

方正证券研究中心

农业食品饮料行业分析师：陈光尧

电话：(86731)85832209

电邮：chengguangyao@foundersc.com

联系人：傅敏

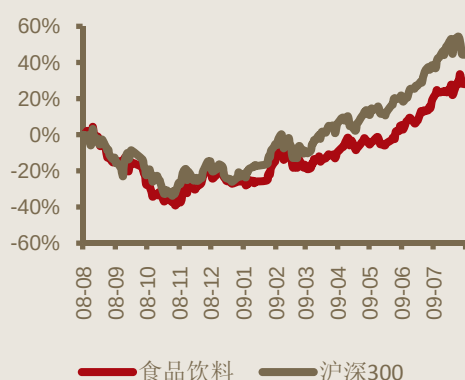
电话：(86731)85832274

电邮：fumin@foundersc.com

食品饮料行业重要数据

上市公司总家数	46
总股本（亿股）	252.54
销售收入（亿元）	1431.95
利润总额（亿元）	130.98
市盈率（整体法）	44.93

食品饮料行业相对指数表现



相关研究

《大众需求享受成本下降——啤酒行业专题研究》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

酿酒业出现分化 关注啤酒和黄酒

酿酒行业深度研究

农业食品饮料·深度研究
2009.08.11 中性

投资要点

※白酒：对下半年销量和价格齐升不宜太乐观

从部分白酒企业中报可看出，我国高端白酒增长乏力，主要是中档白酒出现 20%以上增长。8 月 1 日起实施新的白酒消费税，以从价计税，必将吞噬白酒企业的利润。如果白酒企业以提价来抵消白酒消费税的影响，在高端白酒竞争激烈、中低档白酒崛起、地方保护主义、消费群体难以扩大等众多负面影响下，我们对下半年的白酒销量和涨价保持谨慎态度。

※啤酒：成本相对低位稳定，并向高端发力

根据国内主要啤酒厂商成本构成分析，啤酒成本主要由 9 大类构成，前 4 项主要是：包装物、制造费用、麦芽、大米，占了总成本的 85%。当前啤酒包装物、麦芽等平均价格维持在相对低位，啤酒企业毛利率提高增厚业绩。啤酒是大众消费，有刚性需求特性，为开发新的消费群体（如夜场 KTV）许多啤酒企业已向高端进军，可以预计啤酒消费群体将覆盖个人、商务、宴会、酒吧等众多场所。

※葡萄酒：面临国外葡萄酒竞争压力

金融危机加快了国外过剩葡萄酒产能向国内转移，并以较低价格冲击国内市场；葡萄酒起源于国外，在国人心中对葡萄酒“宗主国”品牌有着先入为主式地仰望；国内品牌根基不稳，不像白酒二线品牌一样在全国依然拥有较高的知名度，国内二线葡萄酒企业的知名度非常有限；国际葡萄酒巨头们已经开始加快布局中国市场，国内葡萄酒企业面临国外葡萄酒强劲竞争压力。

※黄酒：从局部开始向全国扩张

黄酒行业正在从区域市场（江浙沪）走向全国市场；传统黄酒苦涩口感已逐步降低，黄酒产量 6 月份放量明显，预计未来黄酒有并购扩张举措；黄酒与其他酒类具有价格比较优势，并有望成为世博会指定用酒。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价	EPS			PE			评级
		08	09E	10E	08	09E	10E	
贵州茅台	170	4.03	5.18	6.36	42.18	32.82	26.73	增持
青岛啤酒	29.82	0.53	0.75	0.93	56.26	39.76	32.06	增持
张裕 A	56.08	1.7	1.99	2.4	32.99	28.18	23.37	增持
金枫酒业	17.59	0.57	0.68	0.82	30.86	25.87	21.45	增持

数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心 注：股价为 2009 年 8 月 11 日收盘价

目 录

一、白酒：对下半年销量和价格齐升不宜太乐观	4
1、白酒产业量增速有放缓苗头	4
2、白酒生产地域性高度集中	4
3、不同类型的产品市场呈现品牌垄断竞争特征	5
4、白酒消费主体特性	6
5、上半年产量增速回升	7
6、下半年虽是销售旺季，但产销率下降明显	7
7、白酒消费税税基扩大适逢销售旺季	8
8、行业调价有预期，但不宜乐观	9
二、啤酒：成本相对低位稳定，并向高端发力	10
1、大众消费属性，从低端向高端迈进	10
2、进入平稳增长阶段	11
3、中西部地区将是啤酒消费量的主要增长点	11
4、啤酒主要成本构成	12
5、成本下降，毛利率将回升	12
6、价格稳定和产量提升为行业赢得双重获利空间	14
7、集中度已初具规模	14
8、行业走势与展望	16
三、葡萄酒：面临国外葡萄酒竞争压力	16
1、进口葡萄酒加速竞争国内市场	16
2、葡萄酒进口单价下降	17
3、二线品牌根基不稳	17
四、黄酒：从局部开始扩张	19
1、已从局部开始扩张	19
2、产量上升明显	20
3、近期利好纷纷涌现	21
4、业绩增长基本明朗	21
五、重点上市公司分析	21
1、贵州茅台（600519）	21
2、泸州老窖（600573）	22
3、张裕 A（000869）	23
4、青岛啤酒（600600）	23
5、燕京啤酒（000729）	24
6、金枫酒业（600616）	24

图表目录

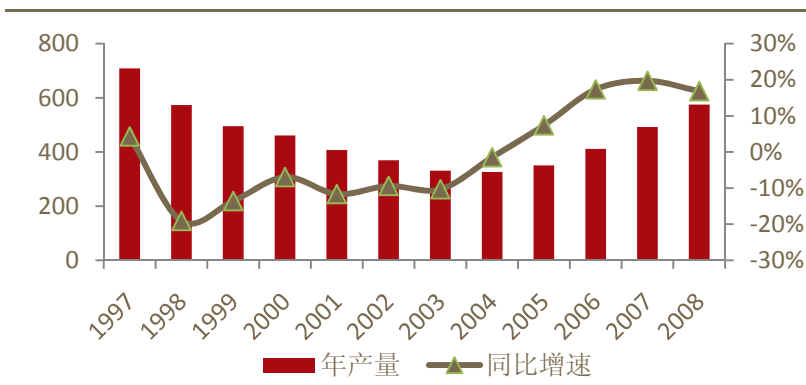
图表 1 我国白酒历年产量及增速.....	4
图表 2 我国白酒产量的十大省份	4
图表 3 我国主要白酒品牌企业地域分布.....	5
图表 4 我国白酒香型分类及代表企业.....	5
图表 5 我国白酒消费市场的品牌分布.....	5
图表 6 我国高端白酒消费群体结构.....	6
图表 7 城镇居民酒和饮料消费增速与财政收入可支配收入增速.....	6
图表 8 我国白酒产量增速对比图.....	7
图表 9 白酒各季度销量	7
图表 10 白酒季度累计产量及销量情况.....	8
图表 11 我国主要白酒企业实际消费税率.....	8
图表 12 白酒消费税对主要白酒企业的影响.....	9
图表 13 贵州茅台与五粮液提价历程.....	9
图表 14 我国饮料人均消费量	10
图表 15 我国啤酒产量及增长速度	11
图表 16 我国各区域的啤酒人均消费状况.....	11
图表 17 啤酒主要成本构成	12
图表 18 我国包装纸市场价格	12
图表 19 大麦期货价格走势	13
图表 20 我国大米平均价格走势	13
图表 21 啤酒行业毛利率走势	13
图表 22 市场上两种主要规格啤酒零售价格.....	14
图表 23 我国啤酒当月产量及增速	14
图表 24 我国啤酒企业的市场分额	15
图表 25 我国啤酒市场版图	15
图表 26 我国葡萄酒产量和进口量情况.....	16
图表 27 我国葡萄酒进口和单价情况	17
图表 28 国内葡萄酒品牌知名度调查统计图.....	18
图表 29 全国 36 个城市主要葡萄酒销售价格.....	18
图表 30 我国葡萄酒行业销售收入和净利润增速.....	19
图表 31 黄酒销售区域变化	20
图表 32 黄酒月度与累计产量同比与环比增速情况.....	21

一、白酒：对下半年销量和价格齐升不宜太乐观

1、白酒产业量增速有放缓苗头

我国的白酒行业在经济和产业的周期性扩张中呈现出相应的伸缩规律。自新中国成立到 1997 年，技术的不断革新，人均可支配收入和财政收入大幅的提升，带动白酒产业量价齐升，并于 1997 年达到了最高产量 708.68 万吨。这是中国近代白酒行业的第一轮繁荣期；自 1997 年以后，由于需求持续萎缩，白酒产业出现产能过剩，白酒行业出现量价齐跌的局面，直至 2004 年才触到谷底的 326.15 万吨；2005-2008 年，源于消费升级，居民收入增速踏入两位数增长，以及房地产、股市所带来的财富效应，白酒行业进入了新一轮繁荣，再次出现量价齐升的格局，但增速已有放缓趋势。

图表 1 我国白酒历年产量及增速（单位：万吨）

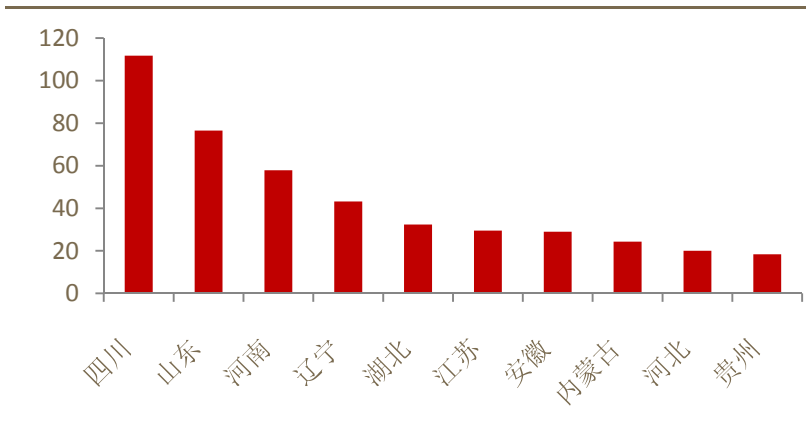


数据来源：锐思数据库 方正证券研究中心

2、白酒生产地域性高度集中

我国白酒生产呈现高度集中的特点，从 2008 年产量数据来看，前十大省份的白酒产量占全国产量的 77.25%，白酒第一大省四川的产量占全国产量的 19.49%，四川、山东、河南、辽宁四省的产量占据了全国产量的半壁江山。

图表 2 我国白酒产量的十大省份（单位：万吨）



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 3 我国主要白酒品牌企业地域分布

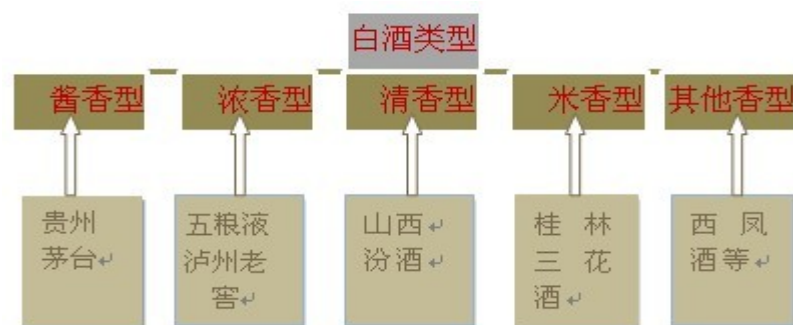
白酒企业	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	水井坊	古井贡酒
产地	贵州	四川	四川	山西	四川	安徽
白酒企业	沱牌曲酒	伊力特	老白干酒	酒鬼酒	金种子酒	*ST 皇台
产地	四川	新疆	河北	湖南	安徽	甘肃

资料来源：方正证券研究中心

3、不同类型的产品市场呈现品牌垄断竞争特征

我国白酒按香型主要分为酱香型、浓香型、清香型、米香型等。贵州茅台占据了酱香型市场的主导，五粮液占据了浓香型产品的主要市场，浓香型白酒与酱香型白酒共同形成白酒市场主流，众多品牌在这两个市场展开争夺。四川郎酒也是酱香型市场强有力的竞争者，浓香型与酱香型产品构成直接竞争关系。

图表 4 我国白酒香型分类及代表企业



数据来源：锐思数据库 方正证券研究中心

图表 5 我国白酒消费市场的品牌分布

礼品市场以中高档品牌为主	泸州老窖、金六福、古井贡酒、五粮液、剑南春、枝江大曲、全兴大曲、茅台等
自饮市场主要以中低档品牌为主	红星二锅头、沱牌、泸州老窖、尖庄、枝江大曲、江津、九江双蒸、金六福、全兴大曲、古井贡酒、洋河大曲等。

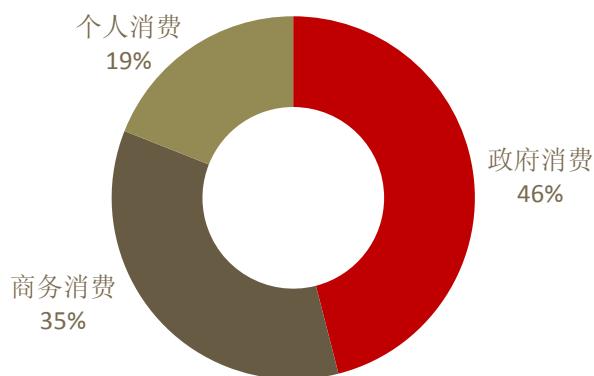
送礼 / 自饮市场相比较，自饮市场的市场集中度更低，品牌占有比较分散，主要是由于定位于中低档的地产酒，对市场所造成的冲击。

资料来源：方正证券研究中心

4、白酒消费主体特性

我国高端白酒消费结构，不同于美国、日本、台湾等地区，呈现政府消费和商务消费为主的特征。政府和商务消费波动成为高端白酒市场需求变化的主要推力。

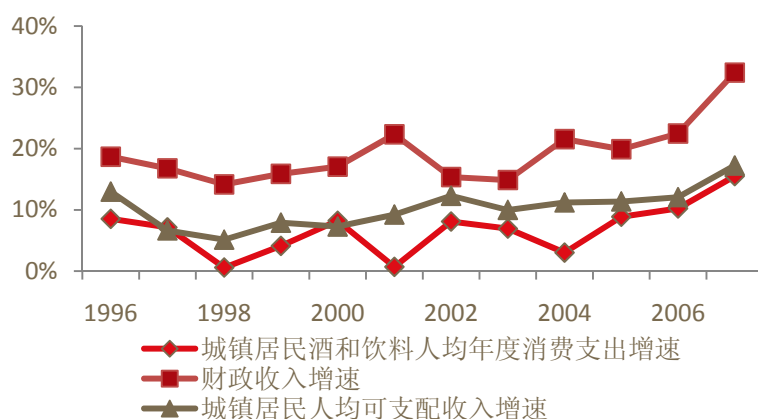
图表 6 我国高端白酒消费群体结构



资料来源：方正证券研究中心

政府和商务消费下的白酒产销量与财政收入及城镇居民可支配收入有着内在的联动性。1996-2007 年我国城镇居民酒和饮料人均年度消费支出增速与财政收入、城镇居民人均可支配收入的相关性发现，城镇居民人均酒类消费支出增幅与财政收入增速相关系数为 0.552，两者存在明显的正相关关系。城镇家庭人均酒类消费支出增幅与城镇居民可支配收入增速相关系数更是高达 0.729，充分说明了随着可支配收入的增加，酒类消费也随之增长。

图表 7 城镇居民酒和饮料消费增速与财政收入可支配收入增速



资料来源：国家统计局 方正证券研究中心

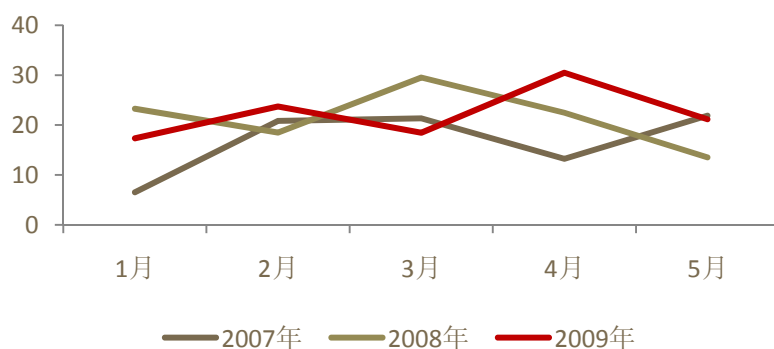
由于高档白酒主要消费群体中，政府及相关消费是刚性的，中高收入阶层个人社交消费短期内是刚性的，商务活动会受一些影响。茅台和五粮液品牌忠诚度高，总供应量少，需求刚性特点尤其明显，

政府开支收紧和经济增速放缓对其的影响更多的表现为增速放缓。如果下半年经济进入复苏通道，高档白酒的需求有望反弹。

5、上半年产量增速回升

在食品饮料子行业中，白酒行业相对最为成熟，其景气周期与宏观经济结合最为密切。因此，伴随宏观经济见底回升，白酒行业也将成为食品饮料行业中率先恢复的行业之一。同时，相关数据也显示白酒行业出现好转。5 月份白酒行业产量为 51.23 万千升，比去年同期增长 21.13%，同比增速上升了 7.62 个百分点。5 月份白酒行业工业销售产值为 134 亿元，同比增长 33.3%；1-5 月累计产量为 250.6 万千升，同比增长 17.4%。1-5 月份白酒行业累计工业销售产值近 754 亿元，同比增长 21.69%，回升态势明显。

图表 8 我国白酒产量增速对比图（%）

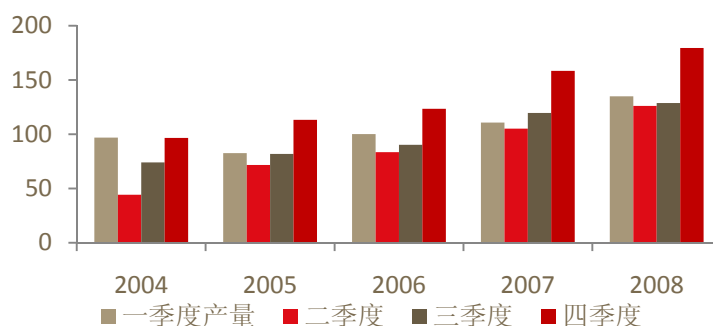


数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

6、下半年虽是销售旺季，但产销率下降明显

白酒消费存在明显的季节性。白酒销售通常在二季度触到低谷后，随着中秋和国庆的刺激消费，三季度销量开始回升，并在传统节日春节前夕的四季度达到一个顶峰。

图表 9 白酒各季度销量（单位：万吨）

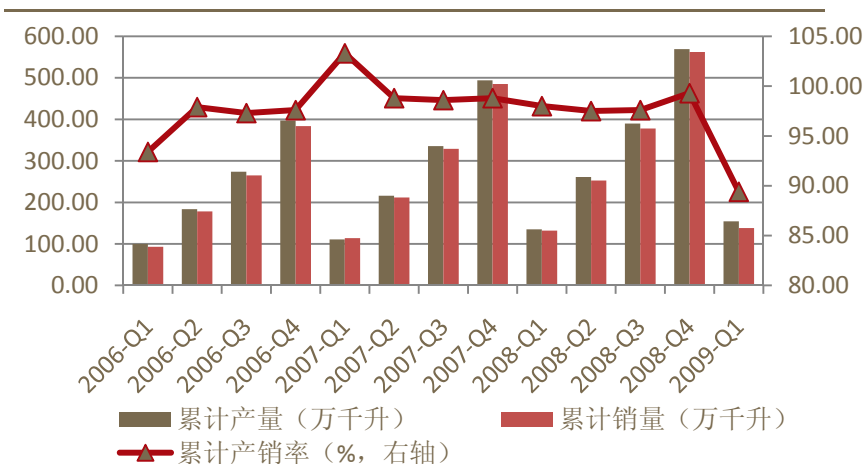


数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

预计三季度高端白酒需求回暖的趋势仍将持续。由于高端白酒需求回升以及厂家前期对经销商的控量保价政策，使得经销商目前

普遍库存偏低，在上半年的去库存化后和在消费税从严征收导致的涨价预期下，三季度补库存、囤货的已悄然开始。若宏观经济形势持续向好，则下半年白酒行业有再次出现量价齐升的可能。

图表 10 白酒季度累计产量及销量情况

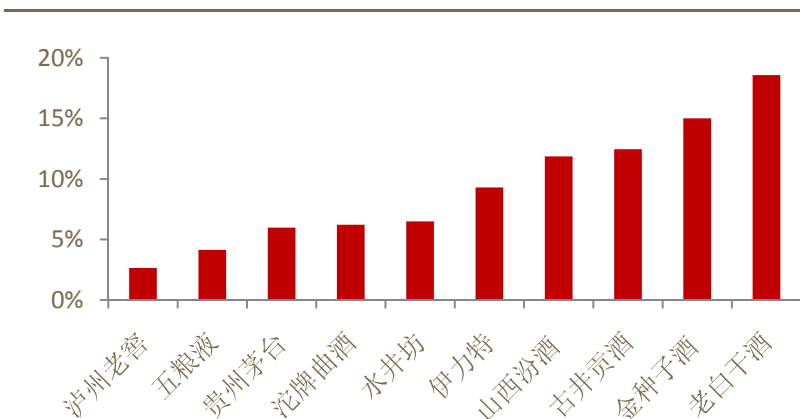


数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

7、白酒消费税税基扩大适逢销售旺季

为了确保 2009 年税收收入增长预期目标的实现,国家税务总局制定《白酒消费税计税价格核定管理办法》,白酒消费税从价税率不变,但税基扩大一倍将导致消费税纳税额翻倍。目前白酒行业实行 20% 的从价税率和 1 元/公斤的从量税。由于大型白酒企业都会设立自己的销售公司,先将产品低价出售给销售公司,然后销售公司以高价出售给经销商,企业在低价出售给销售公司时报税,从而在高价出售给经销商时逃避相对高的税收。因此,白酒公司的实际消费从价税率通常低于 20%,大致在 5-15% 的范围内,泸州老窖、贵州茅台、五粮液等的实际税率低于 10%,由于老白干酒基本没有采取避税方式,实际消费税率超过 18%,各主要白酒公司的实际消费税如下图所示。

图表 11 我国主要白酒企业实际消费税率



数据来源: 2008 年公司年报 方正证券研究中心

经测算，消费税的从严征收对 2008 年净利润影响幅度最小的是贵州茅台、泸州老窖、五粮液、水井坊，净利润受影响最大的是老白干酒、伊力特、金种子酒等。总体来看，由于消费税的加强征收，白酒企业将会有 1-2 成的利润减少，这在一段时间内将吞噬白酒行业净利润。

图表 12 白酒消费税对主要白酒企业的影响

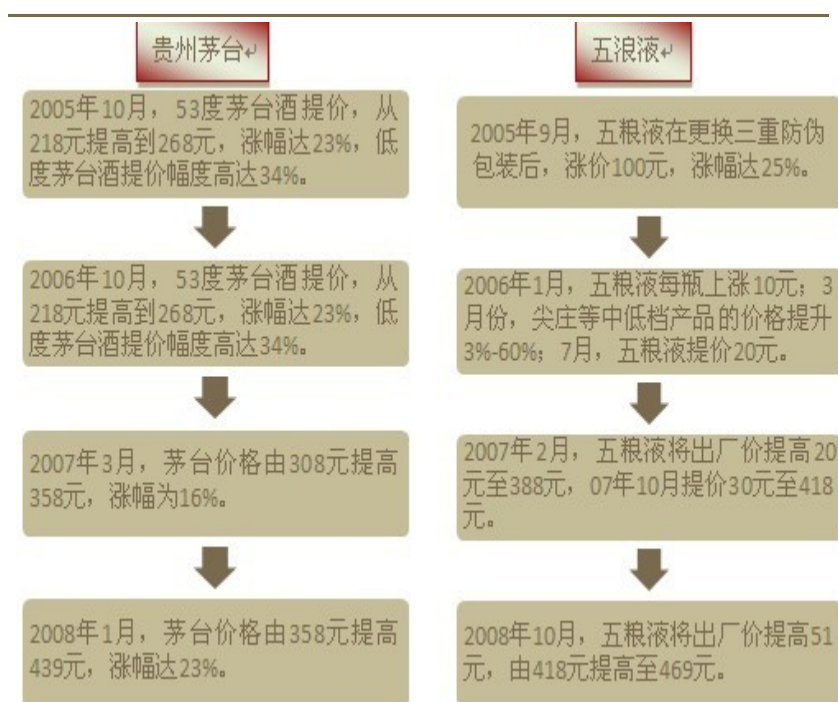
	实际从价 消费税率	新增消费税占 利润总额比率	新增消费税占税 后净利润比率
五粮液	4.4%	19.9%	19.6%
泸州老窖	3.7%	15.4%	15.0%
水井坊	6.9%	7.4%	8.5%
贵州茅台	5.8%	7.1%	7.1%
山西汾酒	12.2%	-8.7%	-9.2%
古井贡酒	13.1%	-36.4%	-61.1%

数据来源：2008 年公司年报 方正证券研究中心

8、行业调价有预期，但不宜乐观

一般情况下，如果税负增加，白酒企业会通过提价来转移一部分被压缩的利润。

图表 13 贵州茅台与五粮液调价历程



资料来源：糖酒快讯 方正证券研究中心

在经济复苏带来的行业景气回升预期，白酒龙头企业的品牌号召力的综合催化下，白酒消费税直接点燃了贵州茅台的提价预期，部分经销商开始囤货，价格开始小幅上涨。其他白酒零售价已从 5 月末集体上浮，一般涨幅都在几十元左右。

山西汾酒率先打响新一轮中档白酒涨价的第一枪，自 2009 年 6 月 26 日起，公司部分产品销售价格将上调 10% 左右。而茅台涨 80 元，五粮液涨 59 元的方案也在酝酿之中，白酒行业新一轮涨价潮似乎已经开始。但我们要清醒地认识到，如果白酒企业以提价来抵消白酒消费税的影响，在高端白酒竞争激烈、中低档白酒崛起、地方保护主义、消费群体难以扩大、产大于销和旺季加重消费税等众多负面影响下，我们对白酒行业不宜太过乐观。

二、啤酒：成本相对低位稳定，并向高端发力

1、大众消费属性，从低端向高端迈进

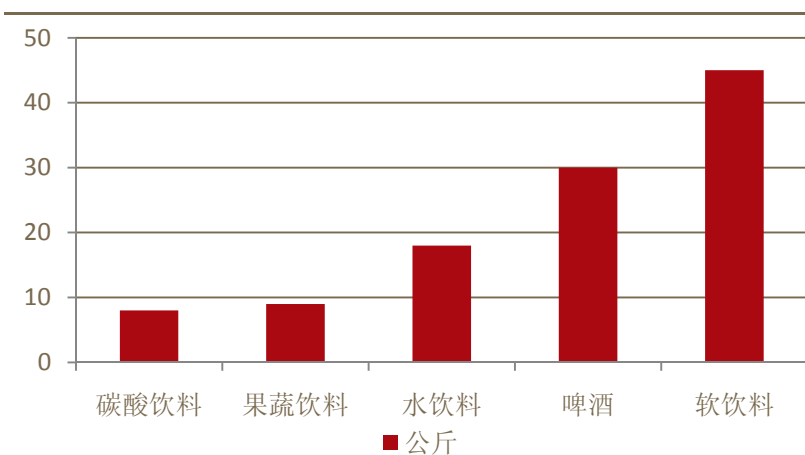
目前我国啤酒品牌多达 1500 多个，但除青岛、燕京、珠江、金星、哈尔滨、惠泉等名牌外，大多数的品牌都是 2—2.8 元低档区域品牌。

据中国酿酒工业协会统计表明，我国啤酒行业 45% 企业处于亏损或微亏的边缘，32% 左右的企业保本，只有不到 20% 的企业发展良好，盈利空间较大。因此走高档之路，向精品、名优发展，向高档要利润，向名牌要效益，实行以高档酒为龙头（理想比例应不低于整个企业产销比重的 25%），中档酒为主力的经营战略，是我国广大啤酒企业图谋生存、屹立世界啤酒之林的一个根本举措。

高档啤酒有两种：一种是瓶装，一种听装。瓶装有 325ml、355ml、410ml、620ml、640ml 等几种包装，瓶啤出现了日益时尚、鲜丽、独具匠心、引领潮流的小瓶装消费倾向与容量越小价位越高的市场趋势。高档瓶装价位一般均在 3.5 元以上，比如百威“银子弹”单瓶 6.5 元，科罗娜 7.5 元，最高则是喜力，单瓶高达 12 元。

我国啤酒消费的增量主要源于中等收入及低收入群体，收入弹性并不显著。在发达国家啤酒与软饮料的消费量基本持平，根据当前状态我国人均啤酒消费量还有较大增长，预计未来几年将在当前 30 升/人上升到 40—50 升/人的消费量。

图表 14 我国饮料人均消费量

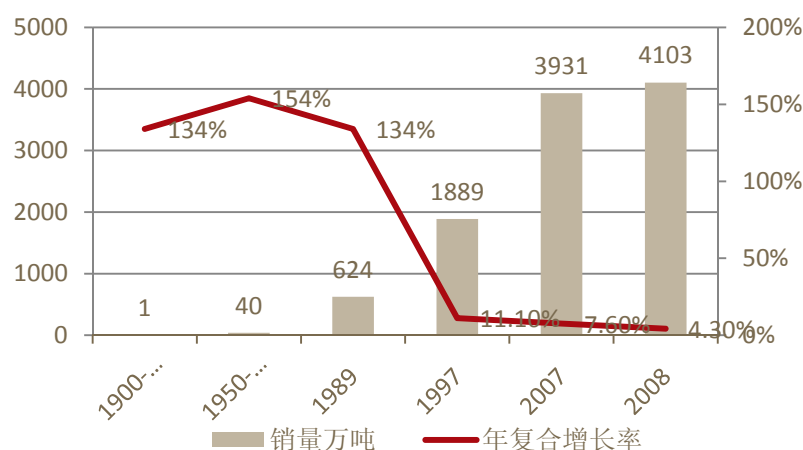


资料来源：国家统计局 方正证券研究中心

2、进入平稳增长阶段

我国啤酒消费真正的爆发始于建国后，经过 50 年的发展，我国啤酒销量已连续七年位列全球第一。人均占有量由不足 1 升上升至 2008 年的 30 升，高于全球平均水平。可以说，我国啤酒行业已经度过了高速增长期，步入成熟稳定的增长阶段，未来 10 年的销量复合增长率约为 5% 左右，对应的人均消费量约为 45-50 升。

图表 15 我国啤酒产量及增长速度

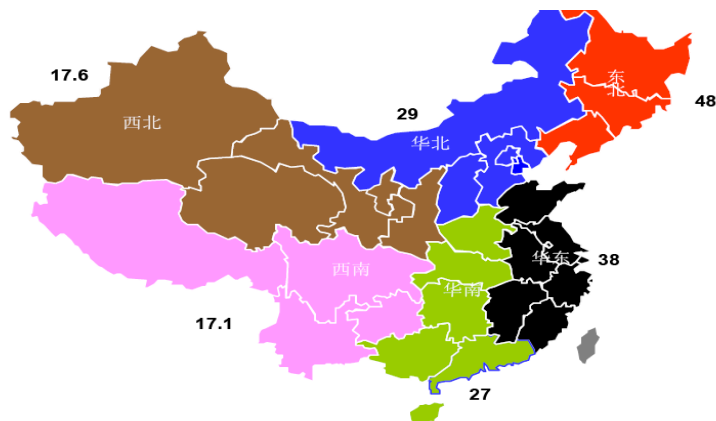


资料来源：聚源数据 方正证券研究中心

3、中西部地区将是啤酒消费量的主要增长点

受经济和消费习惯等影响，我国啤酒消费东强西弱的现象十分明显，东北 48 升的人均消费量接近西南地区人平的 3 倍。细分省份看，2007 年我国人均占有量最高的是北京市，高达 100 升以上，而最低的山西省只有 4.7 升。我们认为，鉴于东部省份现有的高基数，未来人均消费的增长速度将放缓；我国啤酒行业量的增长潜力将主要来自人均收入相对较低、农村人口比重相对较高的中西部省份。

图表 16 我国各区域的啤酒人均消费状况（单位：升）

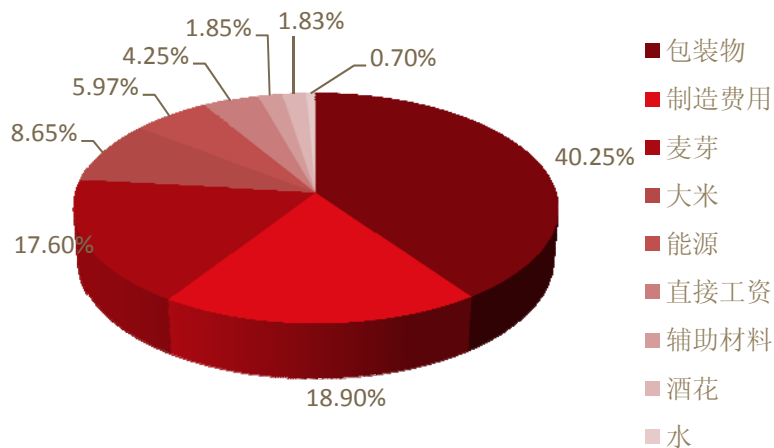


资料来源：啤酒行业协会网站 方正证券研究中心

4、啤酒主要成本构成

根据国内主要啤酒厂商成本构成分析，啤酒成本主要由 9 大类构成，前 4 项主要是：包装物、制造费用、麦芽、大米，占了总成本的 85%。

图表 17 啤酒主要成本构成

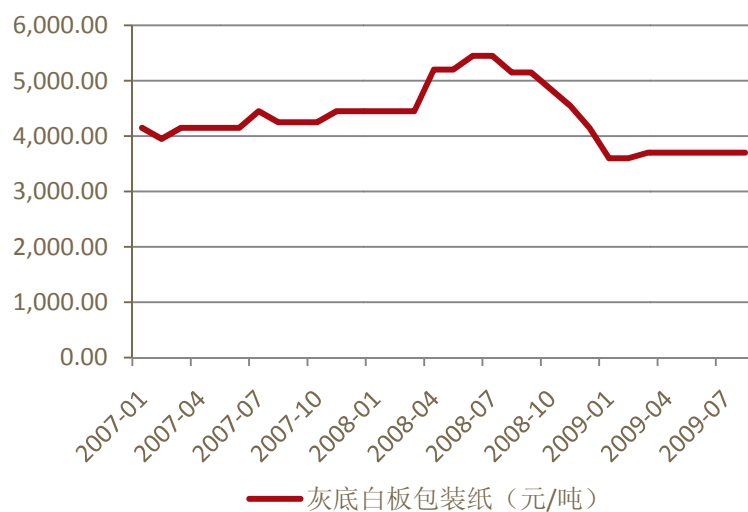


资料来源：方正证券研究中心

5、成本下降，毛利率将回升

啤酒企业生产所需的包装物数量很大，它既构成产品的实体，又要多次回收使用，如啤酒瓶、啤酒箱都是反复回收使用的。目前市场回收的啤酒瓶已从 0.3 元/只下降到 0.1 元/只。其他成本如：包装纸、大麦等价格相比 2008 年都已大幅下降。

图表 18 我国包装纸市场价格



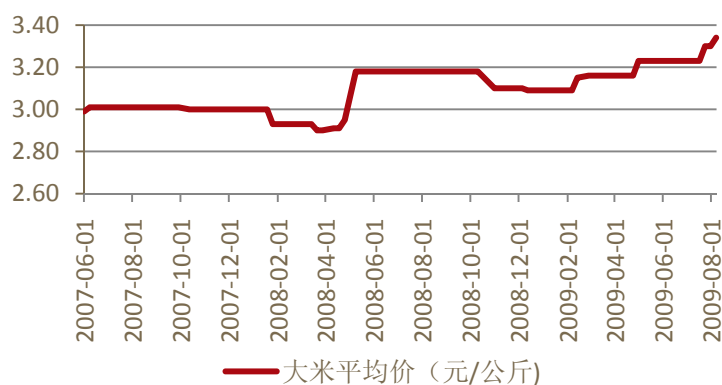
资料来源：纸业联讯 方正证券研究中心

图表 19 大麦期货价格走势



资料来源: Bloomberg 方正证券研究中心

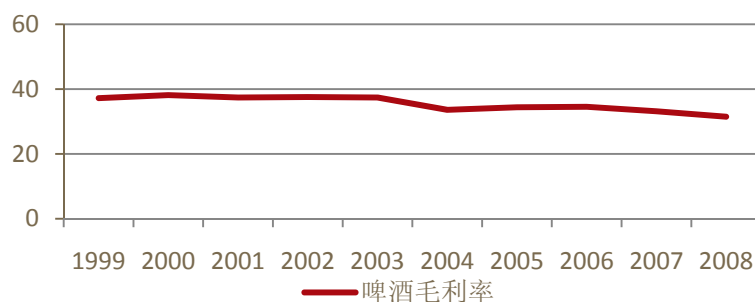
图表 20 我国大米平均价格走势



资料来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

啤酒成本材料中出现明显上涨的是酒花,从 2 万元/吨涨到 10 万元/吨左右,近期有所回落,但酒花在啤酒总成本中所占比例不到 2%。2008 年由于原材料较大幅度的上涨,啤酒行业毛利率降到 31%,到了历史低位。2009 年啤酒行业明显受原材料下跌,毛利率将明显回升。

图表 21 啤酒行业毛利率走势 (%)

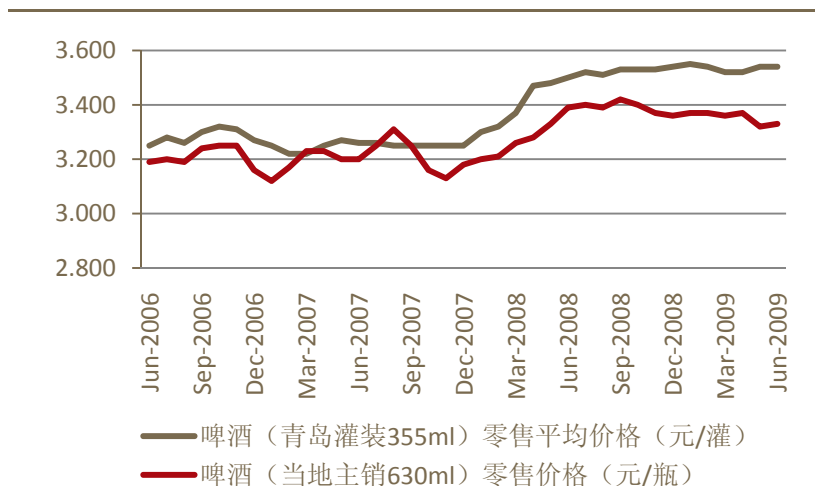


资料来源: 方正证券研究中心

6、价格稳定和产量提升为行业赢得双重获利空间

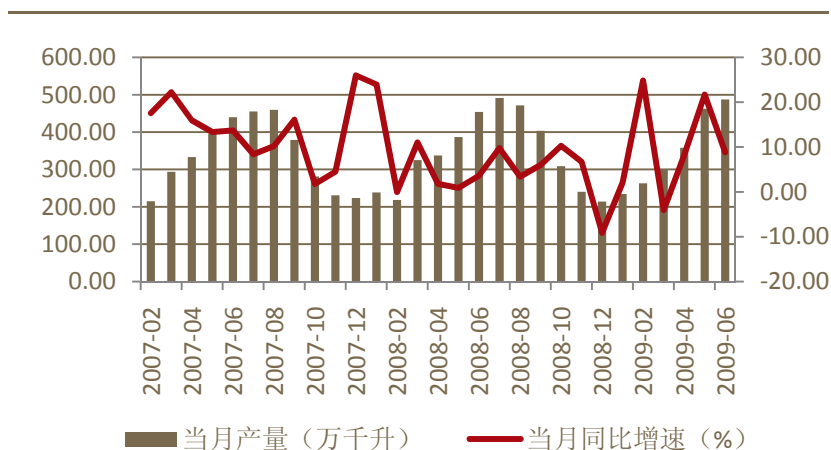
2009 年啤酒原材料的下跌并没有致使啤酒价格的下降，啤酒价格相比 2008 年还有所提升。

图表 22 市场上两种主要规格啤酒零售价格



资料来源：CEIC 方正证券研究中心

图表 23 我国啤酒当月产量及增速



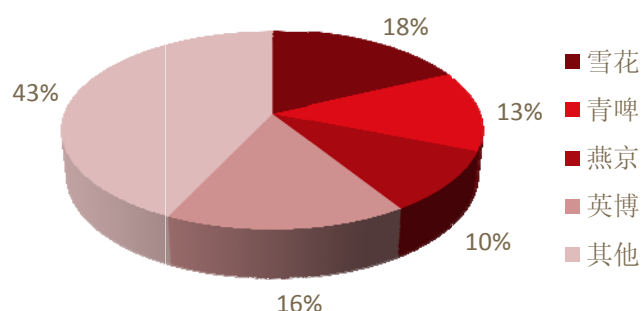
资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

2008 年二季度受到凉夏、提价、自然灾害等因素影响，产量增速大幅滑落；下半年经济增速开始下滑，销量虽有所反弹，但仅限于个位数的增长。2008 年 12 月份全国产量负增长 9.15%，可能受到 2007 年高基数的影响，但我们注意到 2008 年 11、12 两月产销率迅速下滑，仅有 96.5%和 95.4%，跌至近五年的低位，当前产销率已恢复到 99%。

7、集中度已初具规模

目前我国啤酒行业已形成华润、ABI、青啤、燕京、重啤、金星、珠啤、嘉士伯等国内外品牌各自拥有优势区域，在其余省份互相制衡的格局。

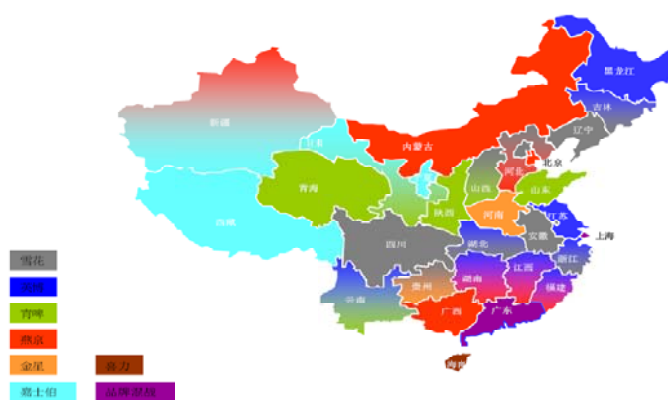
图表 24 我国啤酒企业的市场分额



资料来源：方正证券研究中心

国际资本的渗透也使我国啤酒市场开始显现“蝴蝶效应”，表现为国际啤酒资本的整合也同时能引发我国啤酒行业的格局变动。今年 3 月底嘉士伯和喜力联手收购纽卡斯尔就对我国西部市场格局产生一定冲击；而 7 月份的英博对 AB 的要约收购更是滋生出了我国第二大啤酒品牌。出于对国内啤酒企业的保护，我国商务部近日发布了英博和 AB 合并的限制性条款，加强了对国际资本运作的监管力度，日后大规模企业之间的股权变动将愈发困难。

图表 25 我国啤酒市场版图



资料来源：啤酒行业协会网站 方正证券研究中心

我国的啤酒版图可以分为两种类型：一种是品牌优势区域。例如，我国利润总额排名前五的省份都是龙头企业的大本营，拥有坚实的品牌基础，易守难攻，这些垄断省份往往保持着较高的销售利润率，成为企业的利润中心。另一种是品牌混战区域，厂商众多，产能过剩。例如广东、浙江等沿海城市，曾一度是利润大省，但随之吸引了众多品牌和新建产能，产量供大于求，利润份额迅速萎缩。

雪花啤酒 2008 年前三季度 510 万吨的销量已接近 2007 年全年水平，很可能已突破百威淡啤的全球销量。作为全球最大的啤酒消费国，我国的啤酒产量是美国的 1.7 倍，但百威两大品牌的销售总量仍远高于雪花，这缘于我国啤酒行业目前的集中度远低于美国。

8、行业走势与展望

啤酒的大众消费属性使其在经济下滑周期中具有一定的消费刚性，其在 1997-2002 年的经济周期中仍保持销量增长。尽管本次经济危机的冲击大于 1997 年，但我们判断行业消费不会出现大幅波动。2009 年城市化进程的提升和居民收入的提高都面临放缓的压力，但考虑到 2008 年凉夏的低基数，2009 年天气反常的概率很小，甚至有可能出现炎夏，这将有利于啤酒的旺季销售。我们判断 2009 年啤酒市场的销量增长率将维持个位数的增长，增长率应在 6%-8%。

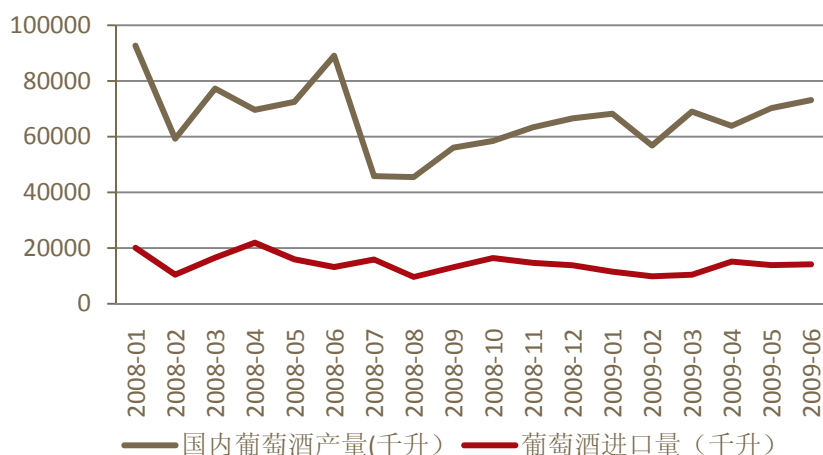
全球高端啤酒产量约占总产量 22%，而我国目前高端啤酒消费比例不到 10%。我国啤酒行业吨酒净收入和欧美、日本啤酒巨头仍存在近一倍的差距。我们判断随着国民人均收入的提升，对高端啤酒的消费将持续增长。根据 just-drinks 近日分析报告，预计到 2013 年亚太地区高端啤酒消费将增长 125%，主要受中国市场的推动，这意味着 2013 年我国高端啤酒消费将达到 20%以上，较目前有一倍以上的增长空间。

三、葡萄酒：面临国外葡萄酒竞争压力

1、进口葡萄酒加速竞争国内市场

我国葡萄酒行业处于快速发展期，2007 年产量增速达到了 37.05%的水平。2008 年上半年，国内葡萄酒产量增速依然维持 50%-60%的高速增长，但下半年开始，受到国际金融危机以及国内宏观经济放缓的影响，我国葡萄酒消费受到了较大幅度的抑制，产量增幅逐月回落，于 2008 年 11 月份首次出现负增长，但全年依然维持了 3.83%的增长幅度。目前餐饮业务已经开始回暖，行业需求最困难的时期已经度过，但是原装葡萄酒进口量的快速增长却不得不再次让我们担心国内葡萄酒企业的未来发展（原装葡萄酒占国内消费比重将从 2008 年的 9%上升至 14%左右）。

图表 26 我国葡萄酒产量和进口量情况



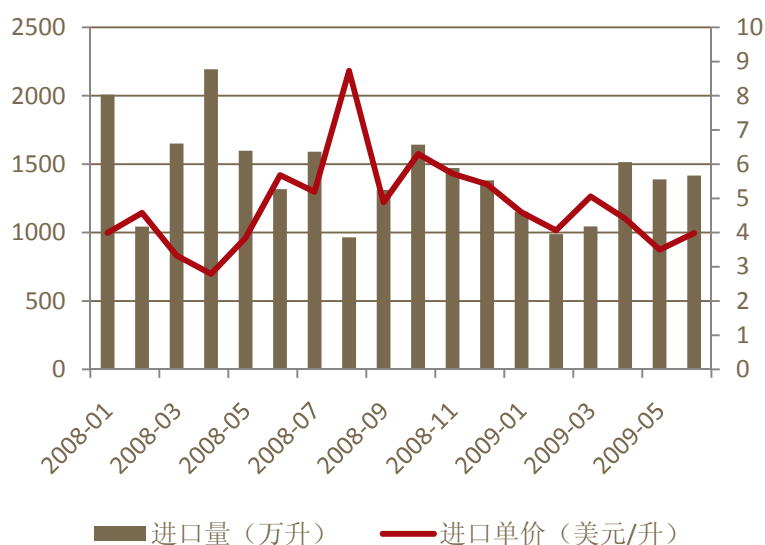
资料来源：方正证券研究中心

目前，国产葡萄酒依然在中国市场占据主导位置，主要原因之一就是国产葡萄酒有一定的价格竞争优势。2004 年以前，葡萄酒关税高达 65%，大部分进口葡萄酒被拒之门外，2004 年之后，根据中国加入世贸的有关约定，葡萄酒的关税由原先的 65% 大幅下降为 14%，部分进口葡萄酒开始活跃在中国市场上。虽然关税大幅下调，但进口葡萄酒价格仍然高于国内葡萄酒价格一定幅度，国内葡萄酒的价格优势依然存在。但是，从数据来看，国内葡萄酒这种价格优势正在逐渐消失。

2、葡萄酒进口单价下降

从我们跟踪的海关数据来看，从 2008 年 12 月份以来，原装葡萄酒的进口量呈快速增长态势，2009 年 4 月份，原装葡萄酒进口量同比大幅增长逾 52%，同时进口单价快速下降。我们认为，原装葡萄酒进口单价下降的原因可能有二：（1）葡萄酒进口国的葡萄酒价格本身出现大幅度的下降，关于这一点，我们已经在前面的论述中得到证实；（2）原装葡萄酒进口的结构有所下降，为了扩大消费群体，中低价位的葡萄酒也开始被引入国内，拉低了进口葡萄酒的单价。

图表 27 我国葡萄酒进口和单价情况



资料来源：方正证券研究中心

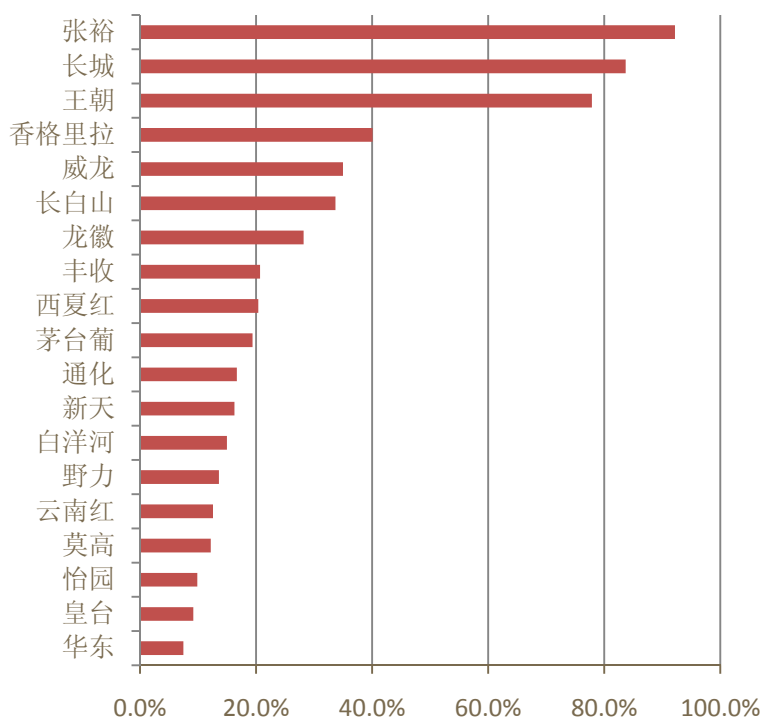
3、二线品牌根基不稳

我国葡萄酒品牌除了我们熟悉的张裕、王朝、长城、威龙等全国性品牌，其他的二线品牌都局限于地方，与白酒区域性品牌不同的是，白酒二线品牌如：老白干酒、沱牌曲酒等在全国范围内都有一定的知名度，当然这与白酒在我国渊源的文化不无关系，而国内葡萄酒的地方性品牌相比来看就鲜为人知了。

从我们的网络调查情况来看，张裕等四大巨头以外的国内葡萄酒二线品牌的知名度非常之低，所以，我们有理由认为，当原装进

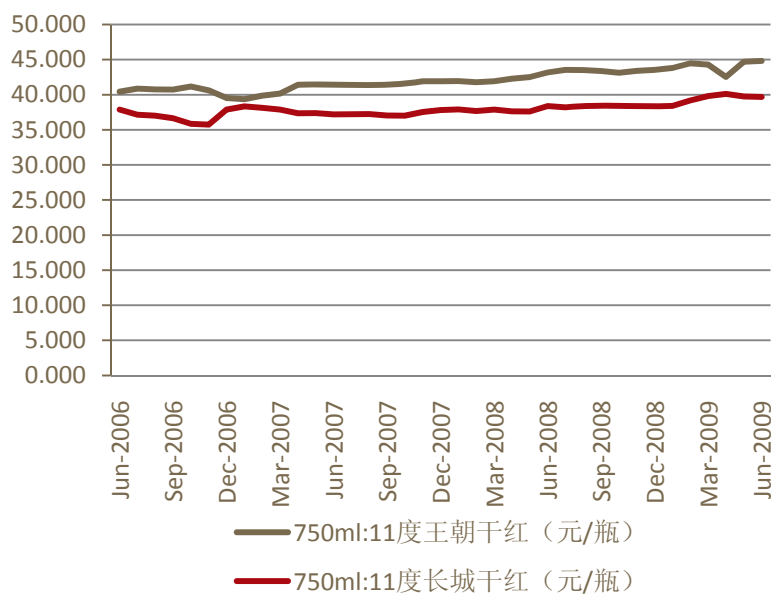
口葡萄酒大批侵入的时候，这些品牌的还手之力非常弱，或将成为此轮洗牌的牺牲品，但我们也不排除在洗牌过程中，个别优秀的二线品牌打入一线品牌的阵营。

图表 28 国内葡萄酒品牌知名度调查统计图



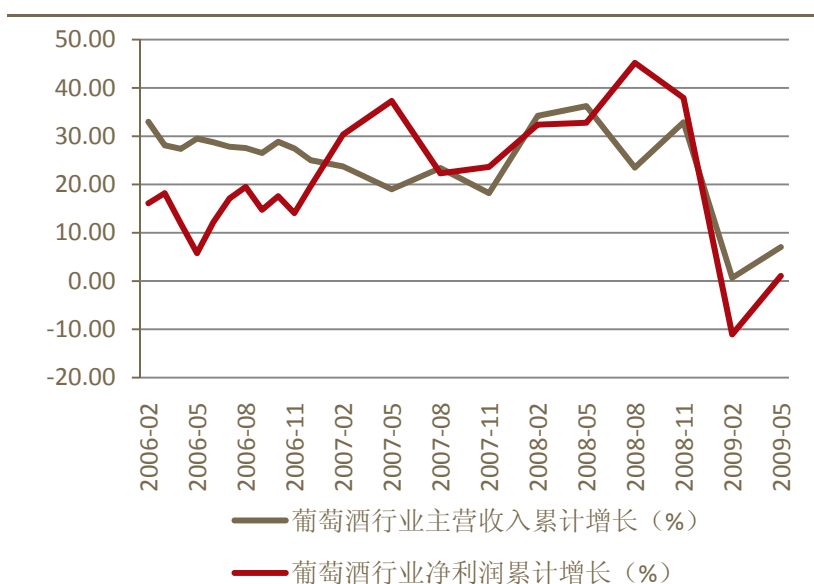
资料来源：方正证券研究中心

图表 29 全国 36 个城市主要葡萄酒销售价格



资料来源：方正证券研究中心

图表 30 我国葡萄酒行业销售收入和净利润增速



资料来源：方正证券研究中心

从葡萄酒行业的销售收入来看，1-5 月行业实现销售收入约 94 亿元，利润 12 亿元，分别同比增长 8%和 2%；其中，3-5 月实现销售收入约 55 亿元，利润 5.83 亿元同比分别增长 19.57%和 16%，收入和利润的增速同时上升。数据说明随着经济的回暖，葡萄酒的消费正在逐渐恢复，企业的利润率水平与去年同期基本持平。

数据显示我国中低端葡萄酒市场正面临着进口葡萄酒的猛烈冲击。2009 年 1-5 月，我国进口原装葡萄酒的数量大幅上升，据海关统计（不包括大量的走私）我国已进口 2 升以下瓶装葡萄酒约 3000 万升，同比增长 30%，其中 3-5 月份进口原装葡萄酒 18000 升，同比增长 38.84%。

另一方面，随着大量原装葡萄酒的进口，进口葡萄酒的单位价格也出现不断下降的现象，这主要是以澳大利亚等新世界的葡萄酒生产国利用其大量优质廉价的葡萄资源结合其过剩的产能向我国、俄罗斯和印度等新兴国家中档葡萄酒消费市场发动进攻。另外，人民币汇率的坚挺也使进口葡萄酒的价格具备一定的竞争优势。

四、黄酒：从局部开始扩张

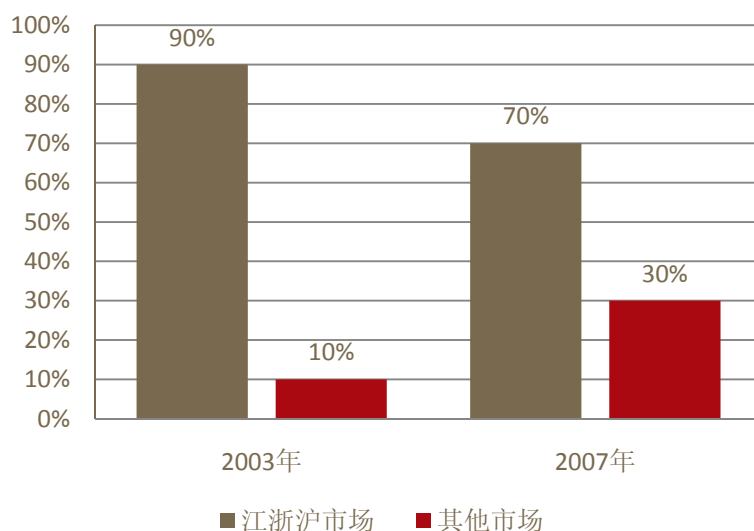
1、已从局部开始扩张

黄酒是我国历史最为悠久的酒种之一，在我国已有数千年的历史，也是中国独有的酒种，酿造技术独特，传统酿酒工艺过程繁杂，要求严格，是中华民族的宝贵遗产，被称为“国粹”。从营养功能角度上看，黄酒中含有 21 种氨基酸，其中包括特种未知氨基酸，尤其是人体本身不能合成、只能从食物中摄取的 8 种氨基酸的含量高达每升 2500 毫克，相当于啤酒、葡萄酒的 10 倍以上。同时，黄酒酒精含量一般在 10%—20%，具有低酒度、低耗粮、高营养等特点，

更适应当今人们由于生活水平提高而对饮料酒质量的高要求，符合酒类的消费趋势。

我国黄酒消费具有很强的区域性特征，70%以上的消费量集中在浙江、上海、江苏等长三角地区，其中，产量上看，60%以上的产量集中在浙江省。除长三角外，另外福建、山东、湖南等部分省市也有一些具有当地特色、规模相对较小的黄酒生产企业及黄酒消费市场。由于消费的区域性特征，与白酒、啤酒、葡萄酒等全国性消费的主流酒种相比，黄酒的销售收入及利润的规模相差较大，2007年1-11月份黄酒行业实现销售收入65.22亿元，实现税前利润5.28亿元。收入规模仅仅相当于白酒的1/17、啤酒的1/14、葡萄酒的1/2；利润规模也只相当于白酒的1/26、啤酒的1/11和葡萄酒的1/3，收入及利润规模相对偏小。

图表 31 黄酒销售区域变化



资料来源：方正证券研究中心

但从目前来看，黄酒区域性的限制仍然还没有获得根本性的改变，黄酒的销售、利润仍将集中在浙江、上海、江苏三地。黄酒更具潜力的仍将是全国性市场，作为中国传统饮食文化的代表，同时又极具营养价值的黄酒仍然具有较好的发展前景，对黄酒做全国性的拓广也将是黄酒业发展的必由之路。在这一方面，还更需要古越龙山、金枫酒业、会稽山等龙头企业的不断努力。

2、产量上升明显

根据国家统计局数据，黄酒今年上半年增速呈现以下特征：1) 1-6月累计产量达到54.73万千升，增速11.10%，位居行业第三；2) 1-6月增速分别为-2.52%、25.21%、14.22%、5.83%、2.59%和32.24%，6月份增速突然增至行业第一；3) 环比增速方面，1-6月分别为-15.29%、44.85%、14.51%、-23.1%、-24.22%和-10.72%，具有大幅波动、跌幅收窄的特点。

图表 32 黄酒月度与累计产量同比与环比增速情况（万千升）

	当月产量	当月同比	当月环比	累计产量	累计同比
2008 年 9 月	5.85	23.20%	91.80%	-	-
2008 年 10 月	6.17	-4.50%	5.47%	-	-
2008 年 11 月	8.59	20.10%	39.22%	-	-
2008 年 12 月	8.90	17.40%	3.61%	80.94	10.90%
2009 年 1 月	7.54	-2.52%	-15.29%	7.54	-2.52%
2009 年 2 月	10.92	25.21%	44.85%	18.46	12.18%
2009 年 3 月	12.5	14.22%	14.51%	31.12	12.06%
2009 年 4 月	9.62	5.83%	-23.10%	40.71	10.70%
2009 年 5 月	7.29	2.59%	-24.22%	48.13	8.80%
2009 年 6 月	6.51	32.24%	-10.72%	54.73	11.10%

资料来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

3、近期利好纷纷涌现

黄酒行业上市公司主要是上海证交所上市的古越龙山、金枫酒业和准备分拆上市的会稽山，最近，该行业利好不断：1）以上海为主要销售市场的金枫酒业对上海黄酒资产与市场的整合接近尾声；公司 5 月下旬与台湾烟酒股份有限公司正式签定战略合作意向，将会把自有的“石库门”、“和酒”品牌黄酒系列产品及相关技术进入台湾地区，并同意台湾烟酒将上述相关产品进入其所有的全球华人市场；2）2010 年世博会在即，黄酒有可能被指定为会议用酒；3）会稽山收购嘉善黄酒加速推进分拆上市计划；4）古越龙山在 7 月初公告称，一年前就提出的收购绍兴女儿红酿酒有限公司（以下简称女儿红）95% 股权的议案已经获得绍兴市国资委监管部门原则同意。若收购成功，加上此前拥有的 5% 股权，收购完成后持股将达到 100%。

4、业绩增长基本明朗

黄酒由于酒精度不高，口感特别，具有一定的保健功能，适宜消费人群有一定局限，但是，资产收购、资源整合、市场扩张之后，随着经济复苏加快、企业营销不断跟进，消费者口感适应能力增强，市场份额扩大，管理不断改善，行业业绩增长态势比较明朗。

五、重点上市公司分析

1、贵州茅台（600519）

核心竞争力持续保持：国酒茅台是世界三大蒸馏名酒之一，曾于 1915 年荣获巴拿马万国博览会金奖，作为我国酱香型白酒典型代表，同时也是我国白酒行业第一个原产地域保护产品，以及国内唯一获绿色食品及有机食品称号白酒，是世界名酒中唯一纯天然发酵产品，构成持久核心竞争力。

2009 年 1 至 6 月,公司共生产茅台酒及系列产品 23,833.42 吨,同比增长 35.90%;实现营业收入 554,600.60 万元,同比增长 20.05%;营业利润 390,494.64 万元,同比增长 24.20%;实现净利润 279,027.65 万元,同比增长 24.59%,每股收益 2.96 元,同比增长 24.89%。

分产品来看,公司高度茅台酒实现营业收入 46.73 亿元,同比增长 25.46%;低度茅台酒实现营业收入 5.34 亿元,同比下降 14.93%,其他系列酒实现营业收入 3.38 亿元,同比增长 26.85%,整体来看营业利润率出现了小幅下降,低度和其他系列茅台酒营业利润率分别减少 0.74 和 2.62 个百分点,高度实现增加 0.89 个百分点。从地区来看,国外增长明显,达到 1.06 亿元,同比增长 64.84%;国内增长 19.42%。说明公司高度酒市场竞争力仍然强劲,而低度和其他酒受行业竞争等影响明显;销售收入国外同比大幅增长,说明在国内竞争激烈的环境下,茅台走出国门应该是一个明智的选择。

公司提出:受国家产业政策和税收调控、酒类消费结构变化等因素的影响,白酒行业呈现产品不断向高端集中、高档白酒竞争更趋激烈的态势,加之地方保护主义依然严重,行业准入门槛较低,造成白酒的生产和流通秩序依旧较为混乱,名优白酒受到假冒侵权行为的困扰,这些都给公司产品和市场造成一定的负面影响。在白酒消费税出台后,我们认为高度茅台酒已经作为一种高端奢侈品,且产量有限,在宏观经济向好的前提下,具有提价的能力,预计 2009-2010 年 EPS 为 5.18、6.36 元,给予“增持”评级。

2、泸州老窖（600573）

浓香型白酒的“鼻祖”,资源得天独厚:泸州老窖作为中国浓香型白酒的“鼻祖”,拥有得天独厚、不可复制的酿酒环境和资源,公司产品质量具有较强竞争力。国窖 1573 是公司的形象品牌,也是公司发展的第一重点品牌。与此同时,公司持有华西证券股份,后者是以经纪业务为主的四川省首家跨区域大型券商,随着 IPO 重启拉动公司业绩增长。

2009 年上半年,公司实现销售收入 220366.07 万元,较去年同期增长 4.43%,完成年度计划的 51.16%;实现归属于上市公司股东的净利润 85194.05 万元,较去年同期增 14.90%;每股收益 0.61 元,同比增长 15.09%。

国窖 1573 全国市场表现价稳定并略有盘升,特曲成功提价 10%。2009 年,公司开始着手推进建立以泸州老窖核心品牌为专营品牌的营销渠道管理服务公司。以行业来看,酒类业务在上半年的白酒淡季表现一般,营业收入实现 5.11%的增长,高档酒收入同比下降 4.19%,中档酒收入同比增长 25.01%;进出口业务收入同比下降 98.77%;旅游业收入同比增长 256.63%。下半年是白酒旺季,但白酒消费税从严征收可能增加税款三四千万,酒类业务预计今年发展一般。

但公司其他方面发生了积极变化：1) 历经三年的股权激励方案有望年内落实；2) 销售渠道开辟股份制片区销售公司模式，可保酒类业务平稳发展；3) 公司持有华西证券 34.85% 的股权，华西证券由于经纪业务表现出色，加上自营部分盈利，上半年净利在 6-7 亿元，正常状态下全年可达 10 亿元以上利润，有望给公司贡献 EPS0.2 元以上。我们预计公司 2009-2010 年每股收益为 1.1、1.3 元，对应 PE 为 28.9、24.4 倍，给予“增持”评级。

3、张裕 A (000869)

2009 年 1-6 月，实现营业收入 19.69 亿元，同比增长 8.14%；营业利润 5.98 亿元，同比增长 15.83%；归属于母公司所有者的净利润 4.55 亿元，同比增长 14.15%；基本每股收益 0.86 元。二季度实现营业收入 7.12 亿元，同比增长 27.94%；营业利润 2.03 亿元，同比增长 33.73%；基本每股收益 0.30 元。

公司销售状况良好。上半年销量表现较好的是酒庄酒和甜葡萄酒，卡斯特同比增长约 20%，爱斐堡和冰酒销量同比增长 30% 左右，甜葡萄酒同比增长约 10%，解百纳和白兰地销量与去年同期持平。上半年葡萄酒主业收入 15.88 亿元，同比增长 9.77%；白兰地收入 2.90 亿元，同比增长 5.18%；预收款项 3.00 亿元，比去年年底增加 1.11 亿元。

收入增速加快源于行业回暖。二季度收入增速环比增加 28.52 个百分点，充分体现行业趋势向好。1-3 月全国葡萄酒产量同比下降 4.75%，而截止上半年，全国产量已经同比增长 5.4%。

公司利润增速大于收入，主要是营业税金及附加收入占比同比下降 1.51 个百分点，同时期间费用控制良好。2009 年上半年张裕一卡斯特净利润 1897 万元，同比大幅下降 68.67%，是因为公司内部转移价格发生变化，净利润主要体现在销售公司里面。

下半年仍将保持平稳增长。1) 行业好转，去年同期基数较低，下半年葡萄酒行业增速有望提升；2) 公司加大营销力度，健全流通体系，进一步推进中低价位葡萄酒销售；3) 爱斐堡和冰酒仍处于市场培育阶段，离成熟放量还有一段时间。我们预计 2009—2010 年每股收益分别为 1.99 元、2.4 元，公司长期前景看好，给予“增持”评级。

4、青岛啤酒 (600600)

品牌持续优化：在六年的整合中，青啤逐步将大规模收购后的 150 多个子品牌整合为“1+3 品牌”，其比重已占公司总销量的 94%，同比提高 18%，其中主品牌销量 240 万升，同比增长 25.4%。虽然其单品整合速度远不如雪花，但这也较好地保障了自主品牌的中高端定位。

公司 1-6 月累计完成啤酒销量 302 万千升，同比增长 12.6%，其中 1+3 品牌销量达到 288 万千升，同比增长 16%；主品牌青岛啤酒销量 144 万千升，同比增长 29.5%；小瓶青岛啤酒和纯生啤酒等

高端品种啤酒销量明显提升，小瓶青岛啤酒同比增长 40%以上，纯生啤酒同比增长近 20%。公司实现主营业务收入人民币 89.7 亿元，同比增长 15.1%；实现净利润 6.4 亿元，同比增长 67.9%，实现每股收益 0.49 元，同比增长 67.9%。公司继续保持利润增长大于销售收入增长，销售收入增长大于销量增长的良好发展态势。

上半年全国啤酒产量达到 2051 万千升，同比仅增长 6%；公司啤酒销量同比增长 12.6%，高于行业平均水平一倍，说明公司的营销力度和经营战略得到进一步优化，公司的市场占有率进一步提高，品牌影响力加强。公司在华北、华南、海外分别增长 14.3%、18.3%、7.5%，山东增长 30.2%，说明公司深耕本土市场的同时，外地业务也得到了明显提升。公司优化了产品结构，高端品牌实现了较大幅度增长，这符合啤酒未来的发展趋势，公司上半年虽实现投资收益 652.8 万元，同比增长 313%，但折合每股只有 0.005 元。公司在推进一体化运营和全员营销体系建设，致力于国内市场的进一步开发，继续扩大产品销售份额，在有效控制成本的基础上，优化产品结构，公司盈利水平将不断提升，预计 2009-2010 年 EPS 为 0.75、0.93 元，行业 PE69 倍，给予“增持”评级。

5、燕京啤酒（000729）

“3+1”品牌战略：由于燕啤奉行“3+1”的区域品牌战略，其成本和费用的构成和青啤有较大的差异。成本构成中，销售半径的缩小使得部分玻璃瓶能够实现较快回流，包装成本占比明显小于青啤。而在吨酒销售费用的构成中，由于在区域市场的垄断性，品牌的市场的投入较青啤小得多，由于销售半径小，燕京的吨酒运输支出仅有青啤的 1/4。

公司上半年实现销售收入 48.9 亿元、实现利润 4.78 亿元、净利润 3.18 亿元，分别同比增长 19%、30%、25%。扣除非经常性损益后净利润为 2.76 亿元，同比增长 10.6%；经营性净现金流 2.99 亿元，同比大幅增长 162%，主要来自库存原材料的下降。

由于今年没有了凉夏、地震和奥运会管制等负面因素影响，公司今年上半年啤酒销量和收入增速较去年同期有较快的恢复和提升。啤酒收入 45.6 亿元，同增 19%，总销量 221 万千升（不含托管），同增 14%，其中北京销量同增 6.8%；传统优势地区广西、内蒙和福建的销量分别为 40、26 和 27 万千升，分别同比增长 11%、13%和 8%；而广东、福建两大新开拓市场的销量继续保持高增长，增速分别达到 63%和 22%。

公司上半年的大麦收购价格下降到 200 美元左右，但由于消化高价库存、大麦加工成大麦芽需要 2-3 个月的周期等原因，大麦价格的下降大概从 6 月左右才开始体现在公司的成本上，预计随着低价大麦用量的扩大，下半年公司的成本下降幅度将加大，毛利率上升。预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.54、0.64 和 0.73 元，考虑到食品饮料行业估值的提升，维持“增持”评级。

6、金枫酒业（600616）

公司是上海本地黄酒新锐，为黄酒消费新宠。公司前身为上海第一食品，近年来连续置换主业，收购兼并扩张，成为黄酒为主要利润来源的黄酒新龙头，其产品酒精度低，适宜消费人群较传统黄酒宽广，主打产品“石库门”、“和酒”，均在上海地区销售，石库门占公司该产品总销量的 80%。

积极开拓台湾市场，提升销售空间。公司 5 月 27 日发布公告称，公司与台湾烟酒股份有限公司正式签定战略合作意向。双方同意建立定期的高层互访机制，促进双方在技术合作、产品销售、市场拓展等方面的全方位合作，这也是在顺应两岸经贸合作的大背景下两大食品巨头的强强联手。根据合作意向，金枫酒业将会把自有的“石库门”、“和酒”品牌黄酒系列产品及相关技术进入台湾地区，并同意台湾烟酒将上述相关产品进入其所有的全球华人市场。同时，台湾烟酒将按台湾有关规定，把拥有的红麴饼干系列产品及相关技术通过金枫酒业进入中国大陆市场。预计“石库门”与“和酒”不久将会进入台湾地区销售。

未来可能会逐步打开全国市场。公司今年 3 月原董事长辞职，新任董事长上任，同时发布黄酒产能扩张计划：拟在位于上海市金山区枫泾镇工业园区内投资年 2.3 亿元新增 10 万 KL 高品质黄酒技术改造配套项目，计划 2010 年 9 月完成建设，将使上海石库门酿酒有限公司达到年产 18 万 kL 的生产能力，成为中国最大的黄酒生产基地。公司立志将“石库门”打造成全国性品牌，随着全国市场的逐步打开，最终打造成中国黄酒第一品牌，市外销量将由占总销量的 20%上升到更大比例。

2010 年上海世博会诱人商机，公司享有本地企业多种资源优势。随着 2010 年世博会的临近，上海的酒店餐饮、商业连锁等消费类行业将由此受益，金枫酒业作为上海高端消费品的代表，如能抓住机遇，则将其经营业绩带来有效支撑。公司石库门或其他产品一旦成为世博会指定用酒，则品牌提升和产品销售都会迈上新台阶。

业绩预测与投资评级：考虑到公司的品牌效应、产品竞争力、品质定位和营销渠道，以及管理能力等均较强，结合下半年和未来几年经济形势会进一步好转的预期，预计 2009-2011 年 EPS 或将达到 0.68 元、0.82 元和 0.98 元，考虑到黄酒行业消费群体的局限性较大，未来扩张速度难以迅速提升，给予“增持”评级。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦四楼（310006）
电话：	（86731）85832274	（86571）87782600
传真：	（86731）85832380	（86571）87782280
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com