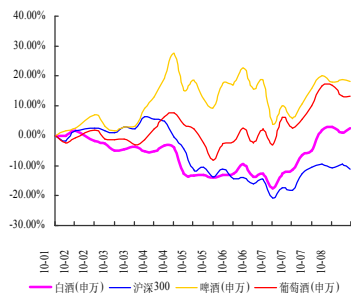


行业
 白酒
 葡萄酒
 啤酒

评级
 看好
 看好
 中性

酿酒行业：通胀背景下的避风港

——酿酒行业 2011 年度投资策略



报告日期 2010 年 11 月 26 日

市场数据 2010 年 11 月 25 日

行业分类 酿酒行业

上市公司 29

沪深 300 3,223.48 +1.46%

食品饮料业 6,156.65 +0.16%

食品饮料小组

联系人: 郭得存

电话: 0351-7219863

E mail: guodc@dtsec.com.cn

地址: 山西世贸中心A座F12

网址: http://www.dtsbc.com.cn

投资要点:

■ 行业策略

继续看好白酒和葡萄酒行业

主要理由:

- (1) 主要驱动因素继续呈现良好的增长势头, 盈利能力有保障
- (2) 明年上半年通胀形势依然严峻, 白酒和葡萄酒抗通胀能力强
- (3) 流动性充裕背景下, 估值溢价有望缩小, 估值吸引力重现
- (4) 白酒产品结构继续转变, 葡萄酒受益于产业政策, 发展空间较大

维持对啤酒行业的“中性”评级

主要理由:

- (1) 啤酒业是饮料酒中增长最为缓慢的行业, 未来盈利能力仍将保持低速增长
- (2) 啤酒业抗通胀能力差, 行业盈利增速会因通胀而下降
- (3) 国际大麦价格上涨引发成本担忧
- (4) 估值在酿酒行业中最高, 风险相对较大
- (5) 啤酒未来在饮料酒中的占比将继续下降

■ 公司策略

稳健型—低风险组合: 贵州茅台、五粮液、张裕A

高成长—高风险组合: 山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、金种子酒

风险提示: 提价低于预期; 板块估值回调; 相关产品需求的下滑。

公司	EPS adjusted(元)			P/E(倍)			评级
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
贵州茅台	4.57	5.44	7.00	44.42	37.31	29.00	强烈推荐
五粮液	0.85	1.24	1.60	45.79	31.59	24.39	强烈推荐
张裕A	2.14	2.76	3.48	51.22	39.61	31.48	谨慎推荐
洋河股份	3.04	4.75	7.03	85.66	54.81	37.03	强烈推荐
山西汾酒	0.82	1.26	1.80	98.31	63.77	44.90	强烈推荐
古井贡酒	0.60	1.28	2.03	138.39	64.22	40.71	强烈推荐
金种子酒	0.27	0.33	0.51	66.78	55.39	35.84	谨慎推荐

目录

1.投资策略.....	5
1.1 行业策略.....	5
1.2 公司策略.....	5
2.酿酒行业实体经济运行状况.....	7
2.1 白酒.....	7
产量增速提高，变化趋势符合预期.....	7
利润总额大幅增加，增速放缓但在高位运行.....	7
吨酒价格继续提高，毛利率同比略有下降.....	8
2.2 葡萄酒.....	8
单月产量增速有所提高，累计增速放缓程度下降.....	8
收入、利润稳步提高，增速直线上升.....	9
吨酒价格继续提高，毛利率较2季度有所回升.....	9
进口酒增速放缓，吨酒价格继续小幅提高.....	10
2.3 啤酒.....	10
产量增速果然昙花一现.....	10
收入、利润小幅提高，增速继续放缓.....	10
吨酒价格略有提高，毛利率低于去年同期水平.....	11
进口增速逐渐下滑，进口吨价不断下降.....	11
2.4 黄酒.....	12
产量增速大幅上升，基数效应功不可没.....	12
收入、利润恢复性增加，增速大幅提高.....	12
3.酿酒行业估值水平分析.....	13
3.1 白酒.....	13
3.2 葡萄酒.....	14
3.3 啤酒.....	15
4.酿酒行业发展展望.....	16
4.1 盈利能力展望.....	16
居民可支配收入：增速继续加快.....	16
财政收入：量增速减，基数效应明显.....	16
工业企业利润：利润大增，增速逐季下滑，全年将维持高位.....	17
宏观经济和通货膨胀因素.....	17
4.2 估值水平展望.....	19
流动性分析.....	19
A股整体估值存在提升的可能，酿酒估值溢价或降低.....	19
4.3 产业政策展望.....	20
大背景：增长方式面临转换，消费占比有望提升.....	20
小背景：产业结构内部调整，葡萄酒增速或最快.....	20

1.投资策略

1.1 行业策略

■ 继续看好白酒和葡萄酒行业

主要理由:

- (1) 主要驱动因素继续呈现良好的增长势头，盈利能力有保障
- (2) 明年上半年通胀形势依然严峻，白酒和葡萄酒抗通胀能力强
- (3) 流动性充裕背景下，估值溢价有望缩小，估值吸引力重现
- (4) 白酒产品结构继续转变，葡萄酒受益于产业政策，发展空间较大

■ 维持对啤酒行业“中性”的评级

主要理由:

- (1) 啤酒行业是饮料酒中增长最为缓慢的行业，未来盈利能力仍将保持低速增长
- (2) 啤酒行业抗通胀能力差，行业盈利增速会因通胀而下降
- (3) 国际大麦价格上涨引发成本担忧
- (4) 估值在酿酒行业中最高，风险相对较大
- (5) 啤酒未来在饮料酒中的占比将继续下降

1.2 公司策略

■ 稳健型—低风险组合：贵州茅台、五粮液、张裕 A

主要推荐理由:

- (1) 行业龙头，盈利能力强，增长确定加稳定；
- (2) 定价话语权强，提价预期强烈，能够有效抵御通胀；
- (3) 行业整合带来市场份额提高，享受集中度提高的盛宴

主要风险因素:

(1) 业绩释放低于预期

(2) 提价时间、幅度等低于预期

盈利预测和估值:

贵州茅台: 市场目前对公司 2010 年、2011 年每股收益的一致预期分别为 5.44 元和 7.00 元, 目前股价分别对应 37 倍、29 倍的市盈率, 上调评级至“**强烈推荐**”。

五粮液: 预计公司 2010 年、2011 年每股收益的分别为 1.24 元和 1.60 元, 目前股价分别对应 31 倍、24 倍的市盈率; ReOI 模型给出 2010 年末的每股价值为 41 元, 隐含的市盈率水平分别为 33 倍和 28 倍, 维持“**强烈推荐**”的投资评级。

张裕 A: 预计公司 2010 年、2011 年每股收益的分别为 2.76 元和 3.48 元, 目前股价分别对应 40 倍、32 倍的市盈率; ReOI 模型给出 2010 年末的每股价值为 114 元, 隐含的市盈率水平分别为 41 倍和 33 倍, 维持“**谨慎推荐**”的投资评级。

■ 高成长—高风险组合: 山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、金种子酒

主要推荐理由:

- (1) 机制变革、产品结构升级带来业绩快速增长
- (2) 定价跟随策略, 提价预期也强烈, 也能够抵御通胀
- (3) 相关公司高送转、增发等行情的预期

主要风险因素:

- (1) 业绩增长可能低于预期
- (2) 目前估值较高

盈利预测和估值:

山西汾酒: 预计公司 2010 年、2011 年的每股收益分别为 1.26 元和 1.80 元, 目前股价分别对应 60 倍、42 倍的市盈率, 上调评级至“**强烈推荐**”。

古井贡酒: 预计公司 2010 年、2011 年的每股收益分别为 1.28 元和 2.03 元, 目前股价分别对应 64 倍、40 倍的市盈率, 维持“**强烈推荐**”的投资评级。

洋河股份: 市场目前对公司 2010 年、2011 年每股收益的一致预期分别为 4.75 元和 7.03 元, 目前股价分别对应 54 倍、37 倍的市盈率, 首次评级为“**强烈推荐**”。

金种子酒：预计公司 2010 年、2011 年每股收益的分别为 0.33 元和 0.51 元，目前股价分别对应 55 倍、35 倍的市盈率，维持“**谨慎推荐**”的投资评级。

2.酿酒行业实体经济运行状况

2.1 白酒

产量增速提高，变化趋势符合预期

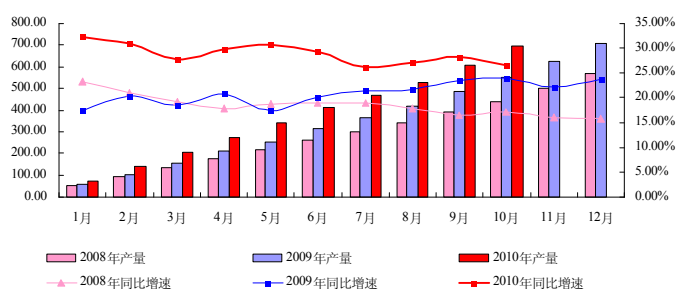
1-10 月份，白酒的累计产量为 694.70 万千升，同比增长 26.64%，增速比去年同期加快 2.62 个百分点，从目前趋势来看，白酒今年的产量能创近几年的新高。

利润总额大幅增加，增速放缓但在高位运行

1-8 月份，白酒主营业务收入为 1,686.28 亿元，同比增长 35.04%，增速比去年同期加快 9.92 个百分点；利润总额为 227.48 亿元，同比增长 36.86%，增速比去年同期加快 13.79 个百分点。

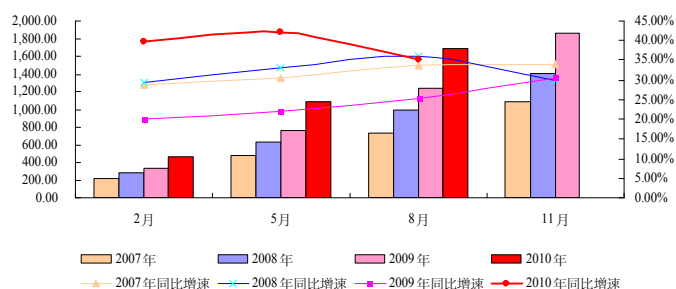
可以看到，无论是收入还是利润，均比去年同期有所提高，尤其是利润总额的增加幅度更为明显。同比增速虽然有所下降，但应看到这主要是由于基数效应造成的，总体来看收入和利润的增速仍然维持高位运行。

图 1 1-10 月白酒产量增速同期加快 4.77 个百分点 单位：万千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

图 2 1-8 月白酒收入增速同期加快 9.92 个百分点 单位：亿元

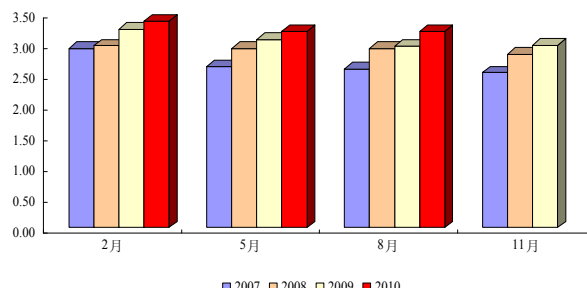
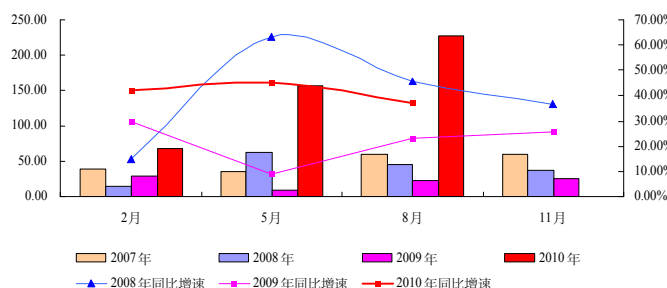


数据来源：wind，大同证券研究部。

图 3 1-8 月白酒利润总额增速同期加快 13.79 个百分点 单位: 亿元

图 4 吨酒价格同比提高 0.24 万元

单位: 万元/千升



数据来源: wind, 大同证券研究部。

数据来源: wind, 大同证券研究部。

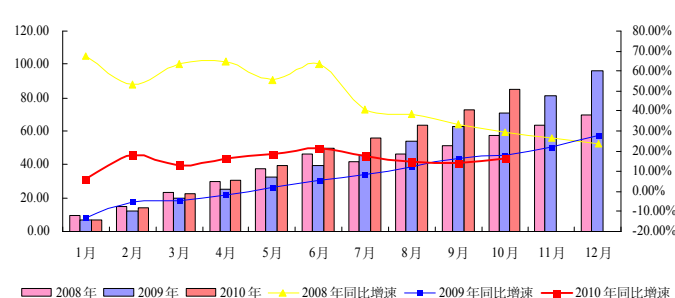
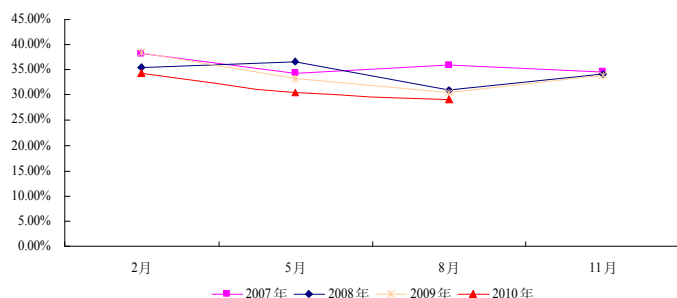
吨酒价格继续提高，毛利率同比略有下降

白酒的吨酒价格呈现出一定的季节性，一般是 1、4 季度较高，2、3 季度相对较低。2007 年以来，吨酒价格逐渐提高，今年 1-8 月份，白酒的吨酒价格达到 3.19 万/吨，较去年同期增加了 0.24 万元。

毛利率与吨酒价格的变动趋势相对应，逐季下降。白酒三季度的毛利率水平 29.20%，比去年同期下降了 1.9 个百分点，总体来看今年的毛利率始终低于前几年的水平，由于今年 6-8 月份白酒产量比去年同期增加了 22.69 万千升，所以这可能反映了中低档白酒畅销的趋势。

图 5 毛利率水平下降可能反映了中低档白酒的畅销

图 6 1-10 月份葡萄酒累计产量增速放缓程度下降 单位: 万千升



数据来源: 大同证券研究部。

数据来源: wind, 大同证券研究部。

2.2 葡萄酒

单月产量增速有所提高，累计增速放缓程度下降

1-10 月份，葡萄酒的累计产量为 85.17 万千升，同比增长 16.64%，增速比去年同期放缓 1.48 个百分点。葡萄酒 10 月产量增速大幅提高，超出我们的预期，我们仍然认为受基数效应的影响较大。累计增速放缓程度下降，整体产量水平继续稳步增加。

收入、利润稳步提高，增速直线上升

1-8 月份，葡萄酒业主营业务收入为 196.05 亿元，同比增长 25.46%，增速比去年同期加快 11.44 个百分点；利润总额为 21.52 亿元，同比增长 27.96%，增速比去年同期加快 21.44 个百分点。

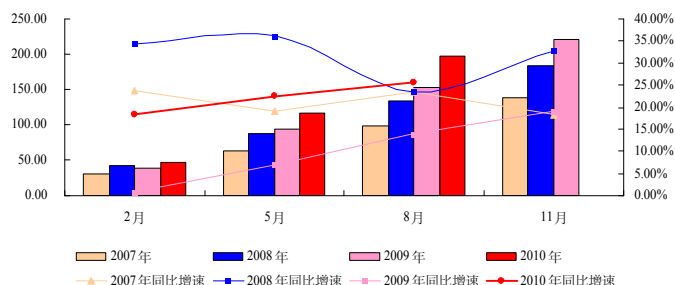
同白酒一样，无论是收入还是利润，均比去年同期有所提高。同比增速直线上升表明受去年基数效应的影响不大，反映了行业的高增长性。

吨酒价格继续提高，毛利率较 2 季度有所回升

葡萄酒的吨酒价格也呈现出一定的季节性，一般也是 1、4 季度较高，2、3 季度相对较低。2007 年以来，吨酒价格有所反复。今年 1-8 月份，葡萄酒的吨酒价格达到 3.08 万/吨，较去年同期也增加了 0.24 万元。

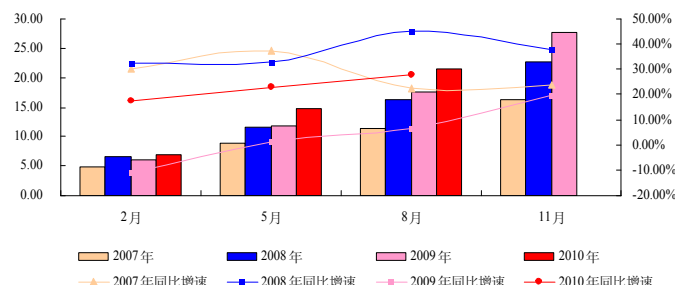
毛利率一般是前三季度逐季下滑，第四季度回升。今年前三季度的毛利率变化略有不同，表现为第三季度的毛利率水平有所回升。总体来看，毛利率水平低于前几年的同期水平。

图 7 1-8 月葡萄酒收入增速同期加快 11.44 个百分点 单位：亿元



数据来源：wind，大同证券研究部。

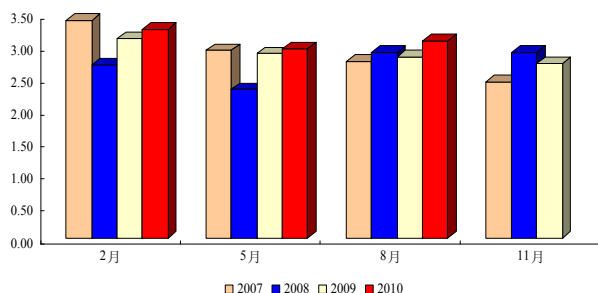
图 8 1-8 月葡萄酒利润增速同期加快 21.44 个百分点 单位：亿元



数据来源：wind，大同证券研究部。

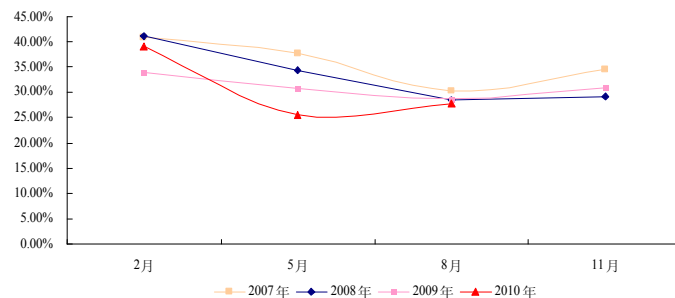
图 9 葡萄酒吨酒价格继续提高

单位：万元/千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

图 10 葡萄酒 3 季度毛利率水平有所恢复



数据来源：wind，大同证券研究部。

进口酒增速放缓，吨酒价格继续小幅提高

从进口金额来看，1-10 月份我国葡萄酒的进口金额为 9.90 亿美元，同比增长 59.90%；从进口数量上来看，1-10 月份，我国葡萄酒进口数量为 23.68 万千升，同比增长 56.20%，增速均有所放缓。

图 11 葡萄酒进口金额累计增速继续放缓

单位：亿美元

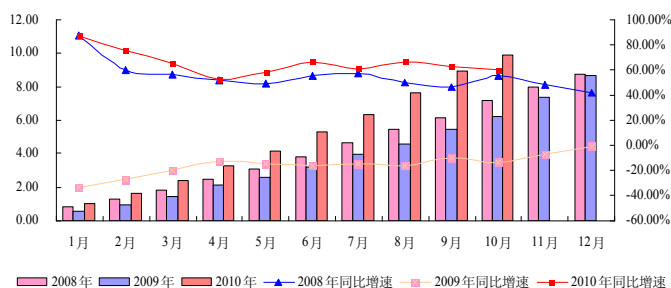
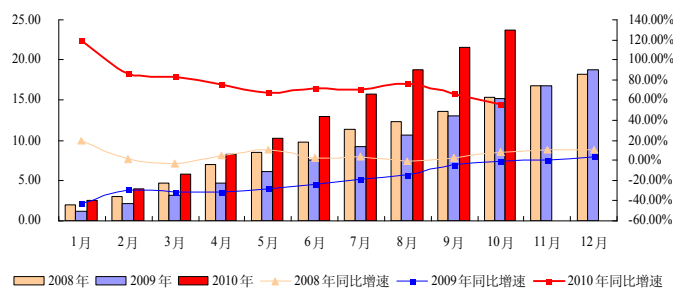


图 12 累计进口数量增加，增速逐渐放缓

单位：万千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

数据来源：wind，大同证券研究部。

2.3 啤酒

产量增速果然昙花一现

1-10 月份，啤酒产量为 3,970.28 万千升，同比增长 6.51%，增速果然昙花一现，总体来看，啤酒产量波动性仍然不大。

图 13 1-10 月啤酒产量累计增速首超去年同期水平

单位：万千升

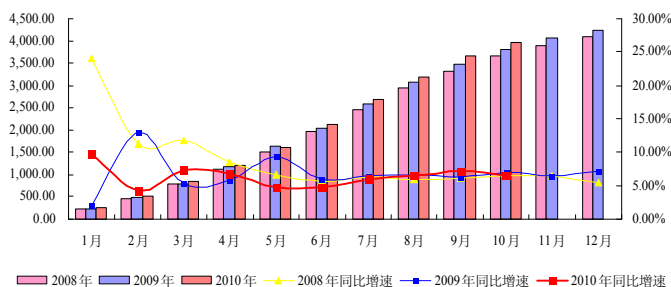
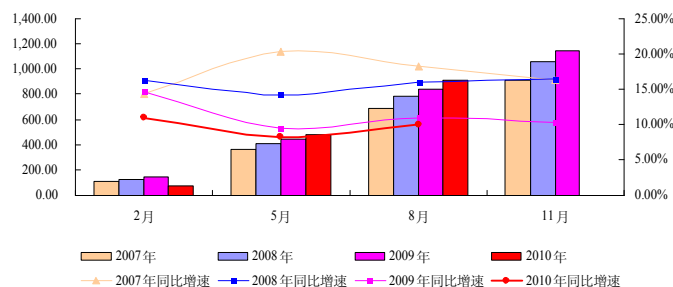


图 14 1-8 月啤酒收入增速同期放缓 1.03 个百分点

单位：亿元



数据来源：wind，大同证券研究部。

数据来源：wind，大同证券研究部。

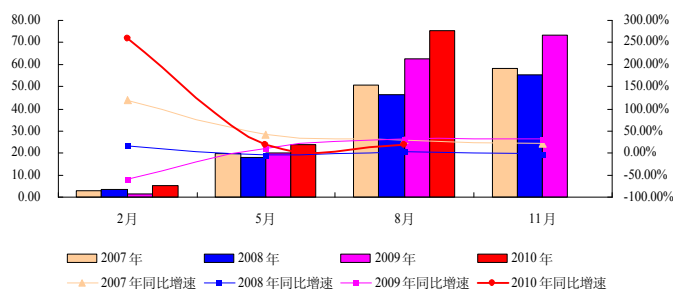
收入、利润小幅提高，增速继续放缓

1-8 月份，啤酒业主营收入为 913.76 亿元，同比增长 10.00%，增速比去年同期放缓 1.03 个百分点。利润总额为 75.14 亿元，同比增长 17.97%，增速比去年同期放缓 13.01 个百分点。

人类追求大同世界 你我拥有大同证券

从绝对量上来讲，无论是收入还是利润，均比去年同期有所提高，但同比增速有所放缓，反映了行业今年受雨水天气的影响较大。

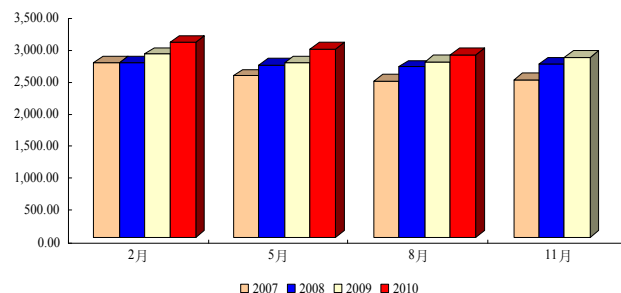
图 15 1-8 月啤酒利润增速同期放缓 13.01 个百分点 单位：亿元



数据来源：wind，大同证券研究部。

图 16 吨酒价格略有提高

单位：元/千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

吨酒价格略有提高，毛利率低于去年同期水平

啤酒的吨酒价格也呈现出 1、4 季度较高，2、3 季度相对较低的特点。2007 年以来，吨酒价格逐年小幅提高，反映了行业产品结构向中高档转变的趋势。今年 1-8 月份，啤酒的吨酒价格达到 2,860.32 元/吨，较去年同期也增加了 107.75 元。

毛利率一般是前三季度逐季提高，第四季度略有下降，这个特点与葡萄酒恰好相反。今年第三季度的毛利率比去年下降 1.07 个百分点，总体来看，啤酒行业毛利率水平逐年递减。

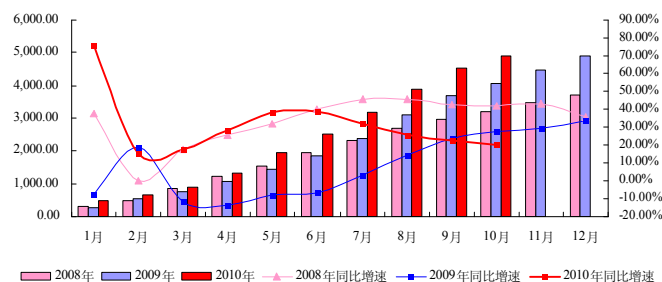
图 17 第三季度毛利率比去年下降 1.07 个百分点



数据来源：wind，大同证券研究部。

图 18 啤酒进口金额累计增速也继续下滑

单位：万美元



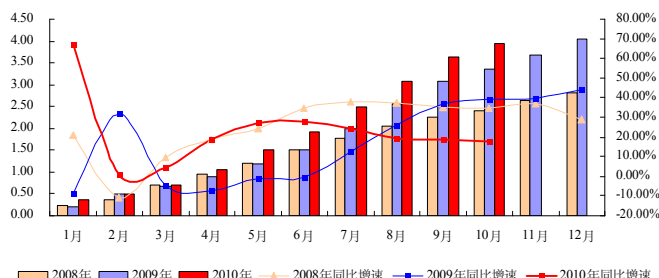
数据来源：wind，大同证券研究部。

进口增速逐渐下滑，进口吨价不断下降

从进口金额来看，1-10 月份，我国啤酒的进口金额为 4,892.90 万美元，同比增长 20.20%；从进口数量上来看，1-10 月份，我国啤酒的进口数量为 3.64 万千升，同比增长 18.60%，增速比前 9 个月继续下滑，增速均明显下降。

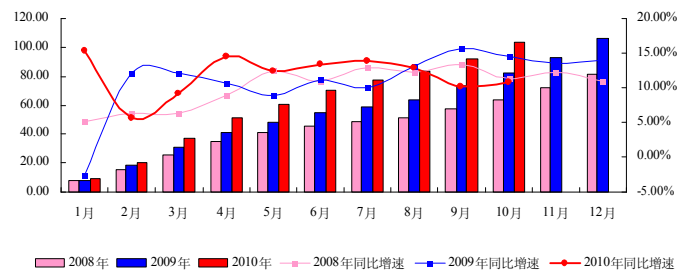
图 19 啤酒进口数量累计增速也继续下滑

单位：万千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

图 20 1-10 月黄酒产量增速同期放缓 3.70 个百分点 单位：万千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

2.4 黄酒

产量增速大幅上升，基数效应功不可没

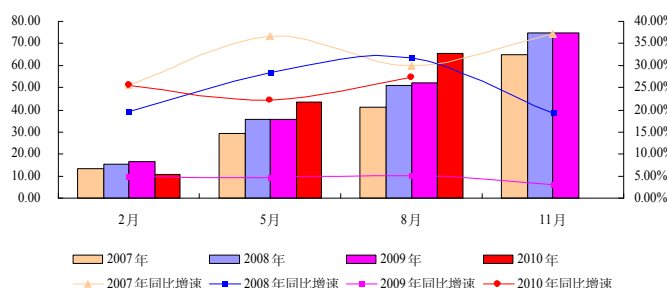
1-10 月份，黄酒产的累计产量为 103.59 万千升，同比增长 10.80%，累计增速的放缓程度有所下降，季节消费和低基数都是加快的原因。

收入、利润恢复性增加，增速大幅提高

1-8 月份，黄酒业主营收入为 65.46 亿元，同比增长 27.24%，增速比去年同期加快 22.13 个百分点。利润总额为 4.96 亿元，同比增长 16.19%，增速比去年同期加快 19.68 个百分点。

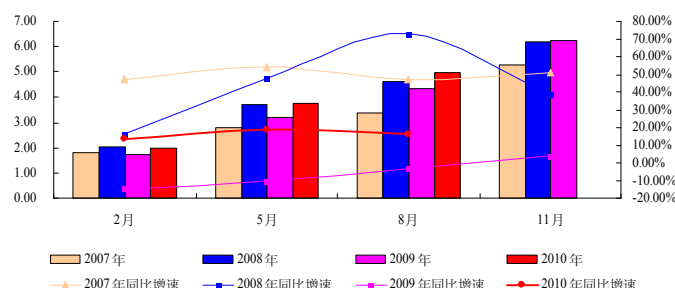
09 年黄酒行业收入微增，利润出现了负增长，所以导致今年的数据比较显著。如果剔除这部分基数效应，实际上黄酒行业的增长势头没有其他酒种好。

图 21 1-8 月黄酒收入增速同期加快 22.13 个百分点 单位：亿元



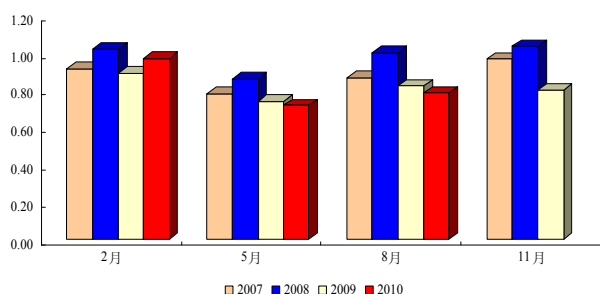
来源：wind，大同证券研究部。

图 22 1-8 月黄酒利润增速同期加快 19.68 个百分点 单位：亿元



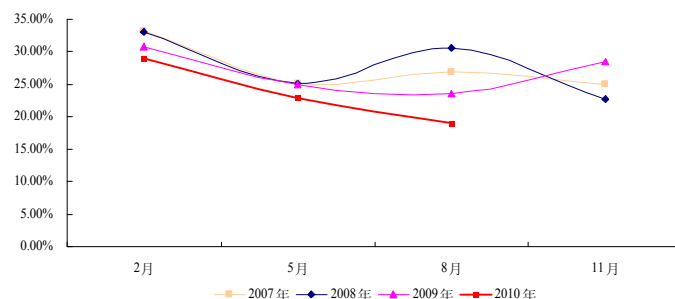
数据来源：wind，大同证券研究部。

图 23 吨酒价格较去年同期下降 0.04 万元 单位：万元/千升



数据来源：wind，大同证券研究部。

图 24 毛利率直线下滑，第三季度仅为 19.06%



数据来源：wind，大同证券研究部。

3. 酿酒行业估值水平分析

3.1 白酒

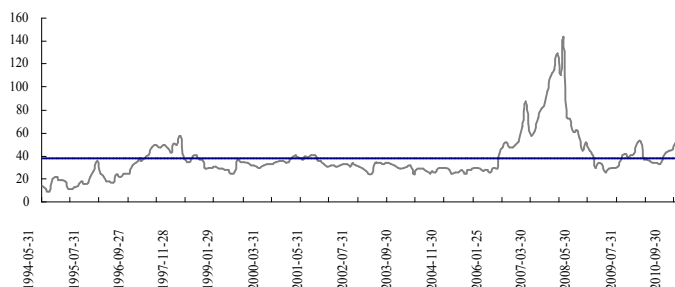
市盈率高于历史均值

目前白酒行业的历史市盈率（上年年报，剔除负值，下同）水平为 52.41 倍，滚动市盈率（剔除负值，下同）水平为 47.21 倍，以月度数据来算，分别高于历史均值水平 40.79%、24.28%。

估值溢价处在历史高位

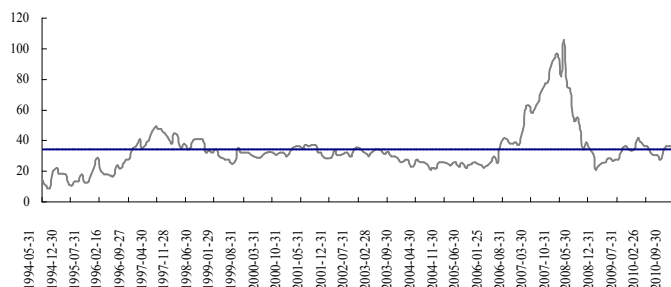
目前白酒行业的历史市盈率溢价（相对于全部 A 股，下同）水平为 2.23 倍，滚动市盈率的溢价水平为 2.24 倍，分别高于历史均值水平 39.75%、90.71%，均位于历史高位。

图 25 白酒目前的历史市盈率（月度）高于其历史均值 39.75%



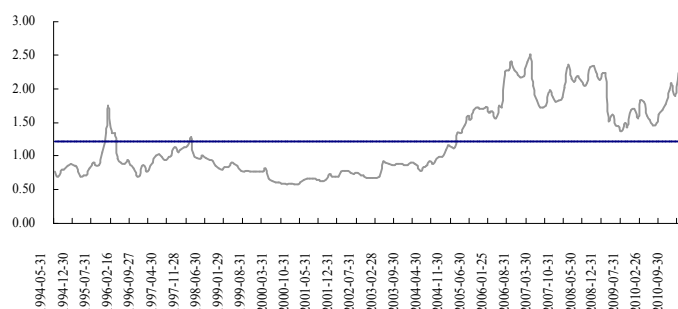
数据来源：wind，大同证券研究部。

图 26 白酒目前的滚动市盈率（月度）高于其历史均值 24.28%



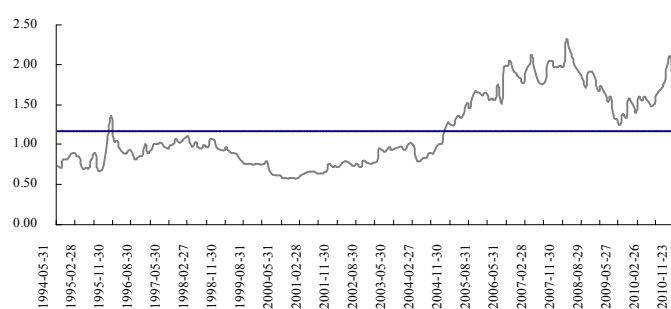
数据来源：wind，大同证券研究部。

图 27 白酒目前的历史市盈率（月度）溢价处于历史高位



数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 28 白酒目前的滚动市盈率（月度）溢价也处在历史高位



数据来源: wind, 大同证券研究部。

3.2 葡萄酒

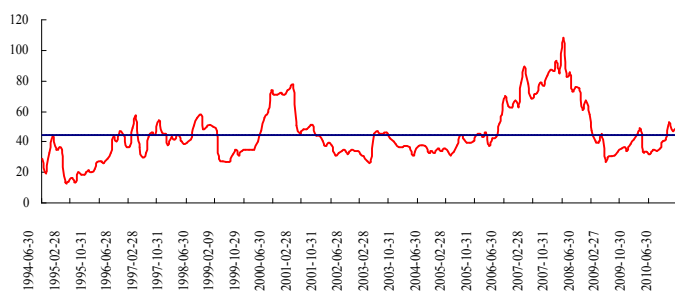
市盈率高于历史均值

目前葡萄酒行业的历史市盈率水平为 49.49 倍，滚动市盈率水平为 47.21 倍，以月度数据来算，分别高于历史均值水平 10.54%、5.98%。

估值溢价处在历史高位

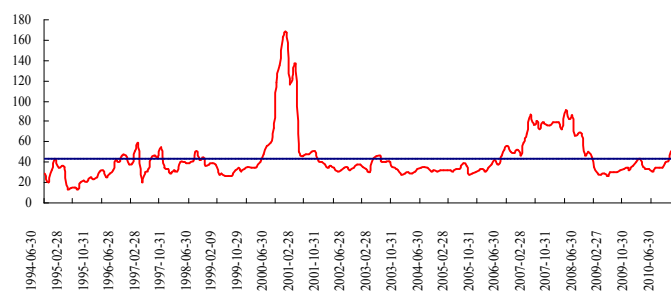
目前葡萄酒行业的历史市盈率溢价水平为 2.11 倍，滚动市盈率的溢价水平为 2.47 倍，分别高于历史均值水平 42.17%、64.63%，均位于历史较高水平。

图 29 葡萄酒目前的历史市盈率（月度）高于其历史均值 10.54%



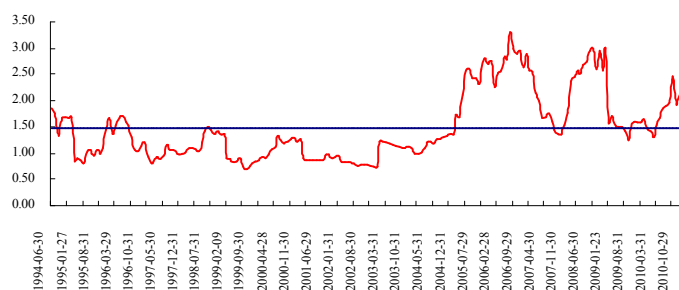
数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 30 葡萄酒目前的滚动市盈率（月度）高于其历史均值 5.98%



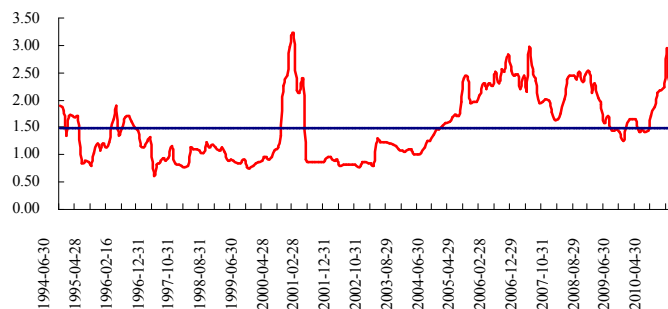
数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 31 葡萄酒目前的历史市盈率（月度）溢价处在较高水平



数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 32 葡萄酒目前的滚动市盈率（月度）溢价也处在高位



数据来源: wind, 大同证券研究部。

3.3 啤酒

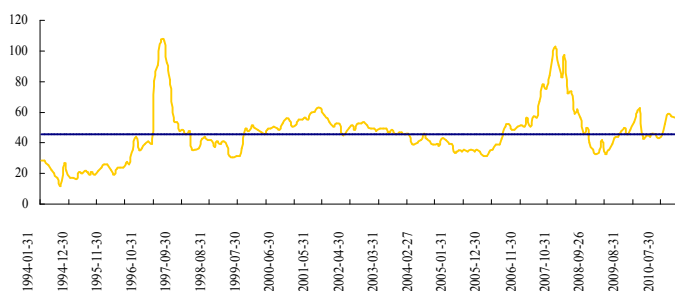
市盈率高于历史均值

目前啤酒行业的历史市盈率水平为 56.29 倍，滚动市盈率水平为 45.02 倍，以月度数据来算，分别高于历史均值水平 22.81%、2.90%。

估值溢价处在历史高位

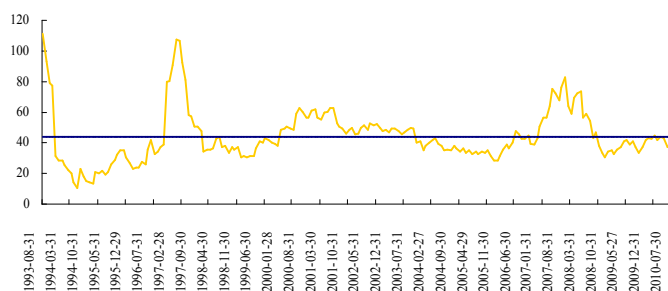
目前啤酒行业的历史市盈率溢价水平为 2.39 倍，滚动市盈率的溢价水平为 2.42 倍，分别高于历史均值水平 62.00%、61.25%，均位于历史较高水平。

图 33 啤酒目前的历史市盈率（月度）高于其历史均值水平 22.81%



数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 34 啤酒目前的滚动市盈率（月度）高于其历史均值水平 17.00%



数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 35 啤酒目前的历史市盈率（月度）溢价处在历史高位

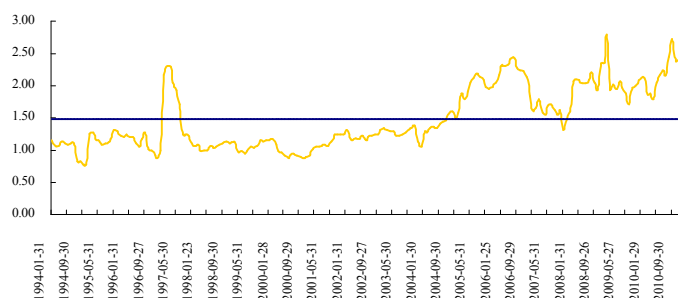
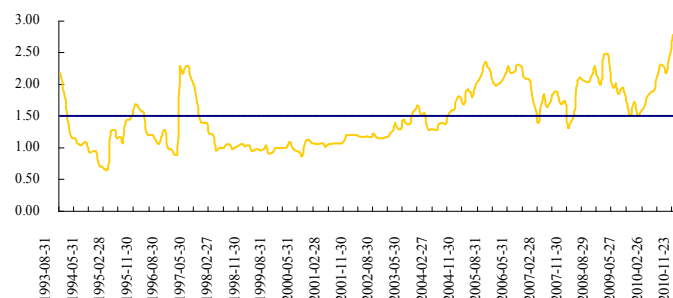


图 36 啤酒目前的滚动市盈率（月度）溢价也处于历史高位



数据来源: wind, 大同证券研究部。

数据来源: wind, 大同证券研究部。

4. 酿酒行业发展展望

4.1 盈利能力展望

目前我们认为影响酿酒行业盈利能力的主要因素在于需求。前期我们对影响酿酒行业需求的三个主要驱动因素进行过分析,得出的基本结论是在影响程度上,居民的可支配收入最大,其次是财政收入,工业企业利润影响程度相对较小。当然在影响方向上三个驱动因素都是与酿酒行业盈利能力同向的。此外,酿酒行业的盈利能力还受到宏观经济状况、通胀、产业政策等因素的影响。

居民可支配收入: 增速继续加快

今年前三季度,我国城镇居民人均可支配收入为 14,333.83 元,同比增长 10.49%,增速比去年同期加快 1.14 个百分点。农村居民家庭人均现金收入为 4,869.00 元,同比增长 13.06%,增速比去年同期加快了 4.60 个百分点。

总体来看,居民可支配收入的变动趋势符合我们的预期,城镇和农村居民的可支配收入不断提高,增速则在基数效应和新增长动力的双重作用下,呈现出加速上扬的态势。我们预计明年居民的收入增速将会继续呈现不断提高的趋势。

财政收入: 量增速减, 基数效应明显

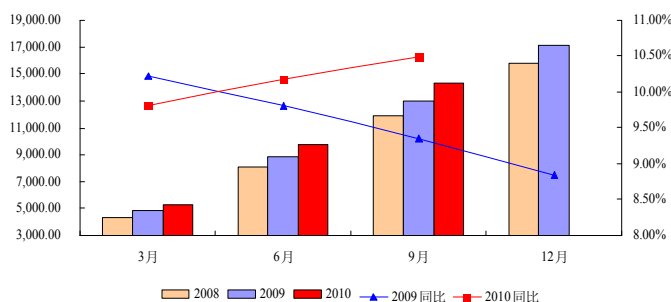
今年财政收入的基数效应比较明显。10 月份实现财政收入实现 5,619.35 亿元,同比增长 14.83%,环比增速继续加快。1-10 月份,我国财政收入为 7.09 万亿元,同比增长 21.50%,增速比去年同期加快 14 个百分点。

从当月数据来看,今年前 10 个月财政收入的同比增速呈现出总体递减的趋势,不过近三个月增速有所提高,累计增速也表现出了相同的趋势,但累计增速仍然快于去年同期水平。我们

预计，接下来的两个月，财政收入仍然会继续增加，但增速会逐渐回落，回落的主要原因还是基数效应。

图 37 城镇居民人均可支配收入增速继续加快

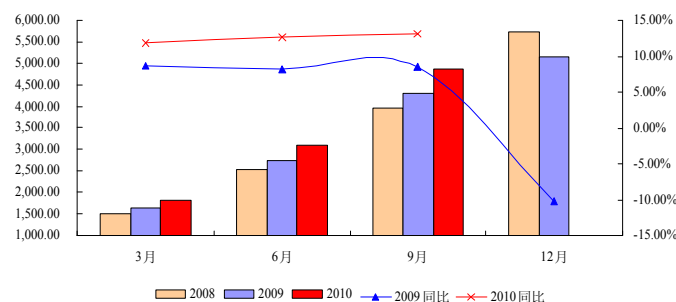
单位：元



数据来源：聚源，大同证券研究部。

图 38 农村人均现金收入增速也加快

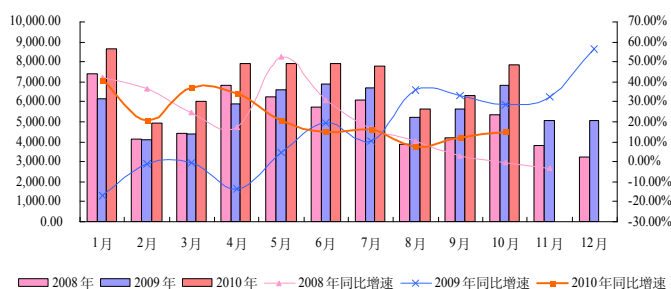
单位：元



数据来源：聚源，大同证券研究部。

图 39 10月财政收入增速继续加快

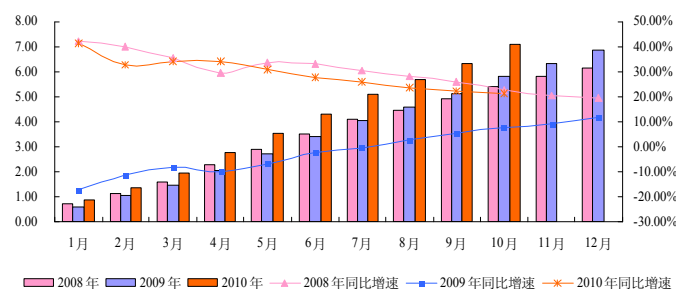
单位：亿元



数据来源：聚源，大同证券研究部。

图 40 累计财政收入增速因基数效应而放缓

单位：万亿元



数据来源：聚源，大同证券研究部。

工业企业利润：利润大增，增速逐季下滑，全年将维持高位

从企业利润的角度来看，1-8 月份，我国规模以上工业企业的利润总额约为 2.60 万亿元，同比大幅增长 55%；实现主营收入约为 43.12 万亿元，同比增长 33.40%。

总体来看，今年工业企业的利润和收入均比去年同期有了大幅度的增加，累计增速由于基数效应的影响呈现出逐季下滑的态势，但我们预计全年利润和收入增速仍将维持高位。

宏观经济和通货膨胀因素

我们在前期的报告中分析过饮料酒各子行业收入增速与 GDP 增速的关系，得出的主要结论是，白酒、葡萄酒和啤酒都与 GDP 同向波动，白酒、啤酒、葡萄酒受宏观经济波动的影响程度依次减弱。

今年前三季度，我国 GDP 为 26.87 万亿元，同比增长 10.4%，增速比去年同期加快 2.7 个

百分点。增速因基数效应而不断放缓，符合我们的判断，但全年增速应高于2009年的水平。

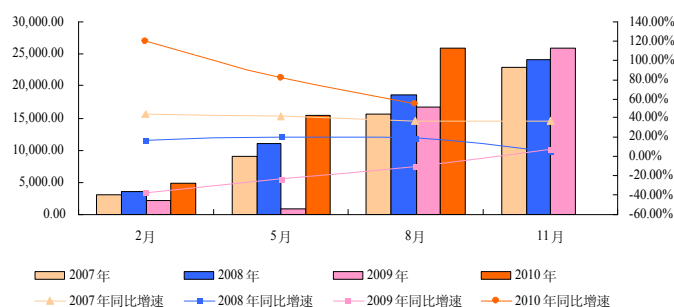
从饮料酒各子行业的近期收入数据来看，白酒和葡萄酒的增速较快，而且较为稳固，黄酒因为去年低基数而呈现出高增长，啤酒的增速较为缓慢。我们预计白酒和葡萄酒的增长势头将持续，啤酒和黄酒的收入增速将保持稳定。

我们也分析了饮料酒各子行业收入增速与CPI增速的关系，得出的主要结论是，从收入增速的角度来看，白酒、葡萄酒和啤酒的抗通胀能力依次递减；从利润增速的角度来看，白酒的抗通胀能力依然最强，其次是葡萄酒，啤酒则会受到通胀的负面影响。

今年以来，我国的CPI总体处在上升通道中，10月份的CPI同比增长4.4%，为近几个月来的新高，继续超出市场预期。CPI的不断上升将使白酒、葡萄酒直接受益（尤其是高端白酒和葡萄酒），啤酒则受到较大冲击，这些在其收入增速中可以看到。

图 41 工业企业利润量增，增速逐渐下滑

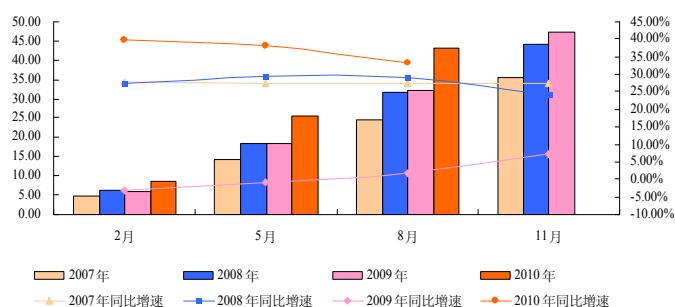
单位：亿元



数据来源：聚源，大同证券研究部。

图 42 1-8月工业企业收入增速也逐渐下滑

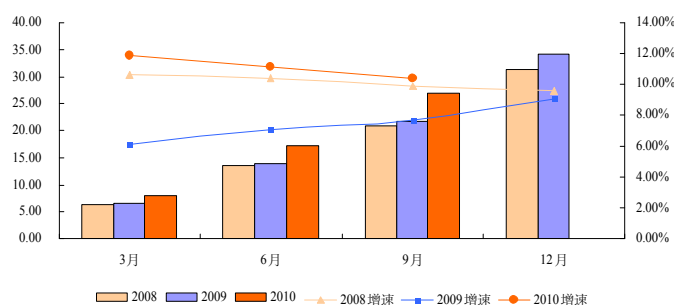
单位：万亿元



数据来源：聚源，大同证券研究部。

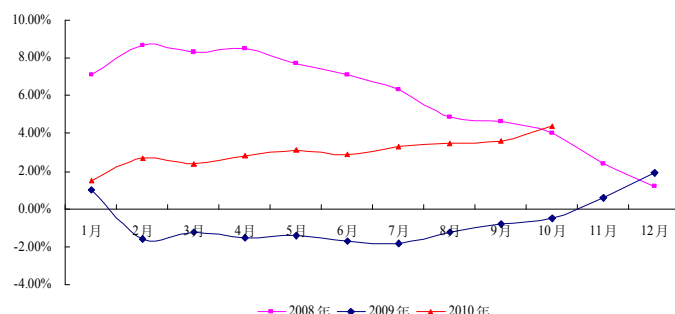
图 43 GDP 稳步增加，增速高于去年同期水平

单位：万亿元



数据来源：wind，大同证券研究部。

图 44 CPI 同比增速处在上升通道中，不断超出市场预期



数据来源：wind，大同证券研究部。

4.2 估值水平展望

流动性分析

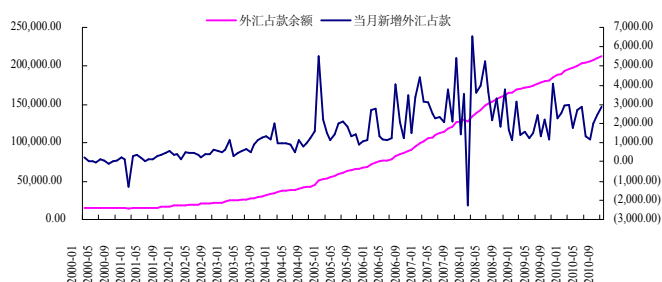
外围来看，弱势美元政策造就流动性泛滥趋势。美国宣布启动第二轮 6000 亿美元规模的量化宽松计划，超出市场预期。美元贬值将导致热钱涌入新兴市场，造成资产价格的泡沫化。房地产、股市将成为热钱的冲击对象，资产价格泡沫化的风险加大。

国内来看，流动性充裕和紧缩预期博弈。表面上看，今年以来货币供给量和信贷的同比增速均出现放缓，但应看到这主要是由 09 年高基数效应导致的。我们预计，明年货币供给量和信贷的增速将会呈现出前低后高的走势。在国家治理通胀、调控房地产的形势下，股市最有可能成为流动性的吸纳器。

A 股整体估值存在提升的可能，酿酒估值溢价或降低

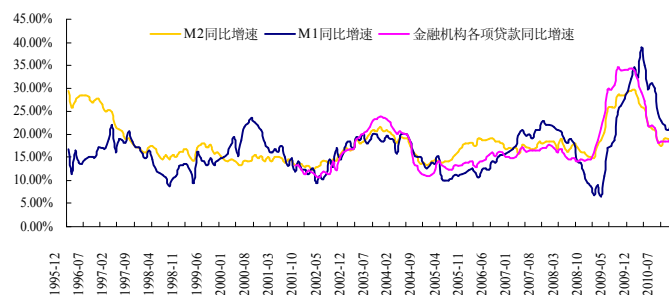
目前整体 A 股的历史市盈率水平为 23.51 倍，滚动市盈率水平为 18.88 倍，以月度数据来算，分别低于历史均值水平 38.06%、48.52%。我们认为，A 股目前的整体估值水平存在继续提高的可能，从而降低酿酒行业的相对估值溢价水平，使得酿酒行业的相对估值变得有吸引力。

图 45 当月新增外汇占款反映了外围流动性的充裕 单位：亿元



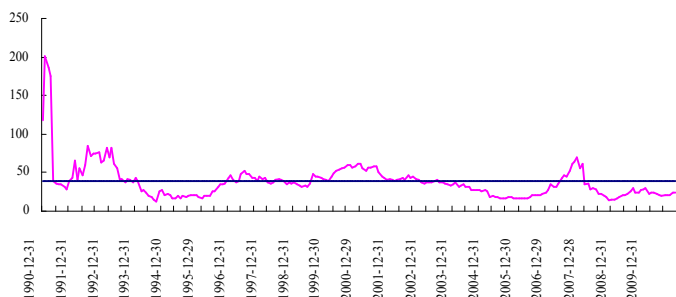
数据来源：wind，大同证券研究部。

图 46 基数效应下货币供给和信贷增速的表面放缓



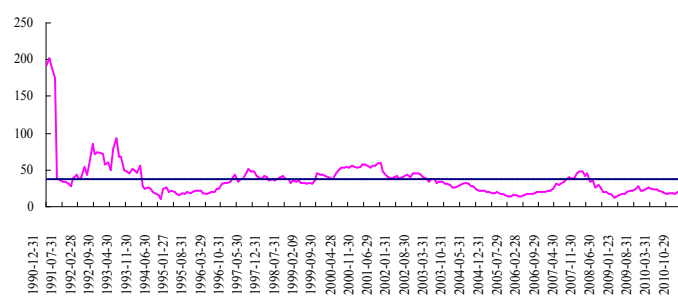
数据来源：wind，大同证券研究部。

图 47 A 股目前的历史市盈率（月度）低于其历史均值水平 38.06%



数据来源：wind，大同证券研究部。

图 48 A 股目前的滚动市盈率（月度）低于其历史均值水平 48.52%



数据来源：wind，大同证券研究部。

4.3 产业政策展望

大背景：增长方式面临转换，消费占比有望提升

目前我国经济增长的三大引擎中，投资是主导，消费占比相对较低。十二五规划中指出“坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向。构建扩大内需长效机制，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变”。可见，未来消费占比将会继续提高，酿酒行业作为传统消费将会继续受益于增长方式的调整。

小背景：产业结构内部调整，葡萄酒增速或最快

我国酿酒行业十二五规划（审定稿）中预计2015年我国饮料酒产销量将突破6,000万千升，到2015年将达到7,785万千升，比2010年增长27.83%，年均增长5.57%。其中，葡萄酒增速较快，年均增速可达20%左右，在饮料酒中所占比例将逐步增大；啤酒由于基数较大，增速最慢，年均增长维持4%左右，在饮料酒中的所占比例也将逐步缩小。对于白酒，产业政策将从“限制”变为“扶优限劣”，可以预见，名优白酒企业将来的发展前景依然广阔。（资料来源：中国酒业新闻网）

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。