

日期: 2011 年 3 月 25 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

消费淡季 布局白酒好时机

——2011 年春季酿酒行业投资策略

■ 主要观点:

二季度酿酒行业景气度将继续高企

今年第一季度酿酒行业呈现平稳增长趋势, 酒类产品产量增速较快, 下游消费需求依然旺盛。受居民收入和财政收入增长影响, 酒类消费升级开始提速, 酿酒行业的产品销售结构开始改变, 中高端酒类产品的消费增长远高于低端产品。我们认为酿酒行业景气高企的趋势在二季度可以延续。

节日因素将推动春季酒类消费

春季酒类的消费高峰将出现在节日期间, 清明节、五一节等小长假将明显拉动酒类产品的消费。在目前的通胀背景下, 可选消费品(白酒、葡萄酒行业)将受益最多, 受消费需求拉动, 有望出现量价齐升的景象; 而大众消费品(啤酒行业)将承受原料上涨带来的利润损失。

白酒仍是投资首选 葡萄酒、啤酒相对看好

白酒行业一季度产量及盈利数据表现抢眼, 中高档酒继续保持快速增长。2011 年白酒行业成长性较为明确, 且多家企业业绩存在超预期可能。尤其是中档白酒品种将提价放量, 抢占高档白酒提价后留下的市场空间。我们继续看好具有全国扩张潜力的二线区域白酒公司, 相对看好葡萄酒、啤酒行业龙头公司。

投资建议:

评级未来十二个月内, 酿酒业: 有吸引力。

我们继续维持酿酒业“有吸引力”评级。酿酒行业一季度的生产经营及利润增长情况均十分理想。中档酒的增长远快于高档及低档酒, 显示在消费持续升级的背景下, 中档酒未来发展空间依然很大, 消费结构将继续向“中高档”转变。因此建议投资者重点关注估值弹性较大的中高端白酒公司, 如泸州老窖、五粮液、山西汾酒、金种子酒等。

■ 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	183.55	4.57	5.35	7.62	40.16	34.31	24.09	9.42	跑赢大市
五粮液	000858	32.26	0.86	1.27	1.58	37.51	25.40	20.43	7.17	跑赢大市
金种子酒	600199	12.67	0.27	0.33	0.58	67.15	54.94	31.26	12.25	跑赢大市
泸州老窖	000568	45.17	1.20	1.58	2.02	37.64	28.77	22.36	12.94	跑赢大市
张裕 A	000869	89.00	2.14	2.62	3.15	41.59	33.97	28.25	14.24	跑赢大市
洋河股份	002304	218.00	3.04	4.91	6.80	71.71	44.40	32.06	15.69	跑赢大市
山西汾酒	600809	59.04	0.82	1.14	1.80	72.00	51.79	32.80	12.98	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 3 月 24 日

饮料制造业 11 年累计增加值增长数据

饮料制造业 1-2 月累计增长率 16.70%

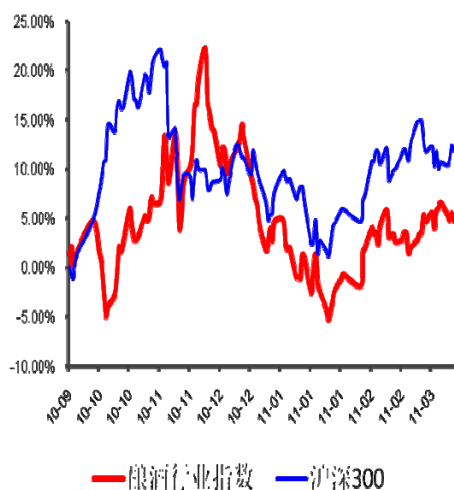
子行业 11 年 1-2 月产量累计同比增长率

白酒 1-2 月累计产量增长率 25.20%

啤酒 1-2 月累计产量增长率 7.90%

葡萄酒 1-2 月累计产量增长率 22.60%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: TWF11-AIT02

目 录

一、一季度酿酒行业发展回顾	4
1、一季度酿酒行业保持平稳发展	4
2、各子行业发展状况	4
2.1 白酒：高端酒增长平稳，中端酒持续发力	6
2.2 啤酒：原料存在上涨压力 行业集体提价应对	7
2.3 葡萄酒：进口酒数量快速增加 消费持续升温	7
2.4 黄酒：行业发展缓慢情况未有明显改善	7
二、二季度酿酒行业发展趋势展望	8
1、宏观经济形势对酿酒行业影响	8
2、各子行业发展趋势展望	10
2.1 白酒：看好中高端酒的量价齐升	10
2.2 啤酒：原料价格进入上升通道，盈利空间缩窄	11
2.3 葡萄酒：行业长期向好 进口酒冲击仍将持续	13
2.4 黄酒：全国市场尚待开发	14
三、1-3 月行业股票的市场表现	14
1、1-3 月行业走势及特征	14
2、重点公司股票走势和估值	15
四、风险提示	16
4.1 酒类消费升级低于预期	16
4.2 非酒精饮料对酒类产品可能产生替代作用	16
4.3 气候以及突发事件对行业的影响	16
五、投资建议与重点公司推荐	16
5.1 投资策略建议	16
5.2 重点公司关注	17
5.2.1 金种子酒（600199）	17
5.2.2 贵州茅台（600519）	17
5.2.3 泸州老窖（000568）	18
5.2.4 张裕 A（000869）	18
5.2.5 五粮液（000858）	19

图

图 1 酿酒行业营业收入及利润总额累计同比增长率走势图	4
图 2 白酒 10-11 年 2 月产量数据 (万千升)	
图 3 啤酒 10-11 年 2 月产量数据 (万千升)	5
图 4 葡萄酒 10-11 年 2 月产量数据 (万千升)	
图 5 黄酒 09-10 年 12 月产量数据 (万千升)	5
图 6 2002 年-2010 年 11 月各子行业收入累计增长率 (%)	
图 7 2005 年-2010 年 11 月各子行业利润累计增长率 (%)	6
图 8 1999 年-2010 年 11 月酿酒行业利润增速与 GDP 增速比较图	8
图 9 2008-2011 年 2 月社会消费品零售总额走势及消费者信心月度指数图	8
图 10 2000-2011 年 1 月财政收入增速图 (%)	
图 11 储户当期收入感受及未来收入信心指数图	9
图 12 2006-2011 年 2 月餐饮业社会消费品零售总额	10
图 13 2008-2011 年 3 月部分白酒价格走势	11
图 14 1989 年-2010 年中国啤酒产量	11
图 15 2008-2011 年 1 月我国进口大麦数量及价格走势	12
图 16 2005 年-2011 年 2 月 Liv-ex 100 指数	13
图 17 2011 年 1-3 月酿酒行业指数与沪深 300 指数对比情况 ..	14
图 18 2011 年 1-3 月酿酒板块公司股价变动情况 (%)	15
图 19 2005-2011 年 3 月酿酒指数相对沪深 300 估值比较 (PE/PB)	15

表

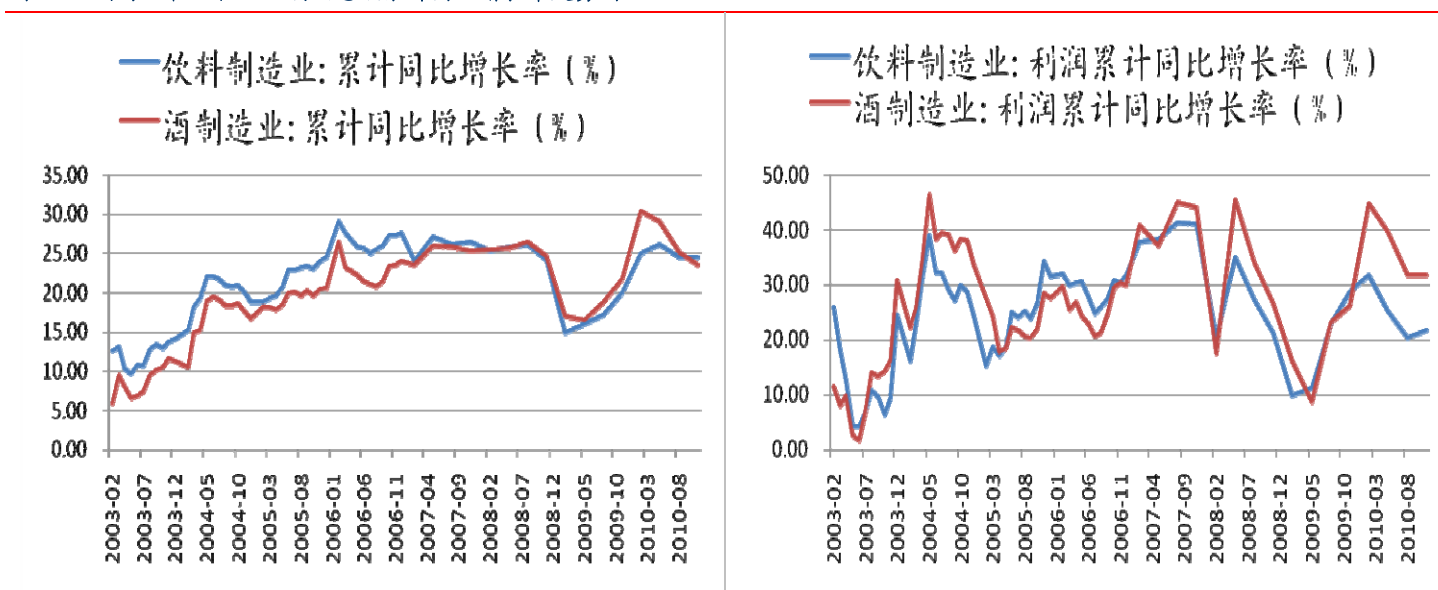
表 1 酒类主要产品 11 年 1-2 月产量增长态势 (单位: %)	5
表 2 酿酒行业公司业绩预期与市盈率 (CNY 2011 年 3 月 24 日)	16
表 3 金种子酒业绩预测	17
表 4 贵州茅台业绩预测	18
表 5 泸州老窖业绩预测	18
表 6 张裕 A 业绩预测	19
表 7 五粮液业绩预测	19

一、一季度酿酒行业发展回顾

1、一季度酿酒行业保持平稳发展

自 10 年以来，酿酒行业景气度持续回升，今年第一季度酿酒行业呈现平稳增长趋势，酒类产品产量增速较快，下游消费需求依然旺盛。受居民收入和财政收入增长影响，酒类消费升级开始提速，酿酒行业的产品销售结构开始改变，中高端酒类产品的消费增长远高于低端产品。行业营业收入增速自 10 年四季度以来基本保持平稳，利润同比增速处于高位，预计这一情况将继续保持。目前酿酒行业无论是营业收入增速还是利润增速均好于饮料制造业的平均水平。随着国内通胀预期的不断加强，消费升级的不断推进，我们认为酿酒行业景气高企的趋势在 2011 年可以延续。

图 1 酿酒行业营业收入及利润总额累计同比增长率走势图



数据来源：国家统计局，上海证券研究所

2、各子行业发展状况

从产销量数据上来看，今年 1-2 月酿酒行业整体产量继续保持稳步增长势头。主要子行业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。受夏季低温天气影响，1-2 月啤酒行业的产量增速较高，但行业下半年将受制于原材料价格的持续走高。白酒行业近几个月产量增速较高，1-2 月累计增速略低于 10 年增速。葡萄酒行业产销量也持续回升，2 月产量同比增速达到 32.10%。葡萄酒行

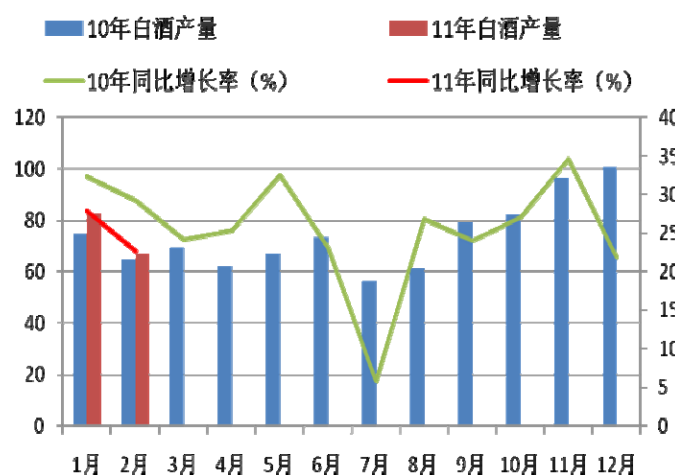
业 1-2 月累计增速为 22.60%，我们预计全年增速将保持在 20%左右。
黄酒行业 1-2 月的数据暂缺，但我们预计 2011 年总体产量增速仍将
维持在 12%左右，整体变化不大。

表 1 酒类主要产品 11 年 1-2 月产量增长态势 (单位: %)

产品名称	2011 年 2 月当期	2011 年 1-2 月累计	2010 年	2009 年
白酒	22.60	25.20	26.70	23.80
啤酒	4.80	7.90	6.30	7.10
葡萄酒	32.10	22.60	12.50	27.60
黄酒	-	-	11.00	14.00

数据来源: 中国统计数据应用系统, 上海证券研究所

图 2 白酒 10-11 年 2 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 3 啤酒 10-11 年 2 月产量数据 (万千升)

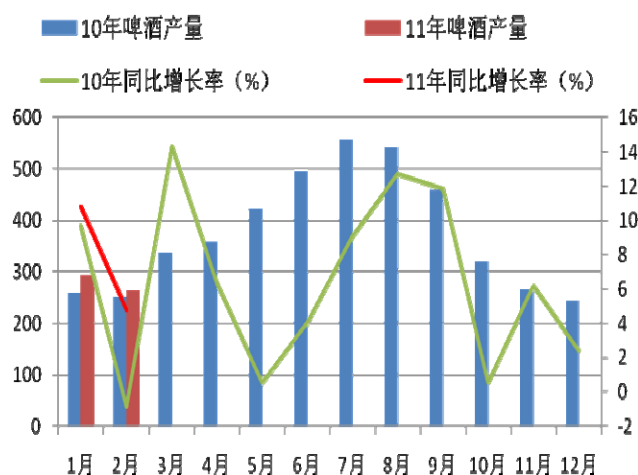
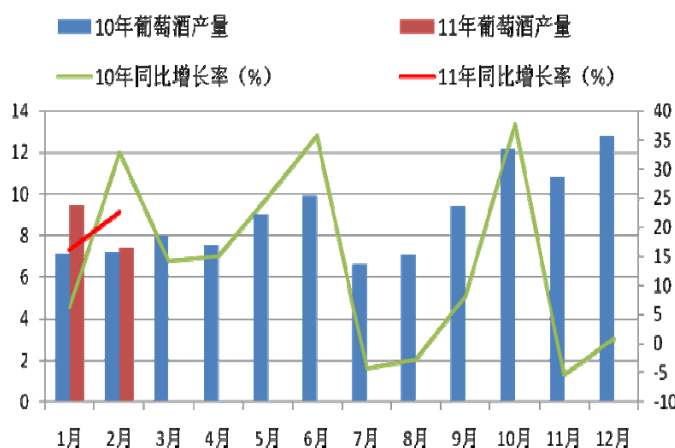
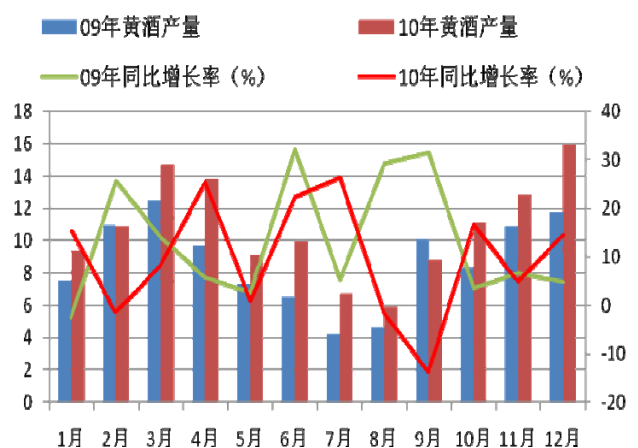


图 4 葡萄酒 10-11 年 2 月产量数据 (万千升)



数据来源: 中国统计数据应用系统, 上海证券研究所

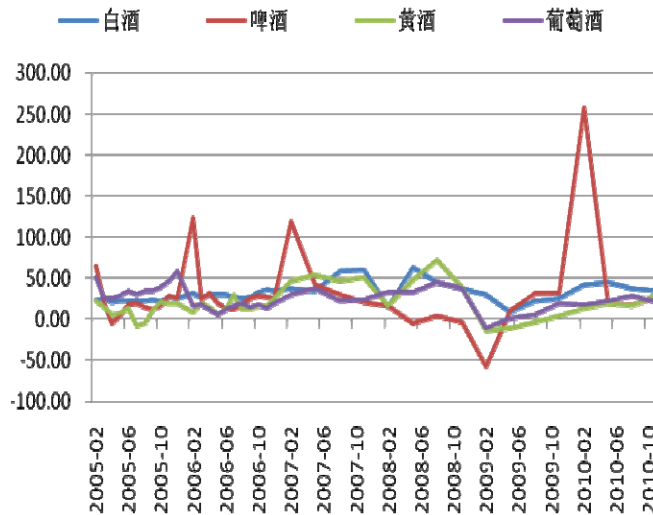
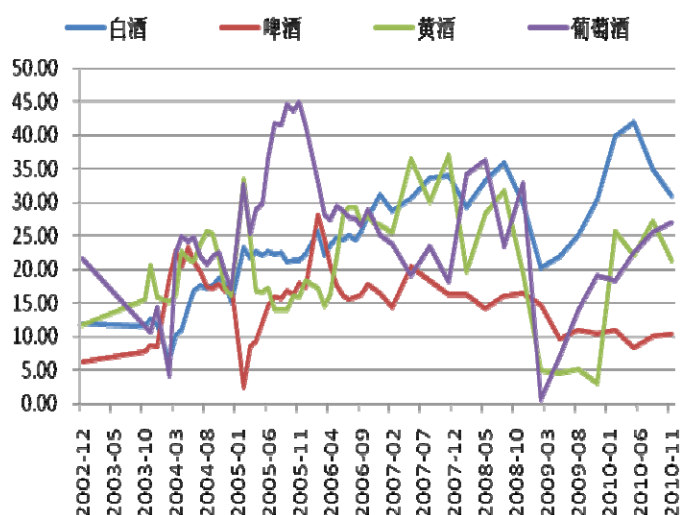
图 5 黄酒 09-10 年 12 月产量数据 (万千升)



酿酒行业 1-11 月累计销售收入为 4,140.88 亿元, 同比增长 23.56%; 1-11 月利润总额为 465.83 亿元, 同比增长 31.74%。销售收入的增長基本稳定, 利润总额增速环比快速回升。葡萄酒、白酒子行业营业收入增速在 8-11 月出现小幅回落, 啤酒子行业在 1-11 月收入增速保持平稳增长。1-11 月, 白酒行业累计销售收入为 2,421.62 亿元, 同比增长 31.01%; 利润总额为 318.61 亿元, 同比增长 34.05%。1-11 月啤酒销售收入增速小幅回升, 利润总额同比大幅增 26.90%。葡萄酒及黄酒的销售收入均保持增长, 1-11 月销售收入增长率分别为 26.97%、21.37%, 其中葡萄酒的利润总额累计增速为 21.10%。预计 2011 年白酒、葡萄酒的销售收入和利润高速增长将持续; 啤酒、黄酒利润增速也将小幅上升。

图 6 2002 年-2010 年 11 月各子行业收入累计增长率 (%)

图 7 2005 年-2010 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

2.1 白酒: 高端酒增长平稳, 中端酒持续发力

1-3 月, 中档白酒继续呈现井喷式增长。前 2 个月白酒产量增速为 25.20%, 我们认为增速主要由中低档白酒贡献。高档白酒虽有较强的定价权, 但产能扩张较慢, 而高端酒提价后给中低档白酒留出了足够的成长空间, 具体表现为 200-600 元的白酒消费市场出现井喷。由于白酒消费群体的整体品牌忠诚度是非常高的, 中档白酒还需时间来逐步的蚕食高端、低端酒市场, 使中国白酒的消费结构逐渐呈现金字塔结构。中档酒品牌中又以区域性品牌扩张最为迅速, 如古井贡酒、山西汾酒、洋河股份等均出现量价齐升的态势, 省内省外市场均实现快速扩张。我们预计 2011 年中档酒的快速增长的趋势可以延续, 中长期看好区域性特征明显、有全国性扩张实力的白酒企业。

2.2 啤酒：原料存在上涨压力 行业集体提价应对

啤酒行业今年前 2 个月销售势头良好。最新的海关数据显示，去年 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。同时随着行业并购重组的推进，行业集中度将进一步提高，行业龙头公司的竞争优势进一步扩大。

2.3 葡萄酒：进口酒数量快速增加 消费持续升温

10 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。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。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。国外葡萄酒价格步入加速上升通道，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全年有望达到 20% 左右的增速，由于我国人均葡萄酒饮用量仍远远低于国际平均水平，长期看好葡萄酒行业在中国的发展前景。

2.4 黄酒：行业发展缓慢情况未有明显改善

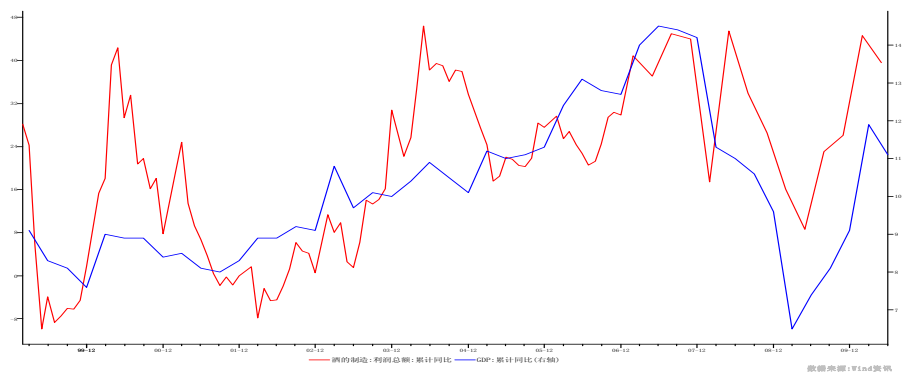
黄酒行业 1-2 月产量增长平稳，但营业收入及利润增长较慢。由于黄酒生产企业集中在江浙地区，苏浙沪三地合计所占比重高达 83%。黄酒消费的 70% 集中在占全国人口比重 10.6% 的浙江、江苏和上海。黄酒消费的产销地地域性特征较为明显，受宏观经济形势影响，黄酒行业发展速度缓慢的情况未得到改善，开拓全国性市场阻力依然较大。

二、二季度酿酒行业发展趋势展望

1、宏观经济形势对酿酒行业影响

中长期来看，酿酒行业仍具有可观的增长潜力。自 10 年以来，酿酒行业连续多个季度保持了高速增长，行业产量增速加快，整体利润出现大幅上升。通过研究过去 10 年的历史数据，我们发现在 GDP 增速走势平稳期间，酿酒行业的利润增长速度会保持平稳上升趋势。在通胀预期下，酿酒行业往往表现的更好。我们认为目前行业景气度处于较高位置，未来随着宏观经济的平稳走强，行业的高景气度可以维持。在消费相对平稳的阶段，拥有主动提价权、能够快速放量、业绩弹性相对较大的白酒、葡萄酒子行业值得重点关注。

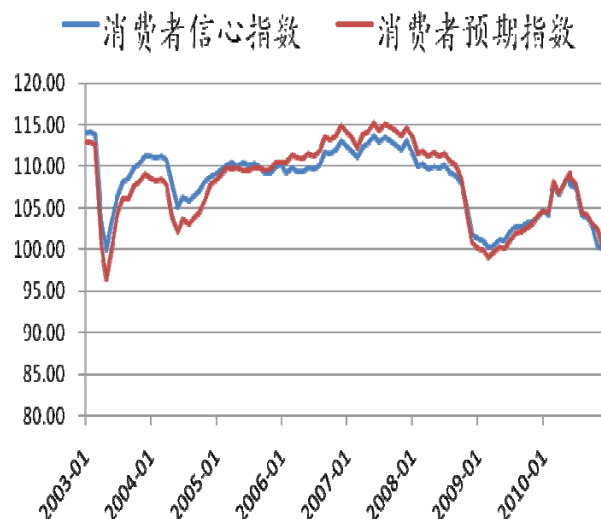
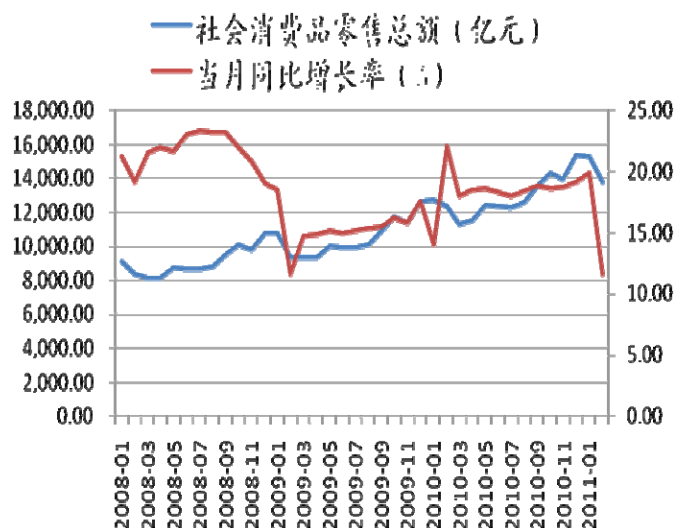
图 8 1999 年-2010 年 12 月酿酒行业利润增速与 GDP 增速比较图



数据来源: Wind, 上海证券研究所

国家统计局数据显示，2 月社会消费品零售总额为 14,284.80 亿元，同比增长 18.64%，增速比上月减少 0.2 个百分点。今年以来，消费品零售总额增速基本保持在 18% 左右，连续数月保持相对平稳。预计短期内消费增速仍将维持平稳，未来将随着宏观经济的走强而稳步上升。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。环比下降幅度较大，主要是消费者对未来通胀预期的担忧所致，在 2011 年国家刺激消费的大背景下，消费升级将继续拉动酒类消费的需求，酒类产品的消费将保持平稳上升趋势。

图 9 2008-2011 年 2 月社会消费品零售总额走势及消费者信心月度指数图

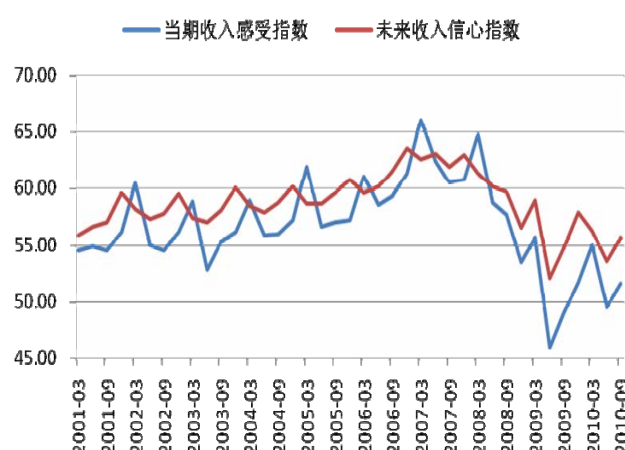
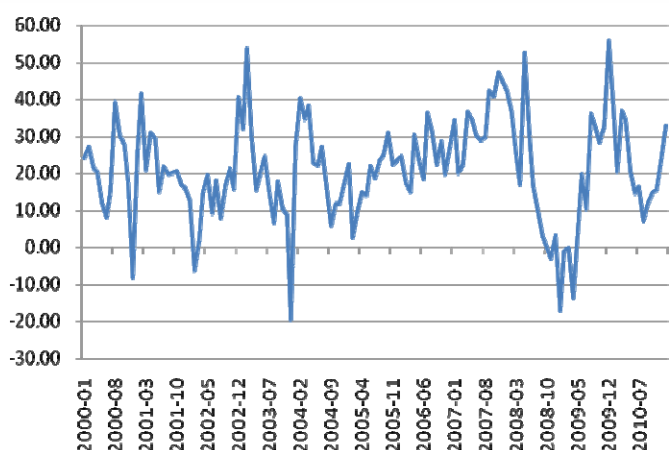


数据来源: 国家统计局, 上海证券研究所

在国内经济形势前景不断明确的背景下, 企业盈利情况不断好转, 国家财政收入月增速回归正常水平, 2011 年 1 月同比增速达到 32.80%。近期内国家通过再次加强白酒税收来补充财政收入的可能性不大。由于高端名酒很大一部分销售收入来自政府、军队及企业集团的团购, 财政预算宽松将提高这一部分消费群体的购买力。同时储户收入感受及未来收入信心指数也显示居民有在将来进行更多消费的意愿。农村及城镇居民工资收入的持续上升, 将是推动酒类产品进一步向中高端转型的动力。在通胀预期背景下, 酒类产品的消费升级将迈向新的阶段。

图 10 2000-2011 年 1 月财政收入增速图 (%)

图 11 储户当期收入感受及未来收入信心指数图

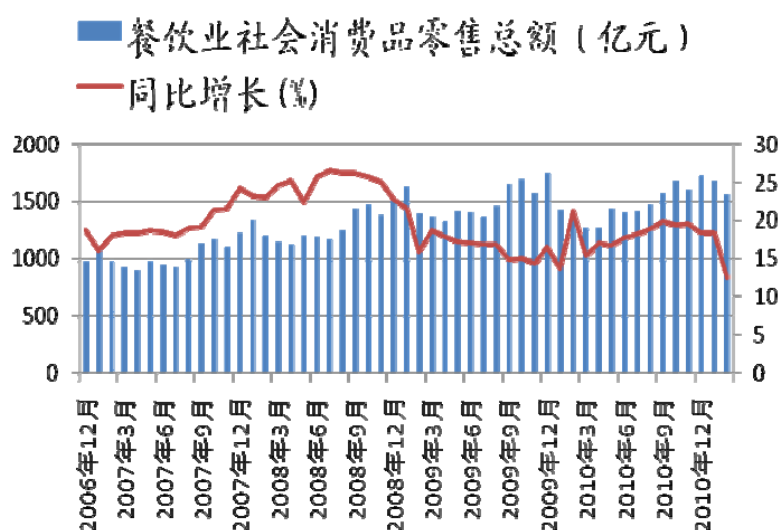


数据来源: 国家统计局, 上海证券研究所

从 1999 年-2011 年 1 月间的数据来看, 除了 2003 年非典时期住

宿和餐饮消费增速同比为负增长外,餐饮消费的增长一直是比较稳定的。10年餐饮业零售总额增速一直维持在17-19%的水平。餐饮业社会消费品零售总额2月为1554.50亿元,同比增长12.58%。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。餐饮业消费增速的下滑,对于依赖餐饮渠道进行销售的啤酒、黄酒等构成较大影响。我们认为餐饮消费在2011年将继续保持稳定增长。

图 12 2006-2011 年 2 月餐饮业社会消费品零售总额



数据来源: 国家统计局, 上海证券研究所

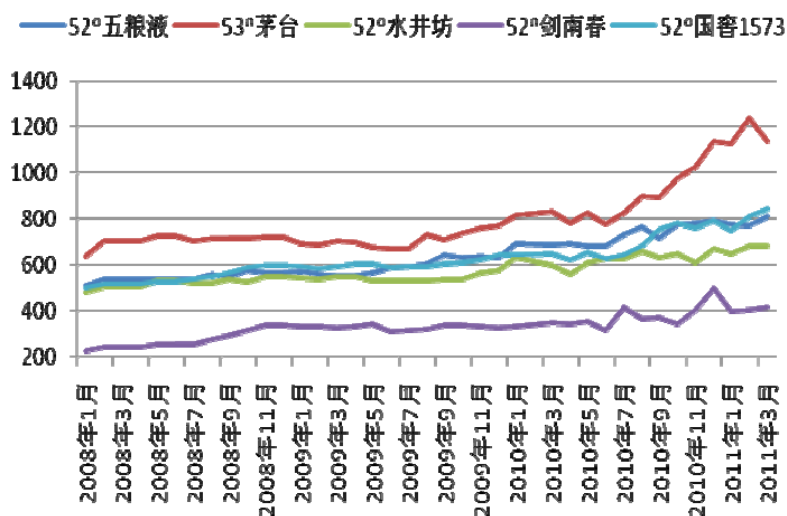
2、各子行业发展趋势展望

2.1 白酒: 看好中高端酒的量价齐升

从长期发展趋势来看,白酒行业在未来10年仍将保持产量5-10%的增速,销售额15%左右的增速。经过了今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。一季度白酒市场上中高端品种产品是消费者青睐的对象,我们认为二季度这一格局仍将维持。从糖酒快讯1-3月份的高端白酒价格走势来看,近期高档白酒终端销售价格持续走高。随着贵州茅台终端零售价稳定在1000元以上,相信近期其它白酒厂家也会有提价动作。2011年中高档白酒销量快速增长,价格上涨的预期强烈。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。

图 131 2008-2011 年 3 月部分白酒价格走势



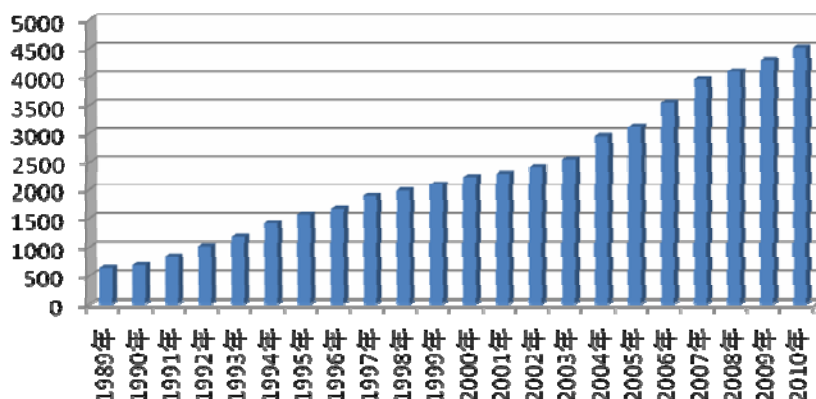
数据来源：糖酒快讯，上海证券研究所

2.2 啤酒：原料价格进入上升通道，盈利空间缩窄

中国啤酒产量 1991 年-2010 年的增长率远高于世界平均水平。截止到 2010 年，中国啤酒产量则连续 9 年占据世界首位，中国啤酒市场是世界上啤酒市场增长最快的地区之一。随着我国啤酒人年均消费量接近 30 升，未来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。2010 年啤酒销量增速基本符合预期，全行业产量增速为 6.3%；由于去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到 6-8%左右，啤酒行业内竞争将继续加剧。

图 142 1989 年-2010 年中国啤酒产量

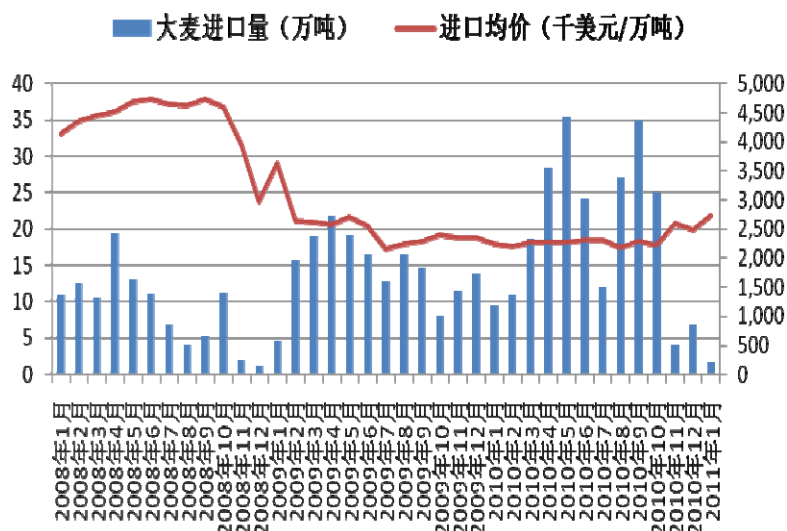
■ 啤酒(万千升)



数据来源：国家统计局，上海证券研究所

1月最新的海关数据显示，我国今年大麦进口数量骤减，进口价格大幅上涨，较去年4季度上涨幅度超过20%。原材料价格上涨的趋势基本确立，啤酒行业公司的毛利率将受到影响，我们预计2011年下半年，这一影响将开始逐渐显现，啤酒行业利润空间将受到挤压。我们预计2011年行业产销量增速将维持在5-6%左右。行业今年能否实现较高盈利主要取决于二季度的销售情况，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，我们仍然看好行业中的龙头公司。

图 15 2008-2011 年 1 月我国进口大麦数量及价格走势

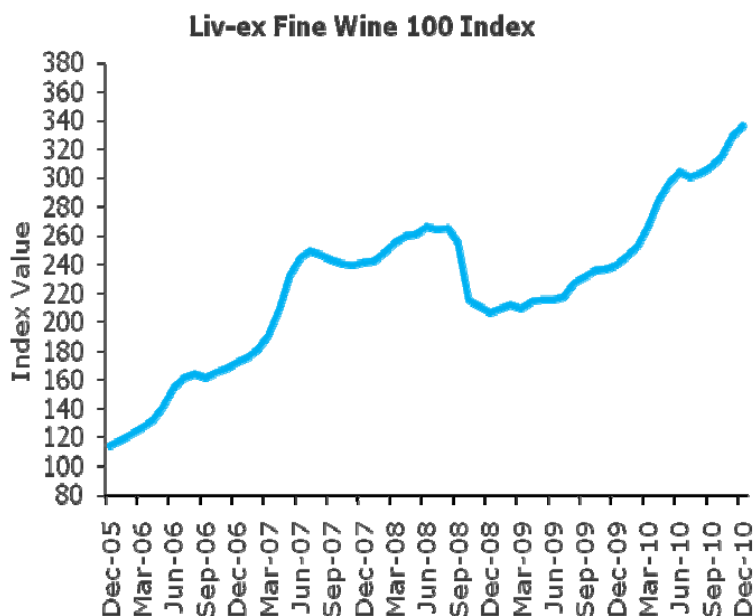


数据来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所

2.3 葡萄酒：行业长期向好 进口酒冲击仍将持续

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仅为 0.38 升左右，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，此外葡萄酒对白酒的替代作用有所加强。我国葡萄酒行业的竞争主要集中在张裕、王朝和中粮长城之间，这三家公司的销量接近 50% 的市场份额，利润总额则占到行业的近 70%。11 年 1 月的法国 liv-ex100 指数为 357.45，环比上升 3.27%；指数已经同比上涨 41.09%，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 16 2005 年-2011 年 2 月 Liv-ex 100 指数



数据来源: Liv-ex.com, 上海证券研究所

2.4 黄酒：全国市场尚待开发

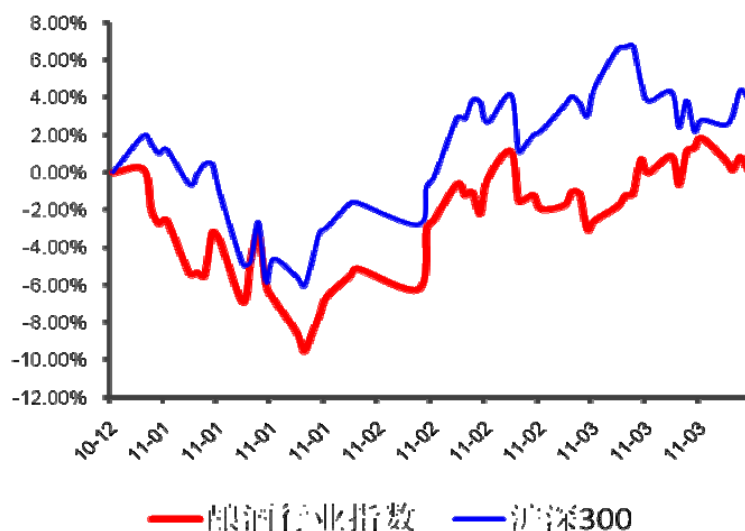
目前，国内黄酒生产企业约有 700 家，规模在千吨以下的企业占 80%，万吨以上的有近 30 家，4 万吨以上的企业只有 5 家。企业产品以普通花雕酒为主，价格远低于白酒和葡萄酒。随着近年来行业内龙头公司的并购，优势品牌的集中度逐渐提高。未来黄酒业的发展趋势主要为重新构建黄酒产品价格体系，饮用酒与作料酒加大价差；开发新的适应市场消费潮流的产品；品牌知名度提高推动产品销售；培育全国性的黄酒消费习惯。短期来看，行业受经济环境影响发展放缓，全国市场的培育期将延长。行业内仅有金枫酒业的产品相对毛利率较高，在上海的市场占有率稳定。总体来看，黄酒行业依然发展缓慢，全国市场尚待开发。

三、1-3 月行业股票的市场表现

1、1-3 月行业走势及特征

截止 3 月 24 日收盘，酿酒行业指数今年累计上涨 0.14%，同期沪深 300 指数上涨 3.94%，酿酒行业指数落后沪深 300 指数 3.8 个百分点。酿酒板块自 10 年四季度开始调整，近期表现持续落后于大盘。根据历史数据统计，行业板块的行情多出现于下半年，上半年行业多处于震荡调整。

图 17 2011 年 1-3 月酿酒行业指数与沪深 300 指数对比情况

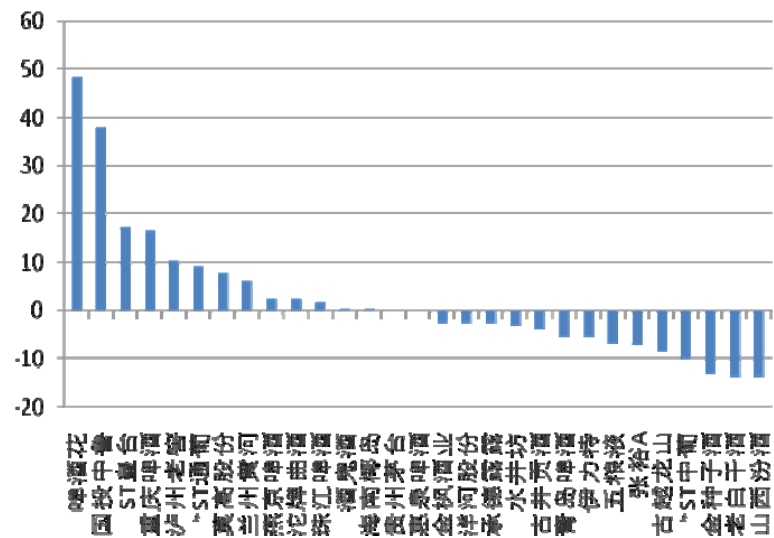


数据来源: Wind, 上海证券研究所

2、重点公司股票走势和估值

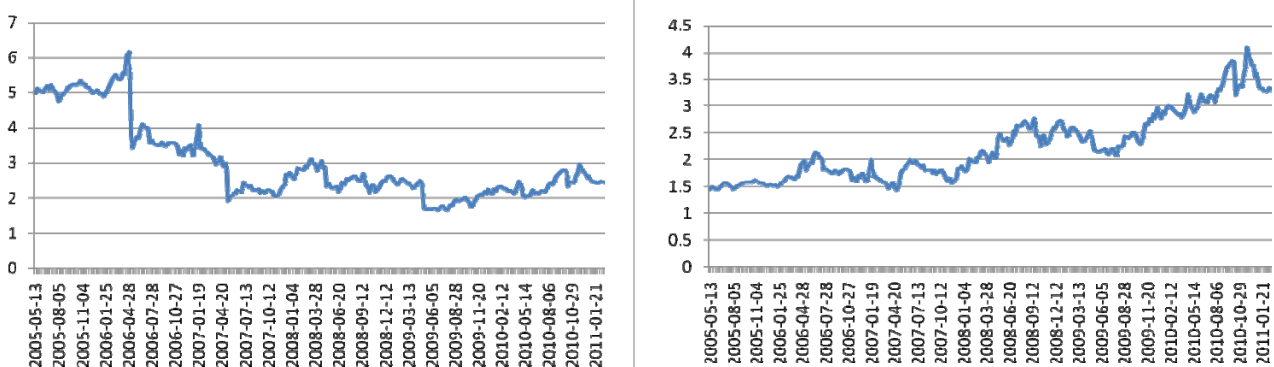
2011 年一季度, 酿酒行业板块整体走弱, 除个别题材概念股表现略好外, 整体酒类股票表现不佳。以 3 月 24 日收盘价计算, 目前酿酒行业整体的 PE 水平为 48.70 倍, 历史平均水平为 65.40 倍。酿酒指数相对沪深 300 指数 PE 溢价为 2.42 倍, 处于过去 5 年的低位, 过去 5 年的溢价中值为 2.98 倍, 板块估值具有一定的安全边际。我们认为 2011 年酿酒行业重点公司 PE 水平在 30-40 倍左右比较合理, 即相对目前股价仍有一定的上升空间。

图 18 2011 年 1-3 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

图 19 2005-2011 年 3 月酿酒指数相对沪深 300 估值比较 (PE/PB)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 2 酿酒行业公司业绩预期与市盈率 (CNY 2011 年 3 月 24 日)

公司名称	股票代码	股价	ROE(ttm)	PEG	EPS			PE			PBR	投资评级
					09A	10E	11E	09A	10E	11E		
贵州茅台	600519	183.55	27.45	0.98	4.57	5.35	7.62	40.16	34.31	24.09	9.42	跑赢大市
五粮液	000858	32.26	25.42	0.92	0.86	1.27	1.58	37.51	25.40	20.43	7.17	跑赢大市
青岛啤酒	600600	32.79	16.13	1.12	0.93	1.23	1.59	34.52	26.23	21.15	4.69	跑赢大市
燕京啤酒	000729	19.46	9.42	1.07	0.52	0.65	0.75	37.42	30.17	25.95	2.99	跑赢大市
泸州老窖	000568	45.17	41.12	1.09	1.20	1.58	2.02	37.64	28.77	22.36	12.94	跑赢大市
张裕 A	000869	89.00	39.17	1.29	2.14	2.62	3.15	41.59	33.97	28.25	14.24	跑赢大市
洋河股份	002304	218.00	30.16	0.89	3.04	4.91	6.80	71.71	44.40	32.06	15.69	跑赢大市
金种子酒	600199	12.67	18.00	1.15	0.27	0.33	0.58	67.15	54.94	31.26	12.25	跑赢大市
古越龙山	600059	12.49	5.49	1.62	0.12	0.20	0.25	104.1	62.45	49.96	3.87	跑赢大市
山西汾酒	600809	59.04	26.67	0.34	0.82	1.14	1.80	72.00	51.79	32.80	12.98	跑赢大市

数据来源: Wind, 上海证券研究所

四、风险提示

4.1 酒类消费升级低于预期

2011 年国内经济形势走势仍存在一定的不确定性,若酒类消费升级低于预期,则可能出现酒类产品销售减少的风险。

4.2 非酒精饮料对酒类产品可能产生替代作用

随着居民健康意识的不断提高,饮用酒类产品的习惯可能发生改变,饮用非酒精饮料比例如果提高,将对酒类产品销售造成直接影响。

4.3 气候以及突发事件对行业的影响

若二季度出现较严重的自然灾害或气候反常现象,将会影响到酒类产品的消费需求,尤其是啤酒行业最为明显。

五、投资建议与重点公司推荐

5.1 投资策略建议

我们继续维持酿酒业“有吸引力”评级。酿酒行业今年一季度的

生产经营及利润增长恢复情况均十分理想。中档酒的增长远快于高档及低档酒，显示在消费持续升级的背景下，中档酒的空间依然很大。消费结构的调整将继续由“中低档”向“中高档”转变。我们认为目前酿酒行业的投资安全边际较高，酿酒行业有望迎来新一轮的快速发展。酿酒板块目前估值水平处于历史低位，较沪深 300 指数溢价倍数偏低，我们认为在经济平稳上升期酿酒板块应享有较高的溢价倍数。因此建议投资者二季度可继续关注估值弹性较大的中高端白酒公司，提前进行布局。

5.2 重点公司关注

5.2.1 金种子酒（600199）

公司 2011 年将在省内重点推广中高端酒“徽蕴金种子”及“柔和经典”。安徽省内市场酒类产品的消费升级仍具有较大潜力可挖，同时公司也将在省外市场积极复制县乡级市场开发模式，我们看好这一模式在省外市场的推广。公司未来 2 年成长性较为明确，同时将分享目前中档酒市场的快速增长。我们预计公司 11、12 年 EPS 分别为 0.58 元、0.75 元。维持跑赢大市的评级。

表 3 金种子酒业绩预测

至 12 月 31 日（¥）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1045.63	1359.32	1,848.67	2,310.84
年增长率（%）	58.00	30.00	36.00	25.00
净利润（百万元）	71.46	185.80	321.43	417.86
年增长率（%）	194.00	160.00	73.00	30.00
每股收益（元）	0.27	0.33	0.58	0.75
PER（X）	67.15	54.94	31.26	24.17

注：有关指标按最新总股本为 555.75 百万股计算

5.2.2 贵州茅台（600519）

公司在酱香型白酒市场的垄断地位短期内无人能够撼动。产品独特的生产环境以及独特的酿制工艺，使茅台已经具备了奢侈品的稀缺特性。公司的核心消费群体相对比较稳定，刚性需求强。此外公司拥有极强的定价权，近期零售价突破 1000 元，出厂价未来仍有进一步上调空间。公司稳健的长期发展战略及极强的抗风险能力值得长期投资。预计公司 11、12 年 EPS 分别为 6.27 元、7.82 元，维持跑赢大市

的评级。

表 4 贵州茅台业绩预测

至 12 月 31 日 (¥)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	9670.00	11633.01	14,773.92	17,433.23
年增长率 (%)	17.33	20.30	27.00	18.00
净利润 (百万元)	4312.45	5045.57	7,189.93	8,771.72
年增长率 (%)	13.50	17.00	42.50	22.00
每股收益 (元)	4.57	5.35	7.62	9.29
PER (X)	40.16	34.31	24.09	19.75

注: 有关指标按最新总股本为 943.8 百万股计算

5.2.3 泸州老窖 (000568)

公司近几年发展平稳, 双品牌战略使公司在高端有国窖 1573, 中端有泸州老窖特曲。在 1573 销量稳定增长的同时, 推出的超高端产品-中国品味, 目前销售情况良好。完善的产品线有助于公司享受中高档白酒快速发展带来的收益。同时公司控股的华西证券业绩增长稳定, 给公司带来稳定收益。公司优秀的管理团队和良好的渠道控制能力使其长期业绩增长较明确。预计公司 11、12 年 EPS 分别为 2.02 元、2.57 元, 维持跑赢大市的评级。

表 5 泸州老窖业绩预测

至 12 月 31 日 (¥)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	4370.72	5194.80	6,753.24	8,441.55
年增长率 (%)	15.00	19.00	30.00	25.00
净利润 (百万元)	1673.39	2077.96	2,815.64	3,589.94
年增长率 (%)	32.18	24.00	35.50	27.50
每股收益 (元)	1.20	1.57	2.02	2.57
PER (X)	37.64	28.77	22.36	17.54

注: 有关指标按最新总股本为 1394.2 百万股计算

5.2.4 张裕 A (000869)

作为国内葡萄酒领军企业, 公司继续在行业竞争中保持比较大的优势。拥有国内最大面积的酿酒葡萄种植区, 以及与国外著名酒庄联盟, 都使公司在未来竞争中占据先机。未来 3-5 年葡萄酒行业将继续保持快速发展, 公司将充分享受到葡萄酒行业高成长带来的收益。预计公司 11、12 年 EPS 分别为 2.45 元、2.95 元, 维持跑赢大市的评级。

表 6 张裕 A 业绩预测

至 12 月 31 日 (¥)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	4199.40	5149.30	6,230.66	7,476.79
年增长率 (%)	21.60	22.62	21.00	20.00
净利润 (百万元)	1127.33	1380.98	1,662.70	2,045.12
年增长率 (%)	26.01	22.50	20.40	23.00
每股收益 (元)	2.14	2.62	3.15	3.88
PER (X)	41.59	33.97	28.25	22.95

注: 有关指标按最新总股本为 527 百万股计算

5.2.5 五粮液 (000858)

去年以来五粮液公司在公司治理方面改善巨大。与集团间的关联交易逐步解决, 利润回流上市公司, 增厚 2010/11 年业绩, 管理层的变动有助于公司未来治理的规范性。今年的基酒生产情况较为理想, 增长幅度较大, 有利于公司高档产品的进一步放量; 同时公司团购渠道拓展情况良好, 客户结构得到优化。我们预计公司 11、12 年 EPS 分别为 1.58 元、2.08 元, 维持跑赢大市的评级。

表 7 五粮液业绩预测

至 12 月 31 日 (¥)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	11129.22	14495.81	17,624.00	22,382.49
年增长率 (%)	40.29	30.25	21.58	27.00%
净利润 (百万元)	3244.75	4834.68	5,995.00	7,913.40
年增长率 (%)	79.20	49.00	24.00	32.00
每股收益 (元)	0.85	1.27	1.58	2.08
PER (X)	37.51	25.40	20.43	15.47

注: 有关指标按最新总股本为 3,800 百万股计算

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±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±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。