

2009 年 11 月 17 日

A

增持

赵宗俊

8621 6860 4866(8510)
zongjun.zhao@bocigroup.com

行业产量数据简评

可选消费品估值回升

可选消费品高档白酒和葡萄酒估值相对日常消费品较低，高档白酒仍处于恢复期，预计终端需求回升要到明年上半年中秋/国庆旺季；葡萄酒行业数据呈回升趋势，张裕公司的中高档产品销量保持较高增速。

支撑评级的要点

- 09 年 1-10 月份，白酒行业产量同比增速 24.0%，产量增速处于高位，葡萄酒行业产量同比增速 18.1%，增速呈回升态势。
- 09 年 1-10 月份，啤酒行业产量同比增速 7.0%，产量增速基本持平，其中 10 月份单月产量同比增速 8.1%，环比 9 月份产量同比增速上升 3.5 个百分点。
- 09 年 1-10 月份，乳制品行业产量同比增速 10.2%，液体乳行业产量同比增速 10.6%，乳制品行业消费恢复，10 月度增速在去年低基数基础上大幅回升。

首选买入

- 目前，白酒、啤酒、葡萄酒、肉制品和乳制品细分板块的 2010 年预测市盈率分别为 28 倍、34 倍、30 倍、29 倍和 32 倍，目前 A 股的可选消费品估值水平低于日常消费品，高档白酒处于恢复期，预计终端需求回升要到明年上半年的中秋/国庆旺季。
- 关注可选消费品高档白酒和葡萄酒估值回升的投资机会。维持**五粮液**(000858.SZ/人民币 26.58，买入)、**贵州茅台**(600519.SS/人民币 173.88，买入)、**泸州老窖**(000568.SZ/人民币 34.00，买入)、**张裕**(000869.SZ/人民币 70.93，买入；200869.SZ/港币 60.00，买入)评级不变。

行业产量数据简评

白酒行业：累计产量同比增速处于高位

白酒行业产量前 10 月份同比增速仍处于高位。09 年 1-10 月份白酒行业产量同比增速 24.0%，增速较 09 年 1-9 月份上升 0.5 个百分点，其中 10 月份单月产量同比增速 25.8%，环比 9 月份产量同比增速下降 7.5 个百分点。

葡萄酒行业：累计产量同比增速回升趋势

葡萄酒行业产量同比增速逐步回升，走出了 2 季度的低谷期。09 年 1-10 月份葡萄酒行业产量同比增速 18.1%，增速较 09 年 1-9 月份上升 1.7 个百分点，其中 10 月份单月产量同比增速 32.9%，环比 9 月份产量同比增速下降 18.2 个百分点。

啤酒行业：累计产量增速保持平稳

09 年 1-10 月份啤酒行业产量同比增速 7.0%，较 09 年 1-9 月份产量增速基本持平，其中 10 月份单月产量同比增速 8.1%，环比 9 月份产量同比增速上升 3.5 个百分点。

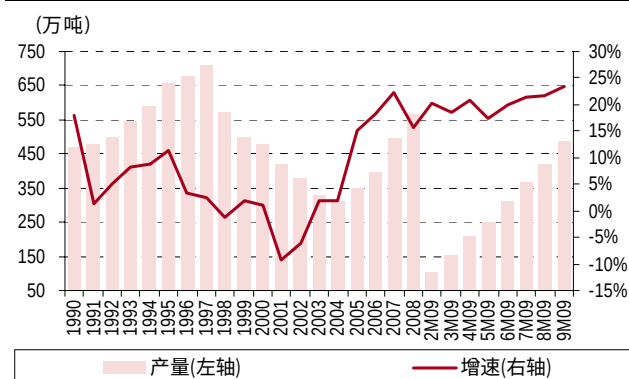
乳制品行业：8 月份产量同比增速环比回升

09 年 1-10 月份乳制品行业产量同比增速 10.2%，较 09 年 1-9 月份上升 6.8 个百分点，其中 10 月份单月产量同比增速 44.1%，环比 9 月份产量同比增速上升 13.2 个百分点。

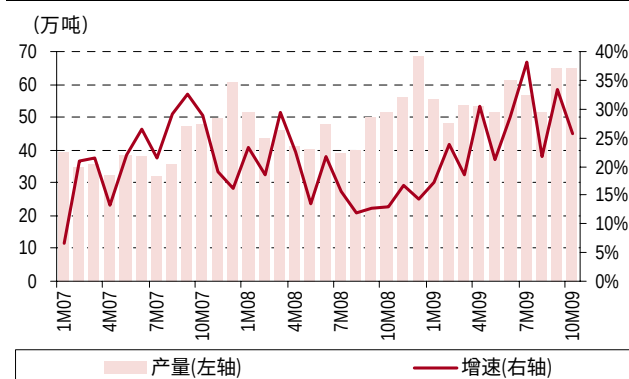
09 年 1-10 月份液体乳行业产量同比增速 10.6%，较 09 年 1-9 月份上升 7.6 个百分点，其中 10 月份单月产量同比增速 47.0%，环比 9 月份产量同比增速上升 12.6 个百分点。

乳制品行业消费基本恢复，10 月行业产量月度增速在去年低基数基础上大幅回升。

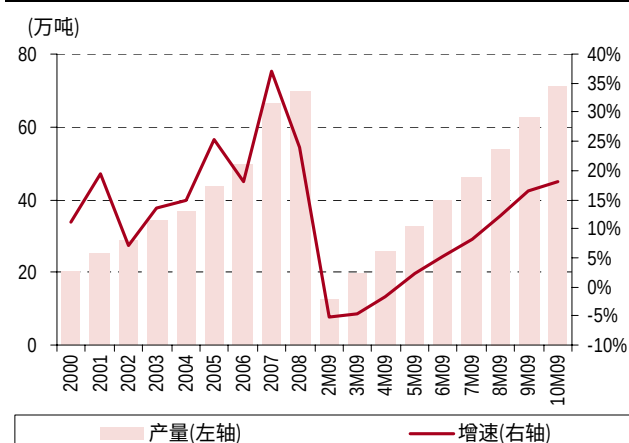
图表 1. 1990-09 年 10 月白酒行业累计产量及增速



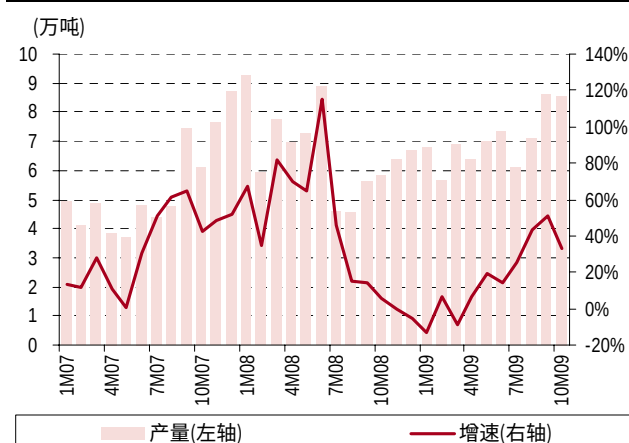
图表 2. 2007-09 年 10 月白酒行业单月产量及增速



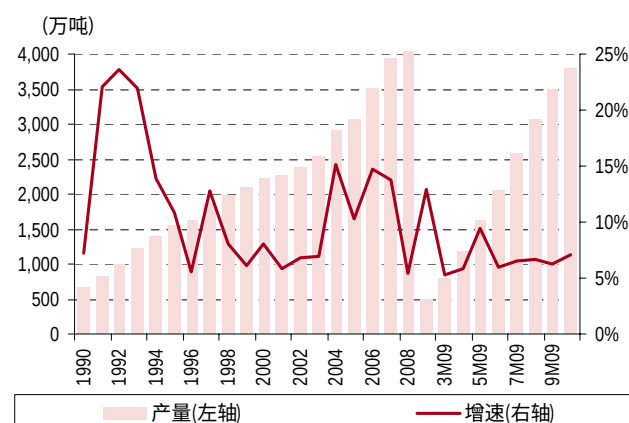
图表 3. 2000-09 年 10 月葡萄酒行业累计产量及增速



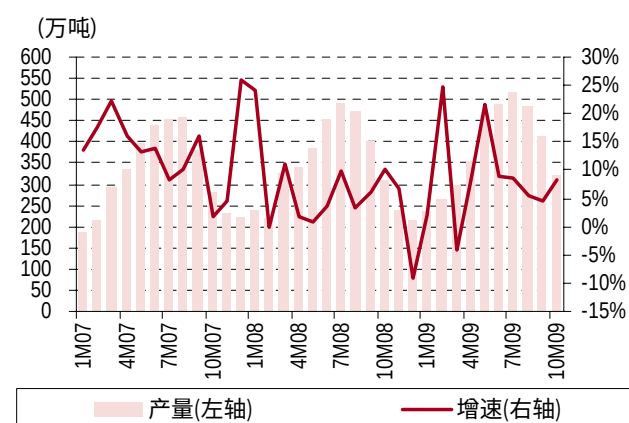
图表 4. 2007-09 年 10 月葡萄酒行业单月产量及增速



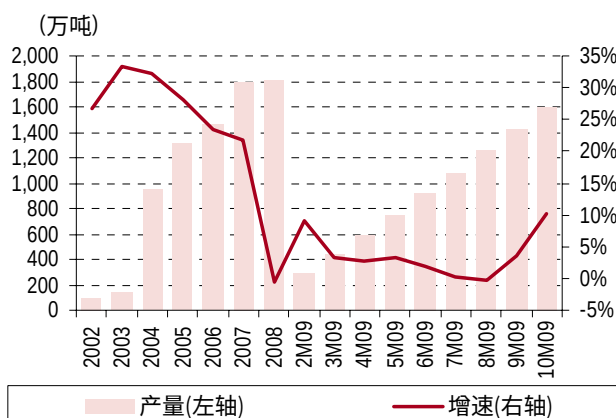
图表 5. 1990-09 年 10 月啤酒行业累计产量及增速



图表 6. 2007-09 年 10 月啤酒行业月度产量及增速

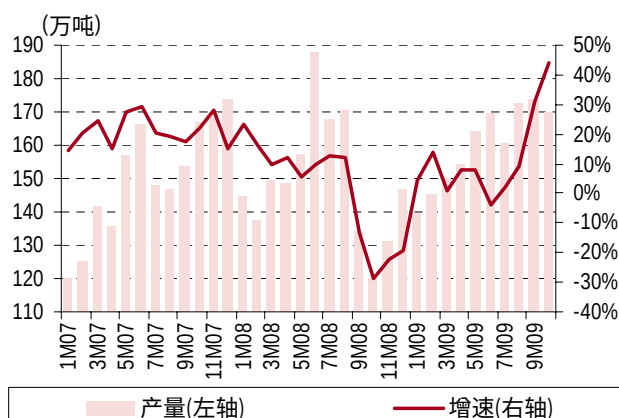


图表 7. 2002-09 年 10 月乳制品行业累计产量及增速



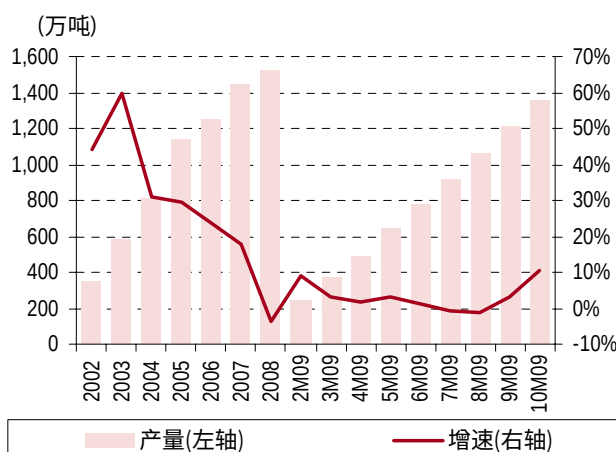
资料来源：国家统计局

图表 8. 2007-09 年 10 月乳制品行业月度产量及增速



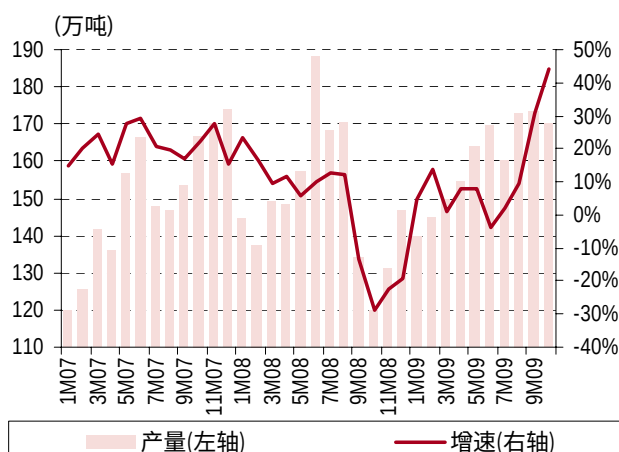
资料来源：国家统计局

图表 9. 2002-09 年 10 月液体乳行业累计产量及增速



资料来源：国家统计局

图表 10. 2007-09 年 10 月液体乳行业月度产量及增速



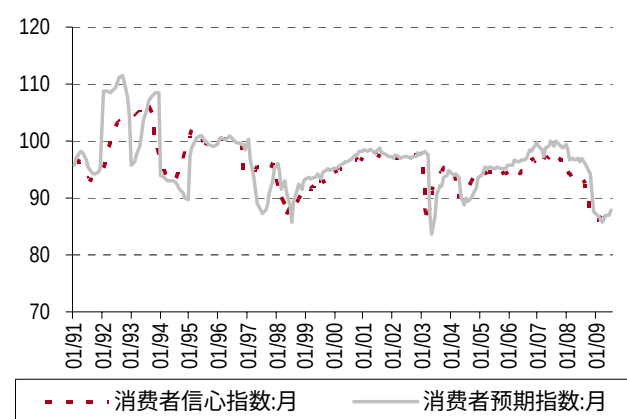
资料来源：国家统计局

板块估值仍有提升空间

三季度食品、饮料行业景气回升

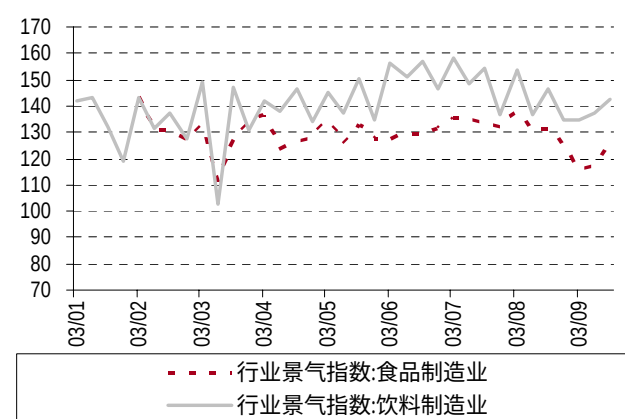
消费者信心指数处于历史底部,二季度食品和饮料行业景气指数环比回升。09 年 9 月份,消费者信心指数 88.1,环比上升 0.1 个百分点;食品和饮料行业景气指数环比分别上升 7.20 和 5.4 个百分点。

图表 11. 中国消费者信心指数处于历史底部



资料来源:国家统计局

图表 12. 09 年第 3 季度食品和饮料行业景气指数

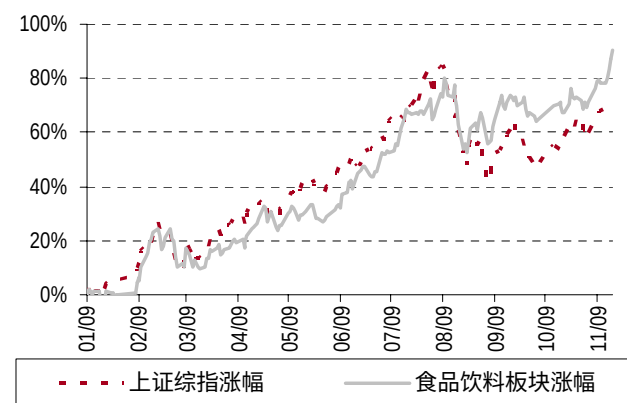


资料来源:万得资讯

食品饮料板块涨幅超越指数

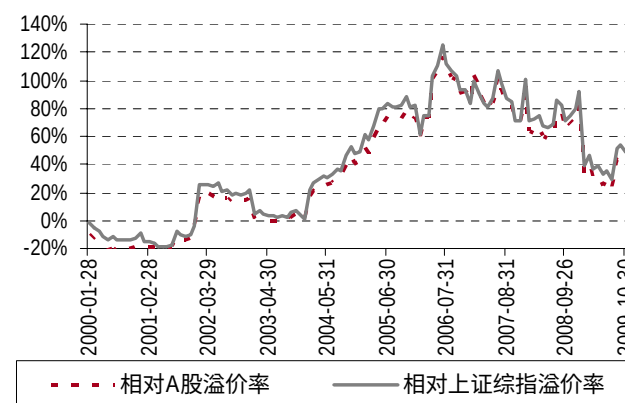
09 年年初至 11 月 17 日,食品饮料板块涨幅超越上证综合指数涨幅 21 个百分点,食品饮料板块业绩增长确定性高,相对 A 股整体和上证综指溢价率处于低位。

图表 13. 食品饮料板块涨幅落后上证综指涨幅



资料来源:万得资讯

图表 14. 2000 年以来食品饮料板块估值溢价

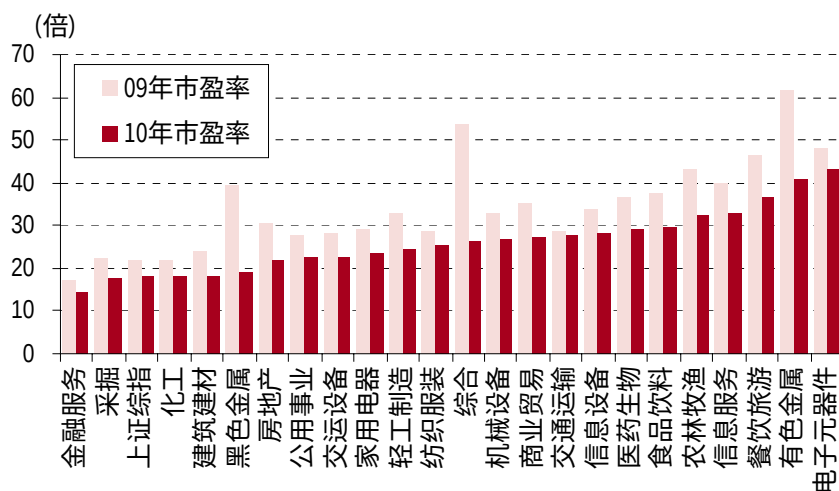


资料来源:万得资讯

可选消费品估值回升

目前食品饮料板块的 10 年预测市盈率 30 倍，列市场第 6 位，作为业绩确定性较高的防御性板块，估值有提升空间。

图表 15. 食品饮料行业估值水平列全市场第 6 位



资料来源：万得资讯

对于高档白酒，预计春节旺季仍处于恢复阶段，销量回升要到 2010 年上半年中秋/国庆旺季，目前可选消费品高档白酒和葡萄酒重点公司的 10 年预测市盈率 26-27 倍，行业处于恢复阶段，估值具有回升空间。高档白酒行业推荐顺序为五粮液、贵州茅台、泸州老窖；葡萄酒行业推荐张裕。

图表 16. 食品饮料行业细分板块估值对比表

板块名称	2009 年 预测市盈率 (倍)	2010 年 预测市盈率 (倍)	2009 年 1 月 1 日-11 月 16 日区间涨跌幅 (总市值加权平均) (%)	2009-11 年 每股收益 复合增长率 (%)
食品饮料	38.1	30.2	87.4	26.6
-食品加工	41.8	31.5	78.3	27.9
--肉制品	35.4	28.8	52.0	21.0
--乳制品	43.1	32.0	150.8	30.5
-饮料制造	37.5	29.8	84.3	30.5
--白酒	35.8	28.1	87.4	24.4
--啤酒	41.1	33.7	72.4	23.0
--葡萄酒	36.9	29.9	67.2	22.8

资料来源：万得资讯

注：数据截至 2009 年 11 月 16 日收盘价

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371