

日期: 2011 年 9 月 26 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

旺季来临 白酒行业攻守兼备

——2011 年四季度酿酒行业投资策略

■ 主要观点:

四季度酿酒行业景气度将继续高企

今年前三季度酿酒行业呈现平稳增长趋势,酒类产品呈现产销两旺态势。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四季度可以延续。

白酒行业短期内提价阻力较大

近期发改委再次约谈行业协会及白酒骨干企业,提出:鉴于目前通胀预期的压力,白酒虽然不是必需消费品,但是在稳定市场消费方面也起着特殊要求。同时,协会倡议各酒类企业不囤货,不提前散布涨价信息,不集中“搭车”涨价等。白酒行业短期提价阻力较大,我们预计产品提价时点将推迟到 2012 年一季度。

白酒仍是投资首选 葡萄酒、啤酒相对看好

白酒行业前三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。四季度白酒行业成长性明确,且多家企业业绩存在超预期可能。尤其是中档白酒品种将持续放量,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。酿酒行业今年 1-9 月的生产经营及利润增长均十分理想,有望保持平稳发展。酿酒板块目前估值水平处于行业历史低位,尽管相对沪深 300 指数溢价倍数较高,但我们认为在市场处于弱势的情况下,酿酒板块应享有较高的溢价倍数。建议投资者四季度可继续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
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
燕京啤酒	000729	14.97	0.64	0.73	0.96	23.39	20.65	15.59	2.16	跑赢大市
五粮液	000858	37.16	1.16	1.61	2.19	32.03	23.08	16.97	6.95	跑赢大市
金种子酒	600199	18.77	0.30	0.67	0.92	62.57	28.01	20.18	6.63	跑赢大市
泸州老窖	000568	41.82	1.58	2.19	2.78	26.47	19.10	15.04	10.43	跑赢大市
古越龙山	600059	11.16	0.20	0.27	0.34	55.80	41.33	32.82	3.28	跑赢大市
洋河股份	002304	138.09	2.45	4.01	5.80	56.36	34.44	23.81	16.17	跑赢大市
山西汾酒	600809	76.71	1.14	2.09	2.83	67.29	36.70	27.11	14.02	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 9 月 22 日

饮料制造业 11 年累计增加值增长数据

饮料制造业 1-8 月累计增长率 16.70%

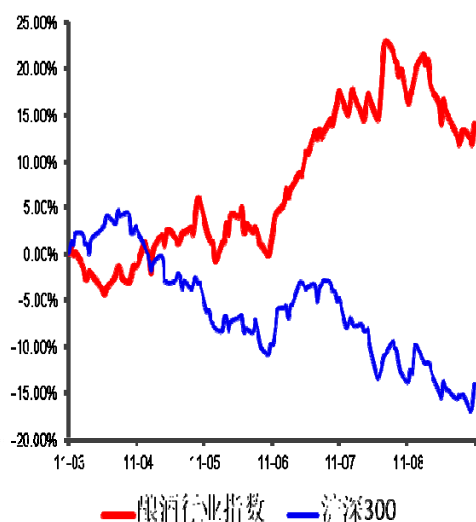
子行业 11 年 1-8 月产量累计同比增长率

白酒 1-8 月累计产量增长率 29.70%

啤酒 1-8 月累计产量增长率 9.60%

葡萄酒 1-8 月累计产量增长率 19.50%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: TWF11-AIT03

目 录

一、1-9 月酿酒行业发展回顾	4
1、1-9 月酿酒行业保持快速发展	4
2、各子行业产量增长状况	4
2.1 白酒：行业基本面向好 量价齐升推高业绩	6
2.2 啤酒：行业平稳增长 成本上涨未影响业绩表现	7
2.3 葡萄酒：进口酒数量快速增加 消费持续升温	7
3、酿酒行业公司半年报业绩数据点评	7
二、四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、各子行业四季度发展趋势展望	11
2.1 白酒：看好中高端酒的量价齐升	11
2.2 啤酒：原料价格回落，利润率有望回升	12
2.3 葡萄酒：行业长期向好 进口酒冲击仍将持续	13
三、1-9 月行业股票的市场表现	14
1、1-9 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	17
4.1 酒类消费升级低于预期	17
4.2 酒企提价不达预期	17
4.3 非酒精饮料对酒类产品可能产生替代作用	17
五、投资建议与重点公司推荐	17
5.1 投资策略建议	17
5.2 重点公司关注	18
5.2.1 金种子酒（600199）	18
5.2.2 山西汾酒（600809）	18
5.2.3 泸州老窖（000568）	19
5.2.4 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 8 月产量数据 (万千升)	5
图 3 啤酒 10-11 年 8 月产量数据 (万千升)	5
图 4 葡萄酒 10-11 年 8 月产量数据 (万千升)	5
图 5 软饮料 10-11 年 8 月产量数据 (万千升)	5
图 6 2002 年-2011 年 7 月各子行业收入累计增长率 (%)	6
图 7 2005 年-2011 年 7 月各子行业利润累计增长率 (%)	6
图 8 2003 年-2011 年 7 月酿酒行业营业收入增速与 GDP 增速比较图	8
图 9 2008-2011 年 8 月社会消费品零售总额走势及消费者信心月度指数图	9
图 10 2000-2011 年 8 月财政收入增速图 (%)	10
图 11 城镇及农村居民收入增速图 (%)	10
图 12 2006-2011 年 8 月餐饮业社会消费品零售总额	11
图 13 2008-2011 年 8 月部分白酒价格走势	11
图 14 1989 年-2011 年 8 月中国啤酒产量	12
图 15 2008-2011 年 7 月我国进口大麦数量及价格走势	13
图 16 2005 年-2011 年 8 月 Liv-ex 100 指数	13
图 17 2011 年 1-9 月酿酒行业指数与沪深 300 指数对比情况 ..	14
图 18 2011 年 1-9 月酿酒板块公司股价变动情况 (%)	15
图 19 2005-2011 年 9 月酿酒指数相对沪深 300 估值比较 (PE/PB)	16

表

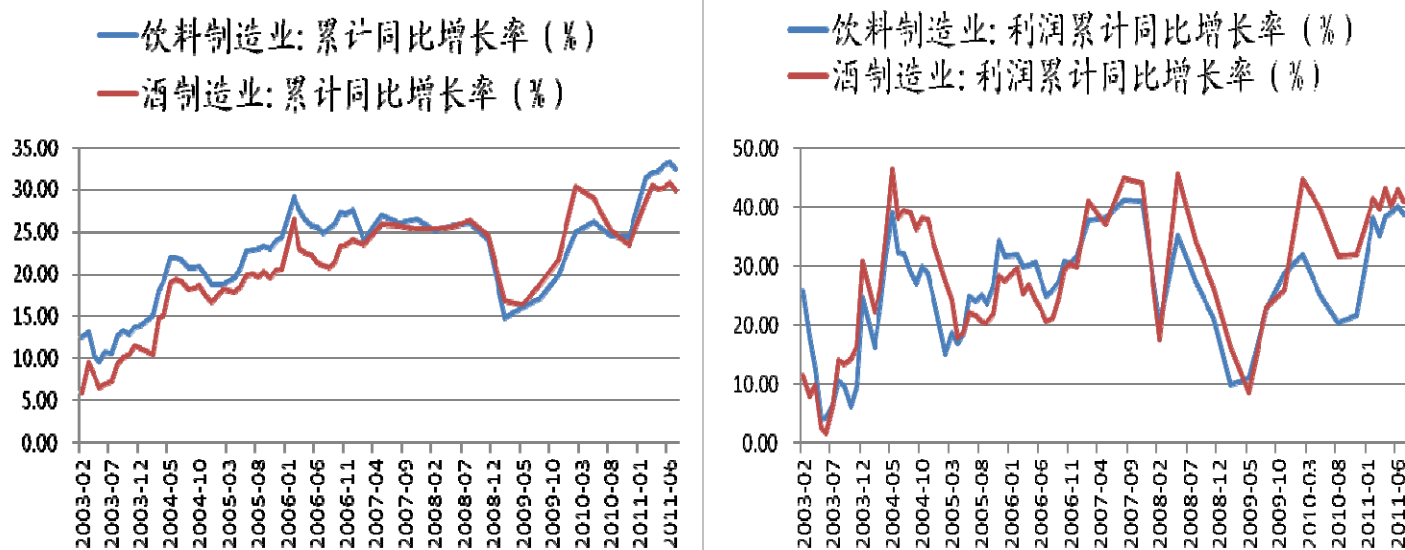
表 1 酒类主要产品 11 年 1-8 月产量增长态势 (单位: %)	5
表 2 2011 年半年报酿酒行业及沪深 300 成分股数据比较	7
表 3 酿酒行业部分公司业绩预期与市盈率 (CNY 2011 年 9 月 22 日)	16
表 4 金种子酒业绩预测	18
表 5 山西汾酒业绩预测	18
表 6 泸州老窖业绩预测	19
表 7 五粮液业绩预测	19

一、1-9 月酿酒行业发展回顾

1、1-9 月酿酒行业保持快速发展

今年酿酒行业景气度持续上升，1-9 月酿酒行业呈现快速增长态势，酒类产品产量大幅增长，下游消费需求旺盛。受居民收入和财政收入持续增长影响，酒类消费升级步伐进一步加快，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 年以来基本保持平稳，利润同比增速处于高位，预计这一情况在四季度销售旺季将继续保持。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。随着两节销售旺季的到来，酒类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四季度可以延续。

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、各子行业产量增长状况

从产销量数据上来看，今年 1-8 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快速增长，啤酒行业的景气度二季度以来持续回升。白酒行业 8 月产量继续保持高速增长，1-8 月累计增速超过去年全年平均水平 3 个百分点；葡萄酒行业 8 月产量同比增速回升，1-8 月累计产量增速快于去年同期。我们预计葡萄酒行业全年产量增速在 20%以

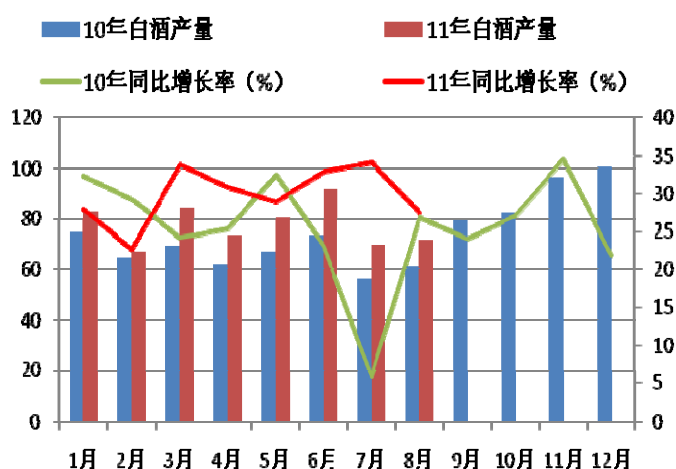
上的概率较大。软饮料 1-8 月产量维持高增速，在 23.60% 左右，我们预计其全年增速为 25%。

表 1 酒类主要产品 11 年 1-8 月产量增长态势 (单位: %)

产品名称	2011 年 8 月当期	2011 年 1-8 月累计	2010 年	2009 年
白酒	27.50	29.70	26.70	23.80
啤酒	4.60	9.60	6.30	7.10
葡萄酒	31.90	19.50	12.50	27.60
软饮料	12.70	23.60	18.30	24.30

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 8 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 8 月产量数据 (万千升)

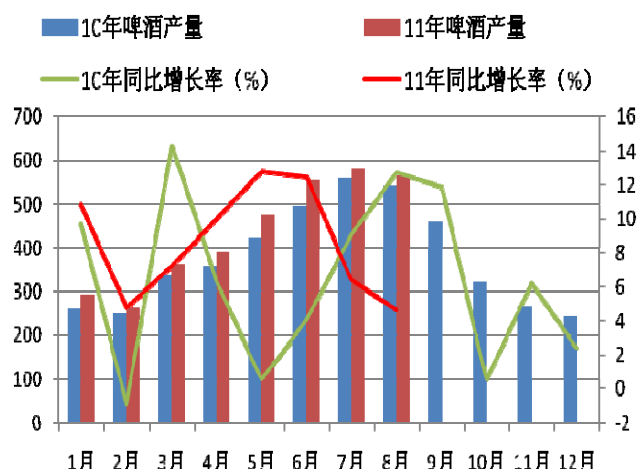
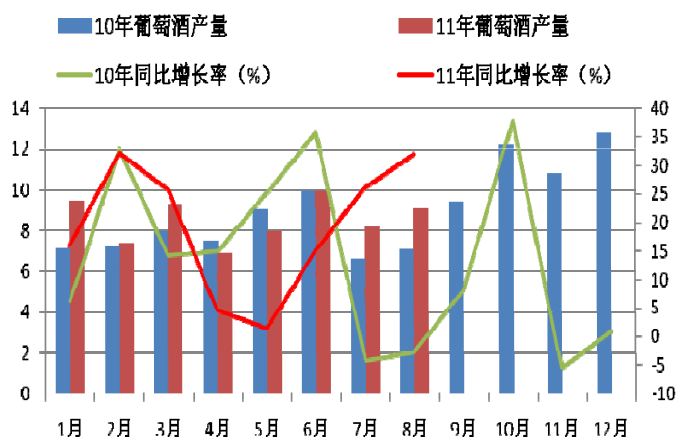
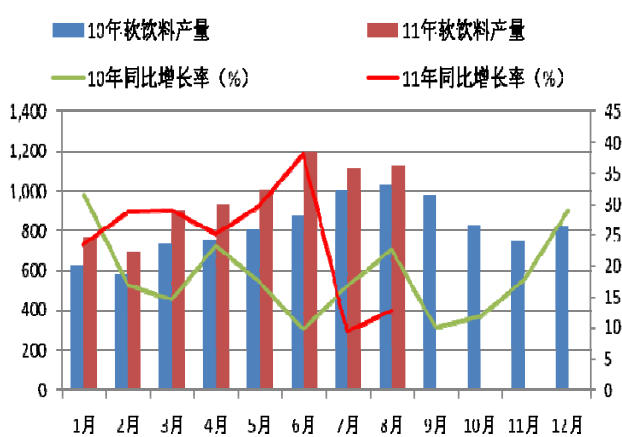


图 4 葡萄酒 10-11 年 8 月产量数据 (万千升)



数据来源: 中国统计数据应用系统, 上海证券研究所

图 5 软饮料 10-11 年 8 月产量数据 (万千升)



酿酒行业 1-7 月累计销售收入为 3,569.31 亿元，同比增长

29.85%；1-7 月利润总额为 417.90 亿元，同比增长 40.92%。销售收入的增长基本稳定，利润总额增速环比快速回升。除黄酒外，葡萄酒、白酒等子行业收入增速均保持快速增长。1-7 月，白酒行业累计销售收入为 1,975.84 亿元，同比增长 36.85%；利润总额为 290.62 亿元，同比增长 45.13%。1-7 月啤酒销售收入增速为 21.57%，利润总额同比增长 24.75%。葡萄酒及黄酒行业 1-7 月销售收入增长率分别为 26.92%、12.87%，其中葡萄酒的利润总额累计增速为 36.13%。预计 2011 年四季度白酒、葡萄酒的销售收入和利润高速增长将持续；啤酒、黄酒利润率将保持平稳。

图 6 2002 年-2011 年 7 月各子行业收入累计增长率 (%)

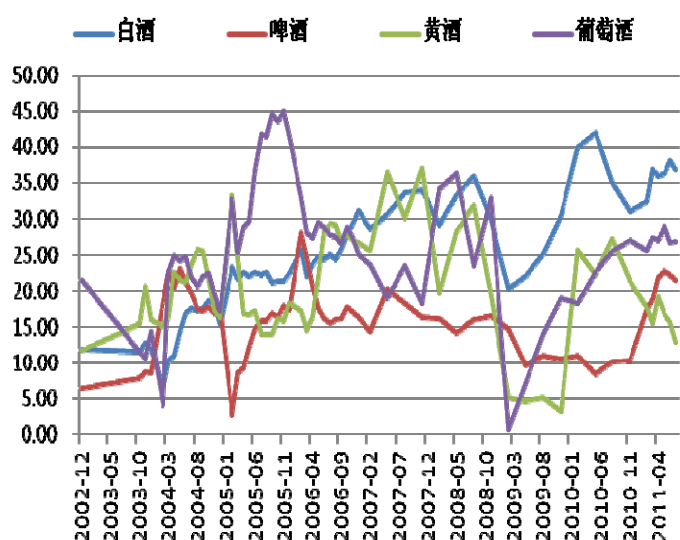
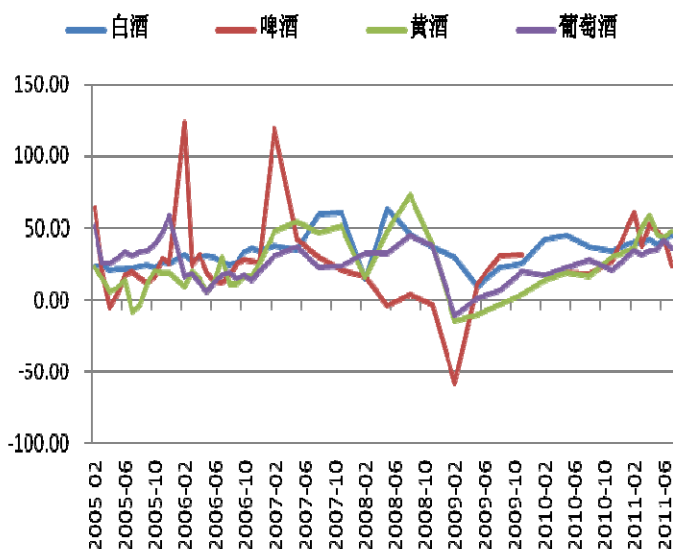


图 7 2005 年-2011 年 7 月各子行业利润累计增长率 (%)



数据来源：国家统计局，上海证券研究所

2.1 白酒：行业基本面向好 量价齐升推高业绩

今年前三季度，中高档白酒业绩快速增长，行业整体景气度高企，呈现量价齐升态势。1-8 月白酒产量增速为 29.20%，我们认为产量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，而高端酒相继提价后给中低档白酒留出了足够的成长空间，整体白酒消费水平不断上移，中档酒市场表现火爆。由于白酒消费群体的整体品牌忠诚度非常高，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，如山西汾酒、洋河股份等公司前三季度均表现出快速增长态势，省内省外市场均实现快速扩张。我们预计四季度中档酒的快速增长趋势可以延续，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：行业平稳增长 成本上涨未影响业绩表现

啤酒行业今年 1-8 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，啤酒行业内竞争加剧，啤酒行业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 8% 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产品结构优化来缓解成本压力。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

2011 年 1-8 月葡萄酒的累计进口量同比增长 33.10%，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。国内葡萄酒行业三大领军企业发展出现分化，行业利润进一步向张裕集中。我们判断国内葡萄酒市场 2011 年有望达到 20% 左右的增速。

3、酿酒行业公司半年报业绩数据点评

从 31 家酿酒行业上市公司披露的半年报情况来看，25 家酒类公司半年报业绩实现正增长，年报业绩下滑的公司二季度业绩环比降幅有所收窄。上半年，31 家酒类上市公司共实现营业总收入 681.53 亿元，比上年同期的 503.39 亿元提高了 235.45%；实现净利润（归属于母公司股东的净利润）159.00 亿元，比上年同期增长 49.96%。酒类产品平均毛利率为 59.82%，较去年的 58.32% 有所上升。从半年报的情况来看，酿酒行业公司各项指标继续好于沪深 300 公司的平均水平。毛利率水平、负债率、净资产收益率等指标，酿酒行业公司也好于沪深 300 公司，显示出酿酒行业持续稳定的盈利能力。

表 2 2011 年半年报酿酒行业及沪深 300 成分股数据比较

指标名称	2011 年半年报 酿酒行业	沪深 300	2010 年半年报 酿酒行业	沪深 300
营业总收入合计(同比增长率) (%)	35.45	27.74	19.78	45.54

归属母公司股东的 净利润合计(同比 增长率) (%)	49.96	23.12	29.12	41.58
净资产收益率(整 体法)(同比增长 率) (%)	22.80	-0.15	-3.17	20.24
销售毛利率(整体 法) (%)	59.82	19.83	58.32	20.89
资产负债率(整体 法) (%)	37.72	88.35	34.96	88.68
每股收益 EPS-基本 (元)	0.565	0.418	0.424	0.423

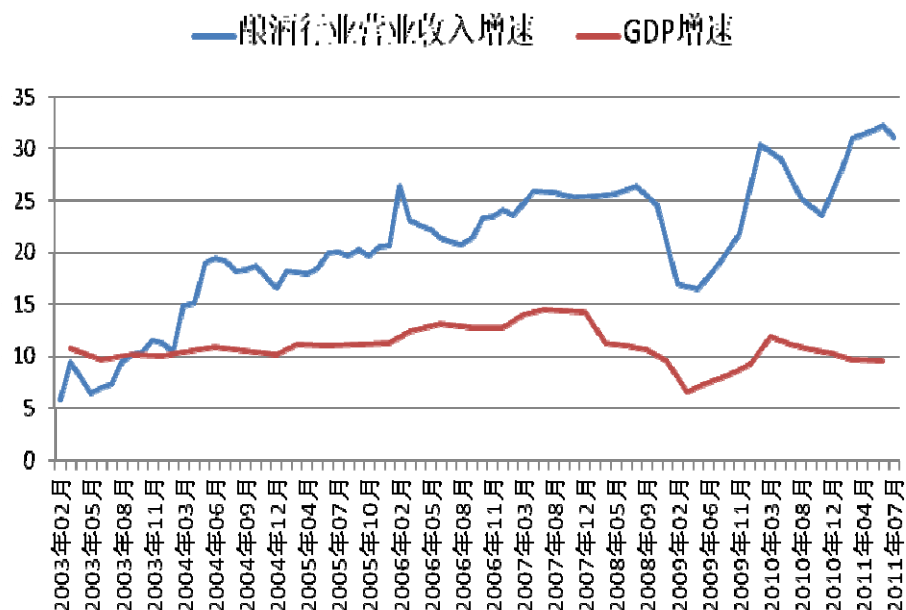
数据来源: Wind 上海证券研究所

二、四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历史高位。从四季度情况来看,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。

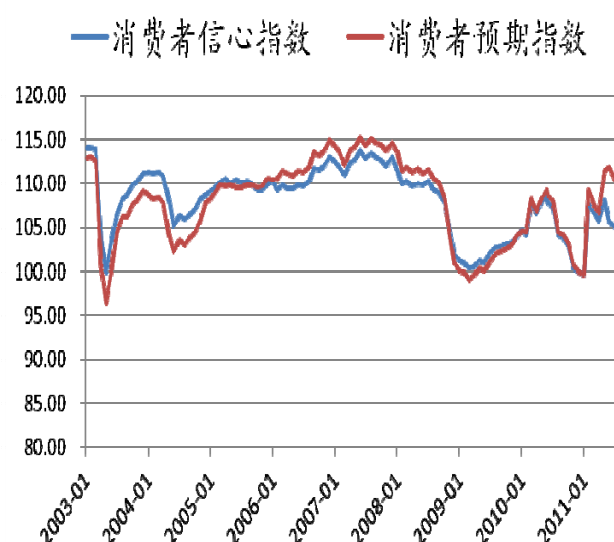
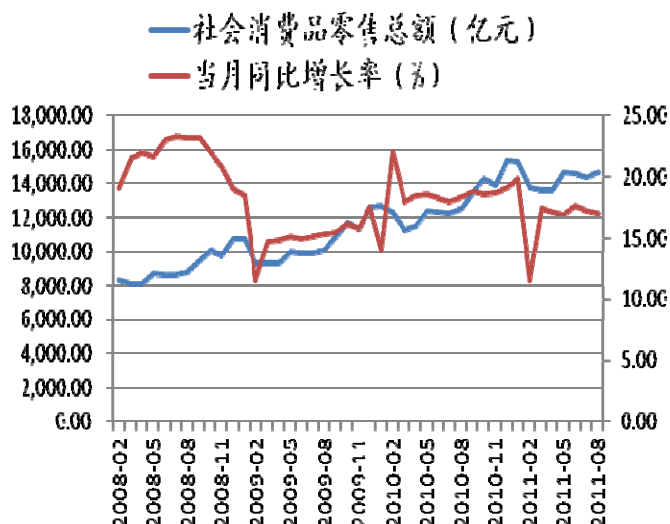
图 8 2003 年-2011 年 7 月酿酒行业营业收入增速与 GDP 增速比较图



数据来源: Wind, 上海证券研究所

国家统计局数据显示, 8月社会消费品零售总额为 14,705.00 亿元, 同比增长 17.00%, 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 16-17% 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回升而稳步上升。8月消费者信心及预期指数较上月小幅回落, 消费者信心指数为 105.00; 消费者预期指数为 110.40。从 1-8 月酒类产品销售及上市公司盈利情况看, 酒类下游消费需求保持旺盛, 行业仍然保持产销两旺的态势。近期五粮液、洋河股份等公司相继宣布提价, 白酒行业量价齐升态势有望延续, 我们预计四季度酿酒行业仍将维持高景气度。

图 9 2008-2011 年 8 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

从 1-8 月数据来看,国家财政收入月增速基本保持平稳上升,2011 年 8 月同比增速达到 34.30%。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。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。农村居民收入水平的提高,将使酒类产品的消费升级迈向新的阶段。

图 10 2000-2011 年 8 月财政收入增速图 (%)

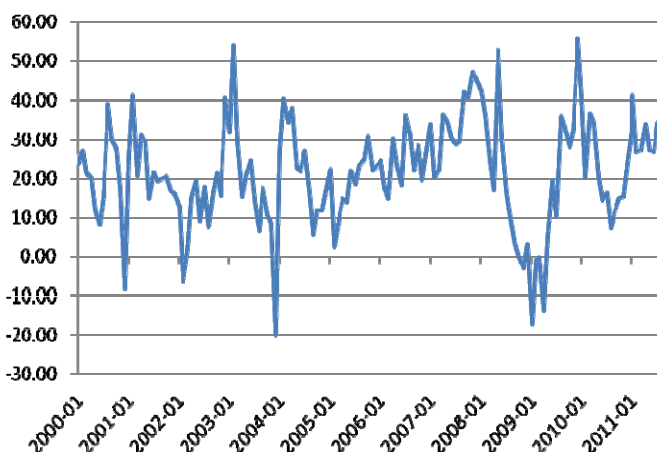
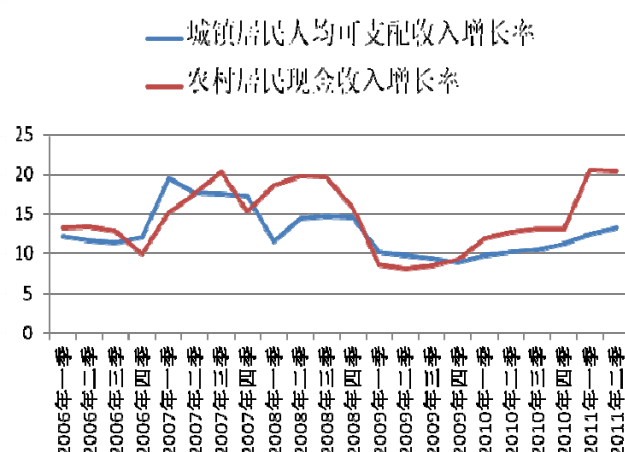


图 11 城镇及农村居民收入增速图 (%)

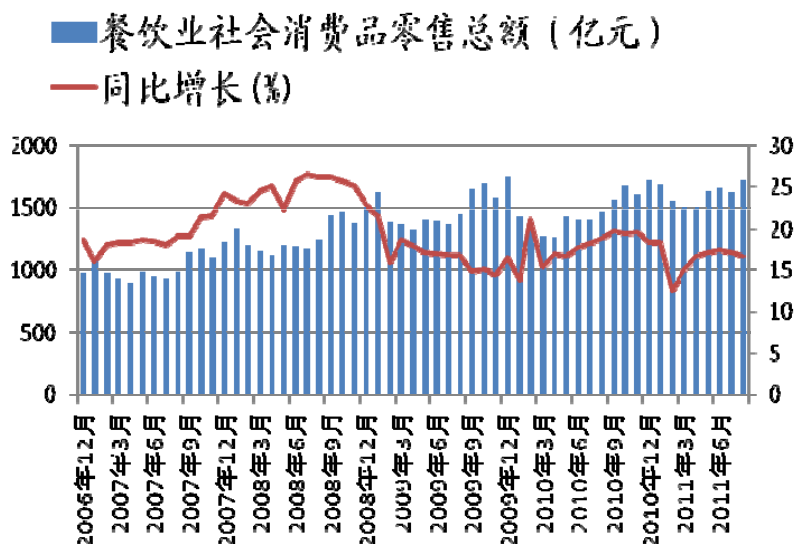


数据来源：国家统计局,上海证券研究所

从 1999 年-2011 年 8 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。11 年餐饮业零售总额增速一直维持在 15-16%的水平。餐饮业社会消费品零售总额 8 月为 1716.60 亿元,同比增长 16.70%。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 8 月餐饮业社会消费品零售总额



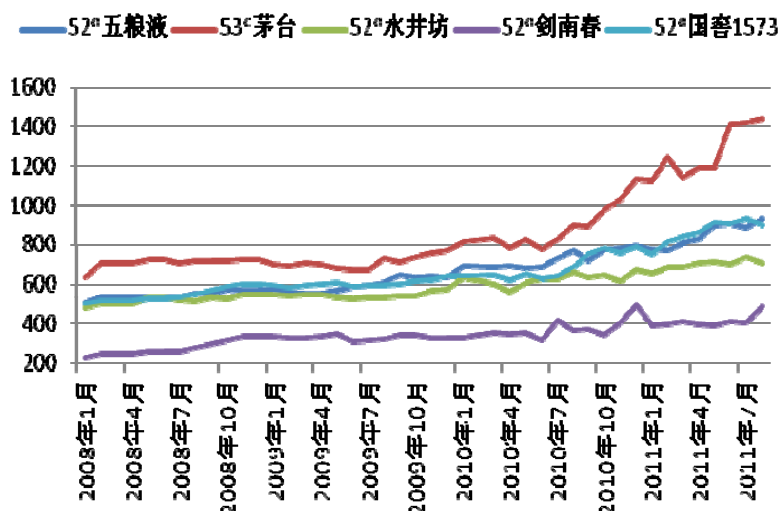
数据来源：国家统计局，上海证券研究所

2、各子行业四季度发展趋势展望

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。四季度白酒市场上中高端品种产品依然是消费者青睐的对象。从糖酒快讯 1-8 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突破 1600 元，近期其它白酒厂家也会采取价格调整策略。同时近期白酒期酒交易的推出及部分厂家推出的超高端产品的交易火爆，也从投资角度拉动了白酒的总体需求。我们认为四季度中高档白酒产销量将快速增长，价格上涨预期依然强烈。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。

图 131 2008-2011 年 8 月部分白酒价格走势

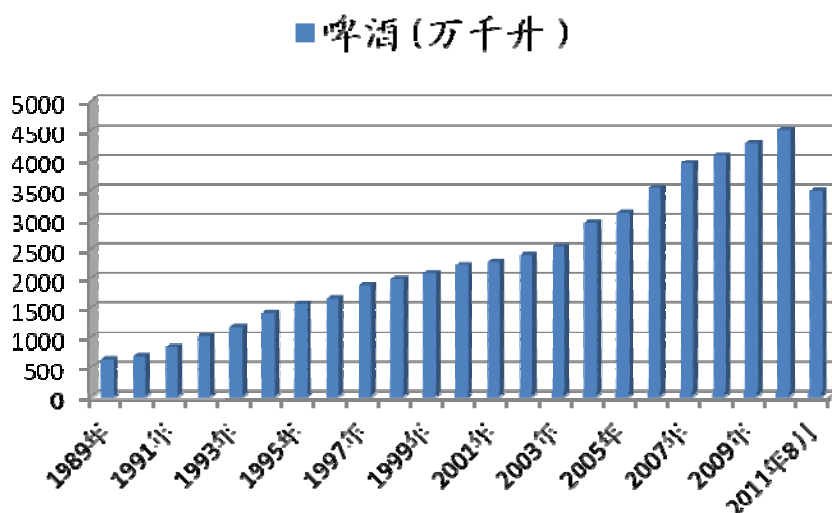


数据来源：糖酒快讯，上海证券研究所

2.2 啤酒：原料价格回落，利润率有望回升

中国啤酒产量 1991 年-2011 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 年前三季度啤酒销量增速基本符合预期，由于四季度是啤酒行业产销淡季，我们预计 2011 年行业产销量增速将维持在 8% 左右。

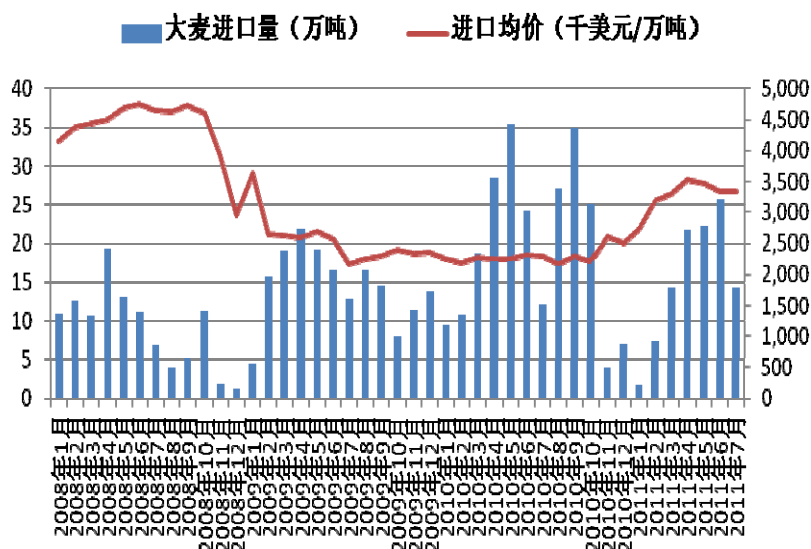
图 142 1989 年-2011 年 8 月中国啤酒产量



数据来源：国家统计局，上海证券研究所

最新的海关数据显示，7 月我国大麦进口价格开始出现回落。随着啤麦价格的回落，啤酒行业成本在 2012 年上半年有望下降，啤酒行业面临的成本压力将有所减轻。我们预计 2011 年行业产销量增速将维持在 8%。四季度及明年一季度，啤酒行业公司业绩将出现回升，在部分地区市场占有率占优的公司有望通过调整产品结构来提升利润水平，我们依旧看好行业中的龙头公司。

图 15 2008-2011 年 7 月我国进口大麦数量及价格走势

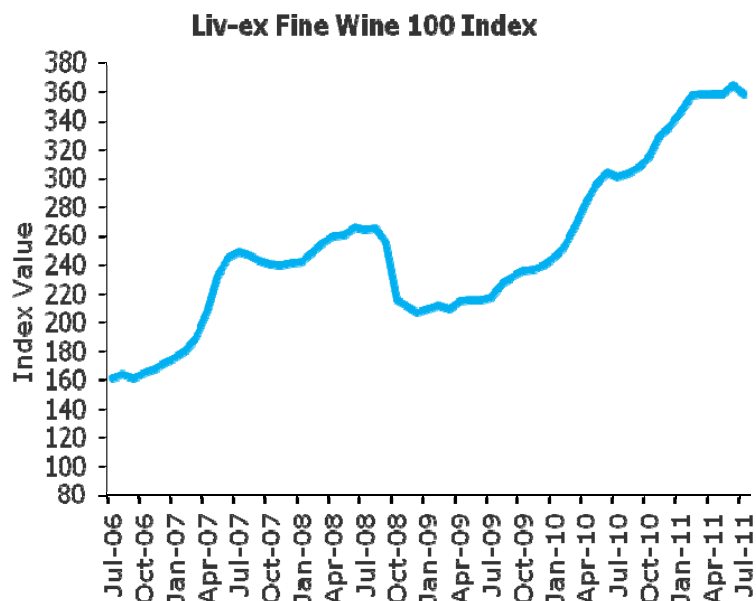


数据来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所

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，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 8 月的法国 liv-ex100 指数为 344.54，环比下降 4.03%；指数已经同比上涨 13.49%。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。随着葡萄酒消费理念的逐渐成熟以及居民收入的提高，葡萄酒消费量将持续上升，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 8 月 Liv-ex 100 指数



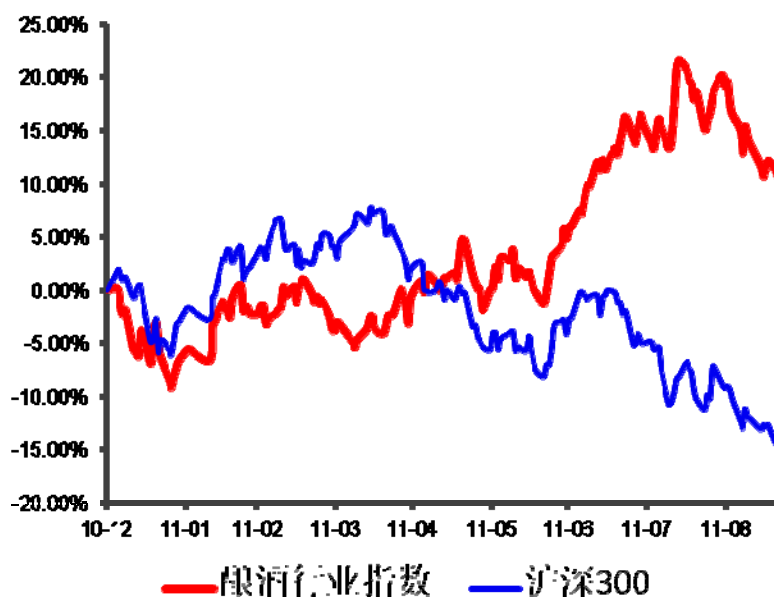
数据来源: Liv-ex.com, 上海证券研究所

三、1-9 月行业股票的市场表现

1、1-9 月行业走势及特征

截止 9 月 22 日收盘, 酿酒行业指数今年累计上涨 12.78%, 同期沪深 300 指数下跌 11.42%, 酿酒行业指数表现远远领先于沪深 300 指数。酿酒板块今年的行情自 5 月份启动延续至今, 5-9 月表现持续强于沪深 300 指数。根据历史数据统计, 行业板块的行情多出现于下半年。由于今年板块行情提前启动, 我们认为板块四季度表现将取决于行业提价预期是否兑现及大盘的整体表现。

图 17 2011 年 1-9 月酿酒行业指数与沪深 300 指数对比情况

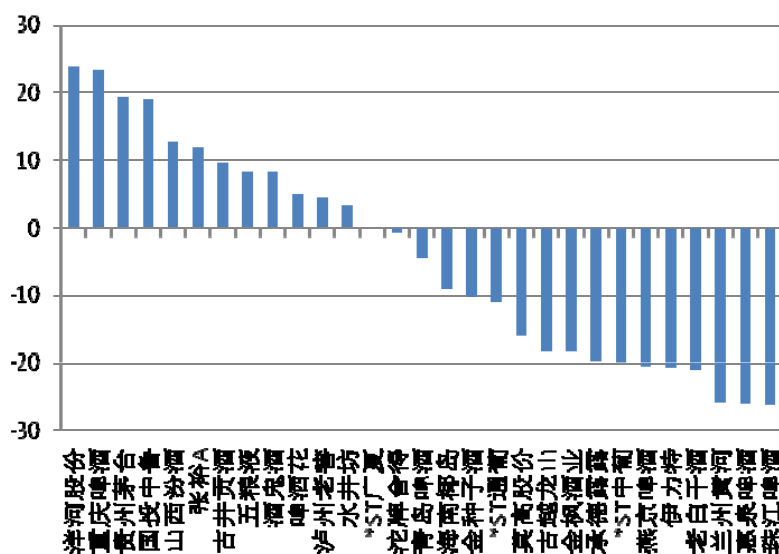


数据来源: Wind, 上海证券研究所

2、重点公司股票走势和估值

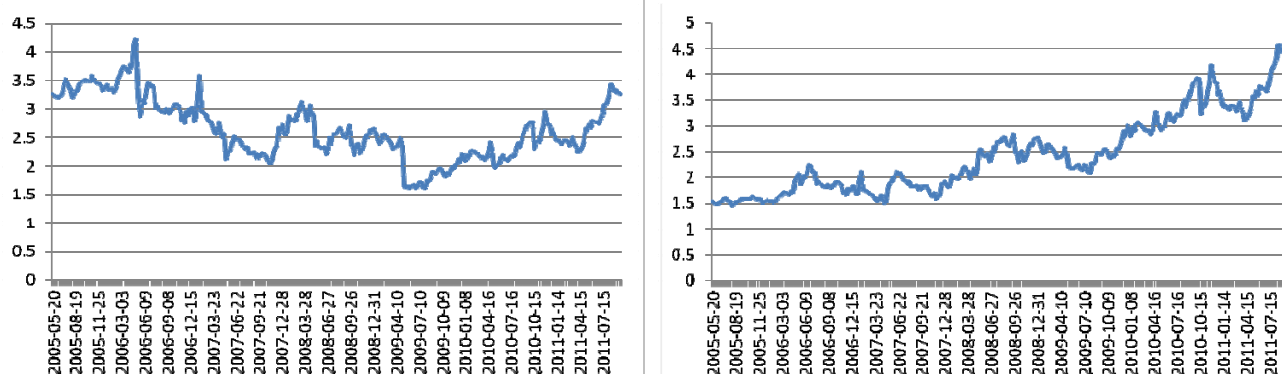
2011 年 1-9 月，酿酒行业板块整体走强，啤酒子板块表现相对较弱，中高端白酒公司表现较好。以 9 月 22 日收盘价计算，目前酿酒行业整体的 PE 水平为 41.97 倍，历史平均水平为 65.34 倍。酿酒指数相对沪深 300 指数 PE 溢价为 3.26 倍，处于高位，过去 5 年的溢价中值为 2.64 倍。虽然目前行业相对沪深 300 指数溢价为历史高位，但我们认为 2011-2012 年酿酒行业公司盈利预期明确，估值有业绩增长作为支撑，目前股价在中长期来看仍有较大提升空间。

图 18 2011 年 1-9 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 9 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 3 酿酒行业部分公司业绩预期与市盈率 (CNY 2011 年 9 月 22 日)

公司名称	股票代码	股价	ROE(ttm)	PEG	EPS			PE			PBR	投资评级
					10A	11E	12E	10A	11E	12E		
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
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
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 年四季度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 酒企提价不达预期

若酒类企业受政策因素影响提价不达预期，将影响酒类企业的业绩表现。

4.3 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，将对酒类产品消费造成直接影响。

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 1-9 月的生产经营及利润增长均十分理想。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。目前酿酒行业的景气度高企，酿酒行业有望保持平稳发展。酿酒板块目前估值水平处于行业历史低位，尽管相对沪深 300 指数溢价倍数较高，但我们认为在市场处于弱势的情况下，酿酒板块应享有较高的溢价倍数。建议投资者四季度可继续关注估值弹性较大的中高端白酒公司。

5.2 重点公司关注

5.2.1 金种子酒（600199）

公司 2011 年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、13 年 EPS 分别为 0.67 元、0.92 元、1.16 元，维持跑赢大市的评级。

表 4 金种子酒业绩预测

至 12 月 31 日（¥）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1380	2070	2794	3633
年增长率（%）	32	50	35	30
净利润（百万元）	169	375	510	642
年增长率（%）	137	122	36	26
每股收益（元）	0.30	0.67	0.92	1.16
PER（X）	68.82	31.00	22.81	18.10

注：有关指标按最新总股本为 555.75 百万股计算

5.2.2 山西汾酒（600809）

公司上半年经营发展情况较好，全年业绩有望超出年初目标。公司作为国内白酒行业清香型代表公司，近 2 年来保持了快速发展的势头。在省内市场，公司强调渠道掌控，继续巩固根据地市场；在省外，公司强调板块聚焦，实现形象标杆市场的复兴，北京、河北、河南、内蒙等都是重要的清香型基础市场，以此为基础来推进清香型白酒的全面复兴。预计公司 11、12、13 年 EPS 分别为 2.09 元、2.83 元、3.80 元，维持跑赢大市的评级。

表 5 山西汾酒业绩预测

至 12 月 31 日（¥）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3017	5430	7602	10263
年增长率（%）	41	80	40	35
净利润（百万元）	494	906	1224	1647
年增长率（%）	39	83	35	35
每股收益（元）	1.14	2.09	2.83	3.80
PER（X）	76.01	41.47	30.71	22.83

注：有关指标按最新总股本为 432.92 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。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、13 年 EPS 分别为 2.19 元、2.78 元、3.48 元，维持跑赢大市的评级。

表 6 泸州老窖业绩预测

至 12 月 31 日（¥）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5370.87	6,767.30	8,188.43	10,235.54
年增长率（%）	2205.24	3,054.26	3,878.91	4,848.63
净利润（百万元）	22.89	26.00	21.00	25.00
年增长率（%）	31.79	38.50	27.00	25.00
每股收益（元）	1.58	2.19	2.78	3.48
PER（X）	28.57	20.63	16.24	12.99

注：有关指标按最新总股本为 1394.24 百万股计算

5.2.4 五粮液（000858）

公司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。高端五粮液呈现供不应求状态，五粮醇、五粮春等系列酒也呈旺销状态。近期公司的提价也将增厚四季度及 2012 年业绩。我们预计公司 11、12、13 年 EPS 分别为 1.61 元、2.19 元、2.94 元，维持跑赢大市的评级。

表 7 五粮液业绩预测

至 12 月 31 日（¥）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	15541	21758	29591	39947
年增长率（%）	40	40	36	35
净利润（百万元）	4395	6114	8307	11173
年增长率（%）	35	39	36	34
每股收益（元）	1.16	1.61	2.19	2.94
PER（X）	34.04	24.47	18.01	13.39

注：有关指标按最新总股本为 3795.97 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 $\pm 10\%$ 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。