

日期: 2008年12月3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

需求放缓不改长线趋势 啤酒具投资机会

——2009年酿酒行业投资策略

主要观点:

08年酿酒行业稳步发展 受经济冲击影响较小

在08年自然灾害频发、气候状况差以及原材料价格上涨、通货膨胀压力增大的背景下,酿酒行业继续保持了主营业务收入稳定增长的特征。08年1-8月酿酒行业主营业务收入突破2000亿元;保持了近几年来20%以上的增长速度。第3季度开始受到经济危机冲击影响,利润总额增速有较明显下降,但全年业绩受影响较小。

经济下行周期 酿酒行业增速放缓成定局

根据宏观判断09年名义GDP增速下滑到8.6左右的基础上,我们认为酿酒行业的利润总额增速将下降到20%以下的可能性非常大。但在经济下行周期中,各子行业受到的影响也不尽相同。

啤酒子行业相对投资机会较大

作为快速消费品,啤酒子行业明年受到经济危机冲击的影响相对较小;且将受益于原材料价格下降,毛利率水平会有所提高。行业龙头公司具有较高的投资价值。

投资建议:

评级未来十二个月内,酿酒业:有吸引力。

对于09年的策略,我们维持酿酒业的“有吸引力”评级。在下调明年酿酒行业盈利预期的前提下,部分子行业龙头公司仍具有较高的投资价值。明年投资者可以重点关注以下几类投资机会:1.受益于原材料成本下降以及具有较强的抗周期性啤酒子行业公司,如青岛啤酒、燕京啤酒;2.长期价值投资者可关注葡萄酒子行业中未来具有高成长性的公司,如莫高股份;3.白酒行业中业绩增长稳定且优势明确的公司,如贵州茅台、泸州老窖等。

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 |
|------|--------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 07A | 08E | 09E | 07A | 08E | 09E | | |
| 贵州茅台 | 600519 | 107.80 | 3.00 | 4.60 | 5.70 | 35.94 | 23.46 | 18.91 | 9.51 | 跑赢大市 |
| 五粮液 | 000858 | 15.87 | 0.39 | 0.52 | 0.72 | 41.01 | 30.78 | 22.04 | 5.40 | 大市同步 |
| 青岛啤酒 | 600600 | 19.43 | 0.43 | 0.63 | 0.84 | 45.55 | 30.89 | 23.13 | 4.18 | 跑赢大市 |
| 燕京啤酒 | 000729 | 12.40 | 0.37 | 0.45 | 0.64 | 33.31 | 27.62 | 19.38 | 2.36 | 跑赢大市 |
| 泸州老窖 | 000568 | 21.30 | 0.55 | 1.04 | 1.30 | 38.40 | 20.52 | 16.38 | 8.99 | 跑赢大市 |
| 张裕A | 000869 | 44.35 | 1.21 | 1.62 | 1.90 | 36.79 | 27.46 | 23.34 | 10.46 | 大市同步 |
| 莫高股份 | 600543 | 10.42 | 0.21 | 0.41 | 0.60 | 49.62 | 25.41 | 17.37 | 1.93 | 跑赢大市 |
| 金枫酒业 | 600616 | 11.71 | 0.45 | 0.51 | 0.65 | 26.02 | 22.96 | 18.02 | 5.09 | 跑赢大市 |
| 古越龙山 | 600059 | 7.77 | 0.24 | 0.25 | 0.35 | 32.40 | 31.62 | 22.20 | 2.33 | 大市同步 |
| 古井贡酒 | 000596 | 8.51 | 0.14 | 0.16 | 0.24 | 59.02 | 52.92 | 35.46 | 2.30 | 大市同步 |

资料来源: wind 资讯 上海证券研究所整理; 股价数据为2008年12月3日

饮料制造业08年累计增加值增长数据

饮料制造业1-10月累计增长率 17.0%

子行业08年1-10月产量累计同比增长率

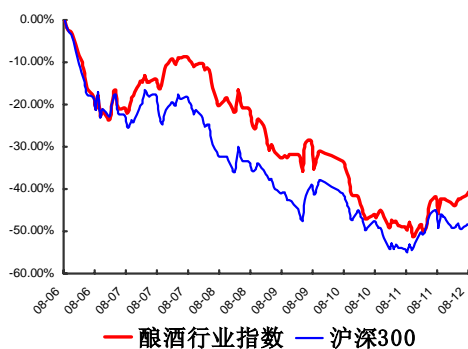
白酒1-10月累计产量同比增长率 17.10%

啤酒1-10月累计产量同比增长率 6.40%

葡萄酒1-10月累计产量同比增长 29.70%

黄酒1-10月累计产量同比增长率 11.20%

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号: TWF08-AIT01

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 一、2008 年酿酒行业发展回顾 | 4 |
| 1、2008 年酿酒行业基本态势 | 4 |
| 2、08 年各子行业发展状况 | 4 |
| 2.1 白酒 受益于通胀背景下的量价齐升 | 6 |
| 2.2 啤酒 成本压力高企和偶发事件拖累行业增长 | 6 |
| 2.3 葡萄酒 受经济下行影响大 | 7 |
| 2.4 黄酒 业内整合不断 市场培育缓慢 | 7 |
| 3、08 年 1-3 季度行业公司业绩总结 | 8 |
| 二、2009 年酿酒行业发展趋势展望 | 9 |
| 1、宏观经济形势对酿酒行业影响 | 9 |
| 2、农村市场将成为行业未来新的增长点 | 12 |
| 3、09 年各子行业发展趋势 | 13 |
| 3.1 白酒 增速放缓 走向防御 | 13 |
| 3.2 啤酒 受益于成本下降 行业有望转暖 | 14 |
| 3.3 葡萄酒 全球葡萄减产 国际竞争加剧 | 15 |
| 3.4 黄酒 市场培育尚处起步阶段 | 17 |
| 三、行业股票的市场表现 | 17 |
| 1、08 年行业走势及特征 | 17 |
| 2、重点公司股票走势和估值 | 18 |
| 四、风险提示 | 19 |
| 4.1 宏观经济形势继续恶化影响酒类消费需求 | 19 |
| 4.2 酒类质量安全问题的风险 | 20 |
| 4.3 气候以及突发事件对行业的影响 | 20 |
| 五、投资建议与重点公司推荐 | 20 |
| 5.1 投资策略建议 | 20 |
| 5.2 重点公司点评 | 21 |
| 5.2.1 青岛啤酒 (600600) | 21 |
| 5.2.2 贵州茅台 (600519) | 21 |
| 5.2.3 泸州老窖 (000568) | 21 |
| 5.2.4 莫高股份 (600543) | 22 |

图

| | |
|--|----|
| 图 1 酿酒行业营业收入及利润总额走势图..... | 4 |
| 图 2 各子行业收入及利润增长率..... | 5 |
| 图 3 白酒和啤酒 1-10 月产量数据 (万吨) | 7 |
| 图 4 葡萄酒和黄酒 1-10 月产量数据 (万吨) | 8 |
| 图 5 1999 年-2008 年酿酒行业利润增速与 GDP 增速比较图 | 9 |
| 图 6 1995-2008 年社会消费品零售总额走势及消费者信心月度指数图..... | 10 |
| 图 7 1995-2007 年城镇居民人均年度酒和饮料消费支出图..... | 11 |
| 图 8 2001-2008 年社会消费品零售总额: 住宿和餐饮业..... | 11 |
| 图 9 2003 年-2007 年 农村居民和城镇居民人均酒消费量..... | 12 |
| 图 10 2002 年-2008 年 农村居民人均收入与城镇居民可支配收入..... | 13 |
| 图 11 2001 年-2008 年 各酒种产量增速..... | 13 |
| 图 12 2001 年-2008 年 10 月 中国啤酒产量..... | 15 |
| 图 13 2001 年-2008 年 11 月 Liv-ex 100 指数..... | 16 |
| 图 14 2008 年 1-11 月酿酒行业指数与沪深 300 指数对比情况 | 18 |
| 图 15 2008 年 1-11 月酿酒板块公司股价变动情况 (%) | 19 |

表

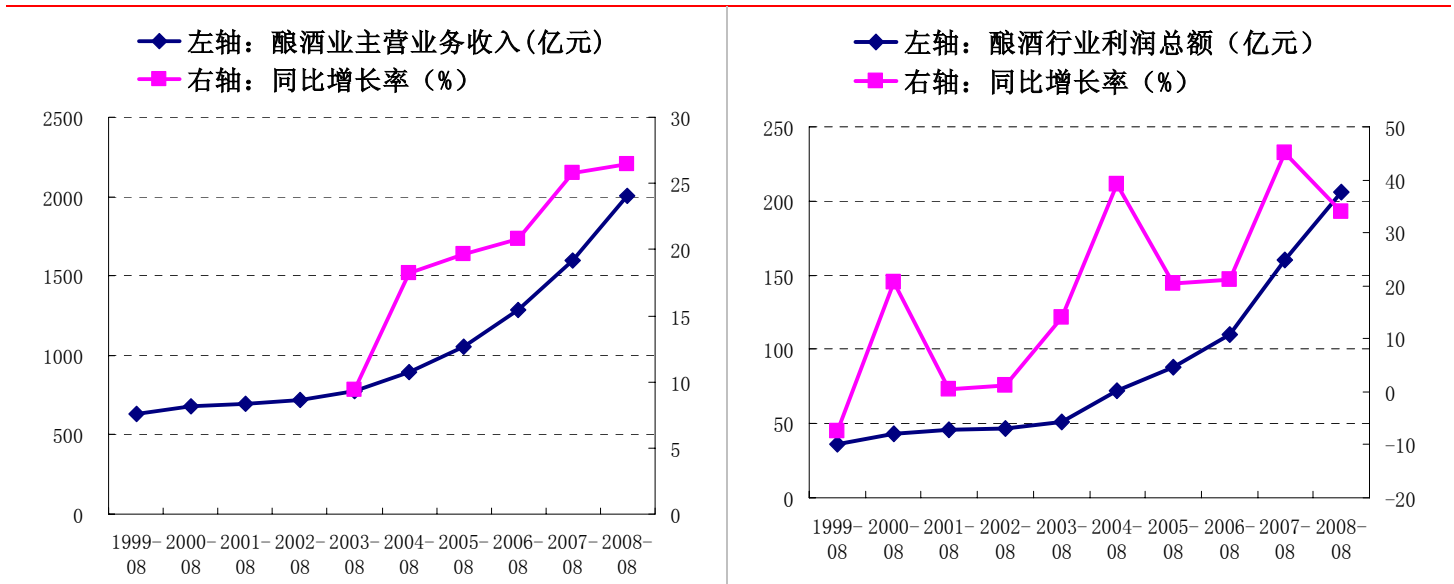
| | |
|---|----|
| 表 1 酒类主要产品 08 年 1-10 月产量增长态势 (单位: %) | 5 |
| 表 2 部分酒类企业 08 年 1-11 月历次提价小结..... | 6 |
| 表 3 酿酒行业三季度业绩数据..... | 8 |
| 表 4 酿酒行业公司业绩预期与市盈率 (CNY 2008 年 12 月 3 日) | 19 |

一、2008 年酿酒行业发展回顾

1、2008 年酿酒行业基本态势

在 08 年自然灾害频发、气候状况差以及原材料价格上涨、通货膨胀压力增大的背景下，酿酒行业继续保持了主营业务收入稳定增长的特征。08 年 1-8 月酿酒行业主营业务收入突破 2000 亿元；保持了近几年来 20% 以上的增长速度。04 年以来利润总额一直呈逐年上升趋势；但 08 年的利润总额增速有较明显下降。随着第四季度国内经济开始加速下滑，酿酒行业也不可避免的受到冲击。消费品行业对于经济下行的反应有 6-12 个月的滞后性，所以 08 年内行业受到的影响相对较小，业绩下滑在 09 年上半年表现相对明显。

图 1 酿酒行业营业收入及利润总额走势图



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

2、08 年各子行业发展状况

受金融危机影响，今年酿酒行业整体虽然仍呈现增长趋势，但各子行业表现各不相同。10 月啤酒产量增速超预期的达到 10.3%，但 1-10 月啤酒产量增速较去年同期下降明显，仅同比增长 6.4%。啤酒销售的旺季已过，预计全年啤酒产量增长将维持在 6% 左右。10 月白酒的产量同比增长 12.9%，1-10 月的累计产量同比增长 17.1%，总体产量增长水平稳定，全年应该能保持 20% 左右的增速。葡萄酒 10 月销量增速为 6%，环比增速大幅下滑，1-10 月的累积同比增长 29.7%，

作为可选消费品，下滑趋势比较明显。黄酒 10 月产量也出现大幅下滑，同比增长-4.5%。预计全年增速在 10%左右。较上 2 年的快速增长，下滑最为明显。

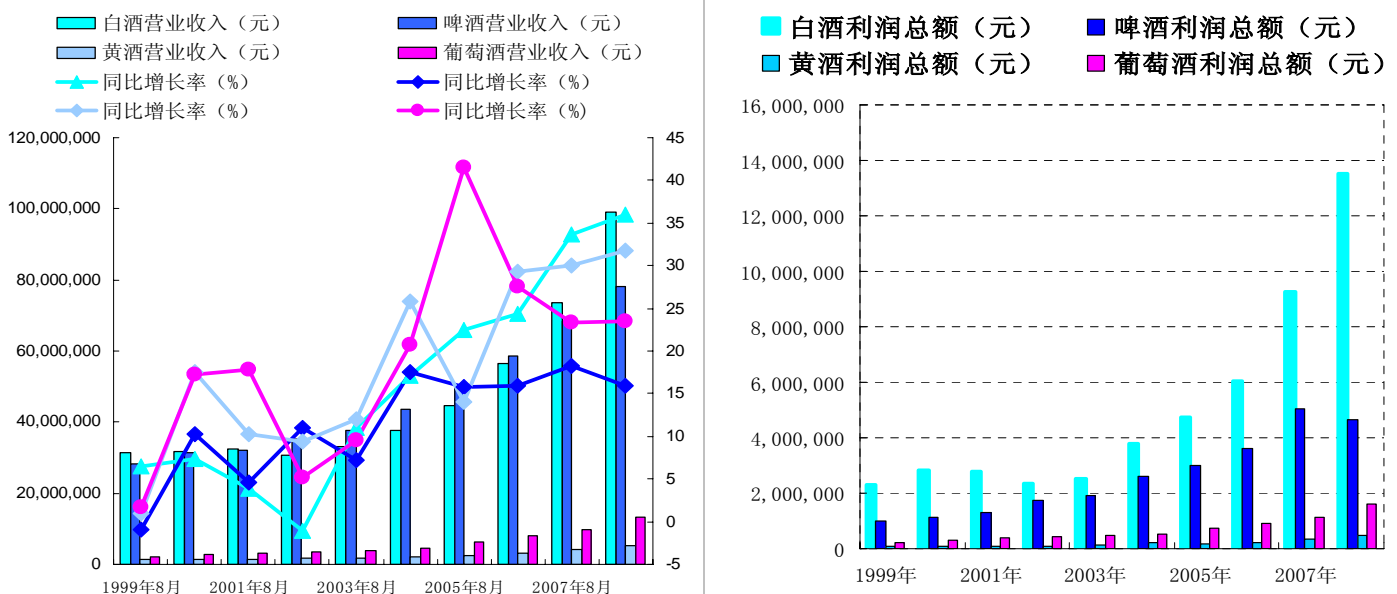
表 1 酒类主要产品 08 年 1-10 月产量增长态势 (单位: %)

| 产品名称 | 2008 年 10 月 | 2008 年 1-10 月累计 | 2007 年 | 2006 年 |
|------|-------------|-----------------|--------|--------|
| 白酒 | 12.9 | 17.1 | 22.2 | 18.2 |
| 啤酒 | 10.3 | 6.4 | 13.8 | 14.7 |
| 葡萄酒 | 6.0 | 29.7 | 37.0 | 18.1 |
| 黄酒 | -4.5 | 11.2 | 21.3 | 29.0 |

数据来源: 中国统计数据应用系统 上海证券研究所整理

今年酿酒行业 1-8 月累计销售收入为 2,008.38 亿元，同比增长 35.65%；1-8 月利润总额为 205.81 亿元，同比增长 28.18%。销售收入的增长基本稳定，但利润总额增速下滑较明显，其主要原因是受上半年原材料上涨及经济放缓需求减弱因素影响。各子行业中只有葡萄酒仍继续保持产品销售与利润总额同步大幅增长。1-8 月，葡萄酒累计销售收入为 133.84 亿元，同比增长 34.97%；利润总额为 161.99 亿元，同比增长 41.73%。而 1-8 月啤酒销售收入增长率放缓明显，利润总额同比下降 7.76%。白酒及黄酒的销售收入均稳步上升，今年 1-8 月销售收入增长率分别为 34.92%、24.09%。预计今年啤酒行业的低迷在年末会有所好转；白酒、葡萄酒的销售收入和利润增长将维持在现有水平；黄酒有可能继续大幅下滑。

图 2 各子行业收入及利润增长率



数据来源: 国家统计局 上海证券研究所

2.1 白酒 受益于通胀背景下的量价齐升

08 年上半年的通胀背景使白酒企业受益颇多。随着原材料成本的增加，白酒企业纷纷开始提价。由于高端白酒的消费者普遍对价格不是十分敏感，使得白酒企业收到量价齐升的效果。提价不仅完全抵消了成本上涨带来的影响，同时有些企业还利用这次机会进行了品牌从中端向高端的转变。在行业毛利率水平创出新高之后，下半年行业也受到了金融危机的冲击。行业利润增长率出现增速下滑的现象。产量增速也从 6 月的高点开始下滑，维持在 17% 左右。受提价以及所得税率下降的影响，08 年酿酒企业业绩增长已无悬念；09 年随着国内以及国外经济增速的大幅下滑，白酒行业的增速也将放缓。

表 2 部分酒类企业 08 年 1-11 月历次提价小结

| 提价时间 | 企业名称 | 提价幅度 |
|-----------------|---------------|---------|
| 2008 年 1 月 11 日 | 贵州茅台 | 20% |
| 2008 年 4 月 28 日 | 山西汾酒 | 10%-30% |
| 2008 年 5 月 11 日 | 沱牌曲酒 | 10%-15% |
| 2008 年 1 月-6 月 | 古越龙山 | 10%左右 |
| 2008 年 8 月 | 泸州老窖（国窖 1573） | 15% |
| 2008 年 8 月 | 五粮液 | 10% |
| 2008 年 11 月 | 泸州老窖（泸州老窖特曲） | 20%左右 |
| 2008 年 11 月 | 水井坊 | 6% |

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理

2.2 啤酒 成本压力高企和偶发事件拖累行业增长

年初的冰雪灾害一度使啤酒行业 2 月份的产量增速下降为 0。而上半年作为主要原料的啤麦价格持续上涨以及包装材料、运输成本等的增加使啤酒行业压力倍增。行业公司只能通过产品结构改善，提高中高档产品占比，并通过更换包装等方式变相提高产品销售均价来抵消成本压力。奥运会也没有带来期望中的销量大幅提升；外资企业英博与 AB 之间的并购加剧了未来行业内的竞争，行业整合速度有望继续提高。08 年啤酒行业增速自 8 月份开始回升，预计明年情况会有所好转。

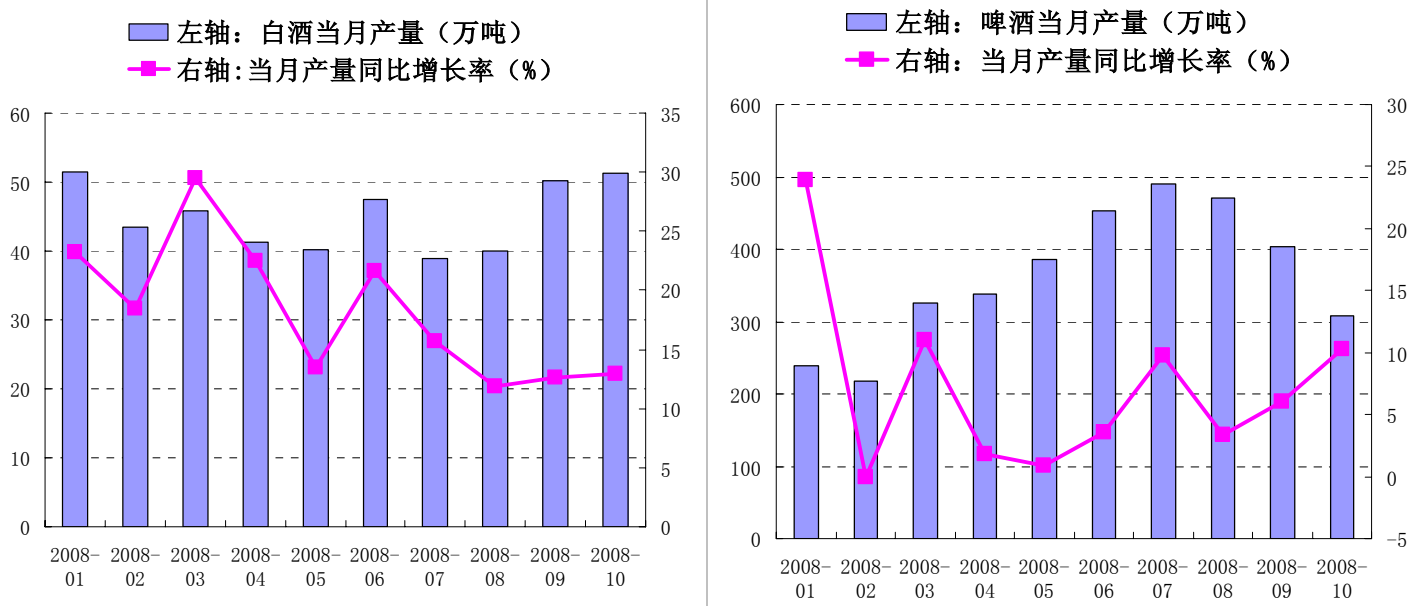
2.3 葡萄酒 受经济下行影响大

和白酒相似，葡萄酒也受益于上半年的通胀，在人均消费量基数低以及消费升级的影响下，上半年产量增速持续提高，在6月份达到全年高点；随着国内外经济形势的不断恶化，消费者信心持续下降，葡萄酒产量增速也快速下滑。由于国内消费者对于葡萄酒的消费习惯尚处于培育发展期，葡萄酒消费的可替代性强，所以葡萄酒销售受到经济下行的影响较大。

2.4 黄酒 业内整合不断 市场培育缓慢

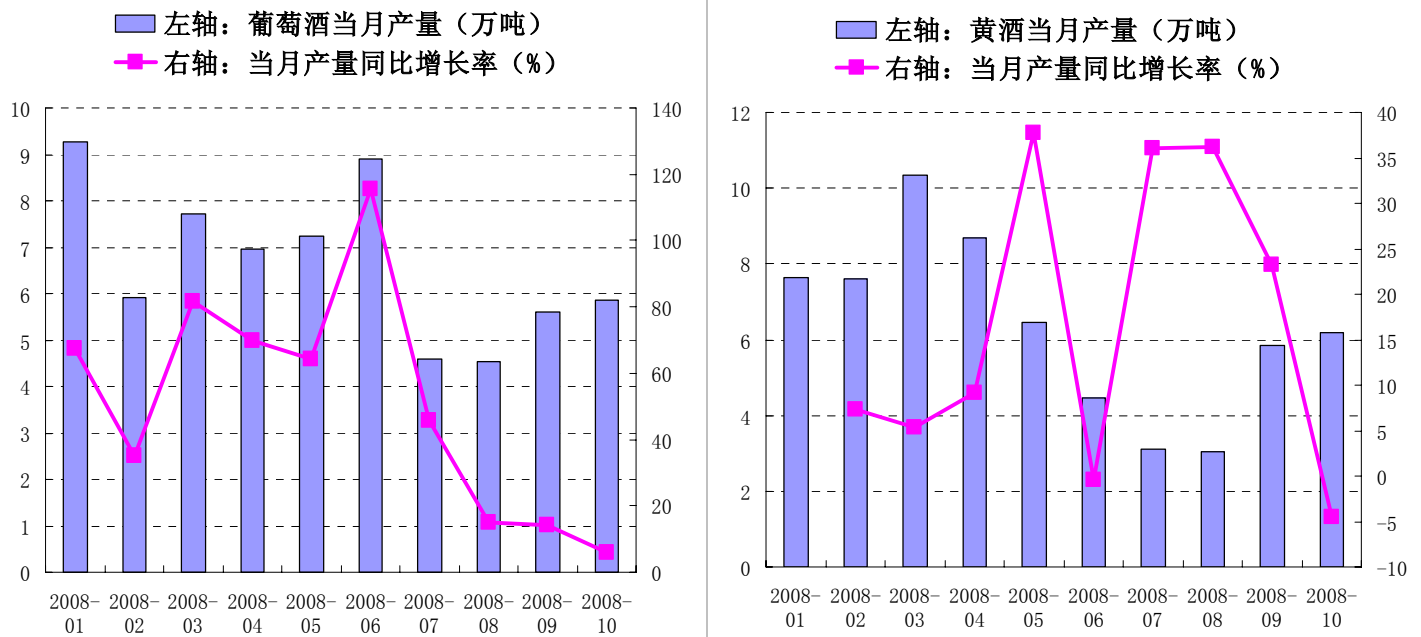
黄酒行业内今年整合不断。如业内主要企业第一食品通过与控股股东烟糖集团进行资产置换，实现了对食品零售、品牌代理等非酒类资产的剥离，成为拥有“石库门”与“和酒”两大黄酒品牌的新公司金枫酒业。行业内另一龙头公司古越龙山也拟收购绍兴女儿红酿酒有限公司 95% 股权。通过实现“古越龙山”“女儿红”两大黄酒品牌强强联手，进一步发挥黄酒业务优势，加强黄酒行业龙头企业的领导地位。由于黄酒生产企业集中在江浙地区，苏浙沪三地合计所占比重高达 83%。黄酒消费的 70% 集中在占全国人口比重 10.6% 的浙江、江苏和上海。08 年优势区域外的市场开拓较慢，且上述地区经济受金融危机冲击较大，使得黄酒产销量也出现大幅下滑。

图 3 白酒和啤酒 1-10 月产量数据 (万吨)



数据来源: 中国统计数据应用系统 上海证券研究所

图 4 葡萄酒和黄酒 1-10 月产量数据 (万吨)



数据来源: 中国统计数据应用系统 上海证券研究所

3、08 年 1-3 季度行业公司业绩总结

截止到 10 月 31 日, 酿酒行业公司的三季报已全部披露。酿酒行业整体业绩尚可, 较去年同期业绩有很大幅度提高, 但较今年 2 季度环比业绩增速下降。行业三季报平均每股收益为 0.5344 元, 较去年同期的 0.3687 元有明显提高, 毛利率水平也同比提高了 2.69 个百分点。各项指标较沪深 300 公司相比有一定的优势。资产负债率进一步减少, 酿酒行业公司的现金流较为充裕, 这在经济下行周期中有很高的抗风险能力。

表 3 酿酒行业三季度业绩数据

| 指标名称 | 2007 年三季报 | |
|--------------|-----------|--------|
| | 酿酒行业 | 沪深 300 |
| 每股收益(元) | 0.3678 | 0.3216 |
| 每股经营性现金流量(元) | 0.6827 | 1.0289 |
| 净资产收益率(%) | 12.72 | 13.91 |
| 毛利率(%) | 46.72 | 23.3 |
| 主营业务利润率(%) | 38.3 | 37.19 |
| 资产负债率(%) | 41.74 | 87.98 |
| | 2008 年三季报 | |

| | 酿酒行业 | 沪深 300 |
|--------------|--------|--------|
| 每股收益(元) | 0.5344 | 0.3647 |
| 每股经营性现金流量(元) | 0.7399 | 0.499 |
| 净资产收益率(%) | 16.7 | 12.62 |
| 毛利率(%) | 49.41 | 18.91 |
| 主营业务利润率 (%) | 41.42 | 31.43 |
| 资产负债率(%) | 36.93 | 85.86 |

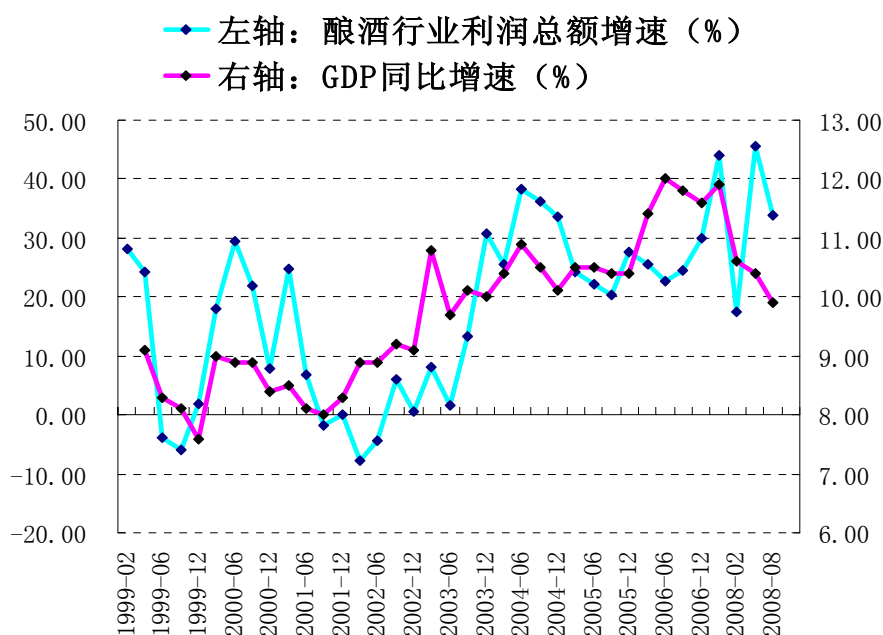
数据来源：公司定期报告 上海证券研究所整理

二、2009 年酿酒行业发展趋势展望

1、宏观经济形势对酿酒行业影响

从未来的长期趋势来看，酿酒行业仍具有可观的增长潜力。但 09 年由于受经济下滑影响，酿酒行业最近几年一直保持的高速增长势头将难以持续，行业增速将出现明显下滑。通过研究我国 1999 年至 2008 年的历史数据，我们发现在 GDP 增速出现明显下滑之后，酿酒行业的利润增长速度也随之下滑。1999 年和 2003 年的数据尤为明显。在我们判断 09 年名义 GDP 增速将下滑到 8.6 左右的基础上，我们认为酿酒行业的利润总额增速将下降到 20% 以下的可能性非常大。但在经济下行周期中，各子行业受到的影响也不尽相同。

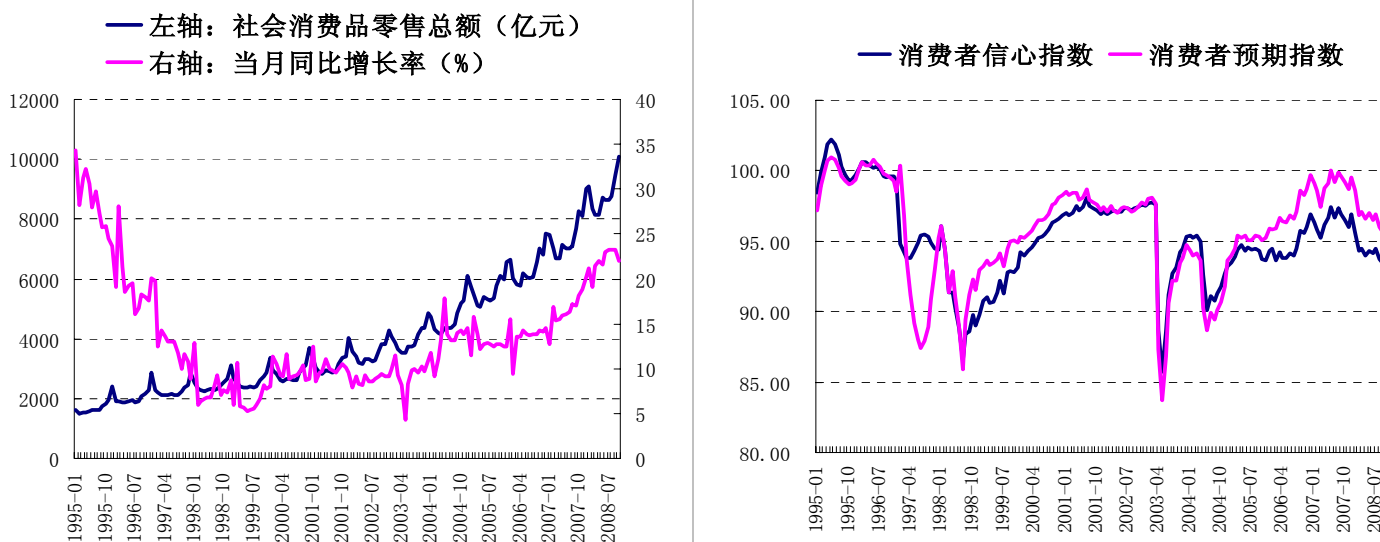
图 5 1999 年-2008 年酿酒行业利润增速与 GDP 增速比较图



数据来源：WIND 上海证券研究所

今年 1-10 月社会消费品零售总额继续保持平稳增长，共计为 87,968.4 亿元。自 7 月份开始，消费品零售总额增长的同比增速出现下滑，从 23.30% 下降到 10 月的 22.00%。随着经济危机的逐渐深化，我们认为明年消费品零售增额增速可能下滑到 12.2 附近。消费者信心指数从今年 1 月份的 95.6 回落到 10 月的 92.4，创下近 2 年的低点。消费者预期指数在 10 月份也同步回落到 94.2。在国内经济增长放缓的大背景下，消费者信心持续下降，短期内将对消费品销售产生较大影响；随着国家稳定经济、刺激消费政策的不断出台，消费者信心未来有望缓步回升。

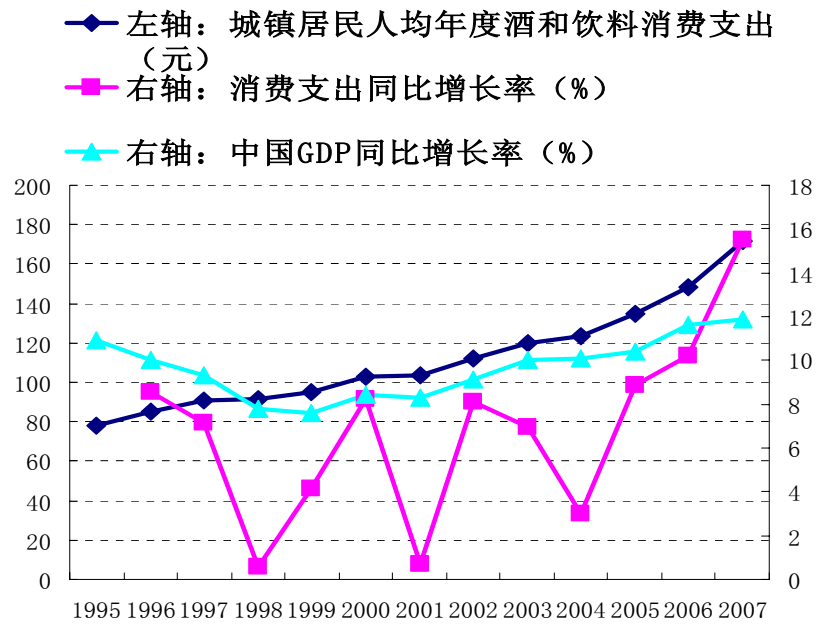
图 6 1995-2008 年社会消费品零售总额走势及消费者信心月度指数图



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

我国城镇居民人均年度酒和饮料消费支出自 1995 年以来一直保持稳定增长。但是在 GDP 增速下滑的年份，消费支出增长率的下滑也十分明显。1997-1998 年时的 GDP 增速从 9.3% 骤降到 7.8%，人均就和饮料消费增速也从 7.14% 下滑到 0.58%。作为消费品行业，酿酒行业跟经济环境的相关性还是十分密切的。同时，一旦经济开始向好的方向转变，消费者预期收入增加，人均消费立刻就回升到比较高的水平上。由于我国仍处在消费升级的初期阶段，酿酒行业自身的高成长性能够抵消一部分经济环境恶化带来的影响，这也是酿酒行业具有较高的抗周期性的原因之一。虽然短期盈利数据下滑已是事实，但长期增长的特性仍值得我们看好。

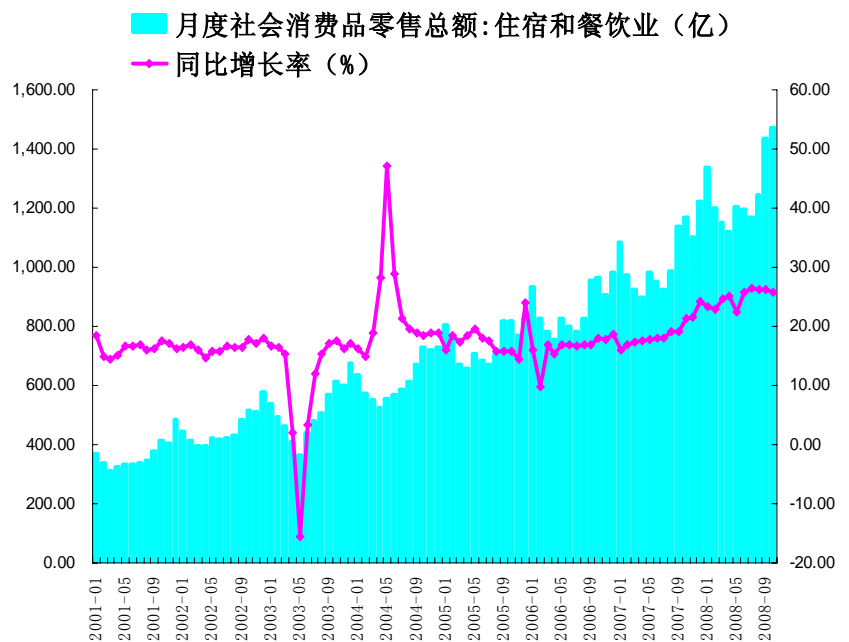
图 7 1995-2007 年城镇居民人均年度酒和饮料消费支出图



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

餐饮消费是酒类商品一个重要的销售渠道。从 2001 年-2008 年 10 月的数据来看，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。今年下半年以来增速一直维持在 26% 左右的水平。明年如无特大突发事件，我们认为餐饮消费仍将保持稳步增长。餐饮消费的增长也将帮助减缓酒类消费需求下降的负面影响。

图 8 2001-2008 年社会消费品零售总额：住宿和餐饮业



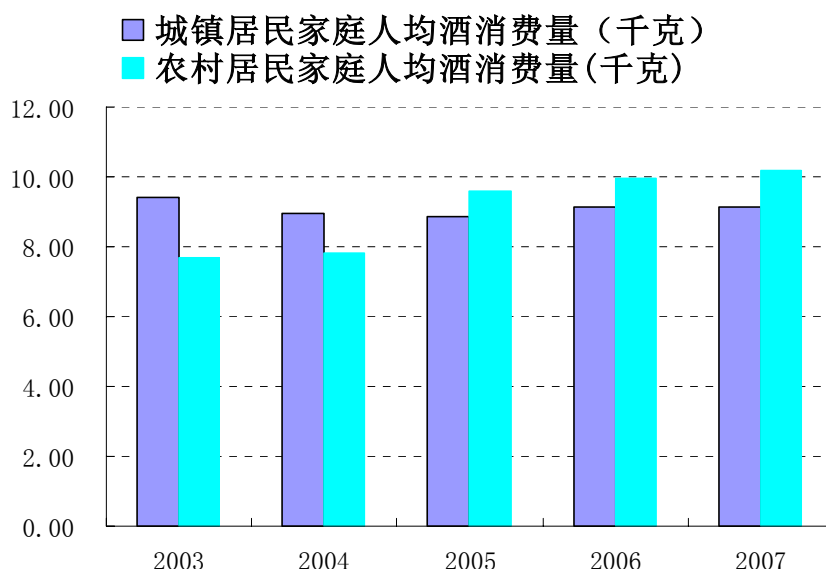
数据来源：国家统计局 上海证券研究所

2、农村市场将成为行业未来新的增长点

自 2005 年起，农村居民人均酒消费量超过城镇居民。2005 年农村家庭人均酒消费量为 9.59 千克，同期城镇居民家庭人均消费量为 8.85 千克。至 2007 年，农村居民的人均酒消费量一直保持稳定增长。目前农村居民人均收入水平仍落后城镇居民 10 年以上。随着今年国家提高粮食收购价等一系列惠农政策的实施以及社会保障体制的逐步建立，未来农村居民收入将有较大幅度的增长，这将有利于提升农村居民的消费能力。农村居民目前酒类消费主要集中在中低档白酒、啤酒上，未来收入的稳步增长将促进这一部分需求的消费升级。在较长时间内，农村市场的消费结构升级将为酿酒行业带来新的利润增长点。

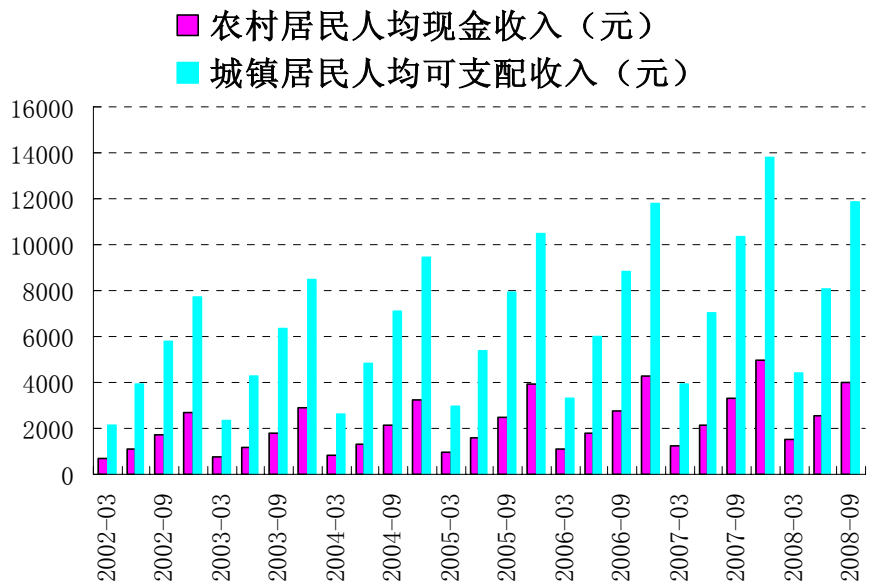
从近 10 年的数据来看，啤酒子行业的产量增速一直较稳定，白酒子行业自 04 年 6 月起产量增速开始大幅提升，葡萄酒行业是平均增速最高的子行业。我们认为这一趋势将延续下去，在未来较长时间内葡萄酒将维持高于啤酒、白酒的产量增速。由于酒类产品的产销率基本一致，说明消费者对葡萄酒的需求增长迅速。即在未来较长的周期中，由于消费者对于葡萄酒的刚性需求，葡萄酒行业发展空间最为广阔。

图 9 2003 年-2007 年 农村居民和城镇居民人均酒消费量



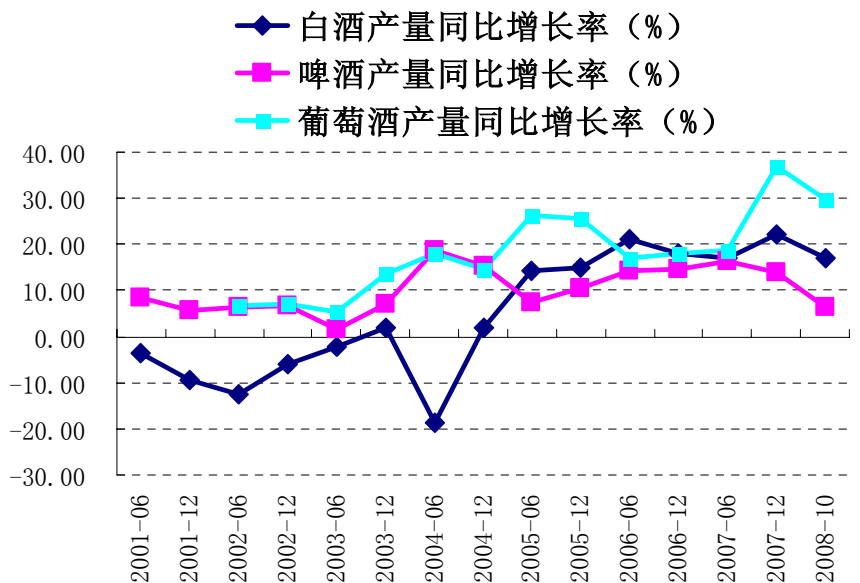
数据来源：国家统计局 上海证券研究所

图 10 2002 年-2008 年 农村居民人均收入与城镇居民可支配收入



数据来源: 国家统计局 上海证券研究所

图 11 2001 年-2008 年 各酒种产量增速



数据来源: WIND 上海证券研究所

3、09 年各子行业发展趋势

3.1 白酒 增速放缓 走向防御

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。短期内,经过了近几年的高速发展,白酒行业明年将进入短暂的调整期。明年上半年将是白酒行业受经济下滑冲击最为严重的一个时期。没有了今年的所得税利好,以及大幅提价的可能,白酒行业的利润增速将大幅放缓。受国内外宏观经济不景气的影响,消费者的收入水平下降,消费需求减弱,白酒行业将面临需求下滑的局面。但是下滑程度将取决于经济不景气持续的时间以及程度。

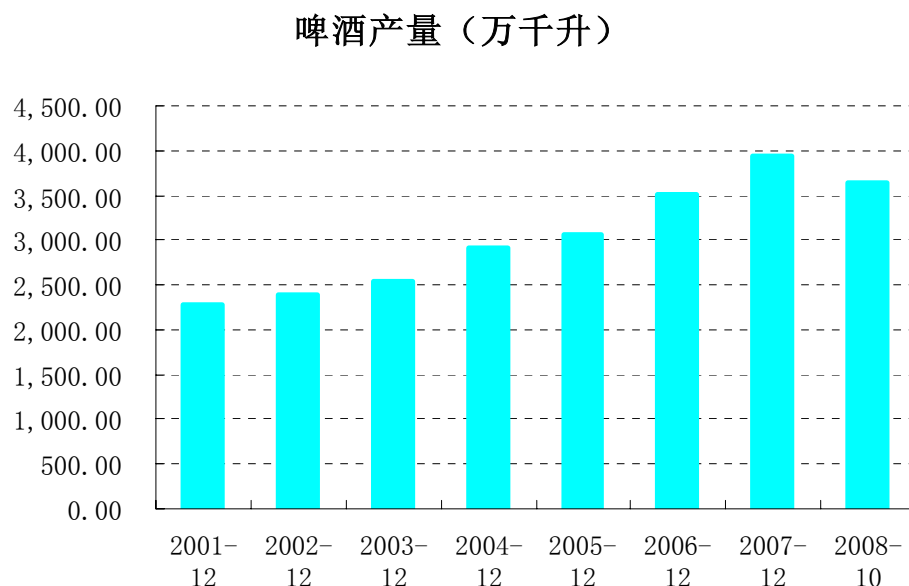
目前国内白酒的消费群体主要由商务消费、党政军政务消费、以及个人消费组成。今年受益于通货膨胀,大幅提价的高端白酒主要消费用途为商务宴请和党政军政务消费,此部分需求受到经济周期变化冲击较大。而中低端白酒消费群体以个人消费者为主,随着消费升级的不断深入,这一部分需求下降的幅度可能较小。

基于此种预期,明年高端白酒的提价步伐将会放缓,短期内市场格局变化的可能性较小,未来市场变化将体现在现有几大高端品牌市场份额的激烈竞争上。在白酒主要上市公司中,强势品牌如贵州茅台,拥有最稳定的消费群体,相对受到的冲击最小;具有区域优势、渠道建设能力强的公司如泸州老窖等也具有较好的抗风险能力。

3.2 啤酒 受益于成本下降 行业有望转暖

中国啤酒产量 1991 年-2007 年的增长率为 10.2%,增速高于世界水平。截止到 2007 年,中国啤酒产量则连续 6 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。目前我国啤酒人年均消费量接近 30 升,达到世界平均水平。受原材料价格上涨、自然灾害、凉夏以及奥运会等因素的影响,啤酒行业 08 年销量增速同比大幅回落。作为快速消费品的啤酒受经济下行影响程度较小,09 年增速会有所回升,预计明年行业销量增速能恢复到 10%以上。

图 12 2001 年-2008 年 10 月 中国啤酒产量



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

近期国际啤麦价格从 500 美元/吨回落到 160 美元/吨左右，由于今年国内大麦产能增加，国产大麦价格回落幅度也接近 20%。同时原油价格的大幅跳水，包装和运输等成本同时下降，2009 年啤酒行业的成本压力将得到缓解，在今年提价的基础上，行业毛利率水平将有所上升。行业内规模优势明显的龙头公司受益更加明显。

目前我国啤酒的主要销售区域集中在大中城市和东南沿海地区；农村人均消费量大大低于城市消费量。未来农村人均收入的逐步提高将有效拉动啤酒消费。目前经济环境的疲弱走势将使规模较小、生产成本较高的中小啤酒企业面临较大冲击，而具有品牌和资本优势的龙头啤酒企业将迎来新的整合发展机遇。预计 2009 年国内各啤酒巨头将继续加快整合步伐，提高行业集中度。行业集中度的进一步提高也会给优势啤酒企业带来更大的规模利润效应。

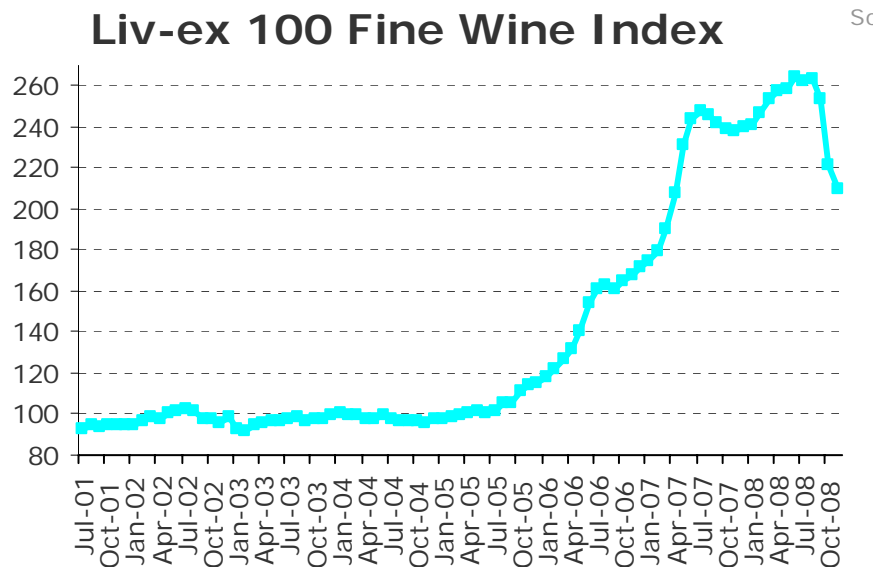
3.3 葡萄酒 全球葡萄减产 国际竞争加剧

长期来看我国葡萄酒发展空间巨大，目前我国葡萄酒人均消费量仅为 0.38 升，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，此外葡萄酒对高度白酒替代作用明显。未来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%。

短期来看，国内葡萄酒行业将遭遇几大不利因素。首先是今年全球葡萄产量减少，我国葡萄产量由于今年自然灾害频发等原因，预计减产 30% 左右。葡萄产量的减少将制约国内葡萄酒行业的发展速度；其次是 09 年宏观经济不景气也会对整个葡萄酒行业的增长产生影响，产品向高端转化的进程将放缓，预计中低档酒销售受影响相对较小；再次是受国际金融危机影响，国际葡萄酒价格大跌。截止到 11 月 31 日，Liv-ex 100 指数为 209.48 点，较上月下跌 5.5%，指数自 7 月以来开始大幅下跌。

图 13 2001 年-2008 年 11 月 Liv-ex 100 指数



数据来源: Liv-ex.com 上海证券研究所

国际葡萄酒价格下跌以及今年来人民币持续升值导致进口葡萄酒对国内市场的冲击大幅提高。据深圳海关统计，今年前 3 季度深圳口岸共计进口葡萄酒 665.7 万升，价值 6,962.2 万美元，与去年同期相比分别增长 60.6% 和 1.3 倍。而随着国际原油价格下降，降低了国际运费，使得进口葡萄酒价格更具有竞争力。明年国内葡萄酒市场，尤其是高端产品，竞争将更加剧烈。高端产品是中国葡萄酒未来发展的重要组成部分，也是行业中利润水平最高的部分。我们认为自己拥有高端酒庄的公司在未来将具有更强的竞争力，如莫高股份、张裕 A 等。

3.4 黄酒 市场培育尚处起步阶段

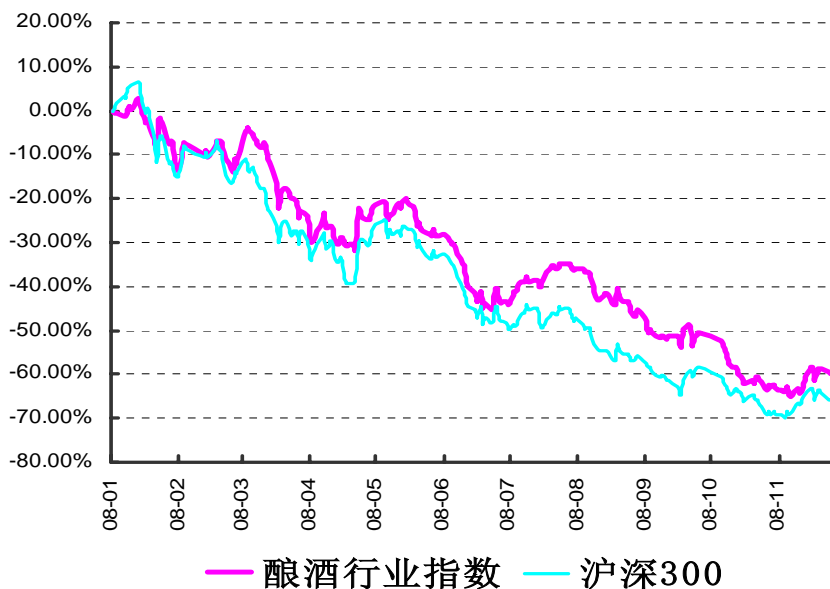
目前，国内黄酒生产企业约有 700 家，规模在千吨以下的企业占 80%，万吨以上的有近 30 家，4 万吨以上的企业只有 5 家。企业产品以普通花雕酒为主，价格远低于白酒和葡萄酒。随着近年来行业内龙头公司的并购，优势品牌的集中度逐渐提高。未来黄酒业的发展趋势主要为重新构建黄酒产品价格体系，饮用酒与作料酒加大价差；开发新的适应市场消费潮流的产品；品牌知名度提高推动产品销售；培育全国性的黄酒消费习惯。行业重新崛起尚需时日。短期内行业受经济环境影响，发展增速将放缓，全国市场的培育期将加长。

三、行业股票的市场表现

1、08 年行业走势及特征

截止到 12 月 3 日收盘，酿酒行业指数今年累计下跌 56.06%，同期沪深 300 指数下跌 63.74%，08 年酿酒行业指数跑赢沪深 300 指数 7.68 个百分点。仅在 9 月份受三鹿事件以及酿酒行业不实传闻影响，行业指数下跌幅度较大，但传闻澄清后指数立即出现反弹。行业指数今年基本保持领先沪深 300 指数 5% 的涨幅，也印证了酿酒行业相对其它行业，抗周期性好，业绩增长比较稳定，具有长期的投资吸引力。

图 14 2008 年 1-11 月酿酒行业指数与沪深 300 指数对比情况

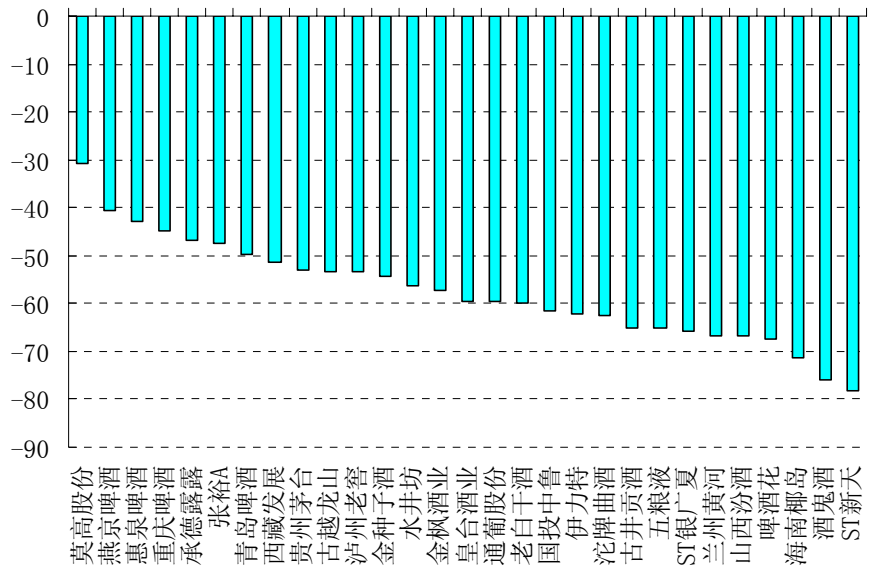


数据来源: WIND 上海证券研究所

2、重点公司股票走势和估值

08 年酿酒行业板块中，跌幅最小的子行业为啤酒。各子行业中的龙头公司基本都能够跑赢大市。跌幅最小的公司为莫高股份，累计跌幅为 30.67%；跌幅最高的为酒鬼酒，跌幅为 76%。以 12 月 3 日收盘价计算，酿酒行业公司 08 年 PE 为 34.81 倍，09 年 PE 为 23.07 倍。PE 水平处于过去 10 年来的底部区间，具有相对较高的安全边际。此外重点公司的 ROE 水平都维持较高水平，如贵州茅台的 41.4%，泸州老窖的 43.91%。虽然目前部分公司股票的价格和 PE 水平相对高于市场平均水平，但较低的 PEG 指标说明公司的成长性对目前股价有较高的支撑性。我们认为 09 年酿酒行业平均 PE 水平在 30 倍左右比较合理，即相对目前股价仍有较大的上升空间。

图 15 2008 年 1-11 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

表 4 酿酒行业公司业绩预期与市盈率 (CNY 2008 年 12 月 3 日)

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 | ROE(ttm) | PEG | EPS | | | PE | | | PBR | 投资评级 |
|------|--------|-------|----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|
| | | | | | 07A | 08E | 09E | 07A | 08E | 09E | | |
| 贵州茅台 | 600519 | 107.8 | 41.4 | 0.50 | 3.00 | 4.60 | 5.70 | 35.94 | 23.46 | 18.91 | 9.51 | 跑赢大市 |
| 五粮液 | 000858 | 15.87 | 15.54 | 0.64 | 0.39 | 0.52 | 0.72 | 41.01 | 30.78 | 22.04 | 5.40 | 大市同步 |
| 青岛啤酒 | 600600 | 19.43 | 9.25 | 0.40 | 0.43 | 0.63 | 0.84 | 45.55 | 30.89 | 23.13 | 4.18 | 跑赢大市 |
| 燕京啤酒 | 000729 | 12.40 | 8.14 | 0.50 | 0.37 | 0.45 | 0.64 | 33.31 | 27.62 | 19.38 | 2.36 | 跑赢大市 |
| 泸州老窖 | 000568 | 21.30 | 43.91 | 0.23 | 0.55 | 1.04 | 1.30 | 38.40 | 20.52 | 16.38 | 8.99 | 跑赢大市 |
| 张裕 A | 000869 | 44.35 | 36.37 | 1.27 | 1.21 | 1.62 | 1.90 | 36.79 | 27.46 | 23.34 | 10.5 | 大市同步 |
| 莫高股份 | 600543 | 10.42 | 6.69 | 0.24 | 0.21 | 0.41 | 0.60 | 49.62 | 25.41 | 17.37 | 1.93 | 跑赢大市 |
| 金枫酒业 | 600616 | 11.71 | 22.70 | 1.40 | 0.45 | 0.51 | 0.65 | 26.02 | 22.96 | 18.02 | 5.09 | 跑赢大市 |
| 古越龙山 | 600059 | 7.77 | 8.24 | 1.97 | 0.24 | 0.25 | 0.35 | 32.40 | 31.62 | 22.20 | 2.33 | 大市同步 |
| 古井贡酒 | 000596 | 8.51 | 4.60 | N/A | 0.14 | 0.16 | 0.24 | 59.02 | 52.92 | 35.46 | 2.30 | 大市同步 |

数据来源: WIND 上海证券研究所整理

四、风险提示

4.1 宏观经济形势继续恶化影响酒类消费需求

由于 2009 年国内经济形势走势的不确定性以及全球金融危机影响的继续扩大,导致消费者收入水平的下降,有可能出现酒类产品销售

售增长大幅小于预期的风险。

4.2 酒类质量安全问题的风险

今年三聚氰胺事件对国内乳制品行业的打击可见一斑。尽管酿酒企业出现此类问题的风险较小，但任何生产环节中若出现漏洞将导致突发性事件；从而引起消费者恐慌，进而使需求大幅下降。投资者应对此类事件保持警惕。

4.3 气候以及突发事件对行业的影响

今年年初自然灾害频发，严重影响了酒类产品的消费。若 2009 年出现较大的自然灾害，将有可能影响到酒类产品的消费需求。

五、投资建议与重点公司推荐

5.1 投资策略建议

对于 09 年的策略，我们维持酿酒业的“有吸引力”评级。虽然受经济增速放缓影响，酿酒行业自今年三季度以来业绩增速开始下滑，但与其他行业相比，下降幅度较小。随着经济形势的继续恶化，我们认为酿酒行业将在明年上半年受到较大冲击。目前酿酒行业上市企业估值相对海外市场估值仍然较高，但是与港股相比风险已经不大，在下调明年酿酒行业盈利预期的前提下，部分公司仍具有较高的投资价值。明年投资者可以关注几类投资机会：1. 受益于原材料成本下降及具有较强抗周期性的啤酒子行业，建议关注行业内龙头公司，如青岛啤酒、燕京啤酒等；2. 长期价值投资者可关注葡萄酒子行业中未来具有高成长性的公司，如具有最佳葡萄种植基地的莫高股份；3. 白酒行业中业绩增长稳定且优势明确的公司，如贵州茅台、泸州老窖等。可适当逢低介入，分享公司在经济危机过后的高成长性所带来的收益。

5.2 重点公司点评

5.2.1 青岛啤酒（600600）

公司是中国啤酒品牌中唯一知名的国际品牌，今年作为奥运会赞助商以及签约 NBA 成为合作伙伴，在品牌推广上更进一步。根据历史数据，啤酒行业利润受经济波动影响较小。明年行业增速的回暖使啤酒消费量在未来几年还将持续增加，而国内市场集中度不高，给了青岛啤酒更大的增长空间。受益于原材料价格下跌，公司产品毛利率水平会有所提高，其规模优势将有所体现。随着行业整合的不断深化，产能扩张以及产品结构的调整都将给公司带来较大的业绩提升空间。预计公司 08、09、10 年 EPS 分别为 0.63 元、0.84 元、1.10 元，给予跑赢大市的评级。

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，使茅台已经逐步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，销售渠道也以团购为主，其受宏观经济下滑的影响程度在高档白酒里最小。此外公司拥有极强的定价权，预计 09 年仍具有小幅提价的可能。公司拥有稳健的长期发展战略及极强的抗风险能力。适合长期价值投资者逢低买入，长期持有。预计公司 08、09、10 年 EPS 分别为 4.60 元、5.70 元、6.60 元，给予跑赢大市的评级。

5.2.3 泸州老窖（000568）

公司近几年发展迅速，凭借国窖 1573 实现了向高端白酒的回归，预计今年公司全年实现销售国窖 1573 超过 3000 吨。在 1573 销量稳定增长的同时，公司继续提升产品结构，于 2007 年初提出了双品牌战略，着力发展老窖特曲，公司计划未来将该产品建设为全国品牌。前三季度公司整体毛利率为 65.11%，比今年中期以及去年同期分别提高了 0.32 和 7.42 个百分点。毛利率的提升主要源自产品提价以及高档酒收入快速增长带来的产品结构的提升。由于公司产品主要市场不在东南沿海地区，受经济减速冲击影响较小。公司清晰得发展战略和良好得渠道控制能力使其长期业绩增长较明确。预计公司 08、09、10 年 EPS 分别为 1.04 元、1.30 元、1.60 元，给予跑赢大市的评级。

5.2.4 莫高股份（600543）

公司是国家重点扶持发展的农业产业化龙头骨干企业之一，目前2大主业是麦芽和莫高系列葡萄酒的生产和销售。葡萄酒和大麦芽，既发挥出河西走廊得天独厚自然条件的区域比较优势，又实现了产业互补。葡萄酒是公司未来重点发展方向，莫高的葡萄酒产业链十分完整，从种植、采摘、压榨、酿造、储存到灌装各个环节，所有葡萄酒生产均在自己的基地和酒庄完成，保持了产品品质的一致和口感的纯正。公司未来将受益于葡萄酒行业的高速发展，以及国民消费水平的提高，未来发展空间巨大。同时借助于明年啤酒行业的回暖，公司麦芽加工业务利润将有所回升。建议追求长期稳定回报的投资者关注。

预计公司08、09、10年EPS分别为0.42元、0.61元、0.85元，给予跑赢大市的评级。

分析师承诺

分析师 郭昌盛 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。

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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。