



2011，酒香四溢

——食品饮料行业 2011 年投资策略

金嫣
执业证书编号：S1230209050109

本报告导读：

- 食品饮料行业是过去十年投资回报率最高的行业
- 看好高景气度的白酒行业，高成长的葡萄酒行业以及出现行业拐点的黄酒行业

投资要点：

■ 市场表现

食品饮料行业是过去十年投资回报率最高的行业，需要我们耐心地伴随行业共同成长。2010 年 1-11 月食品饮料行业表现优异，回报率位列各行业第三。对照历史，行业估值已不算便宜，对比其他行业，估值仍具有相对优势，有一定的提升空间。

■ 投资逻辑

我们主要从收入增长、收入增长预期、通货膨胀和通货膨胀预期四个方面考虑明年行业趋势。通胀影响在明年上半年较为显著，必需消费品因其大众属性和较低的毛利率只能通过成本加成的方式向消费者转嫁，属于防御型品种；下半年随着物价回落，虽然盈利会有所改观，但是由于实际通胀水平较名义偏高以及去库存化的过程，明年全年的机会有限。在政策导向内需，通胀可控，收入继续增长的预期下，今年下半年开始的酒类消费热情将延续，同时酒类良好的抗通胀能力是明年攻守兼备的良好品种，我们看好处于高景气度的白酒行业，享受高成长的葡萄酒行业以及出现拐点的黄酒行业。我们的投资逻辑可以简单概括为从上而下的选择细分行业，从下而上的推荐公司。

■ 白酒行业

04 年以后，白酒行业再次进入量价齐升的景气周期，2010 年白酒高增长仍在延续；通胀预期下，白酒本身具有较强的抗通胀能力，通胀又给白酒营造了很好的提价氛围；消费行为的悄然改变使名优白酒强者恒强。推荐洋河股份，公司业绩不断超出投资者预期，也包括管理层自己。

■ 葡萄酒行业

行业成长空间已打开，呈现持续高增长趋势，应当享受高估值；国内一线阵营已经在市场份额、产品结构、原料、品牌等各个方面获得先发优势，地位不可动摇；虽然进口酒发展迅速，但短期内难以主导国内市场。推荐张裕 A，公司是业内龙头，综合实力最强，享受行业高成长的盛宴。

■ 黄酒行业

传统市场远未饱和，非传统市场大有空间；经济危机过后，产品升级大幕将再次拉开；鉴于行业现状，地区整合应该先于地区突破，期待行业王者；黄酒行业获有比其它酒类更多的政策倾斜。推荐古越龙山，公司具有成为行业王者的基因，期待省内整合、省外扩张。

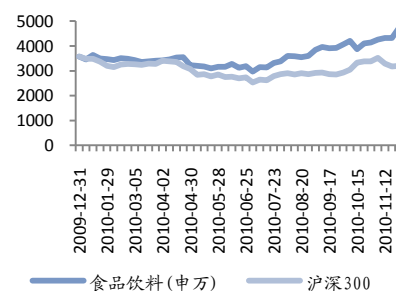
细分行业评级

行业名称	
白酒	买入
葡萄酒	买入
黄酒	买入

公司推荐

洋河股份	推荐
张裕 A	推荐
古越龙山	推荐

今年以来行业走势图



报告撰写人：金嫣

数据支持人：葛越





目 录

一、市场运行情况	4
(一) 食品饮料行业是一项长期投资，需要耐心伴随行业共同成长	4
(二) 2010 年 1-11 月食品饮料行业表现优异，回报率位列各行业第三	5
(三) 对照历史食品饮料行业估值已不算便宜，对比其他行业估值仍有空间	5
二、我们的投资逻辑	7
三、酒类子行业基本面分析及上市公司推介	9
(一) 白酒行业量价齐升，显示高人气、高景气度	9
2、白酒行业具有较强的抗通胀能力，通胀又给白酒营造了很好的提价氛围	10
3、名优白酒强者恒强	11
4、公司推荐：洋河股份；公司业绩不断超出投资者预期，也包括管理层自己	11
(二) 葡萄酒：行业成长空间已打开，呈现持续高增长趋势，应当享受高估值	12
1、行业成长空间开始显现，并将持续高增长	12
2、一线阵营地位不可动摇，二三线阵营仍有机会	15
3、进口酒发展迅速，但短期难以主导国内市场	16
4、公司推荐：张裕A；业内龙头，综合实力最强，享受行业高成长的盛宴	18
(三) 黄酒行业，出现拐点	18
1、传统市场远未饱和，非传统市场大有空间	18
2、产品升级大幕再次拉开	19
3、区域内整合先于全国扩张，期待行业王者的出现	20
4、黄酒行业获得比其它行业更多的政策倾斜	20
5、公司推荐：古越龙山；公司具有成为行业王者的基因，期待省内整合、省外扩张	21





图表目录

图表 1: 2000 年 1 月至 2010 年 11 月各行业投资回报率.....	4
图表 2: 2000 年 1 月至 2010 年 11 月食品饮料二级子行业投资回报率.....	4
图表 3: 2010 年 1-11 月各行业投资回报率.....	5
图表 4: 2010 年 1-11 月食品饮料各子行业投资回报率.....	5
图表 5: 食品饮料行业 TTM 市盈率为 47.8 倍, 00 年以来平均为 52.4 倍.....	6
图表 6: 行业估值溢价率处于相对高位.....	6
图表 7: 食品饮料与其他行业估值比较.....	6
图表 8: 明年行业走势的判断逻辑.....	7
图表 9: GDP 增速与城市和农村居民收入增速对比.....	7
图表 10: 过去十年 CPI 水平.....	8
图表 11: 04 年以后, 政策松动下产量回升.....	9
图表 12: 04 年以后白酒行业销售收入持续高增长.....	9
图表 13: 04 年以后白酒均价逐年走高.....	10
图表 14: 物价水平大幅波动下白酒毛利率很稳定.....	10
图表 15: 两次通胀环境里白酒上市公司毛利率呈现走高趋势.....	11
图表 16: 世界葡萄酒销量分布变化.....	12
图表 17: 葡萄酒前十大生产国.....	13
图表 18: 葡萄酒前十大消费国.....	13
图表 19: 世界各国人均消费量 (升).....	14
图表 20: 1999-2009 酒类子行业销售收入占饮料酒行业总收入比重.....	14
图表 21: 1999-2009 酒类子行业利润总额占饮料酒行业利润总额比重.....	15
图表 22: 主要厂商销售收入市场份额和利润总额市场份额.....	15
图表 23: 主要厂商毛利率对比.....	15
图表 24: 2005-2009 葡萄酒进口量变化.....	16
图表 25: 2005-2009 葡萄酒进口额变化.....	17
图表 26: 2005-2009 瓶装酒和原料酒占比变化.....	17
图表 27: 2009 年黄酒分区域人均消费量 (升/人).....	19
图表 28: 非传统市场消费占比由 03 年之前的 10% 左右提升至 09 年的 31%.....	19
图表 29: 2010 以后黄酒行业收入增速再次超越产量增速.....	20
表格 1: 食品饮料子行业在两次通胀中毛利率的离散系数.....	8
表格 2: 04-09 年酒类子行业增速指标比较.....	14
表格 3: 各区域市场主导品牌.....	16
表格 4: 主要葡萄酒商产能、产量、基地建设情况.....	18
表格 6: 黄酒行业前三甲之间差距不明显.....	20
表格 5: 酒类消费税收政策.....	21
表格 7: 女儿红商标荣誉表.....	21



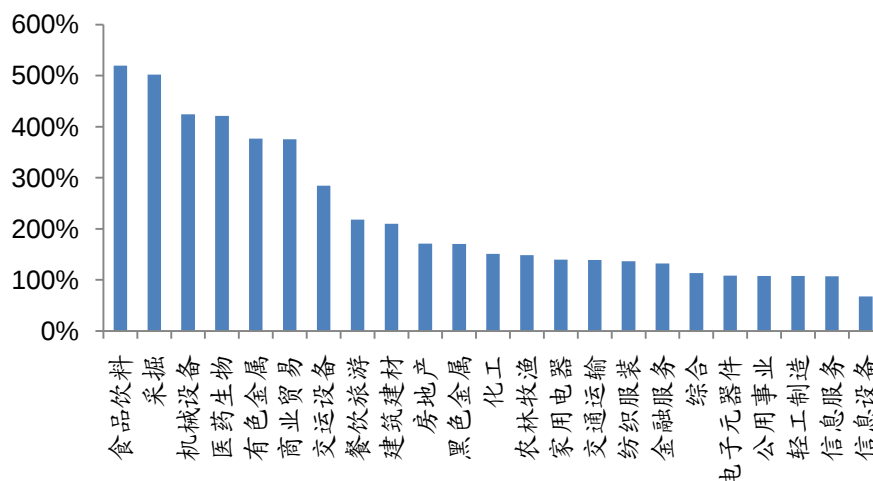


一、市场运行情况

（一）食品饮料行业是一项长期投资，需要耐心伴随行业共同成长

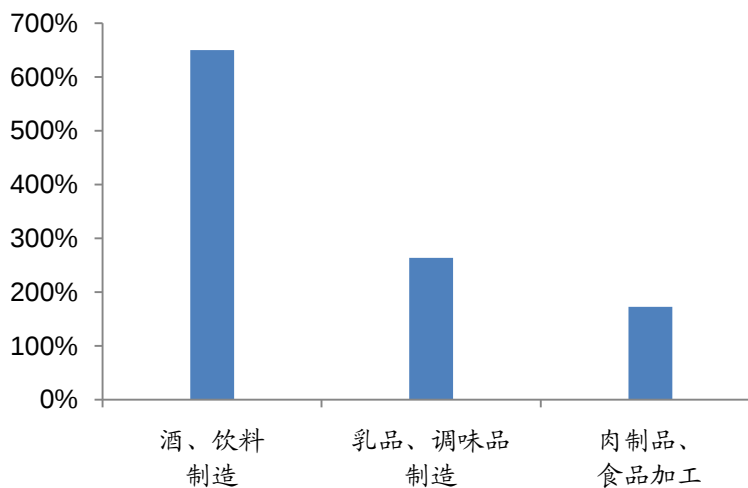
食品饮料行业是过去十年投资回报率最高的行业。2000年1月至2010年11月，食品饮料（申万分类）指数回报率为519.61%，在各行业指数中名列第一。其中酒类子行业对食品饮料行业指数回报率贡献最大。

图表 1：2000年1月至2010年11月各行业投资回报率



资料来源：Wind 浙商证券研究所

图表 2：2000年1月至2010年11月食品饮料二级子行业投资回报率



资料来源：Wind 浙商证券研究所

食品饮料行业的高额回报来自于食品工业的快速稳定的增长，推动食品工业增长的因素有很多，我们最为重要的有以下三个：（1）经济持续增长带来的居民收入的增长和消费信心的提高，这是推动食品工业大发展的根本原因；（2）人口增加带来产品产量的持续增长；（3）消费升级带来产品品质提高和产品结构升级。

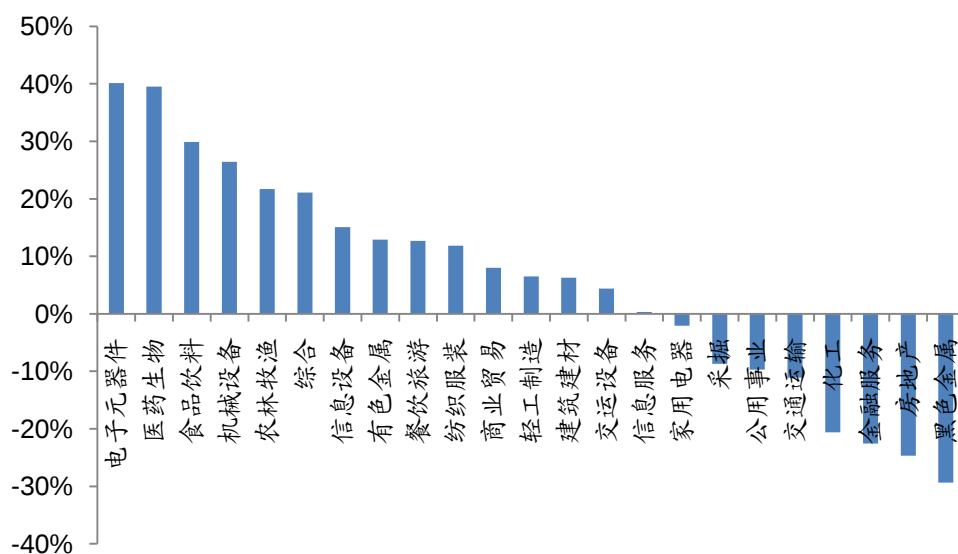




(二) 2010 年 1-11 月食品饮料行业表现优异，回报率位列各行业第三

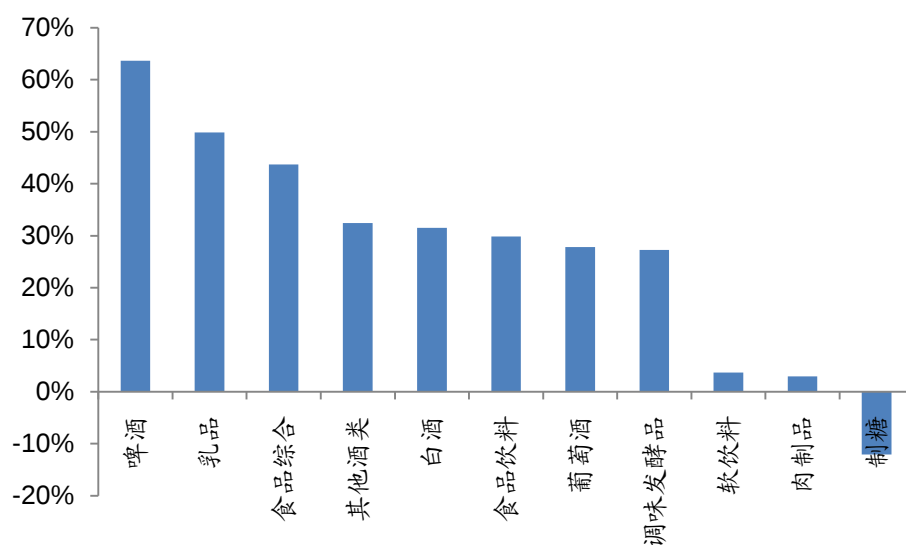
2010 年食品饮料指数涨幅 29.9%，位列各行业第三。食品饮料子行业中，酒类子行业仍旧表现突出，啤酒、黄酒和白酒分别战胜行业指数。

图表 3：2010 年 1-11 月各行业投资回报率



资料来源：Wind 浙商证券研究所

图表 4：2010 年 1-11 月食品饮料各子行业投资回报率



资料来源：Wind 浙商证券研究所

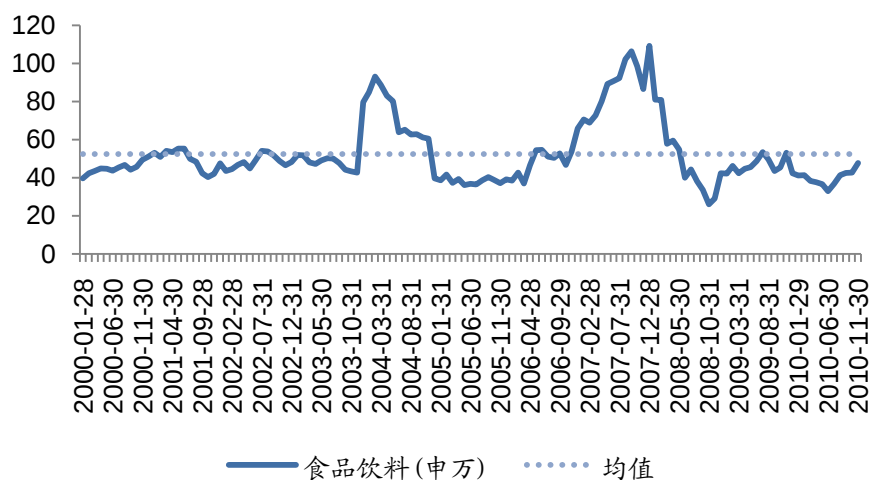
(三) 对照历史食品饮料行业估值已不算便宜，对比其他行业估值仍有空间

参考过去十年历史数据，截止 2010 年 11 月底，食品饮料行业市盈率为 47.8 倍，略低于十年来 52.4 倍的历史平均水平；从与整体市场的溢价率来看，目前食品饮料行业估值相对于整体 A 股为 2.4 倍，高于 00 年以来的 1.55 的平均值；对照历史，食品饮料行业估值已不算便宜。对比其他行业，2010 年 11 月底食品饮料估值位列第五，但在中国经济结构向消费转型的基础上，估值仍具有相对优势，有一定的提升空间。



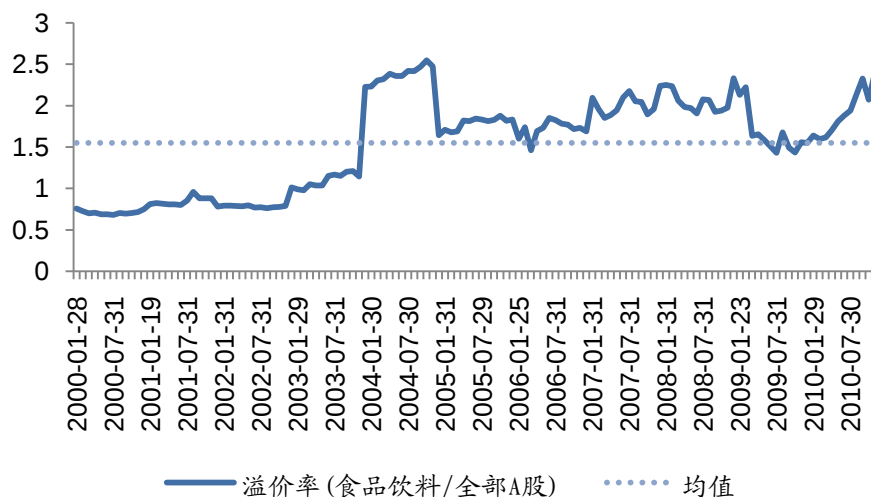


图表 5: 食品饮料行业TTM 市盈率为47.8 倍, 00年以来平均为52.4 倍



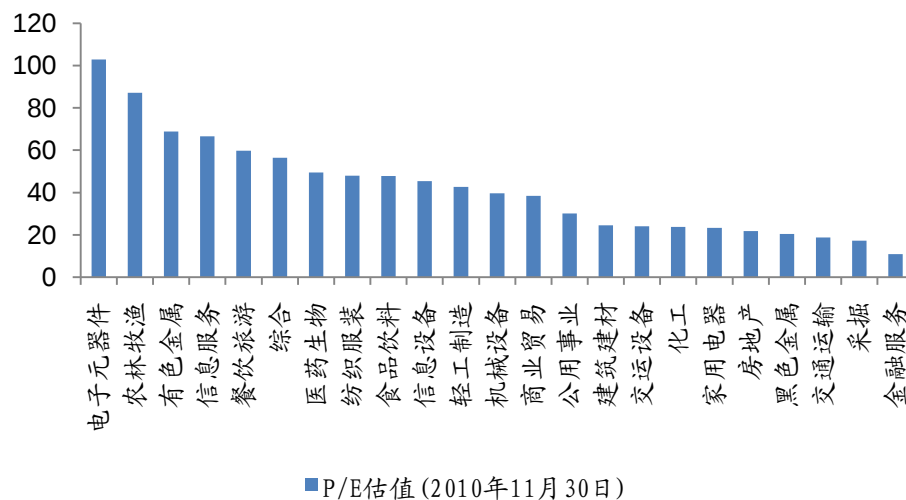
资料来源: Wind 浙商证券研究所

图表 6: 行业估值溢价率处于相对高位



资料来源: Wind 浙商证券研究所

图表 7: 食品饮料与其他行业估值比较



资料来源: Wind 浙商证券研究所

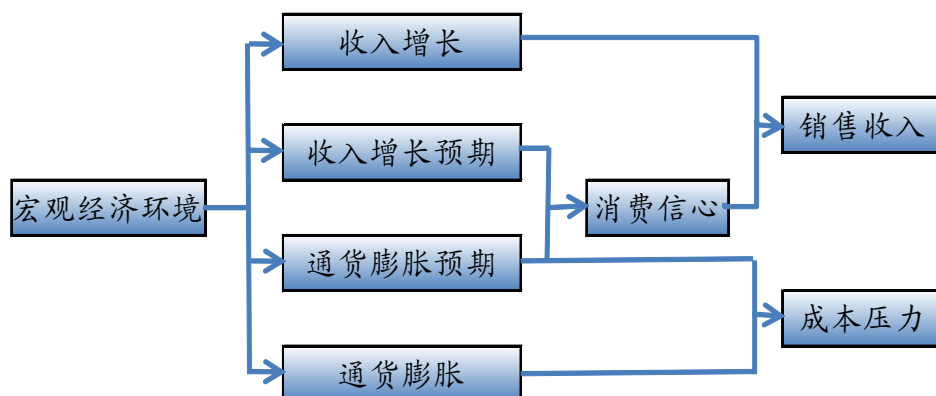




二、我们的投资逻辑

影响明年行业趋势的因素有很多，我们主要从收入和通货膨胀两个方面入手，共考虑收入增长、收入增长预期、通货膨胀和通货膨胀预期四个因素。中国经济的快速增长带来收入的稳步提高，收入是消费的基础，收入提高直接带动消费，增加企业销售收入；收入增长预期和通胀预期分别对居民消费信心起到正反两方面影响，在收入增长预期更强烈时，居民才具备消费意愿，敢于消费，企业销售收入提高；通货膨胀带来成本压力，企业原辅材料价格上涨，毛利率降低。

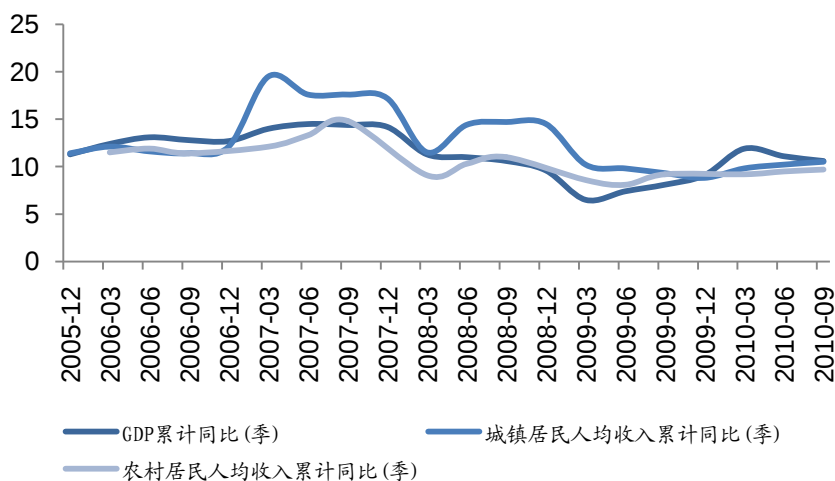
图表 8：明年行业走势的判断逻辑



资料来源：浙商证券研究所

09年3月以后，我国GDP增速，城镇人均收入增速和农村人均收入增速三项指标开始见底回升，根据我们宏观组的预测，明年我国GDP增速达到9%，经济仍然保持向上的稳固趋势。中央十二五规划《建议》中明确提出“完善收入分配制度，着力提高城乡中低收入居民收入，增强居民消费能力”，中央已经把改善居民收入，促进居民消费作为工作重中之重，因此我们预计明年居民收入增速向上的趋势不变，城镇人均收入增速将接近05年以来历史平均水平，农村人均收入增速有望达到历史均值，居民消费热情有所攀升，奠定了明年良好的消费基础。

图表 9：GDP增速与城市和农村居民收入增速对比



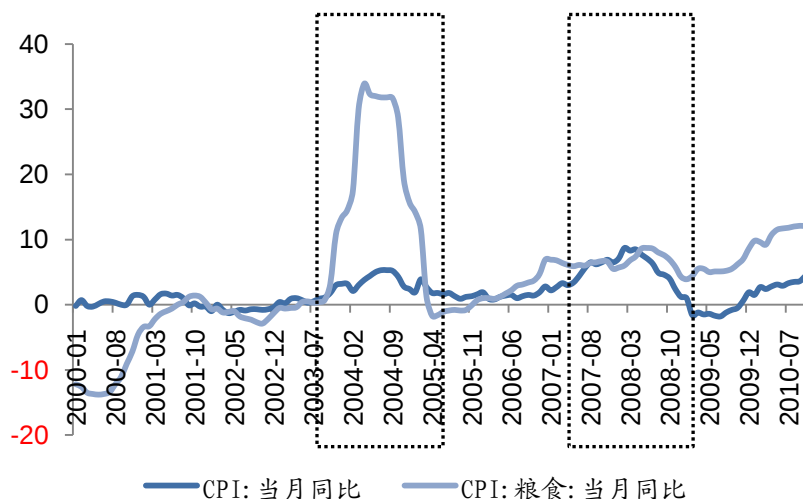
资料来源：国家统计局 浙商证券研究所





11月CPI指数已经上升至5.1%，明年上半年CPI指数上行压力依然存在，通胀预期有所走强。根据我们宏观组的预测，明年通胀呈现前高后低，总体略微偏高的态势，全年CPI约为4.0，因此明年的通胀虽然会如期而致，但是在预期内的，是可控的。从历史情况来看，我国近十年内有两次较为明显通胀，分别出现在2003年底-2005年初、2007年5月-2008年11月，在两次物价水平的大幅波动中，食品饮料的酒类子行业的毛利率受影响程度较小，显示了很好的抗通胀能力。

图表 10: 过去十年CPI水平



资料来源：国家统计局 浙商证券研究所

表格 1: 食品饮料子行业在两次通胀中毛利率的离散系数

		白酒	啤酒	黄酒	葡萄酒	乳品	肉制品
离散	03/11-05/02	0.039	0.030	0.097	0.036	0.647	0.048
系数	07/05-08/11	0.024	0.058	0.069	0.077	1.602	0.063

资料来源：浙商证券研究所

收入增长和通胀上升四个因素中，市场对于通胀影响的敏感度明显高于收入。通胀影响力在明年上半年较为显著，通胀上升过程中，涨价由上游的农产品向下游食品饮料行业传递，食品饮料行业的原辅材料价格上涨，必需消费品因其大众属性和较低的毛利率只能通过成本加成的方式向消费者转嫁，属于防御型品种。下半年随着物价回落，虽然企业盈利有所恢复，但是由于实际通胀水平一般高于名义通胀以及去库存化的过程，行业更多的机会来自年底以及2012年。鉴于经济转型、政策导向内需的基调，在通胀可控，收入继续增长的预期下，通胀对消费信心的负面影响大为削弱，由今年下半年掀起的酒类消费势头得以延续，同时酒类良好的抗通胀能力成为明年攻守兼备的良好品种，我们看好仍处在高景气度的白酒行业，享受高成长的葡萄酒行业以及初现行业拐点的黄酒行业。

因此，我们的投资逻辑可以简单概括为：从上而下的选择细分行业，从下而上的推荐公司。





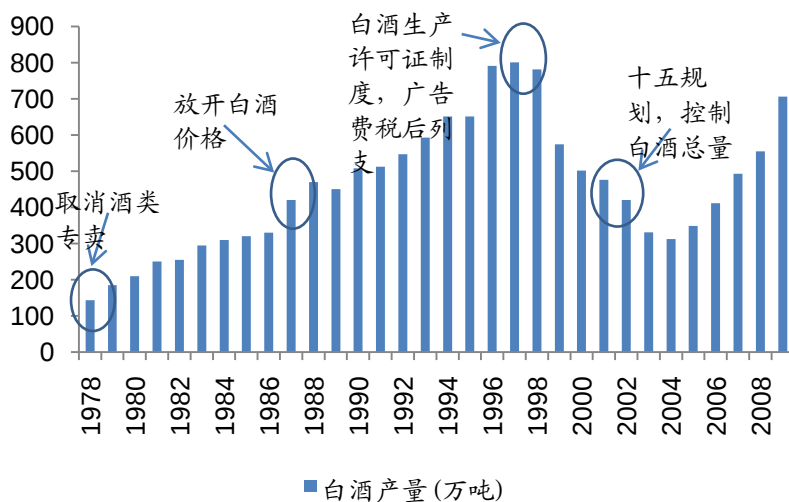
三、酒类子行业基本面分析及上市公司推介

(一) 白酒行业量价齐升，显示高人气、高景气度

1、04年以后，白酒行业再次进入量价齐升的景气周期

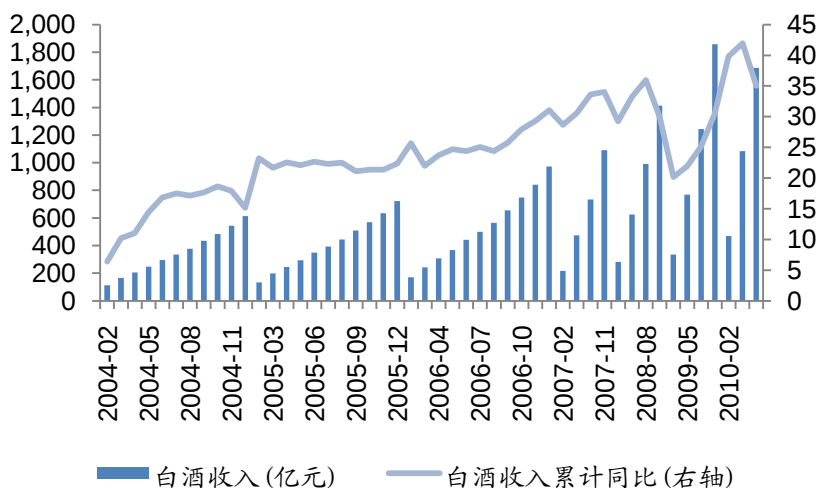
2004年以后，由于粮食连年丰收，国家对白酒的产量限制政策有所松动；消费升级的背景下，“喝好酒”的趋势没有改变，散装、低档白酒逐步被品牌、中高档白酒所取代；白酒的高酒精度较易推升酒桌气氛，成为宴请活动、人们情感交流的润滑剂，为其他低酒精度酒类所不能替代等等众多因素，白酒行业再次进入量价齐升的景气周期中，2004-2009年规模以上白酒企业产量复合增长率达17.8%，销售收入复合增长率达27.89%，销售收入增速快于产量增速，吨酒价格持续走高。

图表 11：04年以后，政策松动下产量回升



资料来源：国家统计局 浙商证券研究所

图表 12：04年以后白酒行业销售收入持续高增长

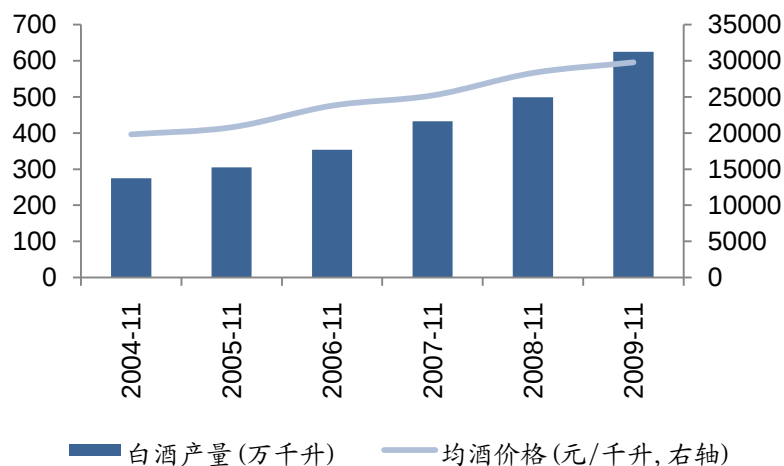


资料来源：国家统计局 浙商证券研究所





图表 13: 04年以后白酒均价逐年走高



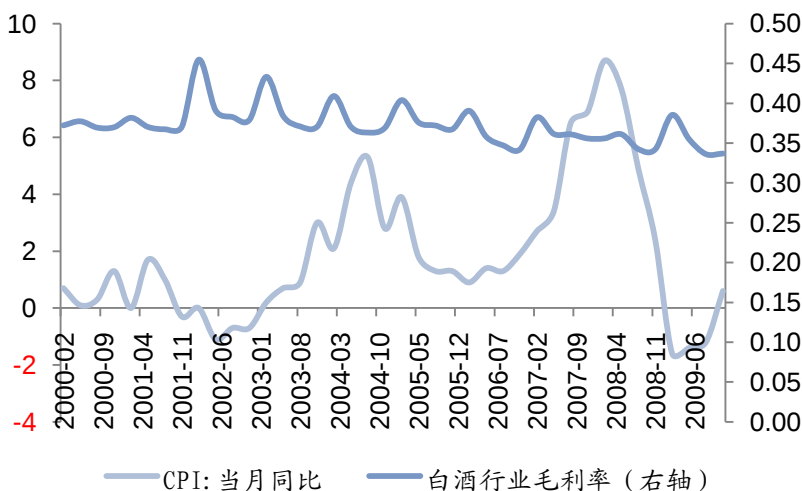
资料来源: 国家统计局 浙商证券研究所

2010 年白酒高增长仍在延续。2010 年 1-11 月产量累计同比增长 26.8%, 1-8 月销售收入累计同比增长 35%, 远高于同期其它酒种。

2、白酒行业具有较强的抗通胀能力，通胀又给白酒营造了很好的提价氛围

历史数据显示，白酒行业由于具有较强的定价能力，2000-2009 年期间，虽然物价水平出现了大幅波动，但白酒行业毛利率一直维持在 30%-40% 左右。

图表 14: 物价水平大幅波动下白酒毛利率很稳定



资料来源: 国家统计局 浙商证券研究所

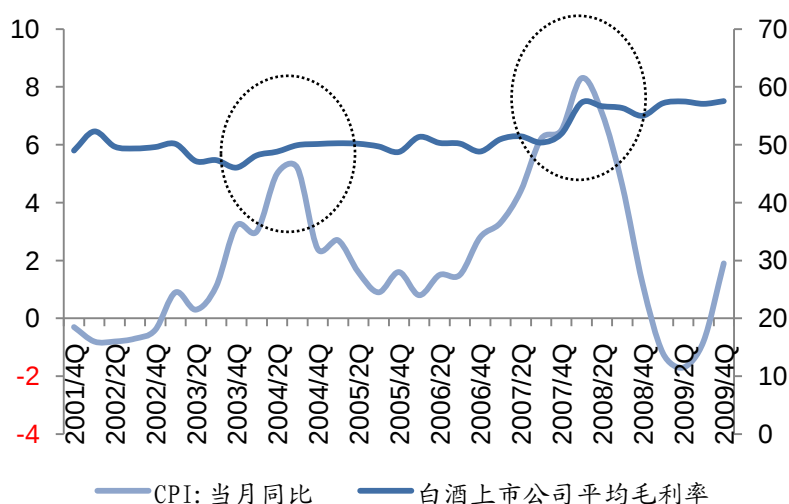
目前我国行业内名优白酒大都已上市，名优品牌赋予企业较强的定价能力，原料价格的波动对于本身高毛利率的名优白酒来讲冲击微乎其微，相反通胀通常出现在经济比较热的时候，白酒需求旺盛，企业提价的阻力很小，通胀环境反而为白酒的直接提价营造了良好的氛围。

从历史数据来看，2003 年底-2004 年底，2007 年初-2008 下半年的两次较为明显的通胀环境下，白酒上市公司毛利率仍然呈现走高的趋势。





图表 15: 两次通胀环境里白酒上市公司毛利率呈现走高趋势



资料来源：上市公司年报 浙商证券研究所

3、名优白酒强者恒强

消费者行为对白酒行业的消费需求起着决定性的作用，因此我们从消费者的角度来考虑问题。随着宏观环境的变化，酒水消费者的行为也发生了较大的变化。在经济增长和消费升级的背景下，人们对白酒的消费正从感性消费模式逐步向感性与理性相结合的消费模式转变，感性来源于白酒的文化内涵，理性来自于白酒的健康价值。

名优白酒拥有悠久的历史，品牌价值突出，较高的价位彰显了其文化内涵和消费者品味，符合其精神饮品的特性；名优白酒的目标客户群集中在 40-60 岁之间的男性，他们手中积累了改革开放 30 年以来的巨大财富，坚实的财富基础也造就名优白酒的春天和未来。从健康角度来看，由于白酒是蒸馏酒，难言健康价值，但是名优白酒对身体的损害要远小于一般低档白酒，少喝酒，喝好酒成为未来健康的消费趋势，名优白酒兼具两者特性，我们认为未来会强者恒强。

4、公司推荐：洋河股份；公司业绩不断超出投资者预期，包括管理层自己

(1) 充分的激励机制带来强劲的内生动力和长远发展的生命力

借鉴美国上市公司发展历史，良好的公司治理是成为一家优秀企业并长远发展的必要条件，建立信托责任、政府有效监管和实施激励计划被证明是完善公司治理的主要手段，结合我国现实情况，激励计划是现阶段最行之有效的办法。

公司由于经济危机暂缓了上市进程，也因此 IPO 之前完成了股权认购，股权激励的覆盖面和程度比其他白酒上市公司来得更广、更深，管理层直接持股 5.72%，管理层和销售人员间接持股 22%。在充分的激励机制下，公司管理团队、核心骨干、销售人员利益协同，极大的发挥了主观能动性，给洋河带来了强劲的内生动力和长远发展的生命力。

(2) 全国化进程和产品结构升级顺利，保证未来高速增长

公司全国化分三阶段，第一阶段 08-09 年，要求省外市场年增长率达到 100%，这一目标基本实现；第二阶段 10-11 年，要求大部分省销售收入超亿元，目前河南、山东、安徽等省已超亿元收入；第三阶段是 2012 年，要求所有省份收入超亿元，重点省份超 5 亿元。明年公司将全面推开全国化。今年产品结构继续上移，在海之蓝市场培育成熟以后，省外主推天之蓝，省内主推梦之蓝，前三季度天之蓝实现了销售收入 100%，梦之蓝 200% 的高速增长。





我们对公司全国化进程和产品结构顺利推进的信心主要来自于(1)公司业绩不断超出投资者预期,也包括超出管理层自己的预期,2010年公司管理层数次上调业绩预测;(2)在高档白酒持续提价后,留出了200-600元空白价位区间,为洋河推出中高档产品腾出市场空间;(3)我国地区之间存在差异,公司采用逐点逐片精耕细作开发市场,营销策划上具体问题具体分析,例如对浙江市场就做单独价格体系设计。

(3) 双沟整合有望超预期

洋河和双沟是省内排名第一第二的企业,双沟是近年来洋河最大的竞争对手,拥有名酒的历史,在全国第四、五届评酒会上,双沟大曲两次被评为“国家名酒”,“双沟”和“双沟珍宝坊”是中国驰名商标。我们认为双沟的成长性和盈利能力目前并没有得到市场的充分认识,随着结构理顺,公司对经销商的议价能力得到增强,渠道资源进一步优化,省内恶性竞争减少,05年推出的双沟珍宝坊正逐步释放业绩,在洋河强大营销力量的推动下,其增长前景有望超预期,根据宿迁市府规划,到2015年双沟销售规模将达100亿,复合增长率46.8%。

(4) 盈利预测

预计公司2010-2012年的EPS分别为4.89、7.50和10.32元,分别增长60.9%、53.4%和37.6%三年净利润复合增长率44%。

(二) 葡萄酒: 行业成长空间已打开, 呈现持续高增长趋势, 应当享受高估值

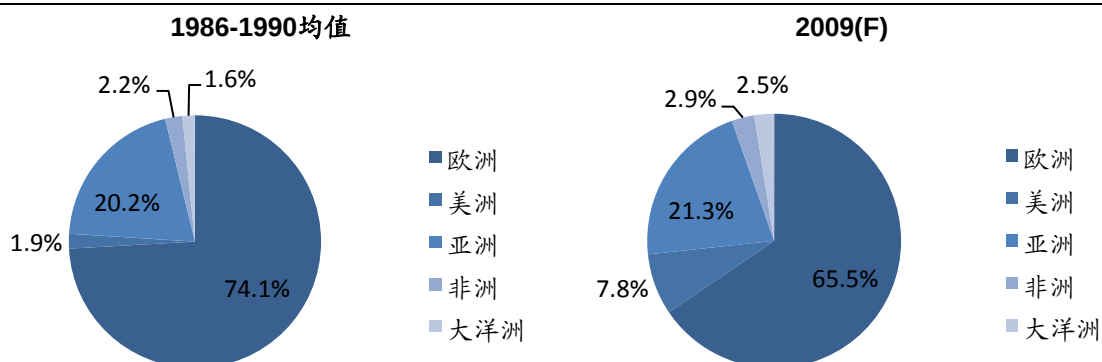
从国际和行业标准来看,我国葡萄酒业基本还是一个全新的行业。我国葡萄酒消费基数低,消费者不成熟,仍在培育和增长中,产品也以中低端为主,因此我国真正意义上的葡萄酒消费才刚刚起步,但是行业巨大的成长空间已经显现,未来会呈现持续高增长的趋势,葡萄酒业应当享受更高估值。我们非常看好葡萄酒业的前景。

1、行业成长空间开始显现,并将持续高增长

(1) 中国是亚洲最大的葡萄酒生产国和消费国, 亚洲将是全球增长最快的市场

根据国际葡萄及葡萄酒组织(OIV)数据显示,2009年全球葡萄酒销量的65.5%来自欧洲,21.3%来自美洲、亚洲占7.8%;而上世纪90年代末,74.1%来自欧洲,20.2%来自美洲,亚洲仅占1.9%,亚洲葡萄酒市场快速发展。Vinexpo发布的最新资料预测,2009年—2013年,全球葡萄酒市场的增长率约为3.6%,同期欧洲市场消费量将继续下降0.7%,美国市场将有望上升7.6%,唯独亚洲市场葡萄酒消费量有望增长25%,未来将是全球增长最快的葡萄酒消费市场。

图表 16: 世界葡萄酒销量分布变化



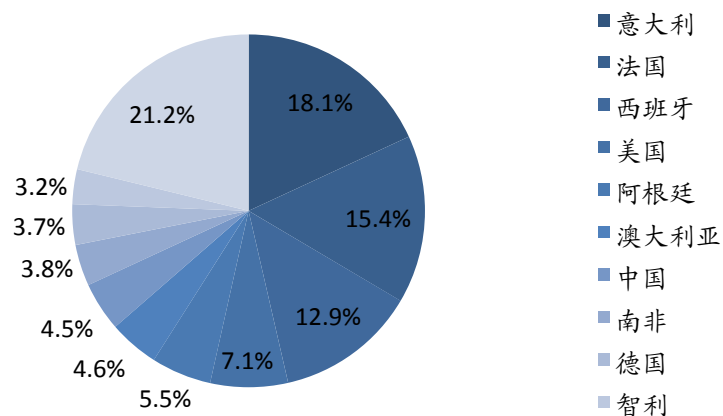
资料来源: OIV 浙商证券研究所





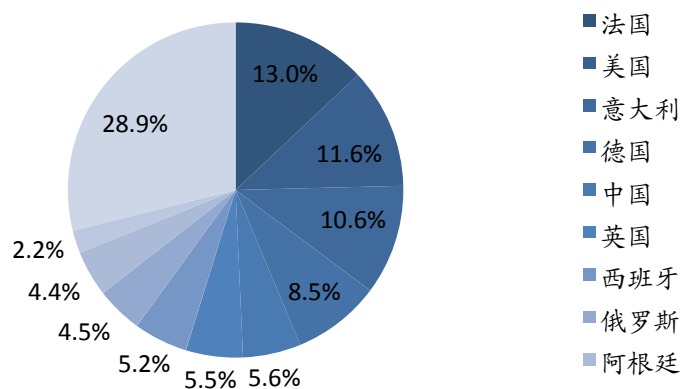
经过多年的快速发展，中国已成为亚洲最大的葡萄酒生产国和消费国，2008 年中国葡萄酒产量消费量均已跃居全球前十位。

图表 17：葡萄酒前十大生产国



资料来源：OIV 浙商证券研究所

图表 18：葡萄酒前十大消费国



资料来源：OIV 浙商证券研究所

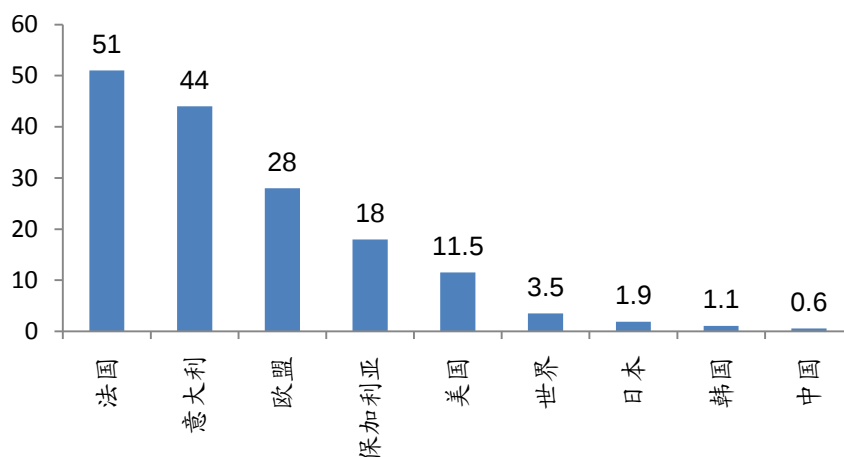
（2）国内葡萄酒人均消费还很低

我国葡萄酒人均消费基数还比较低，即使近几年全球人均葡萄酒消费量呈下降趋势，我国与全球平均水平仍然存在较大差距。世界人均葡萄酒消费 3.5 升，欧洲主要葡萄酒生产和消费国人均消费量达到 28 升，而我国人均消费 0.6 升，未来销量增长空间巨大。目前葡萄酒行业也正处于快速发展期，近五年行业收入平均增速达 27.76%，仅次于白酒行业；产量增速达 21.17%，位居酒类子行业之首。





图表 19: 世界各国人均消费量 (升)



资料来源:《全球饮料市场数据分析与预测》 浙商证券研究所

表格 2: 04-09 年酒类子行业增速指标比较

子行业	产量	营业收入	利润总额
白酒	17.80%	27.89%	35.96%
啤酒	7.80%	14.48%	20.47%
黄酒	17.51%	17.7%	20.91%
葡萄酒	21.17%	27.76%	30.56%

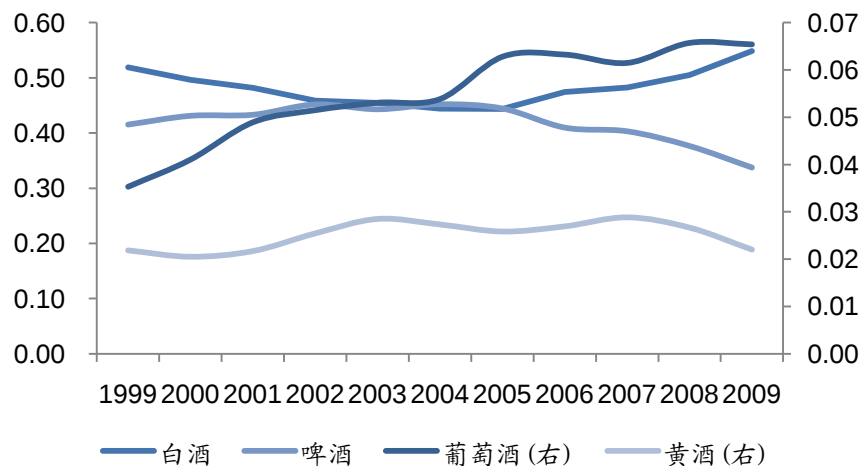
资料来源:国家统计局 浙商证券研究所

注:黄酒产量增速根据 06-09 年国家统计局数据计算

(3) 健康理念的消费趋势下,葡萄酒的健康优势被认识,逐步替代其他酒种

1999 年,中国葡萄酒行业销售收入和利润总额分别占饮料酒销售收入和利润总额的 3.53%和 5.05%,至 2009 年,两项比重分别为 6.54%和 7.93%。1999 年白酒、啤酒、黄酒的收入和利润占比分别为 51.88%&70.34%; 41.52%&21.25%; 和 2.19%&2.76%。2000 年这三种酒种的两项比重指标分别为 54.82%&67.31%; 33.73%&20.95%; 和 2.20%&1.79%。因此从相对速度上看,无论是销售额还是利润总额,中国饮料酒行业的蛋糕不断地被葡萄酒行业抢占;除白酒的销售额也呈上升趋势外,其他三种酒种的相对份额都在降低。

图表 20: 1999-2009 酒类子行业销售收入占饮料酒行业总收入比重

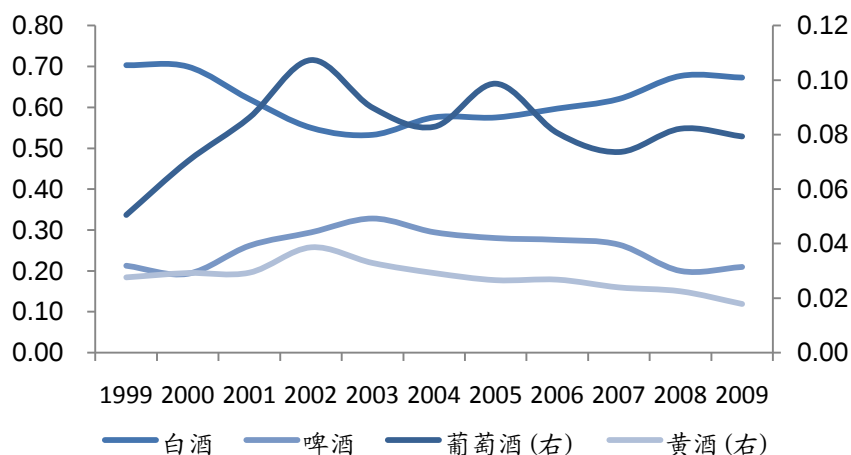


资料来源:国家统计局 浙商证券研究所





图表 21: 1999-2009 酒类子行业利润总额占饮料酒行业利润总额比重

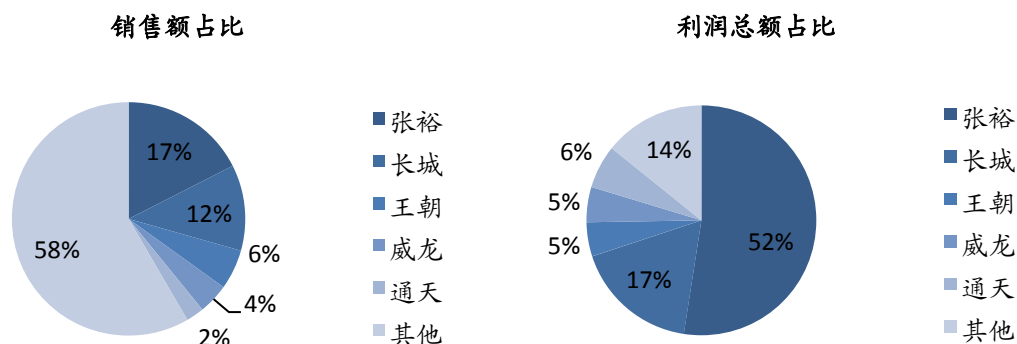


资料来源: 国家统计局 浙商证券研究所

2、一线阵营地位不可动摇，二三线阵营仍有机会

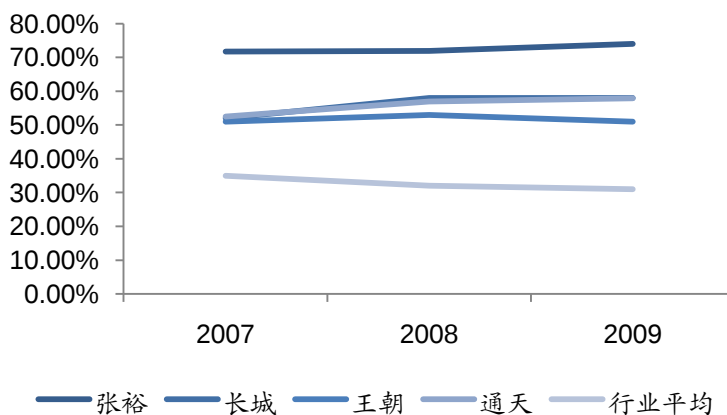
我国葡萄酒厂商的梯队分布比较明显，张裕、长城为一阵营，09 年销售额分别为 41.4 亿 RMB 和 28.17 亿 RMB (31.97 亿 HKD)；王朝和威龙的销售额在 10 亿附近，为第二阵营，通天、龙徽、华东、民权、新天、云南红、莫高等品牌属于第三阵营，销售额约在 5 亿及 5 亿以下。

图表 22: 主要厂商销售收入市场份额和利润总额市场份额



资料来源: 公司年报 国家统计局 浙商证券研究所

图表 23: 主要厂商毛利率对比



资料来源: 公司年报 国家统计局 浙商证券研究所





表格 3: 各区域市场主导品牌

地区	第一品牌	市场占有率	其他品牌（按市场分额排名）
华北	长城	28.52	张裕、威龙、丰收
华东	张裕	26.65	王朝、长城、威龙
东北	张裕	14.64	长城、通化、王朝
中南	长城	36.34	张裕、王朝、新天
西南	长城	42.97	王朝、云南红、张裕
西北	长城	21.15	宁夏红、张裕、新天

资料来源：盛世华研数据库 浙商证券研究所

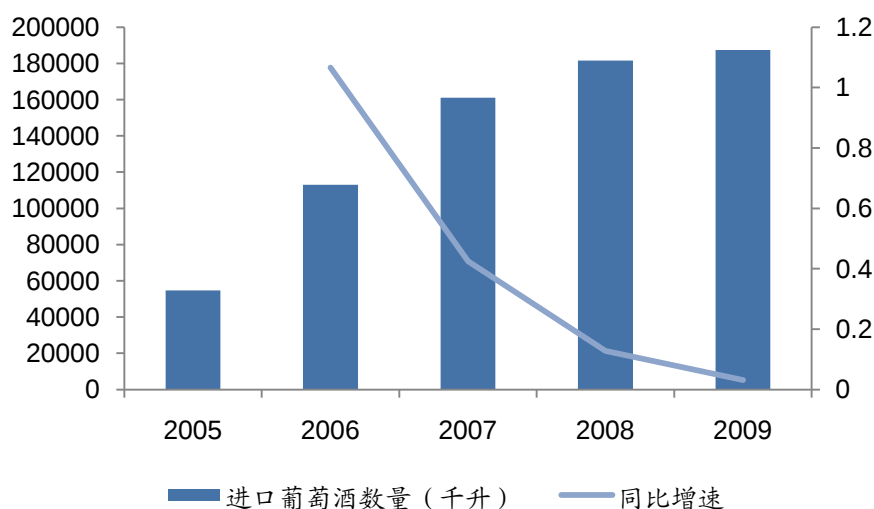
一线阵营已经在市场份额、产品结构、原料、品牌等各个方面获得先发优势，粗略估算葡萄酒产能扩张 1 万吨大约需要 1 亿元人民币，再加上基地投资、广告费用支出，因此二三线阵营凭借现有的资金和规模想在短期内赶超还比较困难，但在一个高速增长、市场规模不断扩大的行业中，二三线阵营仍充满了机会。

二三线阵营主要由增长强劲的二线全国品牌与区域强势品牌构成，不同于一线阵营的主流品牌，二三线品牌主要优势在于品牌数量多，区域市场表现突出。例如通化在东北地区的市场占有率排名第一，丰收、龙徽在北京市场上人气很高，华东在青岛市场拥有绝对的话语权，这些区域品牌的活跃与强势是冲击一线阵营的切入点。

3、进口酒发展迅速，但短期难以主导国内市场

中国葡萄酒市场的巨大需求吸引了进口酒的大量涌入，葡萄酒进口量由 05 年的 5.5 万千升，上升至 09 年的 18.7 万千升，年均复合增长率达 35.8%，增速快于国内行业增长速度。08、09 年进口酒增速有所放缓，主要是由于原料酒进口量有所下降，但是品牌瓶装酒却持续提升。

图表 24: 2005-2009 葡萄酒进口量变化

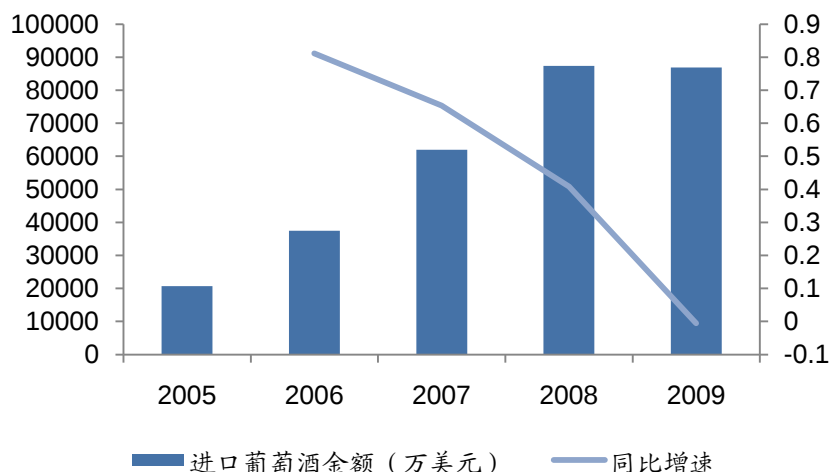


资料来源：海关总署 浙商证券研究所



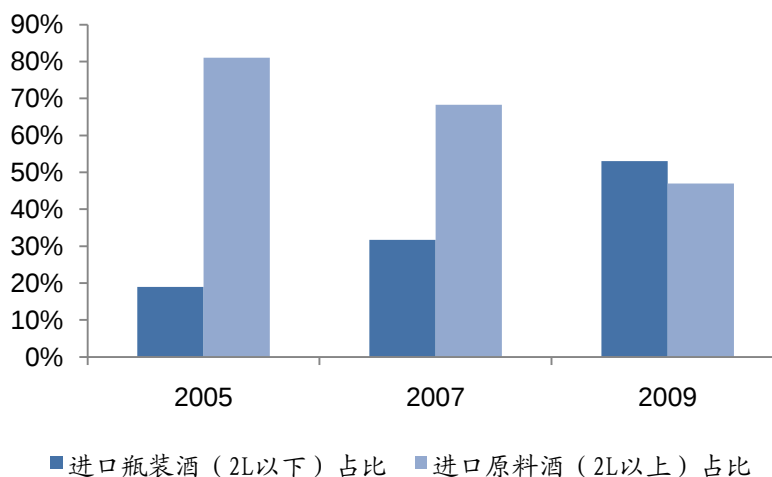


图表 25: 2005-2009 葡萄酒进口额变化



资料来源: 海关总署 浙商证券研究所

图表 26: 2005-2009 瓶装酒和原料酒占比变化



资料来源: 海关总署 浙商证券研究所

我们认为进口酒快速增长, 出现结构性的巨大变化是由于: (1) 我国葡萄酒消费市场增长较快, 吸引了大量外资; (2) 海外葡萄酒供大于求, 金融危机影响了居民购买力, 加剧了这一现象; (3) 进口关税的不断下降, 瓶装葡萄酒从 2001 年以前的 65%, 下降到 2005 年的 14%, 而原料酒的税率从 65% 下降到 20%; (4) 中国原料基地快速发展, 中低端原料酒供应能力得到提升。

进口酒的热潮来势凶猛, 但我们认为短期内却很难主导国内市场, 进口品牌要占据主流, 首先必须要解决当下的几个问题: (1) 进口酒优势在于产品酿造和品质等属性, 但是与之对应的价位、品牌等体系非常复杂, 外资如何将这些特性传递给年轻的中国消费者? (2) 进口酒品类非常多, 但每款产量非常少, 国内市场上可以统计的进口酒品牌达 1700 个, 仅波尔多地区的注册酒庄达 53000 多家, 单品收益无法覆盖市场投入成本, 而且一旦市场规模启动, 产能又如何跟上? (3) 目前进口酒商的热情来自于市场增长的预期和终端的暴利, 因此大多以招商为主, 走团购渠道, 而没有真正的培育消费者, 一旦团购资源耗尽, 下一个增长点在哪里? (4) 如果进口酒规模化得以启动, 在市场上沉淀下来, 进口商如何面对国内厂家强大的渠道控制力和终端拦截, 避免重蹈啤酒覆辙?





4、公司推荐：张裕 A；业内龙头，综合实力最强，享受行业高成长的盛宴

（1）品牌和渠道优势明显，先发优势已经确立

现实情况下，短期内中国很难孕育出类似欧洲追求绝对品质的葡萄酒企业，我国消费者在一段时间里也无法形成对品质的专业判断力，品牌印象和渠道推广成为现阶段左右消费者购买行为的最主要因素，而技术、品质等因素在短期内还不会成为竞争的重点。

张裕通过 4+1 品牌战略，即四大酒庄酒品牌+解百纳，向中高端发力，获得了很大成功，盈利能力很强。渠道建设上，张裕采用三级营销体系（深度营销），37 家销售分公司下辖 350 家经销处，负责维护全国 3900 多名经销商，通过自建渠道，加强对零售终端的控制，使销售具有持续增长能力。张裕的品牌影响力和渠道营销力领先优势较为明显，公司占据了行业 17% 的销售收入和 52% 的利润总额。

（2）得上游者得天下，25 万亩的葡萄原料基地在全行业内领先

葡萄酒的品鉴在于她的个性和品质，葡萄原料是葡萄酒个性和品质的基础，自建原料基地是葡萄酒企业发展必由之路，也是未来竞争力所在。由于资源有限，企业必须提早布局原料基地，一来可以利用葡萄酒生产企业的优惠政策战略性获得土地资源；二来可以规范建设，保证葡萄质量和稳定，为下阶段竞争优势做准备；最后，原产地概念是葡萄酒的主流消费趋势，原料基地建设配合原产地营销的推广。

表格 4：主要葡萄酒商产能、产量、基地建设情况

厂商	产量 (万吨)	2010 产能 (万吨)	基地面积 (万亩)	分布
张裕	10.5	14	25	烟台、新疆、宁夏、陕西、辽宁、北京
长城	10	13	15	昌黎、沙城、烟台
王朝	4.2	7	7	天津、宁夏、新疆、燕山南麓、烟台
新天	4	11	15	新疆
莫高	0.5	1.5	2	吉林

资料来源：公司年报 浙商证券研究所

（3）盈利预测

预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 2.68、3.49 和 4.62 元，分别增长 25.2%、30.2%和 32.4%，三年净利润复合增长率 31%。

（三）黄酒行业，出现拐点

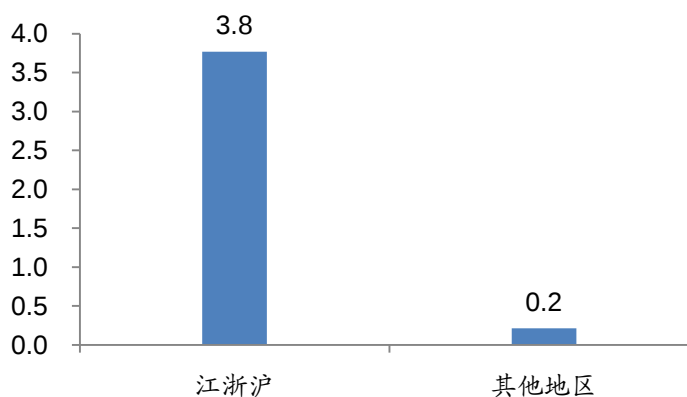
1、传统市场远未饱和，非传统市场大有空间

在目前黄酒的消费结构中，仅有30%是饮用酒，按饮用黄酒计算，江浙沪传统地区现每年人均黄酒消费量仅3.8升，由于黄酒度数低，富含氨基酸，业内有液体蛋糕的美称，在酒类消费趋向健康的背景下，对比我国白酒人均5.3升的饮用量，其消费量远未达到饱和。即使在传统省份江苏，黄酒在苏南地区比较盛行，苏北地区仍留有较大空白市场。





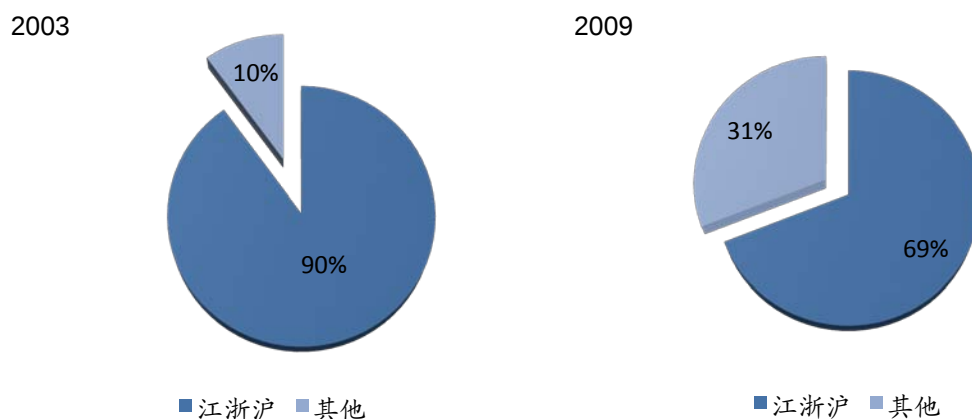
图表 27: 2009 年黄酒分区域人均消费量 (升/人)



资料来源: 国家统计局 中国酿酒工业协会黄酒分会 浙商证券研究所

据中国酿酒协会的统计, 黄酒在江浙沪三地以外的销售比例由03年之前的10%左右, 提升至09年的31%, 销量复合增长率达34%, 非传统市场的快速增长有几方面原因, 黄酒健康、养生的理念正逐渐被大众所接受; 黄酒企业的营销攻势推动非传统市场的日趋成熟; 非传统地区消费基数也比较小。

图表 28: 非传统市场消费占比由 03 年之前的 10% 左右提升至 09 年的 31%



资料来源: 中国酿酒工业协会黄酒分会 浙商证券研究所

如果非传统区域消费量能够和江浙沪三地持平, 那么未来黄酒龙头企业起码有3倍以上的成长空间。

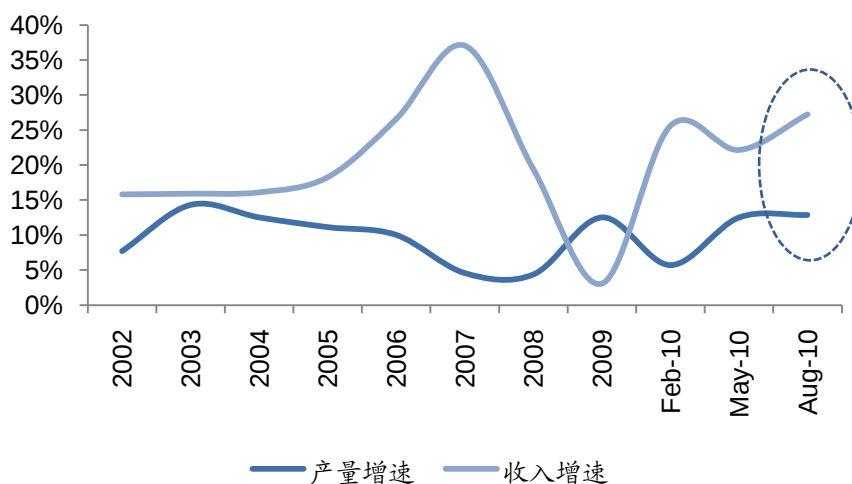
2、产品升级大幕再次拉开

2006年海派黄酒相继推出了“金色年华”、“锦绣经典”等品牌, 进军高端市场; 浙派黄酒开始推出年份酒, 并对各类酒种实施提价, 掀起了黄酒产品结构升级的大幕, 06年起黄酒销售收入增速大幅超过产量增速。由于黄酒的主要消费方式是自饮, 2008年在经济减速, 居民消费力减退的背景下, 中高档黄酒的消费需求被抑制, 企业销售收入增速回落, 与产量增速趋于同步, 但我们认为, 11年在收入增长、通胀可控的预期下, 通过企业努力以及消费者对于黄酒认识的加深, 产品升级的序幕会再次拉开, 至2010年8月规模以上黄酒企业销售收入累计增速已达到27.24%。





图表 29: 2010 以后黄酒行业收入增速再次超越产量增速



资料来源：中国酿酒工业协会黄酒分会 浙商证券研究所

3、区域内整合先于全国扩张，期待行业王者的出现

黄酒受限于地域消费仍然是当前黄酒行业面临的主要问题，然而地区突破需要持续与大规模的营销投入，目前行业前三甲之间差距并不大，依照现有行业集中度水平，很少有企业能够肩负起地区突破的重任，黄酒企业因担心大规模市场投入成果会被其他企业分享，也不愿意在成熟市场以外地区大规模展开营销，那么我们认为地区整合先于地区突破，当区域整合完成，企业成为一家人，利益协同以后，做大蛋糕的目标才更加切实可行。

表格 5: 黄酒行业前三甲之间差距不明显

黄酒企业	销量 (吨)	销售收入	市场份额	主要市场
金枫酒业	18	9.4亿	4.4%	上海
古越龙山	12	7.4亿	3.4%	70%浙江, 30%省外
会稽山	12	6.4亿	3.0%	浙江

资料来源：中国酿酒工业协会黄酒分会 浙商证券研究所

4、黄酒行业获得比其它行业更多的政策倾斜

根据国家计委国家经贸委农业部制定的《全国食品工业“十五”发展规划》，政策明确指出：酿酒业要继续贯彻“优质、低度、多品种、低消耗、少污染、高效益”的方针，积极实施“四个转变”（普通酒向优质酒转变，高度酒向低度酒转变，蒸馏酒向酿造酒转变，粮食酒向水果酒转变），重点发展葡萄酒、水果酒，积极发展黄酒，稳步发展啤酒，控制白酒总量。

根据 2007 年经国务院批准，发展改革委和商务部日前联合颁布的《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》，鼓励外商投资发展低耗能饮料制造业，其中包括黄酒制造业（中方控股）。

在税收政策方面，国家对黄酒实行 240 元/吨的消费税征收标准，黄酒作为我国特有的酒种，在三大酒类产品中消费税税负最轻，体现了国家对黄酒行业的扶持





表格 6: 酒类消费税政策

酒类企业	消费税政策
黄酒	240 元/吨
白酒	从价税 20%，从量税 0.5 元/500 克（或者 500 毫升）； 09 年 8 月 1 日起正式实施从价征收细则。
啤酒	甲类啤酒按 250 元/吨，乙类啤酒按 220 元/吨定额税率
葡萄酒	10%
酒精	5%

资料来源：浙商证券研究所

5、公司推荐：古越龙山；公司具有成为行业王者的基因，期待省内整合、省外扩张**（1）区域的整合需要政府的推手，公司获取政府支持的可能性最大**

目前黄酒区域龙头之间的差异并不大，在各自的强势地区拥有成熟的市场基础和很强的控制力，整和通过单纯的商业行为已经较难奏效，需要借助政府的推手，最近的案件洋河与双沟的并购也经宿迁市政府的倡导和帮助完成。古越龙山的实际控制人是绍兴市国资委，也最有可能获取政府的支持。历史上公司与其他酒厂有过合作，计划经济时期古越龙山、会稽山和沈永和曾三家一体，称为酿酒总厂，会稽山主要供给浙江市场、沈永和供给上海市场、古越龙山供给全国其他地区，酒厂之间要求帮助伙伴开拓各自目标市场，当初的安排一定程度上也影响了今天的行业格局。

（2）公司具有成为行业王者的基因

A. 品牌优势。“古越龙山”是黄酒行业唯一集中国名牌、中国驰名商标、国宴专用黄酒于一身的全国性品牌，收购女儿红后，古越龙山将拥有中国驰名商标“女儿红”品牌的使用权，成为唯一拥有两个驰名商标、全国性品牌的黄酒企业。B. 原酒优势。公司拥有原酒 27.46 万吨（含女儿红 2.66 万吨），平均酒龄 9 年，原酒品质和库存量都位居行业榜首。原酒是制造陈年高档酒的基础，符合未来产品结构升级的趋势。C. 研发技术优势 目前黄酒以外其他酒类的研发中心都汇集在北京，而黄酒的国家级研发中心在古越龙山，同时公司拥有十多名国家级评酒大师。公司雄厚的研发实力是产品创新能力的坚实保障。D. 销售网络优势 公司是国内销售网络面积最大的黄酒企业，销售网络覆盖到全国，全国性品牌影响力和销售网络奠定公司外围市场扩张的先发优势。

（3）女儿红有望在 2011 年成为新的盈利增长点

09 年公司收购女儿红以后，由于女儿红蕴含的嫁女文化和更为广泛的品牌基础，公司重塑女儿红品牌形象，将其瞄准公司婚宴、节庆等专业细分市场，经过一年的营销策划和市场铺垫，女儿红将在 2011 年放量增长，产品结构有所改善，目前 20% 的低毛利率水平将获得大幅提升，成为公司 2011 年新的盈利增长点。

表格 7: 女儿红商标荣誉表

年份	荣誉
1998	“女儿红” 商标被评为浙江省著名商标
2004	“女儿红” 商标被评为浙江名牌产品
2005	“女儿红” 商标被评为中国驰名商标
2006	“女儿红” 商标荣获“中华老字号”称号
2007	“女儿红” 牌黄酒被评为浙江名牌产品
2008	“女儿红” 商标被再次认定为浙江省著名商标。

资料来源：浙商证券研究所





(4) 盈利预测

预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.24、0.38 和 0.57 元，分别增长 71.4%、58.3%和 50%，三年净利润复合增长率 54%。





浙商证券

浙商证券研究服务团队

客户服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

客户服务

楼小飞

+86 21 64716569

louxiaofei@stocke.com.cn

客户服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

客户服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟到

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。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做出任何担保。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提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层





邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

