盈率在 28 倍左右。目前估值合理，不可替代的国酒高端地位和稀缺资源属性更赋予了其在经济进入反弹周期的增长弹性，我们依旧看好其长远发展前景并维持“增持”评级。

双汇发展 (SZ. 000895)

我国肉制品行业的巨大规模、相对较低的产业集中度和公司强大的综合实力优势铸就了公司稳健和成长性的和谐统一。生猪价格下半年预计将持续维持在低位，公司的成本压力将明显减轻，盈利能力提升具有较强的确定性。公司坚持以高分红来回报股东，当前的股息率具有吸引力并可望持续，当前估值有足够的安全边际，维持其“增持”评级。

张裕 A (SZ. 000869)

公司是我国民族葡萄酒行业最优秀的代表企业之一，4+1 为特色的葡萄酒业务中高端趋势明显，很好的适应了我国上一轮经济景气周期消费升级的需求，成为拉动公司整体业绩快速增长的主引擎。公司今年推出了低端的“麟球”系列产品以丰富产品线，此外，公司的保健酒和白兰地业务也具有持久发展的优良质地。

以深度分销为特色的销售体系实现了对终端的有效控制和对消费者需求的快速响应，保证了公司市场策略的彻底贯彻执行，从而赋予了公司在系统性风险面前强大的抗风险能力；同时公司在体制和渠道管理

上的整体优势短期内依旧明显，国外洋酒短期内不会撼动其优势地位。

凭借其国内已有的品牌渠道综合优势，公司开始加大力度引进国外相对分散的优质葡萄酒生产资源向国内市场延伸，正在尝试从一个单纯的葡萄酒生产商向集生产、品牌、渠道等优质资源于一身的综合运营商的战略转变。公司盈利能力强劲，财务指标卓越，并坚持以优厚的现金分红来回馈股东，是 A 股市场不可多得的长期投资标的之一，维持其“增持”评级。

表 3 重点股票业绩预测及估值

代码	证券简称	股价	投资评级	EPS			PE		
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
600519	贵州茅台	137.9	增持	4.03	4.85	5.83	34.2	28.4	23.7
000568	泸州老窖	27.3	增持	0.91	1.15	1.40	30.0	23.7	19.5
000895	双汇发展	37.27	增持	1.15	1.47	1.85	32.3	25.3	20.2
000869	张裕A	55.26	增持	1.70	1.97	2.39	32.5	28.1	23.1
600616	金枫酒业	16.81	增持	0.57	0.51	0.63	29.6	33.3	26.5
600809	山西汾酒	23.1	增持	0.57	0.78	0.90	40.8	29.7	25.6
000858	五粮液	19.8	中性	0.48	0.57	0.65	41.5	34.9	30.4
002216	三全食品	18.91	中性	0.44	0.49	0.58	43.5	38.5	32.7
000860	顺鑫农业	12.03	增持	0.50	0.57	0.64	23.9	21.2	18.7

资料来源：国海证券研究所 注：股价为 2009 年 6 月 18 日收盘价

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国海证券所有。