

白酒黄酒葡萄酒 国庆中秋将至 产销黄金期来临

——食品饮料行业 9 月投资策略

2009 年 8 月 31 日

看好/维持

食品饮料

月度报告

投资摘要:

- **白酒: 进入双节消费高峰期** 7 月白酒产量及 1-7 月累计产量同比增速分别高达 38.04% 和 23.32%, 位居食品饮料各子行业增速第一、二位, 均处于高速增长期; 9 月天气转凉, 白酒消费开始转旺, 也是为迎接国庆中秋双节做准备的时期, 预计无论高端还是中低端酒, 均会进入全年第一个产销高峰时节, 行业景气度有望延续
- **黄酒: 预计会随着大闸蟹进入上市旺季形成“绝配”消费黄金期** 黄酒 7 月和 1-7 月累计产量增速分别为 5.34% 和 10.06%, 排名食品饮料行业前四和前三, 处于快速增长期; 9 月天气转凉, 同样也是黄酒的产销旺季; 9 月正是大闸蟹上市与消费黄金季节, 大闸蟹与黄酒一个性凉一个性温形成消费“绝配”, 预计会随之形成黄酒的消费高峰
- **葡萄酒: 中秋将至迎来极佳产销高潮** 葡萄酒 7 月产量及 1-7 月累计产量同比增速分别高达 25.65% 和 5.37%, 位居食品饮料各子行业增速第三和第五位, 处于加速增长状态; 9 月天气转凉, 葡萄酒消费也开始转旺, 中秋历来是葡萄酒消费旺季, 无疑充满期待。不过进口葡萄酒量增价跌, 给国产葡萄酒带来较强的竞争压力。
- **投资逻辑与行业评级:** 预防为上、兼顾景气与增长是下半年食品饮料行业的总体投资策略或投资逻辑, 9 月份白酒、黄酒和葡萄酒三大酒将在其上半年较高的收益水平基础上, 延续良好的景气态势和产销高增长, 予以“看好”评级; 其中的重点或强势企业值得重点投资或关注

重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			P B	评级
	08A	09E	10E	08A	09E	10E		
五粮液	0.48	0.91	1.43	28	24	15	6	强烈推荐
水井坊	0.64	0.71	0.86	18	20	17	6	强烈推荐
金枫酒业	0.57	0.48	0.63	19	29	22	6	推荐
莫高股份	0.31	0.33	0.49	32	29	19	2	推荐

刘家伟

食品饮料行业分析师

010-66507309

liujw@dxzq.net.cn

细分行业

评级

动态

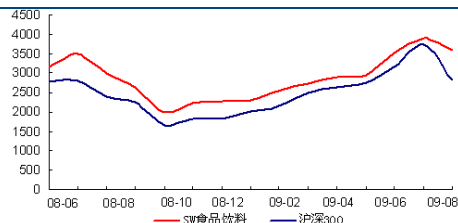
白酒	看好	维持
葡萄酒	看好	维持
黄酒	看好	维持
啤酒	中性	调降
乳制品	中性	调降
制糖	中性	维持
食品加工	中性	维持

行业基本资料

占比%

股票家数	46	2.85%
重点公司家数	18	1.11%
行业市值	5189.63 亿元	2.28%
流通市值	3975.51 亿元	4.19%
行业平均市盈率	30.1	/
市场平均市盈率	23.24	/

行业指数走势图



资料来源: wind

相关研究报告

1. 潜伏白酒的六大理由——东兴证券食品饮料行业 2009 年 6 月月度动态 (2009.6.3)
2. 五粮液: 迎来追赶茅台五年良机——五粮液 (000858) 深度报告 (2009.6.15)
3. 白酒番茄酱: 可求防御景气与增长——食品饮料行业 2009 年下半年投资策略 (2009.6.26)
4. 消费税新规应视为利好 白酒税收与价格有望互动——国税总局白酒消费税新规对白酒行业的影响点评 (2007.7.26)
5. 看好白酒番茄酱 关注黄酒葡萄酒——食品饮料行业 2009 年上半年数据点评及 8 月投资策略 (2009.7.30)

目 录

1. 白酒：进入“双节”消费高峰期	3
1.1 7月和1-7月累计产量增速位居行业第一、二位	3
1.2 国庆中秋双节将至 白酒迎来全年第一个产销高峰	3
2. 黄酒：与大闸蟹“绝配”有望形成消费黄金期	4
2.1 7月和1-7月累计产量增速位居行业前五和前三	4
2.2 9月为大闸蟹黄金季节，黄酒是“绝佳搭档”，二者有望联袂增长	4
3. 葡萄酒：配合中秋月饼畅销 团圆意味更浓	5
3.1 7月和1-7月累计产量增速位居行业第一、二位	5
3.2 中秋月饼配葡萄酒 大团圆意义更浓	5
4. 投资逻辑与评级：兼有防御、景气和成长特性的行业可看好	6
4.1 投资逻辑：“防御-景气-绩优-成长”兼具的行业可成为重点	6
4.2 投资评级：白酒、黄酒和葡萄酒因行业独具特性而看好	6
5. 重点上市公司分析	7
5.1 五粮液（000858）：业绩大幅提升和整体向好预期明显 强烈推荐	7
5.2 水井坊（600779）：高端酒有望转好 房地产业务盈利可观 强烈推荐	7
5.3 金枫酒业（600616）：上海本地黄酒新锐 适逢世博会良机预期较高	8
5.4 莫高股份（600543）：葡萄酒成长后劲足 麦芽业务有拖累	9

表格目录

表 1：2008.9-2009.7 月白酒行业月度产量与累计产量及其同比增速	4
表 2：2008.1-2009.7 月黄酒行业月度产量与累计产量及其同比增速	4
表 3：2008.9-2009.7 月葡萄酒行业月度产量与累计产量及其同比增速	5
表 4：2008.1-2009.7 葡萄酒进口数量与金额及同比增速	6
表 5：2009 年中期食品饮料行业上市公司净利润成长性排名	10

插图目录

图 1：7 月份食品饮料行业主要产品产量月度同比增速排名	3
图 2：1-7 月食品饮料行业主要产品产量月度同比增速排名	3
图 3：最近 18 年（1991-2008）白酒月度产量增长排名	3
图 4：1990-2009E 我国白酒产量与增速	3

1. 白酒：进入“双节”消费高峰期

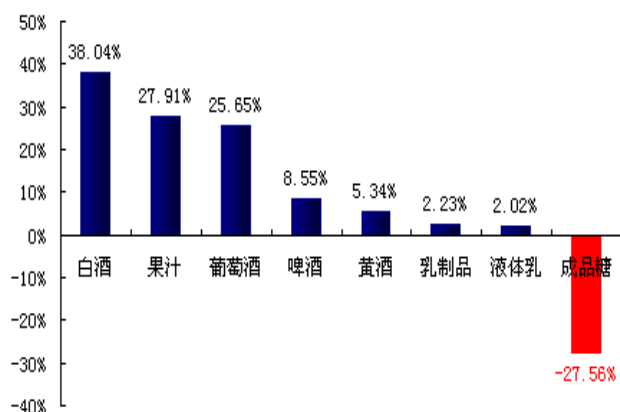
1.1 7 月和 1-7 月累计产量增速位居行业第一、二位

据国家统计局数据，7 月白酒产量及 1-7 月累计产量分别达到 56.5 万千升和 368.49 万千升，同比增速分别高达 38.04% 和 23.32%，位居食品饮料各子行业增速第一、二位（参见图 1、图 2 和表 1），均处于高速增长期，显示白酒行业继续维持较高景气度。

1.2 国庆中秋双节将至 白酒迎来全年第一个产销高峰

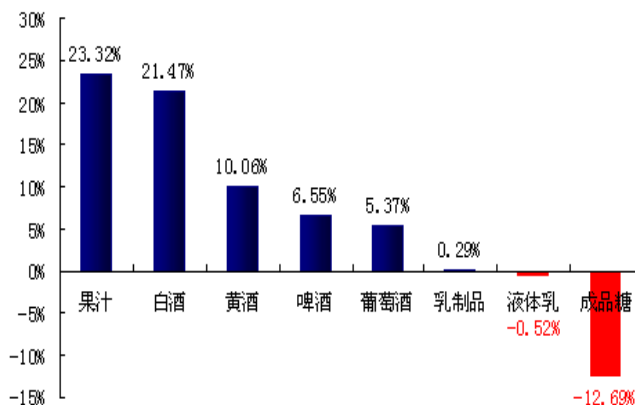
9 月天气转凉，白酒消费开始转旺，这从最近 18 年白酒行业月度统计数据中可以看出，8 月和 9 月为全年当中增速最高的两个月份（参见图 2）。9 月份也是为迎接国庆中秋双节做准备的时期，预计无论高端还是中低端酒，均会进入全年第一个产销高峰时节，行业景气度有望延续。我们在年初曾预计白酒 09 年产量将增长 16%，目前看来已经较大幅度超过预期，全年形势比较乐观（图 4）。

图 1：7 月份食品饮料行业主要产品产量月度同比增速排名



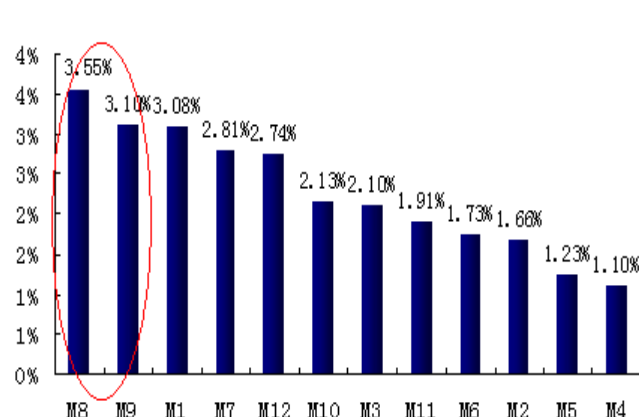
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 2：1-7 月食品饮料行业主要产品产量月度同比增速排名



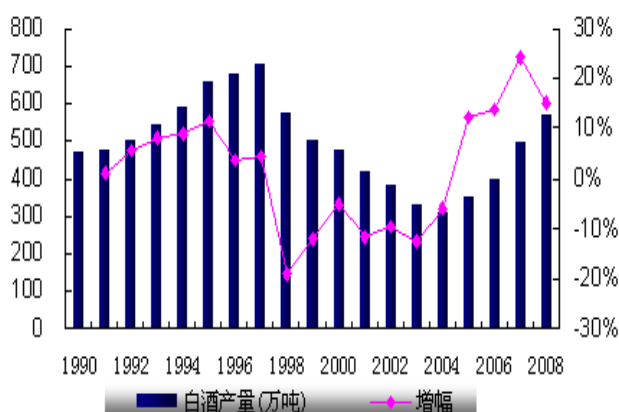
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 3：最近 18 年（1991-2008）白酒月度产量增长排名



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 4：1990-2009E 我国白酒产量与增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

表 1：2008.9-2009.7 月白酒行业月度产量与累计产量及其同比增速

	当月产量	当月同比	当月环比	累计产量	累计同比
08/09	50.10	12.60%	25.25%	389.80	16.50%
08/10	51.29	12.95%	2.38%	441.21	17.07%
08/11	56.17	16.73%	9.51%	498.87	15.98%
08/12	68.75	14.20%	22.40%	569.34	15.79%
09/01	55.71	17.33%	-18.97%	55.71	17.33%
09/02	48.07	23.73%	-13.71%	103.78	20.21%
09/03	53.58	18.46%	11.46%	154.52	18.49%
09/04	53.32	30.48%	-0.49%	209.32	20.79%
09/05	51.23	21.13%	-3.92%	250.64	17.44%
09/06	60.97	28.48%	19.01%	312.89	20.07%
09/07	56.50	38.04%	-7.32%	368.49	21.47%

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所；单位：万千升

2. 黄酒：与大闸蟹“绝配”有望形成消费黄金期

2.1 7 月和 1-7 月累计产量增速位居行业前五和前三

据国家统计局数据，7 月黄酒酒产量及 1-7 月累计产量分别为 4.2 万千升和 58.93 万千升，同比增速分别为 5.34%和 10.06%，位居食品饮料各子行业增速前三和前四位（参见图 1、图 2 和表 2），增速处于行业中游，反映了黄酒行业增长平稳、有起有落的发展态势。

2.2 9 月为大闸蟹黄金季节，黄酒是“绝佳搭档”，二者有望联袂增长

9 月天气转凉，同样也是黄酒的产销旺季。因为黄酒为发酵酒，不是蒸馏酒，在高温下糯米等原材料容易变质，无法酿出好酒，同时，由于黄酒属于保健酒，有滋补作用，炎热天气消费也不会旺，所以，传统的黄酒企业一般在夏季都会停产检修设备，产量开始大幅缩减，而一旦天气转凉，无论是生产还是消费，都随即转旺。

另外，随着居民生活品味和质量的提升，越来越多的人发现，黄酒与大闸蟹搭配消费堪称绝配，因为一个性凉一个性温，而 9 月正是大闸蟹上市与消费黄金季节，所以，预计 9 月份会随着大闸蟹的大量上市，黄酒产销也会受到较大的推动，形成消费高峰。

表 2：2008.1-2009.7 月黄酒行业月度产量与累计产量及其同比增速

	当月产量	当月同比	当月环比	累计产量	累计同比
08/01	7.65	0.00%	0.00%	0.00	0.00%
08/02	7.60	7.30%	-0.65%	0.00	0.00%
08/03	10.35	5.40%	36.18%	0.00	0.00%
08/04	8.68	9.20%	-16.14%	0.00	0.00%
08/05	6.47	37.70%	-25.46%	0.00	0.00%
08/06	4.46	-0.40%	-31.07%	0.00	0.00%
08/07	3.10	36.00%	-30.49%	0.00	0.00%

08/08	3.05	36.20%	-1.61%	0.00	0.00%
08/09	5.85	23.20%	91.80%	0.00	0.00%
08/10	6.17	-4.50%	5.47%	0.00	0.00%
08/11	8.59	20.10%	39.22%	0.00	0.00%
08/12	8.90	17.40%	3.61%	80.94	10.90%
09/01	7.54	-2.52%	-15.29%	7.54	-2.52%
09/02	10.92	25.21%	44.85%	18.46	12.18%
09/03	12.50	14.22%	14.51%	31.12	12.06%
09/04	9.62	5.83%	-23.10%	40.71	10.70%
09/05	7.29	2.59%	-24.22%	48.13	8.80%
09/06	6.51	32.24%	-10.72%	54.73	11.10%
09/07	4.20	5.34%	-35.44%	58.93	10.06%

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所；单位：万千升

3. 葡萄酒：配合中秋月饼畅销 团圆意味更浓

3.1 7 月和 1-7 月累计产量增速位居行业第一、二位

国家统计局数据显示,7 月葡萄酒产量及 1-7 月累计产量分别达到 6.11 万千升和 45.99 万千升,同比增速分别高达 25.65%和 8.18%,位居食品饮料各子行业增速前三和前五(参见图 1、图 2 和表 3),均处于高速增长期,显示葡萄酒行业增长提速。

3.2 中秋月饼配葡萄酒 大团圆意义更浓

中秋吃月饼,象征团圆;葡萄是象征团圆的水果,采用葡萄酿造的葡萄酒,当然也被赋予了团圆之意,因此,可以说葡萄酒配合月饼,也是一种绝妙搭配,象征更加团圆。在口感上,口感偏甜的红酒可以和咸鲜月饼一起搭配。当然,进口洋酒在 7 月份形成量增价跌的态势,对国产葡萄酒带来更为激烈的竞争,值得关注。

表 3：2008.9-2009.7 月葡萄酒行业月度产量与累计产量及其同比增速

	当月产量	当月同比	当月环比	累计产量	累计同比
08/09	5.61	14.34%	23.37%	51.27	33.66%
08/10	5.85	5.88%	4.24%	56.94	29.66%
08/11	6.34	-0.29%	8.40%	63.27	26.31%
08/12	6.66	-5.45%	5.10%	69.83	23.83%
09/01	6.83	-13.31%	2.49%	6.83	-13.31%
09/02	5.68	6.84%	-16.74%	12.51	-5.18%
09/03	6.90	-8.92%	21.43%	19.76	-4.75%
09/04	6.39	7.24%	-7.47%	25.53	-1.55%
09/05	7.02	19.10%	9.98%	32.57	2.18%
09/06	7.31	14.08%	4.15%	39.88	5.37%
09/07	6.11	25.65%	-16.42%	45.99	8.18%

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所；单位：万千升

表 4：2008.1-2009.7 葡萄酒进口数量与金额及同比增速

日期	葡萄酒进口量（千升）	同比	当月进口金额（万美元）	同比	当月进口均价	同比
08/01	20082	-	8018	-	0.40	
08/02	10443	-48.00%	4779	-40.40%	0.46	14.62%
08/03	16504	58.04%	5493	14.95%	0.33	-27.26%
08/04	21941	32.94%	6127	11.53%	0.28	-16.11%
08/05	15982	-27.16%	6149	0.36%	0.38	37.78%
08/06	13169	-17.60%	7480	21.65%	0.57	47.63%
08/07	15910	20.81%	8263	10.48%	0.52	-8.56%
08/08	9653	-39.33%	8428	1.99%	0.87	68.10%
08/09	13113	35.84%	6403	-24.02%	0.49	-44.07%
08/10	16426	25.27%	10340	61.48%	0.63	28.91%
08/11	14713	-10.43%	8416	-18.61%	0.57	-9.13%
08/12	13814	-6.11%	7474	-11.19%	0.54	-5.41%
09/01	11531	-42.58%	5293	-33.99%	0.46	14.97%
09/02	9887	-5.32%	4018	-15.92%	0.41	-11.20%
09/03	10452	-36.67%	5286	-3.77%	0.51	51.95%
09/04	15155	-30.93%	6686	9.13%	0.44	58.00%
09/05	13884	-13.13%	4857	-21.00%	0.35	-9.06%
09/06	14174	7.63%	5647	-24.50%	0.40	-29.85%
09/07	92351	18.90%	39651	14.30%	0.43	-17.33%

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

4. 投资逻辑与评级：兼有防御、景气和成长特性的行业可看好

4.1 投资逻辑：“防御-景气-绩优-成长”兼具的行业可成为重点

2009 年前 8 个月全球经济在颤抖中度过，尽管美国、欧洲等经济体可能出现经济复苏的征兆，但一直高居不下的失业率、一再创下银行倒闭数量历史记录的美国金融业以及其他主要经济体并不良性的经济运行态势，似乎都在不断传递着金融危机随时会继续恶化的信息。当前，我国民间投资积极性尚未充分调动起来，粮食以及各种农产品大幅涨价，人们更多的是担心滞胀而不是通胀。诸多不利因素致使各国上市公司业绩难以根本好转和增长，给全球以及我国资本市场的估值构成极大局限。在此背景下，选择抗经济周期能力或风险防御性较强的行业进行投资，成为必然的首要投资逻辑。回避风险当然不是目的本身，而是为盈利奠定基础；要盈利必须找到景气趋势难改的行业；只有保持较高景气趋势，且具有较好业绩和持续成长能力的行业，才能满足高盈利的投资目标。

4.2 投资评级：白酒、黄酒和葡萄酒因行业独具特性而看好

按照“防御-景气-绩优-成长”先后顺序思考，结合前述三部分的讨论，我们可以看出，白酒、黄酒和葡萄酒，其业绩优良、恰逢产销旺季、景气持续性较强等特性，符合上述行业投资逻辑。其中的重点或强势企业，具备品牌、市场、管理、业绩等多方面优势，值得重点投资或关注。

5. 重点上市公司分析

5.1 五粮液（000858）：业绩大幅提升和整体向好预期明显 强烈推荐

（1）**品牌美誉度和影响力仅次于茅台，产量则居于行业之首。**在国内白酒业，五粮液几乎与茅台齐名，不仅仅是因为两大品牌的高端产品价格接近，而且在于消费者的认知和公信力。2007年中国最有价值品牌评估中，“五粮液”品牌价值突破400亿元，连续13年蝉联食品业榜首。目前，五粮液的商品酒生产能力已达到45万吨/年，成为世界上最大的酿酒生产基地；

（2）**采购和销售环节资源整合后，公司利润将会大幅增长。**公司已经向集团公司收购了酒类包装资产，并从2009年4月1日期开始计入合并报表，此举有望带来比较丰厚的回报；最令人鼓舞的是公司此前一直被人诟病的与进出口公司的关联交易被新设的销售公司取代，集团公司与上市公司持股20%和80%，由此导致公司五粮液系列酒销售收入和利润大部分回流，也在很大程度上改变了公司治理结构；

（3）**2009年下半年高端酒市场回暖迹象开始显现，公司主要增长点较多：**一是新设销售公司于7月开始运作，五粮液系列酒的销售利润80%回归；二是消费税新规实施后的提价预期强烈；三是国庆60周年和中秋降至，天气转凉，还有元旦和春节，五粮液酒会继续供不应求，销量看涨；四是新产品酱酒可能会问世，加上已收购的包装类资产等，形成新的利润增长点；

（4）**公司追赶茅台的氛围正在形成。**经过模型测算和综合评估，我们预计在2-3年左右，公司就可以在收入与利润规模上赶上茅台。

（5）**业绩预测与投资评级：**从全面考虑公司品牌、销售体制变革、成长性等因素角度，预计2009-2011年公司销售收入增速将会分别达到43%、44%和26%左右，归属于母公司股东净利润将增长90%、57%和30%左右，将公司2009年的每股收益从此前的0.81元调升至0.91元，2010年和2011年将达到1.43元和1.85元。考虑到证券市场整体估值水平因为金融危机影响、经济复苏程度和其他因素所限，短期难以达到白酒行业平均35倍市盈率和历史最高85倍市盈率估值区间，但给予公司09年30-35倍PE估值水平应该不过分。据此，2009年对应股价在27-32元之间，与目前股价21.57元相比还有35%-60%以上上升空间，故予以“强烈推荐”评级。

5.2 水井坊（600779）：高端酒有望转好 房地产业务盈利可观 强烈推荐

（1）**品牌号召力较高，下半年必将受惠于行业持续景气。**水井坊作为“中国白酒第一坊”，始于元朝，价值媲美兵马俑；主导产品均多次荣获国家质量金奖。品牌影响力总体排名进入第一梯队（茅五窖剑井）。尽管公司上半年高档酒水水井坊遭遇危机影响销量下滑，但随着经济复苏加快，高档酒消费也会复苏，将惠及水井坊酒的销售，同时也会推动公司中低端酒销售继续大幅增长。

（2）**外资增持、合作空间大，品牌、渠道和市场等互利互赢。**08年7月第二大股东——全球第一大烈性酒商集团帝亚吉欧（Diageo）再度增持全兴集团6%股权，持有全兴集团比例从43%上升至49%。水井坊品牌将借助Diageo的全球渠道进入国际市场，国外产品可通过水井坊渠道进入国内市场。中外双方股东已折合出资69148032美元，应增资30851968美元，合资经营期限由40年增为50年。此举再次强化了白酒行业“合资第一酒”的概念。2009年6月24日帝亚吉欧在

香港举行与水井坊联手推出高端新款产品伏特加“上海白”（Shanghai White）发布仪式，建议零售价为每瓶470港元（60美元），合作进入深层次。

（3）提价预期强烈。公司2008年11月追随泸州老窖对产品进行提价，“逆势而为”，走在许多同行前面。8月1日开始实施的白酒消费税新规，公司产品提价预期强烈，对业绩增长形成一定利好。

（4）房地产业务产生大量预收款。上半年公司蓉上坊房地产项目预收款项大幅增加77.25%达到992,68.76万元，上半年均没有确认为收入，一旦下半年确认为，则会对公司全年业绩的增长做出重大贡献；

（5）公司下半年计划确保增长。公司计划下半年进一步夯实市场基础管理工作，切实强化终端精细化建设，不断提升水井坊品牌的影响力，促进白酒销售增长，同时适当兼顾其他业务，努力实现“调整结构、快速应变、提升品质、保持增长”的全年工作目标。

（6）盈利预测与投资评级：综合考虑公司白酒和房地产业务，预计公司2009-2011年主营收入会均会增长30%左右，净利润会增长10%、20%和20%左右，每股收益可以达到0.71元、0.86元和1.03元左右，与目前股价对应PE为20倍、17倍和14倍。对公司的估值主要应该看两个部分：白酒和房地产业务。白酒业务由于公司品牌属于白酒第一阵营而应可享受一定的估值溢价，09年给予30倍PE并不过分，与0.51元左右的EPS对应股价为15元左右；房地产业务假如净利润达到1亿元（以大约12%销售净利率计算），折合EPS0.20元，按照最近四年房地产行业平均40倍市盈率计算，对应股价为8元，公司合理股价合计可达23元，与目前14.40元相比还有50%以上上升空间。鉴于公司房地产业务带来的业绩增长和估值提升空间超出预期，故投资评级从“推荐”调升至“强烈推荐”。

5.3 金枫酒业（600616）：上海本地黄酒新锐 适逢世博会良机预期较高

（1）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，成为一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%。

（2）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。

（3）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。

(4) 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。

(5) 业绩预测与投资评级：“推荐”。鉴于 2009 年上半年 EPS 只有 0.22 元，到目前为止黄酒的消费依然集中在长三角一带，尚未成为全国性酒种；黄酒行业内的激烈竞争仍将延续，以及全球金融危机波及到消费市场，中高端酒的销售受到一定程度的影响，我们将全年 EPS 从 0.68 元调降至 0.48 元，2010-2011 年从 0.82 元和 98 元调降至 0.63 元和 0.82 元，对应市盈率为 29 倍、22 倍和 17 倍。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 将取得较好的经营业绩，予以“推荐”评级。

5.4 莫高股份（600543）：葡萄酒成长后劲足 麦芽业务有拖累

(1) 公司作为西部地区得天独厚的葡萄酒企业，其资源禀赋确实独树一帜。如处于全球酿酒葡萄最佳种植带上，别人无法复制和替代；公司产品品质优秀，获奖级别之高令人赞叹；产品定位于中高端，或者说以中高端为主要部分，这符合葡萄酒行业发展的内在逻辑：葡萄酒是一种最接近享受生活、提高生活格调和品味的酒种，符合现代生活追求品质、时尚和健康的大趋势和新潮流；甘肃河西走廊“葡萄美酒夜光杯”的佳话几千年盛传不衰，造就了公司所在地域的葡萄酒生产和消费的特殊历史文化氛围。

(2) 公司的管理和销售模式已经取得成功，进一步完善仍有空间。公司在葡萄酒的发展战略、思路等方面的思索是深刻的，体现出与众不同之处；在激烈的葡萄酒市场杀出重围，在与国内 100 多家企业和大量洋葡萄酒竞争中获得较大的市场份额，充分说明公司的竞争能力、市场生存能力、行业把握能力是很强的；直分销模式是公司效果较好的营销模式，但存在的问题是成本过高、人员过多，只有在公司进入到一个较高发展阶段的时候，这类问题才可能会有较大改观。

(3) 公司的成长优势会十分明显，“四个 1”工程值得期待。从当前公司在销量、营业收入等方面的规划看，08 年销售 6000 吨、实现 1.5 亿元收入，到 09 年或近一两年来要达到 1 万多吨、五个亿的收入，三到五年后 10 个亿甚至更多，一旦变成现实，则公司的发展速度会十分惊人。我们认为，四个“1”工程的规划实施有一定难度，关键在于执行到位，公司已将 1.8 亿元的增发资金投入营销中，特别是如果能够将经销商的数量和销售额落到实处，就会给公司的腾飞奠定扎实基础。从公司管理层的魄力和整体实力看，我们对此抱有信心，效果值得期待。

(4) 公司管理层比较强势。公司以赵国柱董事长为首的管理团队，对中国和全世界的葡萄酒业具有较为深入的研究，行业积累颇丰，对市场的把握能力也较强，营销策略、体制机制设计与运作、宣传思路、成本控制等，都有较为独特而成熟的想法和对策，对公司快速成长和长远发展均十分有利，也十分难得。我们对这样的管理团队表示尊重和认可，对公司未来充满信心。

(5) 公司的其他业务如大麦芽和药品不再是业务重心和利润重要来源，具有特定的历史背景。大麦芽原来是公司的主业，但该行长期存在着价格波动明显、毛利率较低等不利因素，09 年

可能继续给公司带来拖累——损失计提和侵蚀利润等。如果公司能够将其他业务特别是大麦芽业务剥离，全心全意做“中国最好的葡萄酒”，则公司的产销规模和业绩水平将发生很大变化，也能够 在资本市场估值方面享受很高的溢价水平。

(6) 业绩预测与投资评级：推荐 从公司战略部署、产能释放、产品品质、营销体系设计和执行能力、市场竞争能力等多方面综合考虑，们预计 2009-2011 年公司收入同比增长率将达 20%、25%和 25%，净利润增长约 85%、54%和 47%，摊薄后每股收益可达 0.33 元、0.49 元和 0.74 元，与 2009 年 8 月 31 日市价 9.41 元对应市盈率为 29 倍、19 倍和 13 倍。综合考虑公司的资源和产品品质的独特性、营销能力、管理团队的综合能力和销售快速增长等积极因素，给予公司股票“推荐”评级。

表 5：2009 年中期食品饮料行业上市公司净利润成长性排名

序号	上市公司	净利润 同比增速	序号	上市公司	净利润 同比增速	序号	上市公司	净利润 同比增速
1	ST 银广夏	980.69%	19	高金食品	23.23%	37	金枫酒业	-24.36%
2	山西汾酒	272.21%	20	惠泉啤酒	22.05%	38	通葡股份	-28.09%
3	三元股份	138.01%	21	老白干酒	21.45%	39	顺鑫农业	-36.00%
4	ST 南方	129.87%	22	泸州老窖	14.90%	40	恒顺醋业	-39.65%
5	伊利股份	117.57%	23	西藏发展	4.43%	41	天宝股份	-42.14%
6	酒鬼酒	95.50%	24	重庆啤酒	3.46%	42	古越龙山	-47.31%
7	古井贡酒	95.13%	25	三全食品	3.10%	43	南宁糖业	-58.74%
8	金种子酒	93.87%	26	啤酒花	2.94%	44	光明乳业	-67.80%
9	维维股份	80.28%	27	云南盐化	2.46%	45	国投中鲁	-81.15%
10	安琪酵母	71.27%	28	新中基	1.23%	46	上海梅林	-109.78%
11	青岛啤酒	67.87%	29	莫高股份	-5.38%	47	贵糖股份	-110.37%
12	莲花味精	46.05%	30	ST 新天	-6.76%	48	海通集团	-130.48%
13	新希望	40.66%	31	沱牌曲酒	-10.96%	49	深深宝 A	-134.79%
14	中粮屯河	37.24%	32	伊力特	-11.91%	50	华资实业	-176.38%
15	双汇发展	29.80%	33	承德露露	-12.74%	51	海南椰岛	-181.70%
16	燕京啤酒	25.05%	34	张裕 A	-14.15%	52	*ST 皇台	-294.01%
17	贵州茅台	24.59%	35	水井坊	-22.83%	53	*ST 甘化	-1123.87%
18	五粮液	23.83%	36	兰州黄河	-23.30%			

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，农林牧渔及食品饮料行业研究员，曾长期涉及三农问题研究，1993 年进入证券行业，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。