

日期: 2010 年 1 月 4 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

消费持续升级 高端品种受益

——2010 年 1 月酿酒行业投资策略

■ 主要观点:

餐饮业零售总额增速下滑 消费者信心继续回升

餐饮业社会消费品零售总额 11 月为 1574.7 亿元, 同比增长 14.39%, 为 24 个月以来的最低点。餐饮消费增长放缓将影响到酒类产品的销售, 但我们认为元旦至春节期间情况会有所好转。10 月消费者信心及预期指数继续保持了回升趋势, 消费者信心指数为 88.50, 环比小幅上升 0.40; 消费者预期指数为 89.10, 环比上升 0.40。

葡萄酒进口量创新高 行业景气度继续回升

11 月葡萄酒进口量依然高于 08 年同期, 1-11 月葡萄酒的累计进口量增速继续回升。2L 以下的瓶装葡萄酒进口量增速继续上升, 反映出国内葡萄酒消费需求旺盛。我们判断国内葡萄酒市场景气度在上半年才可恢复到 25% 的增速, 长期看好葡萄酒行业在中国的发展前景。

严查酒后驾车对行业影响将持续减弱

这一政策出台后, 餐饮消费中所占比例较大的饮料酒消费下滑尤为明显, 啤酒受到的冲击最为直接; 葡萄酒所受影响较小。进入 1 月以后, 本次严打对酒类产品短期消费造成的影响将逐渐减弱。推动酒类产品的规范化饮用, 对酿酒行业长期健康发展起到促进作用, 我们认为未来酒类消费受到政策影响的可能性较小。

投资建议:

评级未来十二个月内, 酿酒业: 有吸引力。

对于 10 年 1 月的策略, 维持酿酒行业“有吸引力”评级。1-11 月的行业产销量数据及企业盈利数据均表明, 酿酒行业整体经济运行态势良好, 产量增速稳定, 景气回升趋势明确。随着宏观经济企稳回升, 一季度是酒类产品的传统销售旺季, 高端白酒、葡萄酒销售有望迎来快速增长。建议关注的重点公司有贵州茅台、五粮液、泸州老窖、金种子酒、酒鬼酒、通葡股份、张裕 A。

■ 数据预测与估值:

酿酒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
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
贵州茅台	600519	169.08	4.03	5.31	6.38	41.96	31.84	26.50	11.45	跑赢大市
五粮液	000858	31.10	0.48	0.81	1.06	64.79	38.40	29.36	8.76	超强大市
青岛啤酒	600600	36.60	0.54	1.12	1.23	67.78	32.68	29.76	6.80	跑赢大市
泸州老窖	000568	38.78	0.91	1.30	1.55	42.62	29.83	25.02	14.15	跑赢大市
张裕 A	000869	77.94	1.70	2.04	2.46	45.85	38.21	31.68	15.59	跑赢大市
金枫酒业	600616	17.66	0.57	0.49	0.65	30.98	36.04	27.17	6.90	跑赢大市
山西汾酒	600809	42.30	0.57	1.10	1.36	74.21	38.45	31.10	11.02	跑赢大市
金种子酒	600199	16.90	0.09	0.24	0.39	187.78	70.42	43.33	7.07	跑赢大市

资料来源: Wind 上海证券研究所整理; 股价数据为 2009 年 12 月 30 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 17.40%

各子行业 09 年产量累计同比增长率

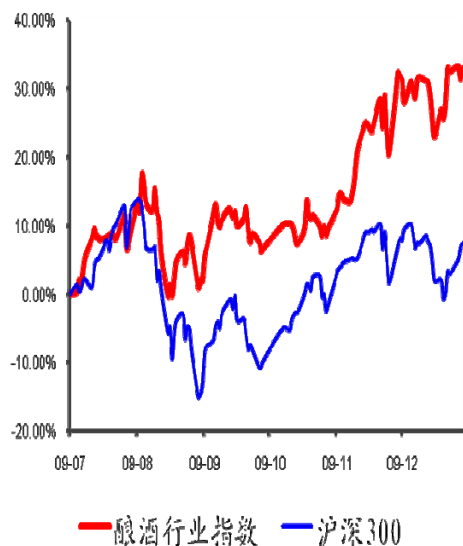
白酒 1-11 月产量同比增长率 22.20%

啤酒 1-11 月产量同比增长率 6.40%

葡萄酒 1-11 月产量同比增长率 21.80%

黄酒 1-11 月产量同比增长率 13.50%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: TWF10-MIT01

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

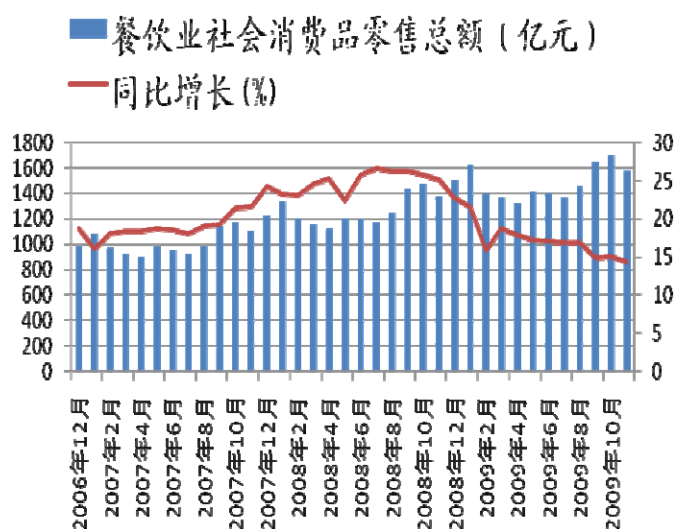
一、近期酿酒行业及市场态势

1、餐饮业零售总额增速下滑 消费者信心继续回升。

国家统计局数据显示，餐饮业社会消费品零售总额 11 月为 1574.7 亿元，同比增长 14.39%，增速较去年同期回落 10.71 个百分点，比上月下降 0.71 个百分点，增速为 24 个月以来的最低点。餐饮渠道是酒类产品销售的重要渠道，与酒类消费密切相关。餐饮消费增长放缓将影响到酒类产品的销售，9-11 月以来的增速下滑与严查酒后驾车有直接关系。我们认为随着良好酒类消费习惯的培养，元旦至春节期间情况会有所好转，未来餐饮消费增速将随着宏观经济的不断走强而逐步回升。10 月消费者信心及预期指数继续保持了回升趋势，消费者信心指数为 88.50，环比小幅上升 0.40；消费者预期指数为 89.10，环比上升 0.40。自 6 月以来，消费者信心企稳回升趋势明确。从 1-11 月酒类产品产销及行业企业 1-11 月的效益数据看，酒类消费需求依然旺盛，1 月这一趋势将得以持续。进入新的一年后，白酒及黄酒相继进入销售旺季，酿酒行业景气度持续回升的趋势目前没有改变。

图 1 06-09 年 11 月餐饮业社会消费品零售总额走势图

图 2 03-09 年 11 月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、1-11 月酿酒行业产销情况

统计局公布的 09 年 11 月份数据显示，11 月份酿酒行业整体产量继续保持快速增长势头。酿酒行业 1-11 月累计产量增长恢复明显，行业景气度回升趋势明确。主要子行业 11 月份产量增速基本符合预期，白酒、葡萄酒行业产量继续保持高速增长。啤酒行业的产量增速有所放缓，但依然受益于原材料价格的走低。白酒行业 11 月产量继续保持高速增长，1-11 月累计增速超过去年全年平均水平 6.4 个百分点，与 07 年行业发展高峰时的增长水平持平。葡萄酒已连续数月产量正增长，我们认为行业现已步入产量加速回升阶段。预计葡萄酒行业上半年恢复到 25%以上的增长速度概率较大。黄酒 1-11 月产量增长基本稳定，在 14%左右，高于 08 年的增速。

表 1 酒类主要产品 09 年 1-11 月产量增长态势（单位：%）

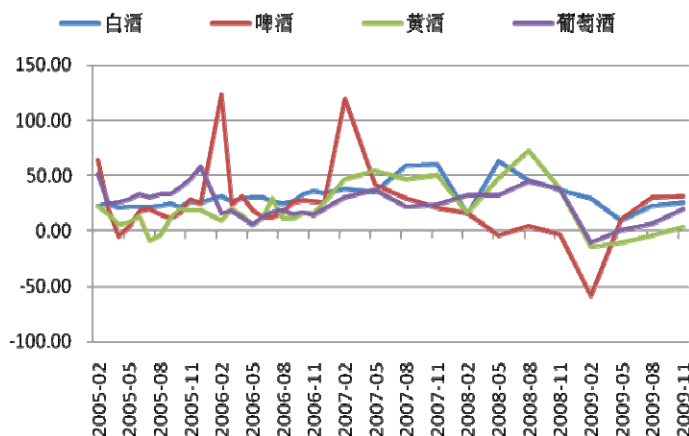
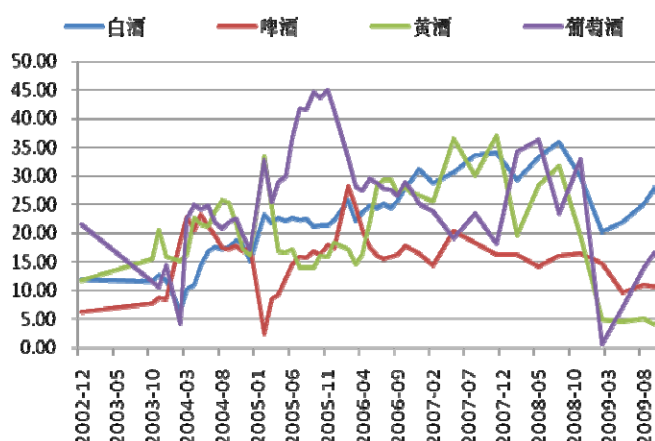
产品名称	2009 年 11 月当期	2009 年 1-11 月累计	2008 年	2007 年
白酒	27.50	22.20	15.80	22.2
啤酒	4.94	6.40	5.50	13.8
葡萄酒	57.30	21.80	23.80	37.0
黄酒	6.60	13.50	10.90	7.90

数据来源：中国统计数据应用系统 上海证券研究所整理

酿酒行业 1-11 月累计销售收入为 3,389.56 亿元，同比增长 21.70%；1-9 月利润总额为 348.99 亿元，同比增长 26.08%。销售收入的增长基本稳定，利润总额增速环比快速回升，主要原因是三季度经济企稳回升，酒类销售实现放量增长所致。葡萄酒、白酒子行业营业收入在 5-11 月出现明显反弹。啤酒子行业在 1 季度消化完高价大麦库存后，利润增速在 2、3 季度持续加快。1-11 月，白酒累计销售收入为 1,858.10 亿元，同比增长 30.46%；利润总额为 234.89 亿元，同比增长 25.73%。1-11 月啤酒销售收入增速小幅回升，利润总额同比大幅增长 31.51%。葡萄酒及黄酒的销售收入均小幅上升，1-11 月销售收入增长率分别为 19.06%、3.07%，其中葡萄酒的利润总额累计增速为 19.89%，在 8-11 月间大幅反弹。预计未来 1 个月白酒的销售收入和利润增长将持续；葡萄酒利润增速将持续回升。

图 3 2002 年-2009 年 11 月各子行业收入累计增长率 (%)

图 4 2005 年-2009 年 11 月各子行业利润累计增长率 (%)



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

09 年 11 月啤酒产量为 251.44 万千升，同比增长 4.94%；1-11 月累计增速为 6.40%，产量增速较上月放缓，符合行业已转入销售淡季的特征。我们预计 09 年啤酒行业产量累计增速能够达到 6.5%左右，2010 年产量增速预计为 5%-6%。白酒行业 09 年 11 月份产量为 72.26 万千升，同比增速为 27.50%；今年 1-11 月累计增速达到 22.20%。白酒产量继续保持高速增长态势，前 11 个月的累积增速已经超过 08 年平均增速 6.4 个百分点，与 07 年行业发展高峰时的增速持平。2009 年中低端白酒的放量明显，各地严查酒后驾驶，短期内或对白酒消费有一定抑制作用，但长期来看不会改变白酒消费需求旺盛的局面。葡萄酒 11 月产量为 11.01 万千升，同比增长 57.30%；今年 1-11 月累计产量增速为 21.80%。11 月份葡萄酒产量继续保持加速回升趋势，单月增速大幅增长。从近几个月的数据来看，我们认为葡萄酒行业景气回升趋势已确立，由于 08 年下半年行业产量持续低迷，造成 08 年 4 季度产量基数较低，09 年 4 季度行业产量同比增速将大幅走高。预计 1 月葡萄酒产量增速将保持回升态势，今年上半年产量增速再次恢复到 25%以上的平均增速概率较大。黄酒 11 月份产量为 10.84 万千升，同比增长 6.60%；1-11 月累计增速为 13.50%，高于 08 年增速 2.6 个百分点。在进入产销旺季之后，黄酒行业在 1 月产量增速将有所加快，预计产量增速维持在 15%左右的概率较大。黄酒行业目前总产量偏低，且销售集中在江浙沪地区，未来发展前景虽然广阔，但全国性市场的培育尚需时日。

图 5 白酒 08-09 年 11 月产量数据 (万千升)

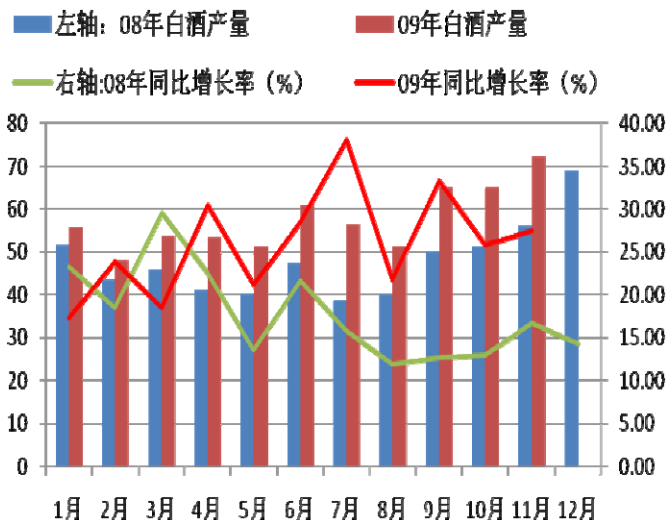
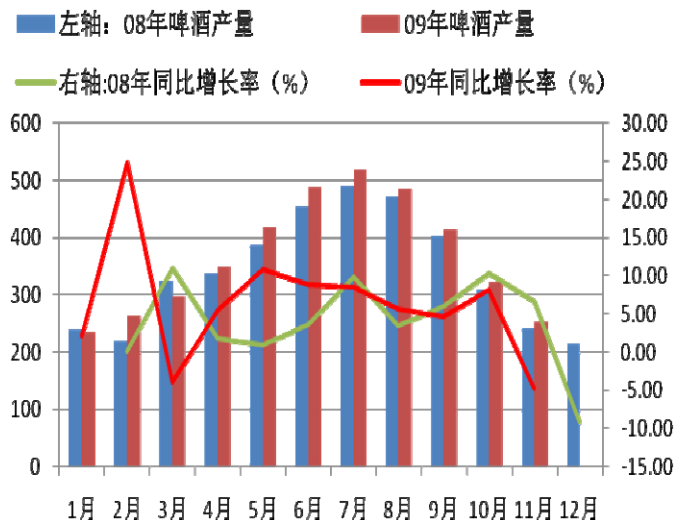


图 6 啤酒 08-09 年 11 月产量数据 (万千升)



数据来源: 中国统计数据应用系统 上海证券研究所

图 7 葡萄酒 08-09 年 11 月产量数据 (万千升)

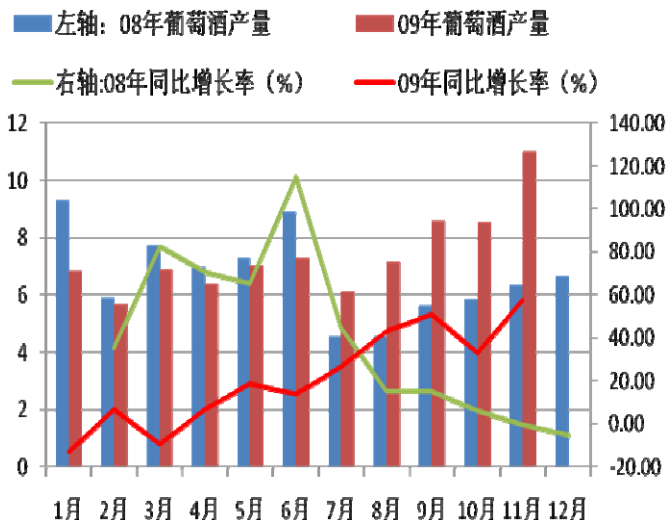
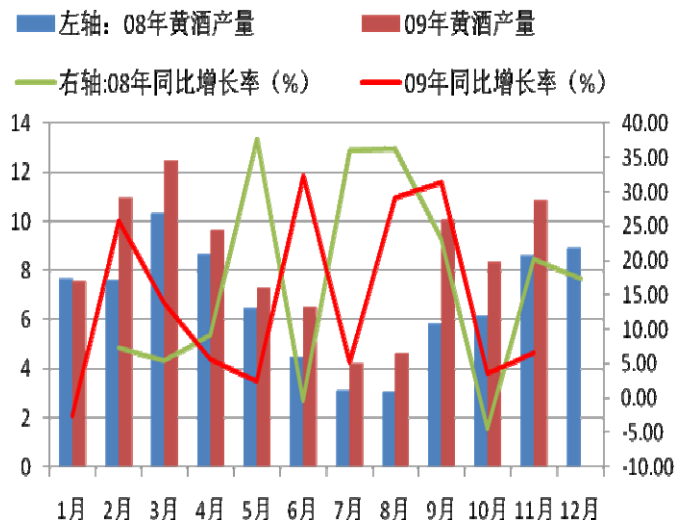


图 8 黄酒 08-09 年 11 月产量数据 (万千升)



数据来源: 中国统计数据应用系统 上海证券研究所

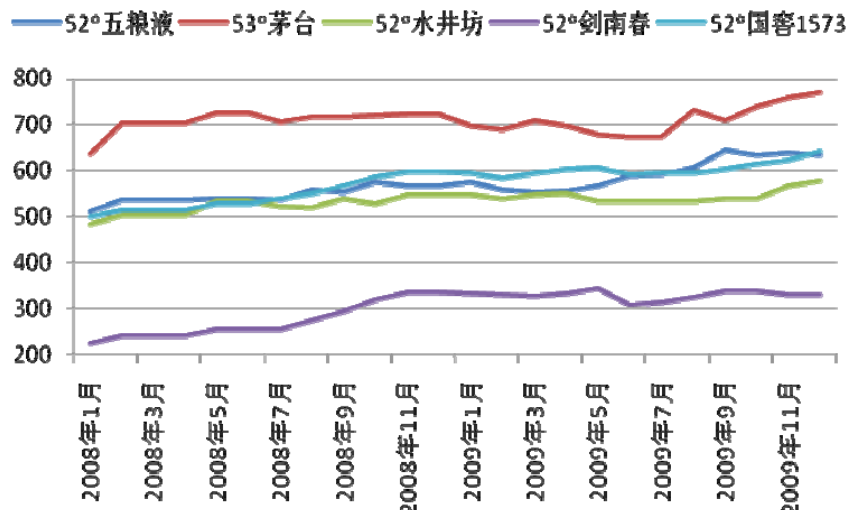
二、市场最新动态

1、12 月高端白酒价格继续上涨

根据糖酒快讯的数据显示, 各主要城市 12 月份重点高端白酒品种的终端价格均呈现稳中有升的态势, 茅台的价格出现较为明显的上涨。随着宏观经济的进一步好转, 进入销售旺季的白酒行业有望在 1

月份继续维持高速增长。随着高档白酒的提价预期逐步兑现，我们期待高档白酒今年迎来量价齐升的局面。

图 9 2008 年 1 月-2009 年 12 月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、严查酒后驾车对行业持续影响将减弱

公安部部署，自 8 月 15 日起在全国开展为期两个月的严厉整治酒后驾驶交通违法行为专项行动，全力预防重特大交通事故。这一行动持续到 2009 年 12 月底。在这一政策出台后，餐饮消费中所占比例较大的饮料酒消费下滑尤为明显，啤酒受到的冲击最为直接；葡萄酒所受影响较小。进入 1 月以后，本次严打对酒类产品短期消费造成的影响将逐渐减弱。推动饮用酒类产品的规范化，对酿酒行业长期健康发展起到促进作用，我们认为未来酒类消费受到政策影响的可能性较小。

三、酿酒行业中期趋势的展望

■ 白酒迎来消费旺季 高档酒提价预期兑现

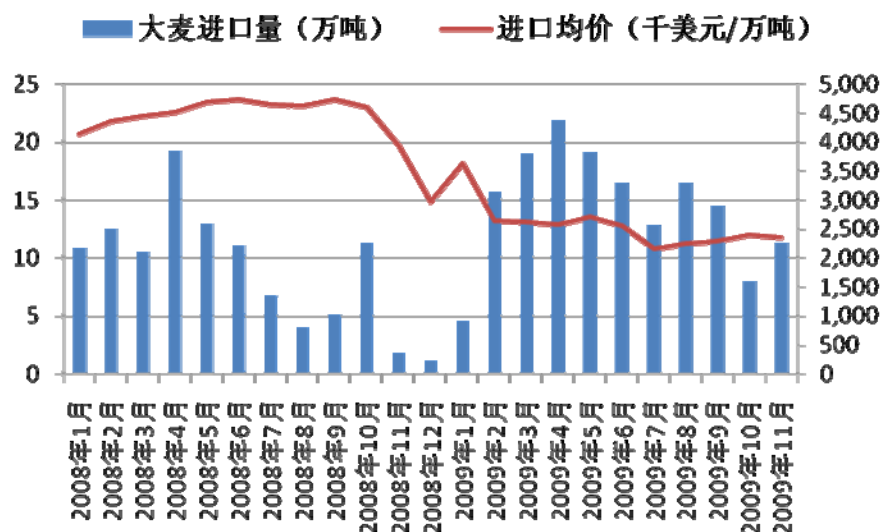
白酒行业今年 1-11 月份无论是产量增长还是盈利数据，均呈现回暖迹象。过去几个月，下游需求也出现了明显回升，中低端酒种表现强劲。目前白酒行业指数相对沪深 300 指数溢价水平，仍处于历史水平的中低位置，具有较高的安全边际。在《消费税加强征收办法》正式实施及全国范围严打酒后驾驶的双重利空影响下，行业三季度业

绩依然靓丽。我们认为目前整个白酒板块在经济转好的背景下，有望在旺季销售中迎来量价齐升的景象。随着近期高档白酒的提价预期相继兑现，我们十分看好行业未来 1 年的发展。

■ 啤酒旺季销售势头良好 全年业绩基本明确

啤酒行业 1-11 月销售势头良好，产销量均维持较高增速。最新的海关数据显示，11 月我国大麦进口价格依旧维持低位，进口量同比大幅增长。从啤酒上市公司三季报的情况来看，三季度啤酒公司继续受益于原料价格的走低，业绩增速呈现大幅上升的趋势。我们继续看好明年一季度啤酒行业的销售及成本下降带来的利润提升。

图 10 08-09 年 11 月我国大麦进口情况

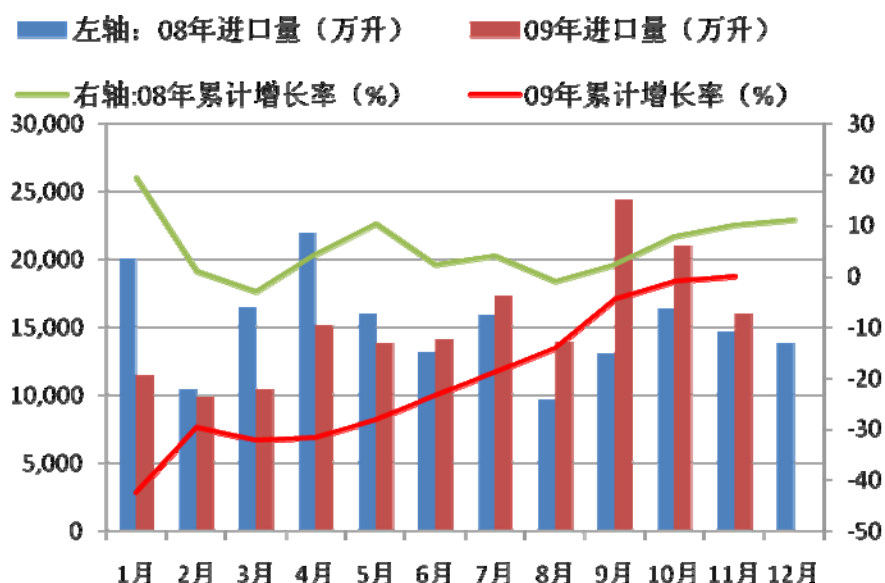


数据来源：中国统计数据应用系统 上海证券研究所

■ 葡萄酒进口量创新高 行业景气度继续回升

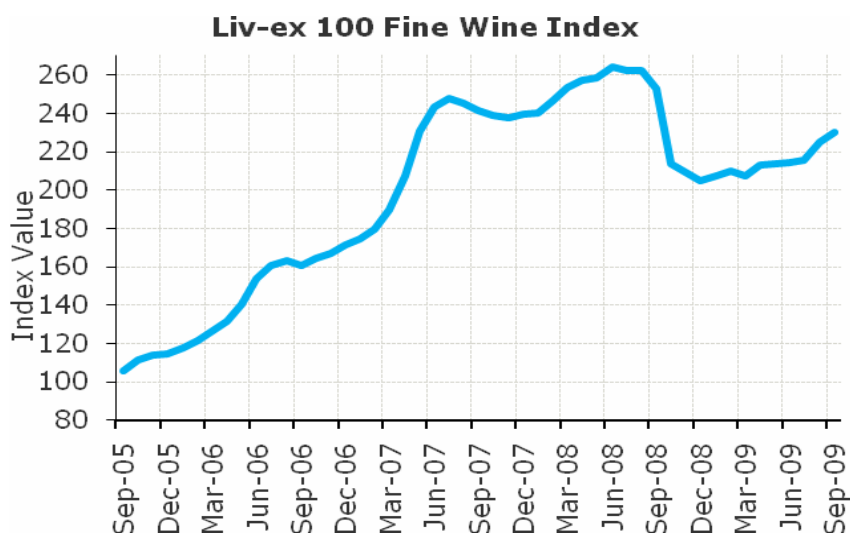
11 月葡萄酒进口量依然高于 08 年同期，1-11 月葡萄酒的累计进口量增速继续回升。自 08 年下半年以来，国内葡萄酒消费增速持续走低，使得近年来持续保持大幅增长的葡萄酒进口量出现负增长，目前行业已明确步入上升周期。2L 以下的瓶装葡萄酒进口量增速继续上升，反映出国内葡萄酒消费需求旺盛。11 月的法国 liv-ex100 指数为 235.13，环比上升 0.4%，继续维持上升趋势。国外葡萄酒价格企稳反弹趋势虽已确立，但国际市场产能过剩的情况短期内难以逆转。进口葡萄酒对于国内葡萄酒市场的冲击将继续加大。我们判断国内葡萄酒市场景气度上半年可恢复到 25% 的增速，长期看好葡萄酒行业在中国的发展前景。

图 11 08-09 年 11 月葡萄酒进口状况



数据来源：中国统计数据应用系统 上海证券研究所

图 12 05-09 年 11 月 LIV-EX 葡萄酒价格指数走势图



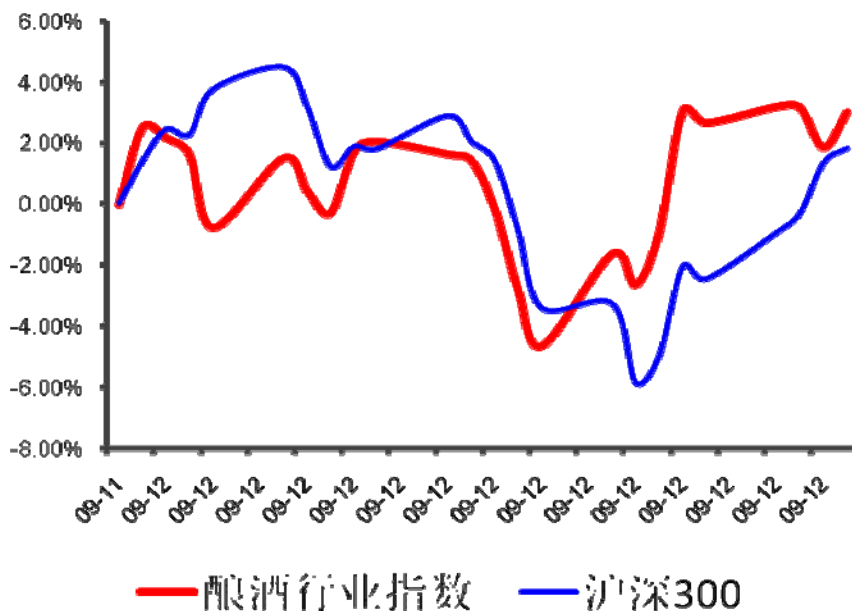
数据来源：www.liv-ex.com 上海证券研究所

四、12 月份行业股票市场走势

截止到 12 月 30 日收盘，12 月份沪深 300 指数涨幅为 1.34%，同期酿酒行业指数涨幅为 1.87%。12 月份酿酒行业指数表现略好于沪深 300 指数，其主要原因有以下三点：一是高端白酒提价预期本月纷纷兑现；二是进入消费旺季后，酒类消费持续回暖；三是酿酒板块相对

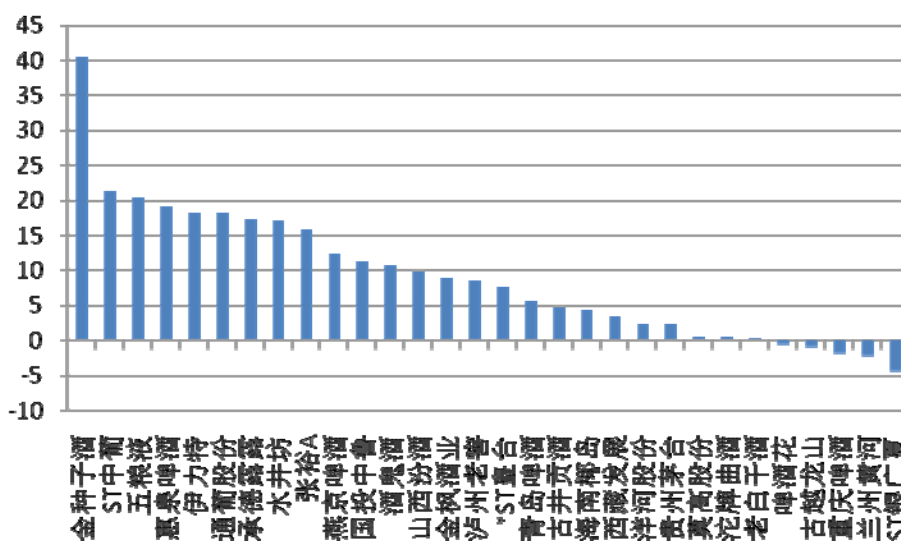
估值仍具上升空间。本月酿酒板块涨幅居前的个股为金种子酒、五粮液等个股；兰州黄河、ST 银广夏等个股跌幅较大。

图 13 2009 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 14 2009 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 2010 年 1 月的策略，依然维持酿酒行业“有吸引力”评级。1-11 月的行业产销量数据及企业盈利数据均表明，酿酒行业整体经济运行态势良好，产量增速稳定，景气回升趋势明确。随着宏观经济企稳回升，一季度是酒类产品的传统销售旺季，高端白酒、葡萄酒销售有望迎来快速增长。严查酒驾对酒类产品的销售影响将持续减弱，长期来看有利于酿酒行业的健康发展。目前酿酒板块相对大盘估值溢价处于历史中低水平，仍有上升空间，值得介入。

■ **建议重点关注白酒、葡萄酒行业公司。**

短期内可继续关注业绩弹性较大的高端白酒行业及景气度触底回升的葡萄酒行业。建议重点关注公司：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、金种子酒、酒鬼酒、通葡股份、张裕 A。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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。