

日期: 2011 年 2 月 28 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

执业证书编号: S0870510120025

酒类消费渐入淡季 低估值具吸引力

——2011 年 3 月酿酒行业投资策略

■ 主要观点:

“两节”消费平稳走高 消费者信心仍然不足

春节黄金周期间零售商场和餐饮企业实现销售额 4045 亿元, 同比增长 19%, 较 2010 年同期增速高出 2 个百分点。与酒类消费相关性较为密切的餐饮业社会消费品零售总额 12 月增速为 18.30%, 略低于总体消费增速, 酒类消费未来仍将以稳定增长为主。11 年 1 月消费者信心及预期指数延续了之前的下滑趋势, 消费者信心指数为 99.90; 消费者预期指数为 99.80。我们预计 2011 年全年白酒、葡萄酒仍将维持高景气度, 啤酒行业面临提价及整合机遇。

良好的业绩快报及高比例分红预期支撑板块估值

截止到 2 月 25 日, 部分行业内的上市公司公布了业绩快报。多家公司业绩预增幅度超过 50%, 古井贡酒、金种子酒等公司预增幅度超过 100%。随着 3 月年报密集披露期的到来, 酿酒行业公司去年良好的年报表现及高比例分红预期在近期将逐渐兑现, 这将有效支撑行业板块的估值。

中高档白酒品种的发展空间依然广阔

2011 年中高档白酒销量继续稳定增长的趋势可持续。我们认为行业中拥有定价权的强势公司以及营销能力强的区域性公司将在这种环境下收益最大, 白酒行业的消费结构将进一步得到优化。中长期继续看好这两类品种中的强势龙头公司。

投资建议:

评级未来十二个月内, 酿酒业: 有吸引力。

对于 3 月的策略, 维持行业“有吸引力”评级。2010 年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, 景气度高企。目前酿酒板块相对大盘估值溢价处于历史低位, 考虑到 11 年行业成长性明确, 估值有进一步的上升空间。建议重点关注公司: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、张裕 A、青岛啤酒。

■ 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
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
贵州茅台	600519	179.62	4.57	5.48	7.62	39.30	32.78	23.57	9.67	跑赢大市
五粮液	000858	32.97	0.86	1.27	1.58	38.34	25.96	20.87	7.33	跑赢大市
青岛啤酒	600600	32.07	0.95	1.31	1.55	33.76	24.48	20.69	4.59	跑赢大市
泸州老窖	000568	43.10	1.20	1.57	1.85	35.92	27.45	23.30	12.35	跑赢大市
张裕 A	000869	88.77	2.14	2.45	2.95	41.48	36.23	30.09	14.20	跑赢大市
洋河股份	002304	228.48	3.04	4.91	6.80	75.16	46.53	33.60	16.45	跑赢大市
山西汾酒	600809	59.99	0.82	1.74	2.25	73.16	34.48	26.66	13.18	跑赢大市
金种子酒	600199	18.20	0.27	0.33	0.58	67.41	55.15	31.38	12.30	跑赢大市

资料来源: Wind 上海证券研究所整理; 股价数据为 2011 年 2 月 25 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 14.10%

各子行业 10 年产量累计同比增长率

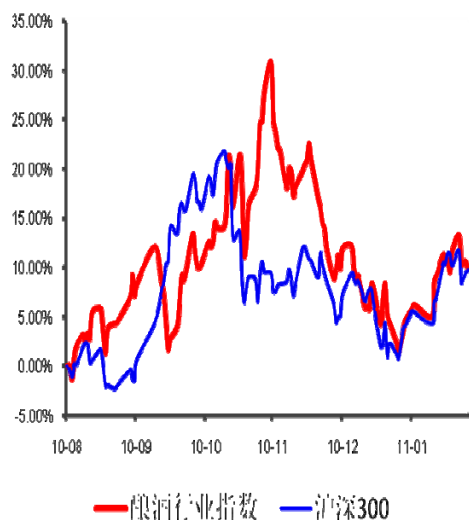
白酒 1-12 月累计产量增长率 26.70%

啤酒 1-12 月累计产量增长率 6.30%

葡萄酒 1-12 月累计产量增长率 12.50%

黄酒 1-12 月累计产量增长率 11.00%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: TWF11-MIT02

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

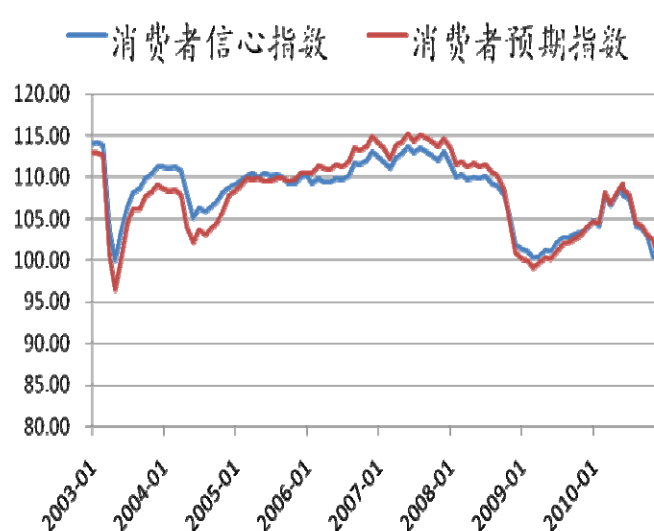
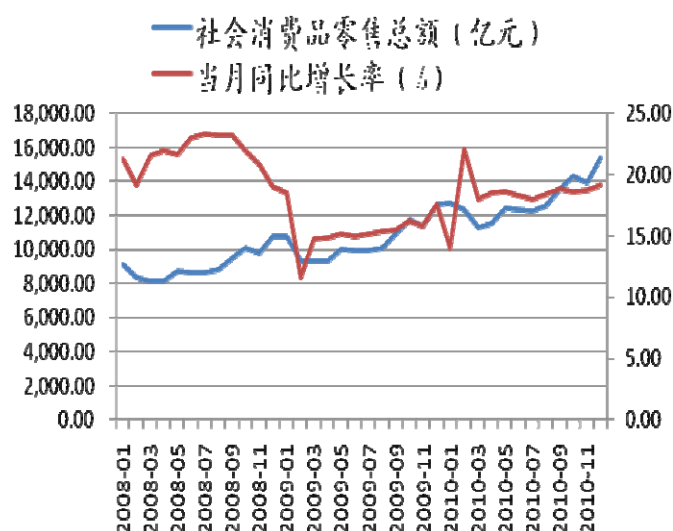
一、近期酿酒行业及市场态势

1、“两节”消费平稳走高 消费者信心仍然不足。

商务部监测数据显示，春节黄金周期间，零售商场和餐饮企业实现销售额 4045 亿元，同比增长 19%，较 2010 年同期增速高出 2 个百分点。国家统计局数据显示，10 年 12 月社会消费品零售总额为 15,329.50 亿元，较去年同期增长 19.10%，比上月增加 0.4 个百分点。整体消费依然保持较为稳定的增长。与酒类消费相关性较为密切的餐饮业社会消费品零售总额 12 月增速为 18.30%，略低于总体消费增速，酒类消费未来仍将以稳定增长为主。11 年 1 月消费者信心及预期指数延续了之前的下滑趋势，消费者信心指数为 99.90；消费者预期指数为 99.80。从 2011 年一季度酒类产品产销及行业企业的效益数据预期来看，酒类下游消费需求依然旺盛，行业保持了产销两旺的态势。我们预计 2011 年全年白酒、葡萄酒仍将维持高景气度，啤酒行业面临提价及整合机遇。

图 1 08-10 年社会消费品零售总额走势图

图 2 03-11 年 1 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、2010 年酿酒行业产销情况

统计局公布的数据显示，2010 年酿酒行业整体产量继续保持稳步增长势头，行业景气度高企。主要子行业 12 月单月产量增速基本

符合预期，白酒行业产量继续保持高速增长；啤酒、葡萄酒行业 12 月产量小幅增长，黄酒行业增速有所回升。白酒行业 12 月产量增速依然较高，全年累计增速超过 09 年同期 2.90 个百分点，产量创出新高。葡萄酒行业由于去年同期基数较高的原因，12 月仅增长 5.30%，全年增速为 12.50%，略低于预期。

表 1 酒类主要产品 2010 年产量增长态势（单位：%）

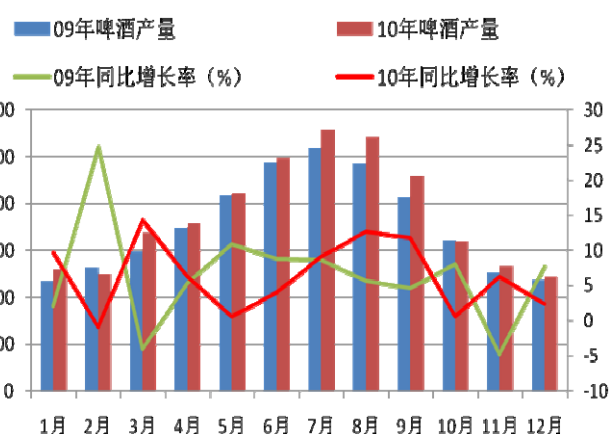
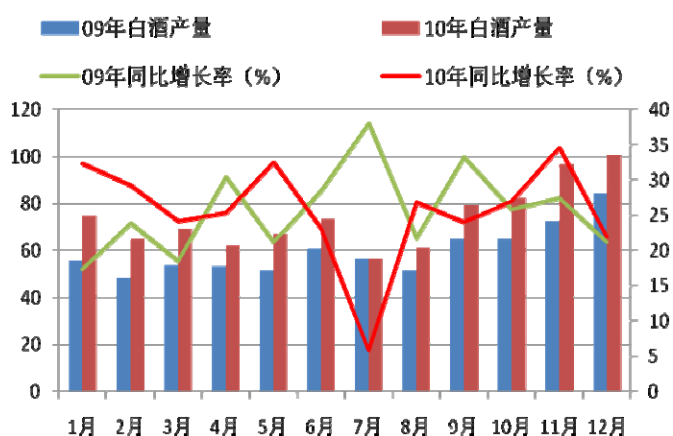
产品名称	2010 年 12 月当期	2010 年累计	2009 年	2008 年
白酒	21.90	26.70	23.80	15.80
啤酒	2.40	6.30	7.10	5.50
葡萄酒	0.80	12.50	27.60	23.80
黄酒	14.40	11.00	14.00	10.90

数据来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所

10 年 12 月啤酒产量为 242.60 万千升，同比增长 2.40%，较上月增速有所回落；1-12 月累计增速为 6.30%。我们预计 2011 年啤酒行业产量增速为 5-6%。白酒行业 10 年 12 月份产量为 100.80 万千升，同比增速为 21.90%；1-12 月累计增速达到 26.70%。白酒产量继续保持高速增长态势。葡萄酒 12 月产量为 12.80 万千升，同比增长 0.80%；1-12 月累计产量增速为 12.50%。我们认为葡萄酒行业景气将持续回升，预计 2011 年产量增速将达到 15%。黄酒 12 月份产量为 15.90 万千升，同比增长 14.40%；1-12 月累计增速为 11.00%，低于 09 年增速。预计黄酒行业 2011 年产量增速将维持在 12% 左右。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，目前尚未看到行业拐点。

图 3 白酒 09-10 年产量数据（万千升）

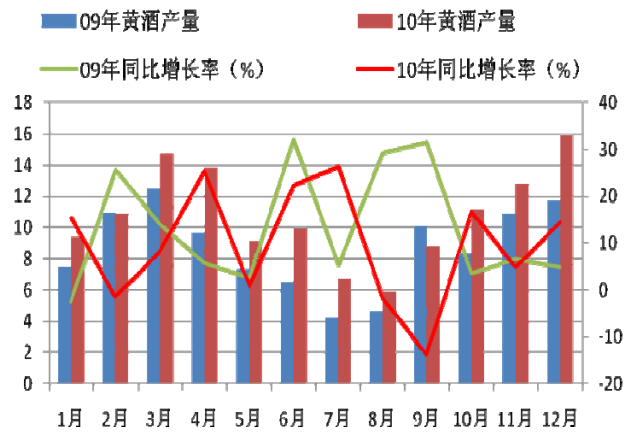
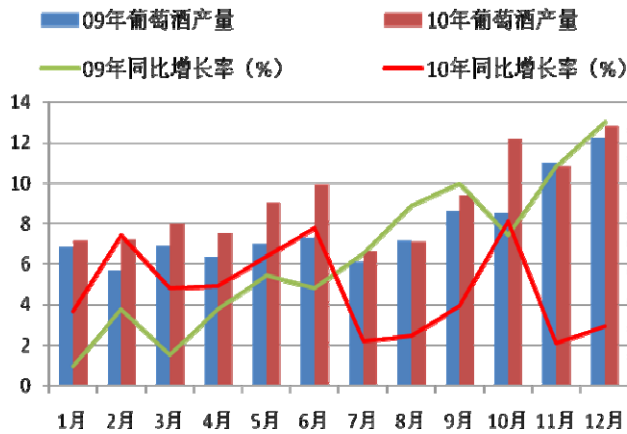
图 4 啤酒 09-10 年产量数据（万千升）



数据来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所

图 5 葡萄酒 09-10 年产量数据 (万千升)

图 6 黄酒 09-10 年产量数据 (万千升)



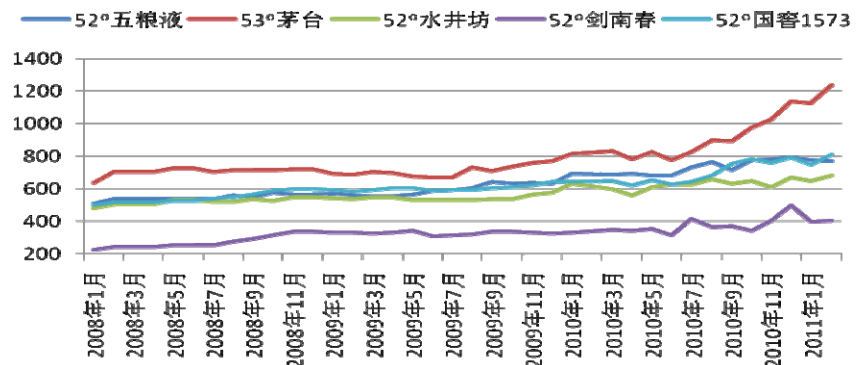
数据来源: 中国统计数据应用系统, 上海证券研究所

二、市场最新动态

1、2 月高端白酒终端价格保持平稳

根据糖酒快讯的数据显示,近几个月来国内白酒消费继续保持稳中有升,高端白酒终端价格在 1 月出现小幅回落后,2 月的监测数据有所回升。监测数据中各主要城市 2 月份重点高端白酒品种的终端价格中贵州茅台继续走高;五粮液、泸州老窖等的价格均有小幅回升,其中剑南春的终端零售价回落较大。目前下游消费需求依然旺盛,考虑到茅台、五粮液等厂家陆续宣布提价其它厂家或将陆续跟进的情况,我们认为 2011 年高端白酒价格仍将保持上涨趋势。

图 7 2008 年 1 月-2011 年 2 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、啤酒行业面临提价机遇

2010 年，啤酒行业巨头在全国范围内的扩张步伐加速，市场集中度进一步提高。在啤麦价格逐渐走高，生产成本上涨的情况下，啤酒行业在 11 年或进行新一轮提价。近期，燕京啤酒已上调了北京地区的产品出厂价，华润雪花已经在四川、辽宁、安徽等优势地区提价，平均提价幅度为 10% 左右。未来整个啤酒行业将通过提价来化解成本压力，但目前提价区域仍以市场占有率较高的区域为主。

3、良好的业绩快报及高比例分红预期支撑板块估值

截止到 2 月 25 日，部分行业内的上市公司公布了业绩快报。多家公司业绩预增幅度超过 50%。古井贡酒、金种子酒等公司预增幅度超过 100%。10 年区域性白酒龙头企业业绩增长明显加快，细分香型的龙头企业继续保持盈利稳定增长。随着 3 月年报密集披露期的到来，酿酒行业公司去年良好的年报表现及高比例分红预期在近期将逐渐兑现，这将有效支撑行业板块的估值。

三、酿酒行业中期趋势的展望

■ 继续看好中高档白酒品种的发展空间

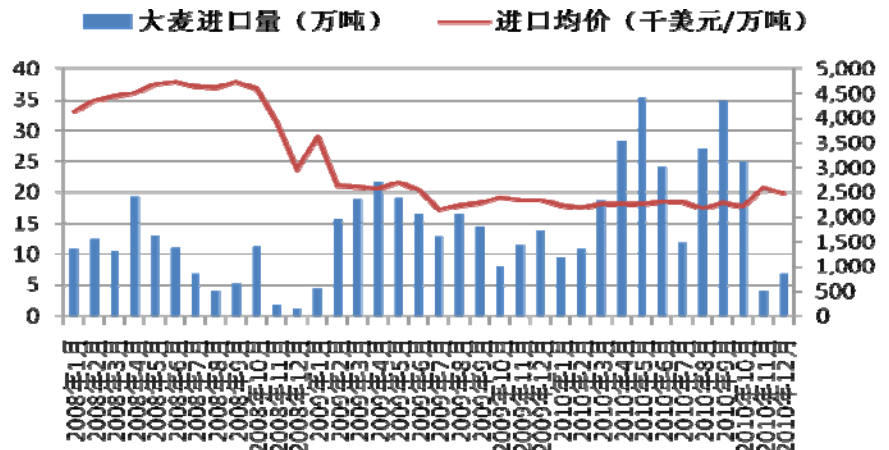
白酒行业 2010 年无论是产量增长还是盈利数据，均保持快速增长。从长期发展趋势来看，白酒行业在未来仍将保持产量 5-10% 的增速，销售额 15% 左右的增速。经过了 10 年白酒行业新一轮的快速增长，白酒下游消费需求明显回升，二线酒种表现强劲。2011 年中高档白酒销量继续稳定增长的趋势可持续。我们认为行业中拥有定价权的强势公司以及营销能力强的区域性公司将在这种环境下收益最大。在可预期的通胀背景下，白酒作为通胀防御性品种理应享受估值溢价。高档白酒品种将继续保持稳定增长，中档白酒品种将持续放量，白酒行业的消费结构将进一步得到优化。中长期继续看好这两类品种中的强势龙头公司。

■ 原料价格存在上涨压力 啤酒行业或将集体提价

啤酒行业 2010 年销售势头良好，尽管受到气候原因影响，产销量仍基本达到预期。目前我国啤酒人年均消费量接近 30 升，达到世界平均水平。人均消费量的提升将趋于放缓，但消费结构将发生变化、低度产品将越来越受到追捧。最新的海关数据显示，11 月以来我国

大麦进口价格上涨明显，进口量骤减。未来随着啤麦价格的攀升，啤酒行业内竞争加剧，啤酒行业将面临较大的成本压力。由于 10 年大部分啤酒企业都进行了产能扩张，我们预计 2011 年行业产销量增速将维持在 5-6% 左右。行业中拥有并购优势的公司仍将保持较快增长，在部分地区市场占有率占优的公司有望通过提价来缓解成本压力，我们依然看好行业中的龙头公司。

图 8 08-10 年我国大麦进口情况

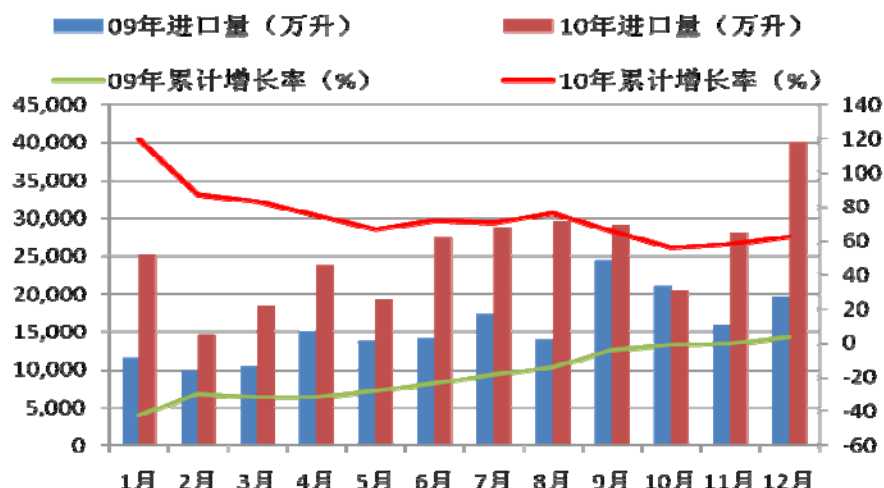


数据来源：中国统计数据应用系统 上海证券研究所

■ 葡萄酒进口量猛增 行业长期向好

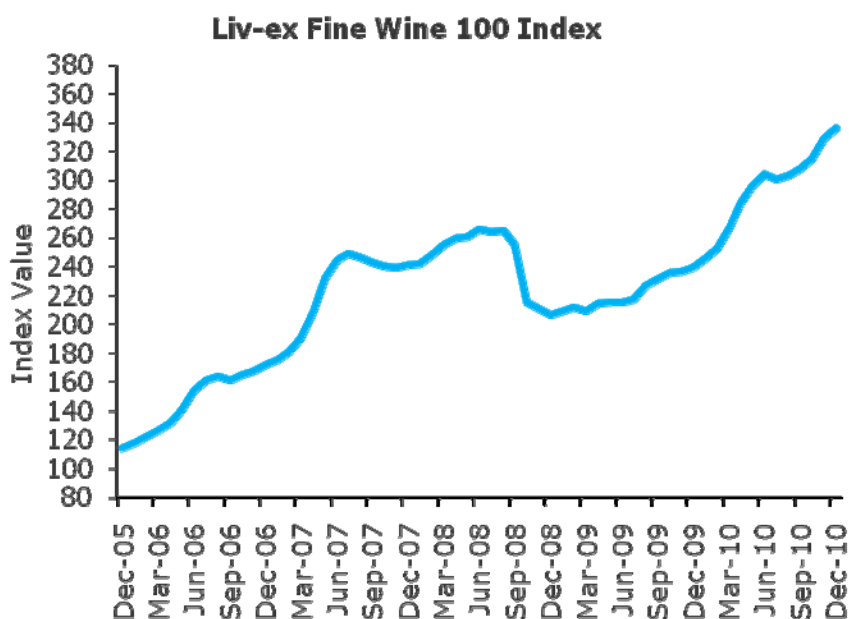
2010 年 12 月葡萄酒进口量大幅高于 09 年同期，2010 年葡萄酒的累计进口量大幅增长，反映出国内葡萄酒消费需求旺盛。目前进口葡萄酒已经占到国内葡萄酒消费总量的 1/3 左右，这一比例仍在持续上升中。11 年 1 月的法国 liv-ex100 指数为 346.14，环比上升 2.93%；指数已经同比上涨 40.80%，继续创出 05 年以来的新高。国外葡萄酒价格加速上升，进口葡萄酒对于国内葡萄酒市场的冲击在未来将持续。我们判断国内葡萄酒市场 2011 年有望达到 20% 左右的增速。长期来看我国葡萄酒行业发展空间巨大，目前我国葡萄酒人均消费量不到世界平均水平的 1/10，且主要消费集中在东部地区以及北京、上海等大城市。随着葡萄酒消费理念的逐渐成熟以及居民收入的提高，葡萄酒消费量将逐渐上升，此外葡萄酒对其它酒种的替代作用有所加强，长期看好葡萄酒行业在中国的发展前景。

图 9 09-10 年葡萄酒进口状况



数据来源：中国统计数据应用系统 上海证券研究所

图 10 05-11 年 1 月 LIV-EX 葡萄酒价格指数走势图



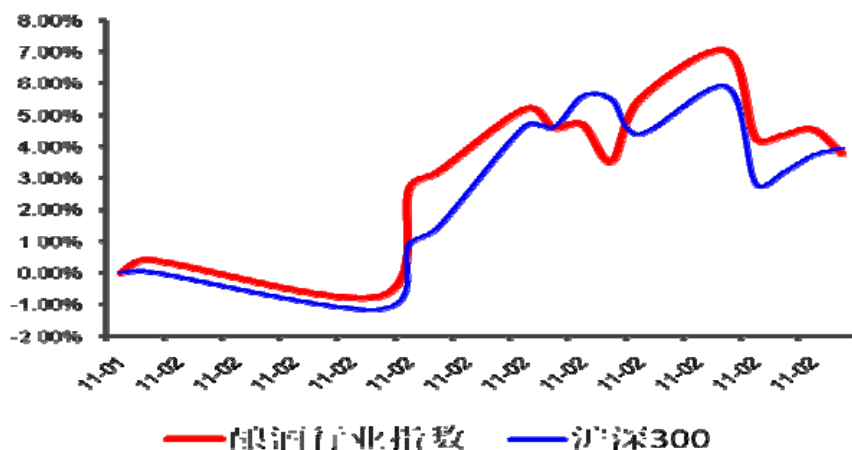
数据来源：www.liv-ex.com 上海证券研究所

四、2 月份行业股票市场走势

截止到 2 月 25 日收盘，2 月份沪深 300 指数跌幅为 3.94%，同期酿酒行业指数跌幅为 3.79%。2 月份酿酒行业指数表现基本同步于沪深 300 指数。自 10 年 11 月以来酿酒行业相对于大盘的估值溢价持续回落，行业目前板块估值相当于 07 年的水平。若考虑 11 年行业整体的成长性，目前板块的整体估值水平偏低，随着业绩预期的逐步兑现，

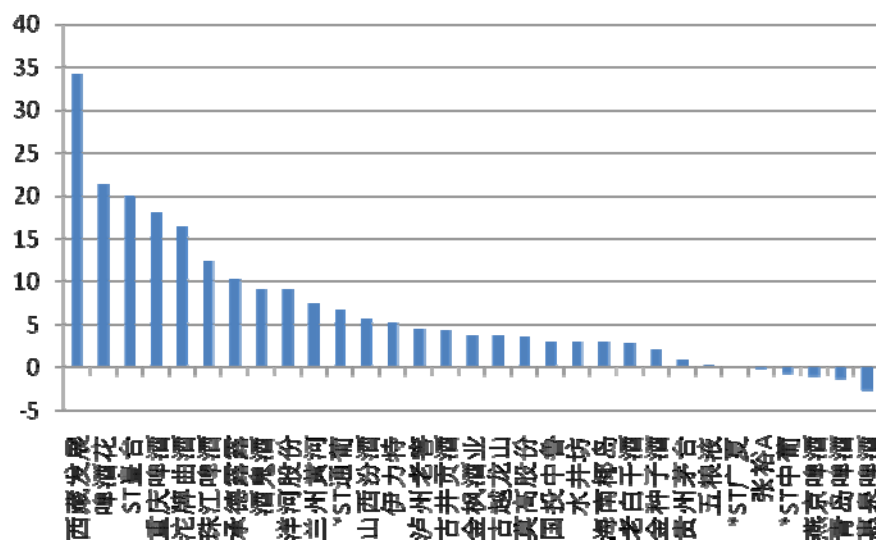
未来估值回升的空间较大。本月板块涨幅居前的为西藏发展、啤酒花等个股；而燕京啤酒、青岛啤酒均表现欠佳。

图 11 2011 年 2 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 12 2011 年 2 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、3 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 2011 年 3 月的策略，依然维持酿酒行业“有吸引力”评级。2010 年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，景气度高企。我们预计白酒、葡萄酒行业有望继续保持量价齐升态势。目前酿酒板块相对大盘估值溢价

处于历史低位，考虑到 11 年行业成长性明确，估值有进一步的上升空间。行业目前具有较大的投资吸引力，值得介入，中长期持有。

■ **建议重点关注高端白酒公司。**

短期内可关注估值相对偏低，业绩增长预期明确，未来有望保持量价齐升的中高端白酒行业公司。建议重点关注公司：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、张裕 A、青岛啤酒。对前期的重点股票评级维持不变。

分析师承诺

分析师 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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

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，任何机构和个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。