

深度报告

食品饮料行业

2009 年二季度投资策略

中性

(维持评级)

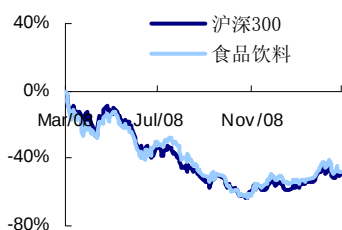
2009 年 3 月 20 日

季度投资策略

本报告的独到之处

- 从景气周期观点提出行业拐点应出现在 09 年年底之后;
- 进一步提出 09 年 2 季度大众消费品成本下降可以深入挖掘的投资思路。

一年收益率比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

相关研究报告:

- 09 年 1 月月报《成本下降仍有空间》 2009 年 03 月
- 08 年 12 月月报《乳业恢复略超预期》 2009 年 02 月
- 09 年年度策略《否极或有泰来》 2008 年 11 月
- 08 年 9 月月报《经济放缓的滞后效应逐步显现》 2008 年 10 月
- 08 年四季度策略报告《大众消费品的机遇悄然来临》 2008 年 08 月
- 08 年 5 月份行业统计数据点评《行业景气稳中有降》 2008 年 07 月
- 08 年中期策略报告《从“阳春白雪”到“下里巴人”》 2008 年 06 月

食品饮料行业分析师: 黄茂

金融学硕士, 3 年证券行业研究经历
 电话: 0755-82133476
 E-mail: huangmao@guosen.com.cn

食品饮料行业助理分析师: 谢鸿鹤

电话: 0755-82130646
 E-mail: xiehh@guosen.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

从大众中来 到大众中去

● 行业景气拐点或需等到 09 年年底之后

根据国内外历史经验, 食品饮料行业的拐点一般滞后宏观经济 2 个季度左右。目前国内宏观经济已出现积极信号, 但是拐点仍不确定。因此我们认为食品饮料行业的景气拐点将会出现在 09 年年底之后。

● 在宏观拐点未确认之前仍然继续看好大众消费品

农产品价格下降所导致的成本端利好将会在上半年开始兑现, 特别是由于发达国家经济受到严重打击导致农产品价格下跌幅度可能会超预期。而高端消费受制于商务和政务支出的萎缩, 短期业绩压力较大。

● 投资境外通货紧缩输入的趋势性机会

- 全球啤酒需求不振导致啤酒价格可能创新低, 我们估计进口澳麦完税价可能会跌至 1300-1700 元/吨, 使得龙头啤酒企业受益更大;
- 境外奶制品价格暴跌, 加上国内需求下滑导致原奶价格处于低位, 而龙头企业的景气复苏, 使得企业利润改善空间很大;
- 政府对养殖业的补贴和目前处于高位的猪粮比, 都会促进生猪价格进一步调整, 肉制品企业的毛利空间和销量都有改善空间;
- 高端白酒受制于控制政务消费和商务开支缩减, 短期业绩压力较大, 投资机会在于宏观景气见底后的消费复苏;
- 葡萄酒进口价格有下滑趋势, 国内商务消费短期也会受到影响, 但是行业长期前景很大。

● 重点关注成本在外、需求在内的大众消费品公司

二季度重点关注“伊利股份”、“燕京啤酒”、“青岛啤酒”和“双汇发展”。

行业龙头企业盈利预测及投资评级

股票名称	评级	最近股价 (3 月 10 日)	EPS			P/E		
			08E	09E	10E	08E	09E	10E
燕京啤酒	推荐	12.23	0.38	0.57	0.68	32	21	18
青岛啤酒	谨慎推荐	19.78	0.55	0.73	0.95	36	27	21
重庆啤酒	中性	21.54	0.39	0.47	0.59	55	46	37
双汇发展	推荐	32.20	1.10	1.39	1.73	29	23	19
三全食品	中性	28.69	0.83	0.99	1.25	35	29	23
伊利股份	谨慎推荐	11.52	-2.31	0.42	0.77	N/A	27	15
贵州茅台	谨慎推荐	118.13	4.64	5.57	6.16	25	21	19
泸州老窖	谨慎推荐	19.30	1.03	1.22	1.53	19	16	13
水井坊	谨慎推荐	12.66	0.63	0.66	0.79	20	19	16
五粮液	谨慎推荐	15.01	0.59	0.71	0.81	25	21	19
张裕 A	谨慎推荐	44.20	1.64	1.88	2.31	27	24	19

资料来源: 国信证券经济研究所

内容目录

行业景气拐点或需待 09 年年底之后	4
美国：食品消费景气滞后宏观经济 3 个季度	4
中国：消费景气滞后宏观经济约 2 个季度	4
二季度：重点关注乳业、啤酒和肉制品	5
子行业景气趋势延续，关注确定性收益	6
白酒：终端价格面临压力	6
葡萄酒：进口价格显著回落	7
啤酒：进口大麦价格下降空间较大	8
屠宰与肉制品：屠宰量显著回升	9
乳制品：低原奶价格提升行业毛利率	10
投资策略及重点公司	11
二季度投资机会或来自于成本下降幅度的超预期	11
燕京啤酒（000729）：关注毛利率提升—推荐	12
青岛啤酒（600600）：品牌拉力逐渐体现—谨慎推荐	12
重庆啤酒（600132）：09 年销量将大幅增长—中性	12
双汇发展（000895）：肉制品业龙头与准猪肉期货商—推荐	13
三全食品（002216）：行业产能严重过剩—中性	13
伊利股份（600887）：刚性需求加速恢复—谨慎推荐	13
贵州茅台（600519）：静待经济景气的到来—谨慎推荐	13
泸州老窖（000568）：未来白酒行业的新旗舰—谨慎推荐	14
水井坊（600779）：高弹性的白酒企业—谨慎推荐	14
五粮液（000858）：期待根本性的变革—谨慎推荐	14
张裕A（000869）：长期投资标的—谨慎推荐	15

图表目录

图 1: 美国GDP及食品消费行业同比增速	4
图 2: 我国GDP及消费品零售同比增速	5
图 3: 消费者信心指数创下近 20 年来最低	5
图 4: 社会消费品零售的实际增速大幅下滑	5
图 5: CRB食品原料现货指数大幅回落	6
图 6: 国际海运BDI指数大幅下跌	6
图 7: 主要食品子行业累计产量增速 (单位: %)	6
图 8: 大众消费品对原料成本变化高度敏感	6
图 9: 五粮液终端零售价格稳中有降 (单位: 元/瓶)	7
图 10: 高端白酒零售价格较疲软 (单位: 元/瓶)	7
图 11: 中高端白酒终端零售价格仍然坚挺 (单位: 元/瓶)	7
图 12: 宜宾市白酒出口情况	7
图 13: 国内葡萄酒终端零售价格继续稳中有升	7
图 14: 国际高端葡萄酒价格有所回稳	7
图 15: 小包装葡萄酒进口单价显著回落	8
图 16: 大包装葡萄酒进口基本平稳	8
图 17: 青岛啤酒价格坚挺	8
图 18: 国际大麦价格仍在继续回落	8
图 19: 澳大利亚啤麦价格溢价较高 (单位: 澳元/吨)	9
图 20: 甘肃大麦价格 (单位: 元/吨)	9
图 21: 青啤本部大麦进口情况	9
图 22: 燕啤本部大麦进口情况	9
图 23: 猪量比处于高位 猪肉价格节后继续回落	9
图 24: 毛白差与肉价呈正相关	9
图 25: 生猪屠宰量持续回升 (单位: 万头)	10
图 26: 生猪存栏量基本恢复到正常水平 (单位: 亿头)	10
图 27: 鲜牛奶零售价格维持高位	10
图 28: 美国芝加哥原奶期货价格暴跌 (单位: 美元/CWT)	10
图 29: 进口工业奶粉量增价减	11
图 30: 过去 12 个月大众消费品收益率显著超越高端消费品	11

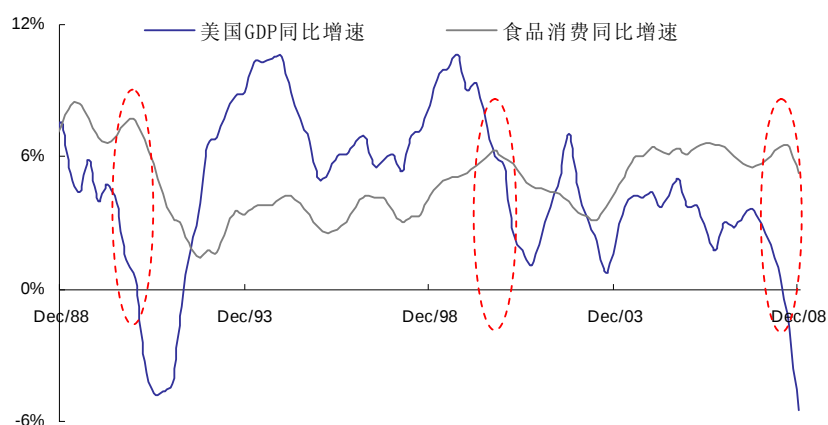
行业景气拐点或需待 09 年年底之后

由于消费黏性等因素的存在，食品饮料业体现出一定程度的“弱周期性”。在 09 年投资策略报告我们提出食品饮料行业景气进入下降周期，那么何时是行业景气回升的拐点？我们希望通过国外食品饮料业景气变化及国内行业自身特点的分析，为后续投资提供一个方向性参考。

美国：食品消费景气滞后宏观经济 3 个季度

通过对美国食品消费增速与 GDP 增速的比较，我们可以发现在 90 年代初以来的三次衰退中，食品消费行业景气表现出明显的滞后性：同比增速在经济进入深度衰退后大幅放缓；同样，在宏观经济回升一段时间后才得以恢复。平均来看，其滞后性为 3 个季度左右。

图 1：美国 GDP 及食品消费行业同比增速

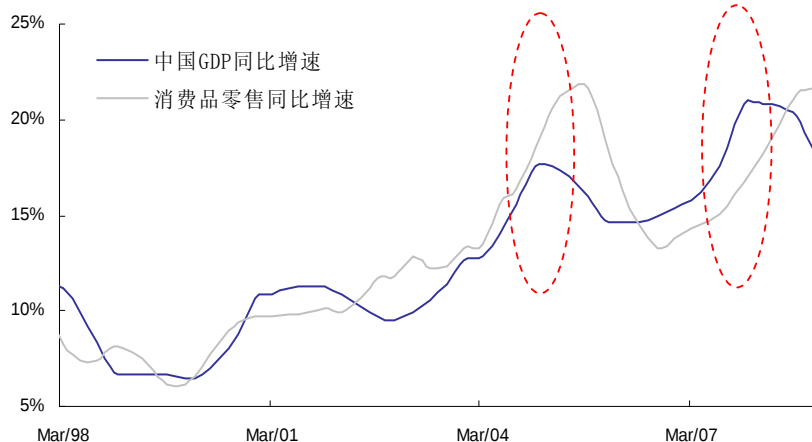


资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

中国：消费景气滞后宏观经济约 2 个季度

因统计方法的差异，这里采用消费品零售同比增速与 GDP 同比增速的关系分析食品饮料行业的景气回升特点。我们发现，我国消费品零售也同样存在滞后性，约为 2 个季度左右。

图 2: 我国 GDP 及消费品零售同比增速



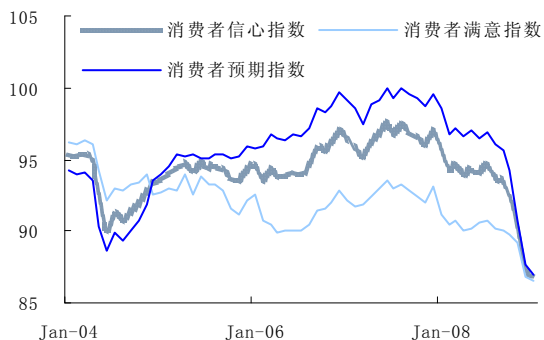
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

国信宏观小组认为, 09 年宏观经济会呈现“W”型态势, 并且目前正处在二次探底的过程之中, 经济的恢复关键在于 8 月份。不过, 1 季度的信贷、房地产和汽车销售等多个数据都已出现了复苏的迹象。按照以上逻辑判断, 我们认为, 中国食品饮料业整体景气回升应会出现在 2009 年 4 季度或 2010 年 1 季度。

二季度: 重点关注乳业、啤酒和肉制品

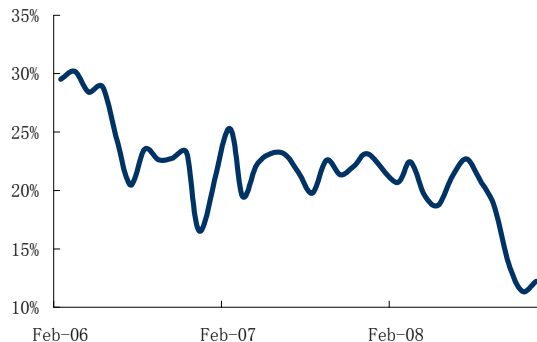
09 年 1 月份消费者信心指数跌落到 86.8, 除了 03 年非典时期有一个月更低以外, 这是该指数近 10 年以来的最低。尤其是消费者对未来的预期变得极度悲观。而消费品的零售增速也有大幅的下滑。

图 3: 消费者信心指数创下近 20 年来最低



数据来源: 国信证券经济研究所

图 4: 社会消费品零售的实际增速大幅下滑



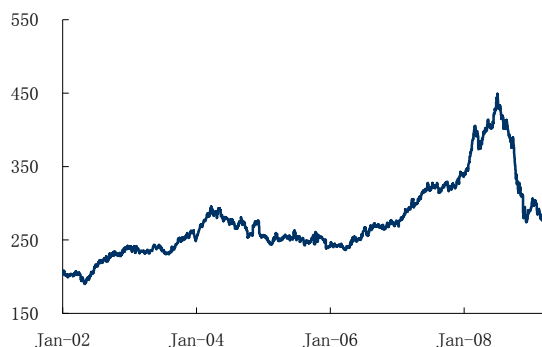
数据来源: 国信证券经济研究所

我们认为, 在经济景气不佳阶段, 投资确定性仍是短期的最佳选择。

在二季度, 食品饮料目前比较确定的趋势有两点。第一点是农产品价格的下跌。特别是国际农产品价格和相应的海运价格指数, 使得如大麦、奶粉、进口红

酒/酿酒葡萄都有深度下调的空间。此外，国内的生猪价格也正面临深幅的调整。大部分农产品价格下调的幅度可能高达 50%。

图 5: CRB 食品原料现货指数大幅回落



数据来源: 国信证券经济研究所

图 6: 国际海运 BDI 指数大幅下跌

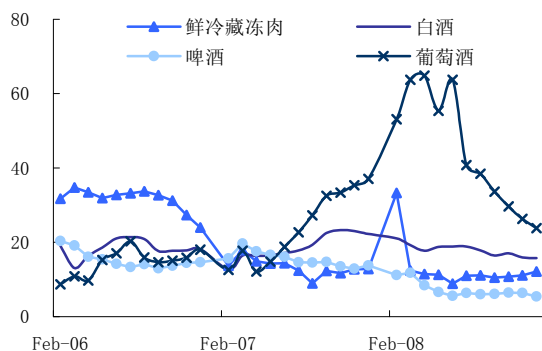


数据来源: 国信证券经济研究所

第二点则是如乳业、啤酒、肉制品等大众消费品行业销售基本稳定，09 年以来部分行业增速甚至有上升的趋势。

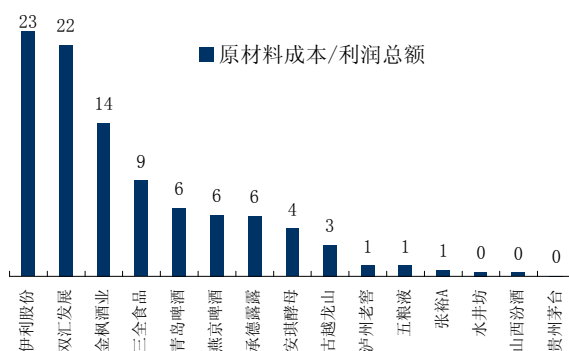
大众消费品偏低的净利率水平导致其对成本下降较为敏感。如果不考虑其他变化，对原料价格最为敏感的分别是乳业、肉制品和啤酒。

图 7: 主要食品子行业累计产量增速 (单位: %)



数据来源: 国信证券经济研究所

图 8: 大众消费品对原料成本变化高度敏感



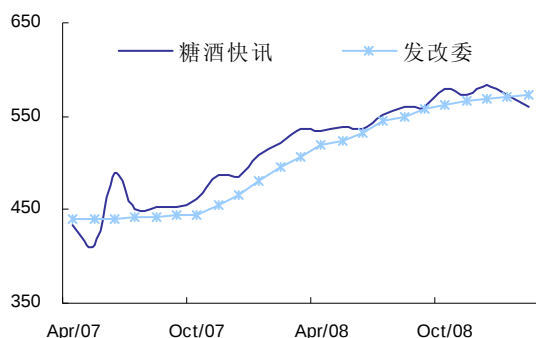
数据来源: 国信证券经济研究所

子行业景气趋势延续，关注确定性收益

白酒：终端价格面临压力

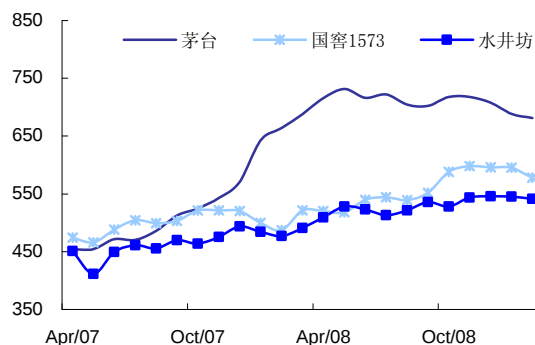
截至 09 年 1 月，主要高档白酒的终端价格基本呈现稳中有降的态势。考虑到 12 月份和 1 月份都是消费旺季，我们认为进入淡季后高端白酒的压力将会更为显著。春节后，茅台和五粮液的一批价格都滑落到。加上政府新近出台的反对铺张浪费“八条要求”，要求削减接待费用 10%，高端白酒的景气拐点可能必须等到 09 年底或者 2010 年。

图 9：五粮液终端零售价格稳中有降（单位：元/瓶）



数据来源：国信证券经济研究所

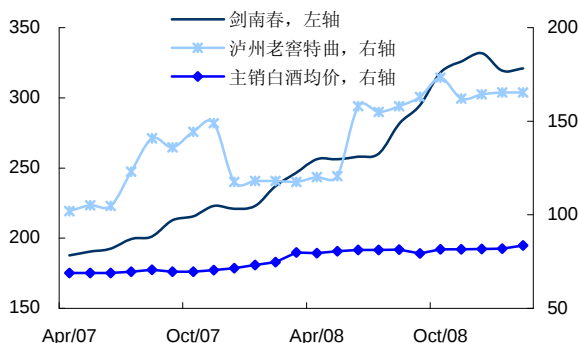
图 10：高端白酒零售价格较疲软（单位：元/瓶）



数据来源：国信证券经济研究所

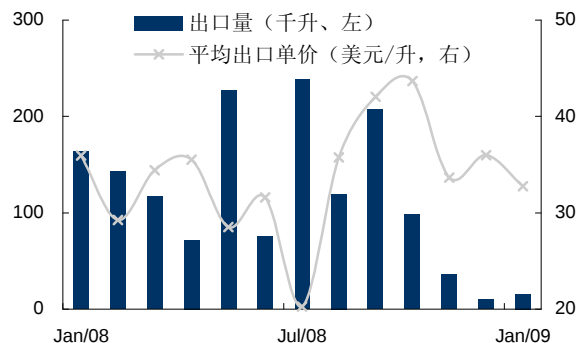
以剑南春、泸州老窖特曲为代表的中高端商务用酒价格则要略为坚挺。五粮液重点推出的“六和液”，老窖转向“特曲”，茅台大力打造“茅台王子酒”、“茅台迎宾酒”都是把目光转向了高端消费的下移趋势。

图 11：中高端白酒终端零售价格仍然坚挺（单位：元/瓶）



数据来源：国信证券经济研究所

图 12：宜宾市白酒出口情况

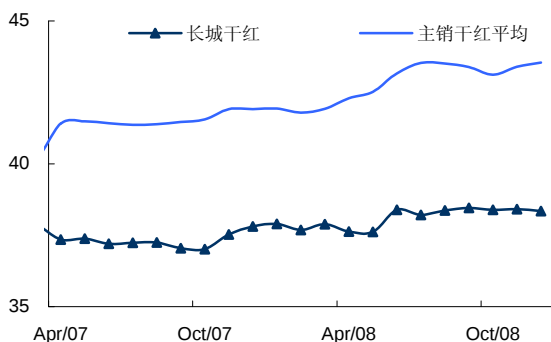


数据来源：国信证券经济研究所

葡萄酒：进口价格显著回落

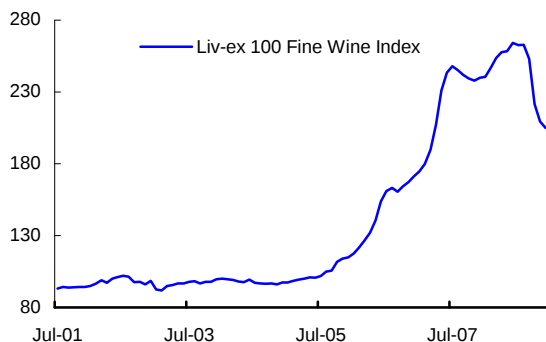
国产葡萄酒的价格继续保持坚挺。但是国际高端葡萄酒的价格也在金融风暴之后大幅回落了 20% 左右。

图 13：国内葡萄酒终端零售价格继续稳中有升



数据来源：国信证券经济研究所

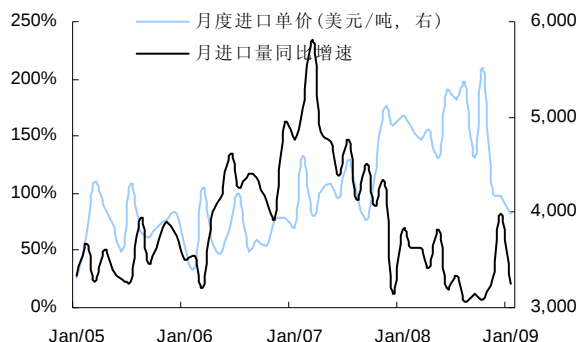
图 14：国际高端葡萄酒价格有所回稳



数据来源：国信证券经济研究所

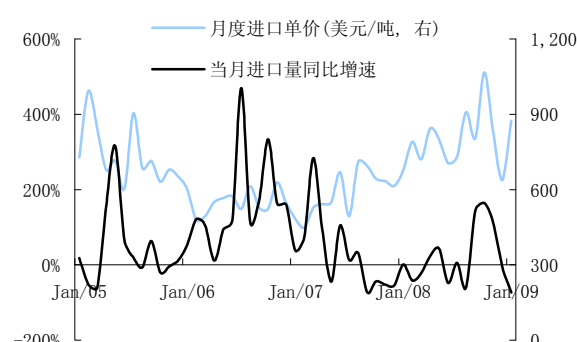
我们注意到小包装葡萄酒的进口价格也在 10 月份之后出现大幅下滑。如果持续可能会对国产葡萄酒不利。而作为原料的大包装葡萄酒则价格基本稳定。

图 15: 小包装葡萄酒进口单价显著回落



数据来源: 国信证券经济研究所

图 16: 大包装葡萄酒进口基本平稳

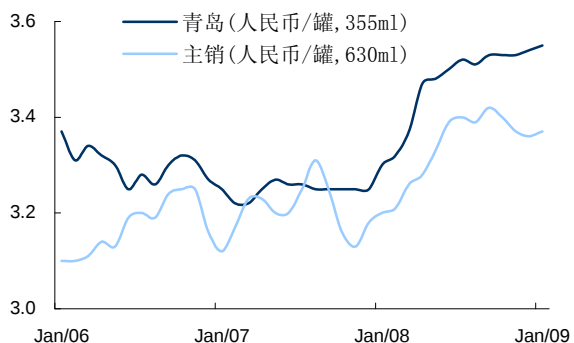


数据来源: 国信证券经济研究所

啤酒: 进口大麦价格下降空间较大

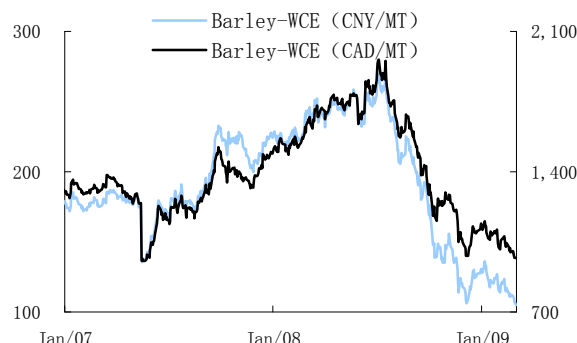
啤酒没有出现降价的趋势。同时国际大麦价格又不断创出新低, 目前加拿大的饲料大麦的价格仅 700 多人民币一吨, 而澳大利亚也不过才 1000 多人民币。而澳洲啤麦的价格也仅 1700 元/吨左右, 和国内的价格基本一致。

图 17: 青岛啤酒价格坚挺



数据来源: 国信证券经济研究所

图 18: 国际大麦价格仍在继续回落

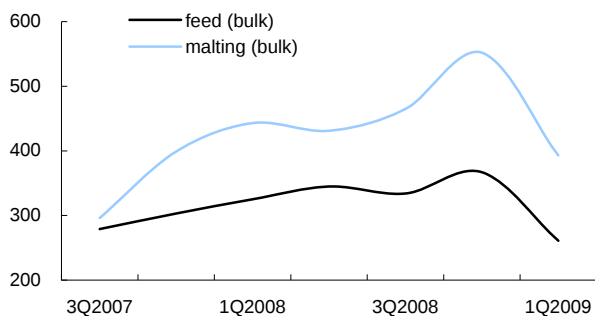


数据来源: 国信证券经济研究所

今年 2 月份, 澳大利亚农业与资源经济局 (ABARE) 将 08-09 年度澳洲大麦单产预期向上修正了 7%, 这样该年度大麦产量预计可以比 07-08 年度增长 15%。但是, 增量部分主要会被用于国内饲料, 啤麦出口反而会减少。我们估计随着大麦供给的缓解, 啤麦较高的溢价率将会有显著的下降。从历史上看, 啤麦的溢价幅度一般在 40 美元, 但是目前已经扩展到超过 100 美元。

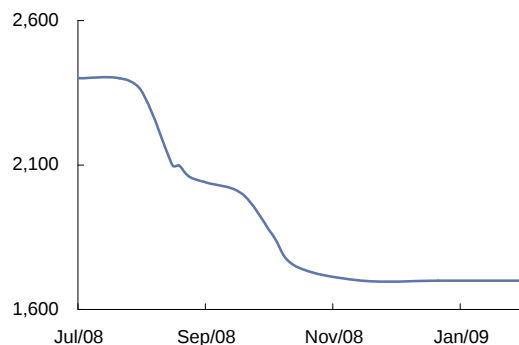
国内甘肃大麦已经跌到了 1700 元/吨, 从高位下跌了 30%, 而其他农产品的价格都基本稳定。由于种植的比价效应, 我们估计 09 年国内大麦播种面积将会有显著下降, 但澳麦的增产可能会有所抵消这个趋势。总的来说, 我们认为 09 年大麦的平均价格将呈现前低后高的格局。

图 19: 澳大利亚大麦价格溢价较高 (单位: 澳元/吨)



数据来源: 国信证券经济研究所

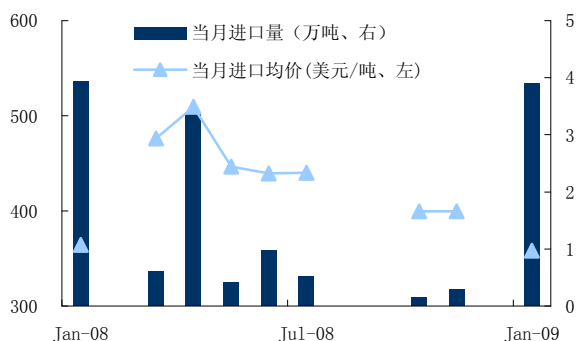
图 20: 甘肃大麦价格 (单位: 元/吨)



数据来源: 国信证券经济研究所

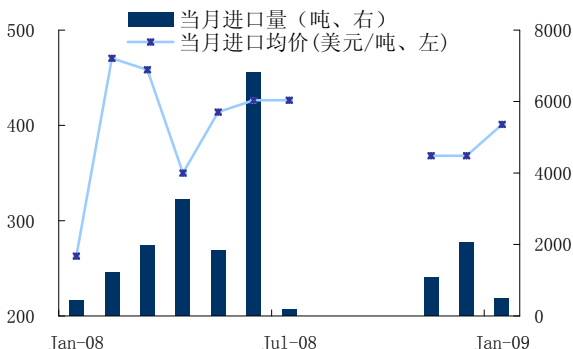
就具体企业而言, 截至 09 年 1 月份, 青啤和燕啤的进口价格分别约为人民币 2400 和 2700 元/吨, 下降还不多, 未来还有很大的下行空间。我们估计到 2 季度实际进口价格才能基本和国际行情接轨。

图 21: 青啤本部大麦进口情况



数据来源: 国信证券经济研究所

图 22: 燕啤本部大麦进口情况

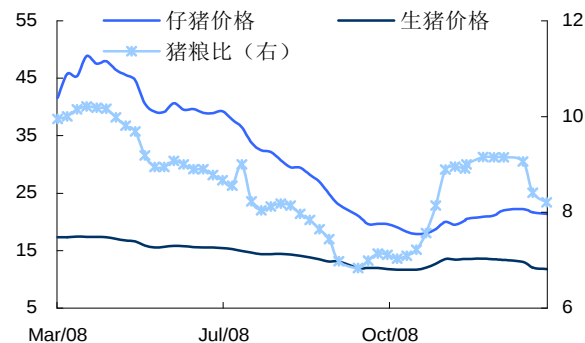


数据来源: 国信证券经济研究所

屠宰与肉制品: 屠宰量显著回升

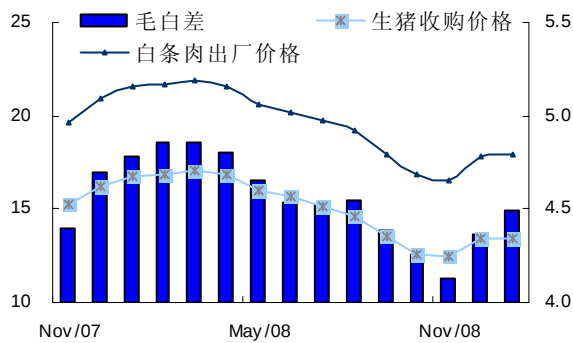
目前的猪粮比还处于 8.5 的高位, 未来进一步回落的可能性还比较大。生猪价格在春节之后, 如我们所预料的那样, 继续下跌。但是我们也注意到, 在生猪价格下跌的过程中, 屠宰企业的单位利润空间亦有所缩窄。

图 23: 猪量比处于高位 猪肉价格节后继续回落



数据来源: 国信证券经济研究所

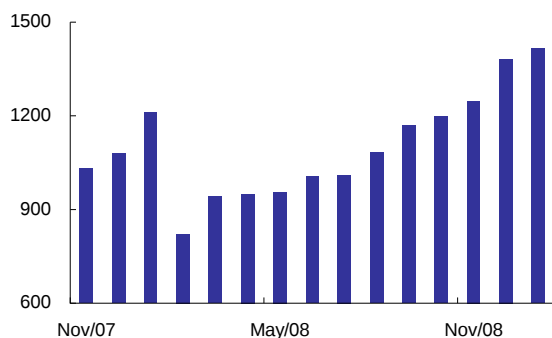
图 24: 毛白差与肉价呈正相关



数据来源: 国信证券经济研究所

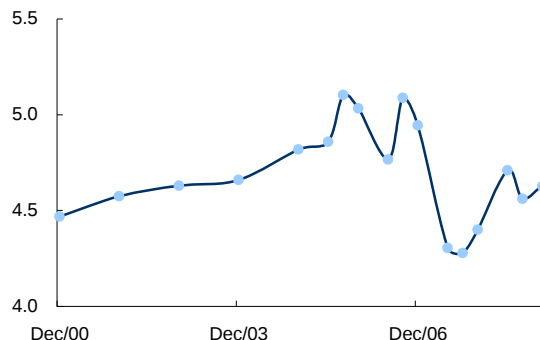
不过,从屠宰量上来看还是乐观的。1月份的生猪屠宰量同比上升超过12%。生猪的存栏量也有了显著的恢复,但是和前期的高点相比还有一定的差距。

图 25: 生猪屠宰量持续回升 (单位: 万头)



数据来源: 国信证券经济研究所

图 26: 生猪存栏量基本恢复到正常水平 (单位: 亿头)

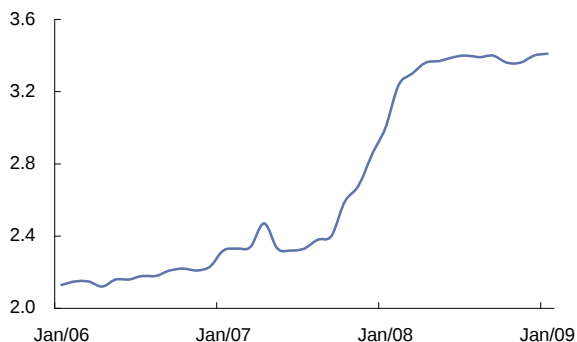


数据来源: 国信证券经济研究所

乳制品: 低原奶价格提升行业毛利率

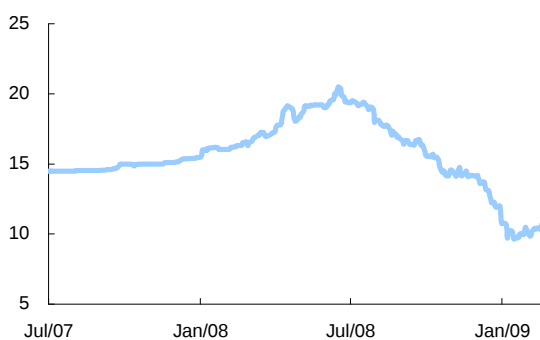
由于主要奶业巨头在本轮“三聚氰胺”事件中损失惨重,普遍减少了促销力度,使得液奶的零售价格基本稳定。但是由于行业整体的销量下降,加之出口下降6成,使得原奶的供应普遍过剩。国内原奶价格出现了显著的下滑,新疆地区一般散奶的收购价仅1元/千克,内蒙古地区下降了20-30%。屠宰奶牛的情况不断出现。这和美国目前的情况颇有些类似。

图 27: 鲜牛奶零售价格维持高位



数据来源: 国信证券经济研究所

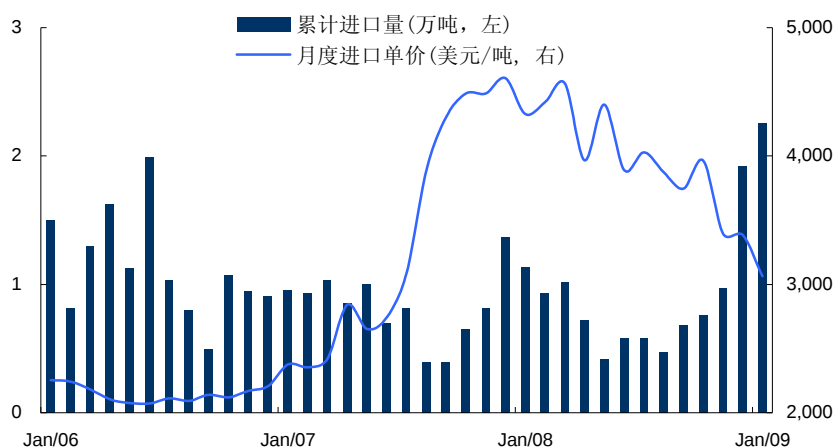
图 28: 美国芝加哥原奶期货价格暴跌 (单位: 美元/CWT)



数据来源: 国信证券经济研究所

美国芝加哥原奶期货最近的价格大约是1.55元/千克。而一月份进口奶粉的到岸价大约在2.1万元/吨,换算为原奶的价格是2.4元/千克。即使考虑到生产和运输成本,未来进口奶粉的降级空间估计还有20-30%。这对国内下游的乳制品生产企业而言,是个显著的利好。我们认为乳制品企业业绩超预期的可能性很大。

图 29: 进口工业奶粉量增价减



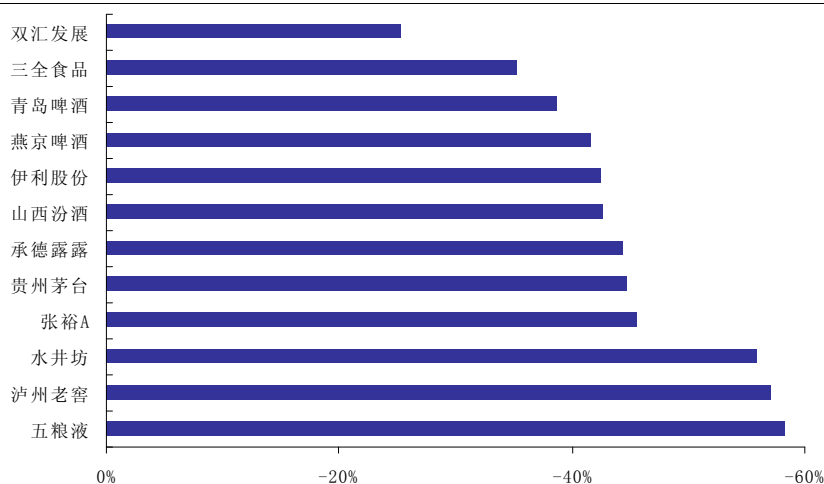
数据来源: 国信证券经济研究所

投资策略及重点公司

二季度投资机会或来自于成本下降幅度的超预期

基于对 09 年宏观经济前低后高的基本判断, 和政府不断放松的货币政策, 我们对 09 年 2 季度食品饮料行业的投资策略可以总结为阶段性重点配置成本下降可能超预期的品种, 如乳业和啤酒。另外, 利率的下降也会成为支撑优势企业估值提升的重要理由。

图 30: 过去 12 个月大众消费品收益率显著超越高端消费品



数据来源: 国信证券经济研究所

燕京啤酒（000729）：关注毛利率提升—推荐

推荐理由：

- 区域强势品牌，定价能力较强；
- 大麦/麦芽成本下降幅度或超预期，公司毛利率或可以提高约 2 个百分点；
- 定向增发成功，显著降低财务费用；

业绩增长点：

- 09 年 1 月份销量增长 10%；
- 高价大麦库存或在 2 季度初消化完毕；

盈利预测：08-10EPS: 0.38/0.57/0.68 元（考虑定向增发后的摊薄），08-10PE: 32/21/18。

风险提示：啤酒消费受天气影响比较大，不确定性较大；内蒙古地区受到雪花的进攻。

青岛啤酒（600600）：品牌拉力逐渐体现—谨慎推荐

推荐理由：

- 中国第一中高端品牌，奥运会赞助商，有战略优势；
- 国外大麦价格下降可能超预期，减轻 09 年业绩压力；

业绩增长点：

- 公司通过产品线的调整，打造“1+1”品牌结构，主品牌快速增长，比例可能会超过 55%，公司产品整体档次和单价显著提高；
- 2 季度消化完毕，成本压力大幅减缓；

盈利预测：08-10EPS: 0.55/0.73/0.95 元（未考虑已发行权证的摊薄），08-10PE: 36/27/21；

风险提示：啤酒消费受天气影响比较大，青啤华南地区或将受到经济下滑的影响；

重庆啤酒（600132）：09 年销量将大幅增长—中性

推荐理由：

- 区域性啤酒龙头，定价能力强；
- 集团有较多啤酒资产，未来注入空间大；

业绩增长点：

- 08 年销量增长缓慢，基数较低，有利于 09 年的销量增长，前两个月销量增长 20%多；
- 09 年国产大麦价格下降 1/3，有利于毛利提升；

盈利预测：08-10EPS: 0.39/0.47/0.59 元，08-10PE: 55/46/37；

风险提示：啤酒消费受天气影响比较大；公司肝炎疫苗业务不确定大，容易成为市场炒作题材；

双汇发展 (000895): 肉制品业龙头与准猪肉期货商—推荐**推荐理由:**

- 肉制品行业龙头, 低温肉制品增长迅速;
- 中国屠宰行业高度分散, 在食品安全的压力下, 公司有望成为行业整合者;

业绩增长点:

- 上海低温肉制品新增产能投产, 低温肉制品将会继续保持高速增长;
- 随着肉价的下降, 生猪的屠宰量恢复明显;
- 09 年 2 季度末肉价有望反弹, 公司希望通过在低位囤肉, 提升盈利能力。

盈利预测: 08-10EPS: 1.10/1.39/1.73 元, 08-10PE: 29/23/19。

风险提示: 关联交易严重, 资产注入中短期内难以启动。

三全食品 (002216): 行业产能严重过剩—中性**推荐理由:**

- 速冻食品行业契合城市快节奏的生活方式, 受益于城市化和消费升级;
- 公司是速冻行业的龙头之一, 有一定的品牌优势;

业绩增长点:

- 09 年猪肉价格有望继续回落, 公司毛利率会继续回升;

盈利预测: 08-10EPS: 0.83/ 0.99 /1.25 元, 08-10PE: 35/29/23。

风险提示: 受经济环境影响, 08 年销售情况不理想, 速冻食品消费需求在 09 年可能会出现继续疲软。行业产能大量投放, 加大竞争压力。

伊利股份 (600887): 刚性需求加速恢复—谨慎推荐**推荐理由:**

- 乳制品是基本生活必需品, 消费量相对稳定;
- 公司作为行业龙头, 拥有较强的品牌和规模优势, 长期来看也难以改变;
- 《食品安全法》的出台提高行业门槛, 利于其行业龙头地位的巩固

业绩增长点:

- 公司 09 年液态奶将会出现恢复性增长, 较竞争对手面临的调整压力小;
- 股份支付费用在 08 年基本计提完毕, 这会给 09 年的管理费用减少 2 个多亿;
- 原奶价格在三聚氰胺事件之后出现大幅下跌, 有利于成本的恢复。

盈利预测: 08-10EPS: -2.31 /0.42/0.77 元, 08-10PE: N.A./27/15;

风险提示: 公司若 08 年亏损将会被 ST, 同时将会被调整出现在的交易所指数, 大部分公募基金, 尤其是指数基金由于契约限制将被迫卖出。新三元开工后对伊利奶粉可能带来不利的影响。

贵州茅台 (600519): 静待经济景气的到来—谨慎推荐**推荐理由:**

- 品牌忠诚度高，消费群体相对固定，替代性较弱；
- 议价能力高，采用深度分销模式，通过调节渠道存货可以部分熨平需求的波动；

业绩增长点：

- 09年下半年若经济复苏，公司可能会考虑提价；
- 公司日前对茅台王子酒和迎宾酒进行了小幅提价。

盈利预测： 08-10EPS: 4.64 / 5.57 / 6.16 元 08-10PE: 25/21/19;

风险提示： 经济萧条期，舆论对公务消费有更大的抵触心理。“反铺张浪费八条要求”出台，或会对公司部分影响。

泸州老窖（000568）：未来白酒行业的新旗舰—谨慎推荐

推荐理由：

- 公司品牌策略明晰，在各价格段都有较强势的产品，营销策划能力强
- 特曲以个人消费为主，受经济波动影响小；公司支持力度大，未来增长较明确；

业绩增长点：

- 09年特曲或保持较快增长，且还存在一定的提价可能；
- 09年若经济见底回升，华西证券的投资收益可能会显著增加；

盈利预测： 08-10EPS: 1.03/1.22/1.53 元 08-10PE: 19/16/13。

风险提示： 经济放缓对公司 09 年 1573 销量带来较大不确定性，提价也可能遇到较大的阻力。

水井坊（600779）：高弹性的白酒企业—谨慎推荐

推荐理由：

- 高端白酒行业形成寡头垄断格局，稳固的垄断利润；
- 公司与 Diageo 合作紧密，未来业务可拓展空间大，大股东减持可能性很小；

业绩增长点：

- 公司业绩周期性强，如果经济环境改善，通过销量增长，业绩或可以表现出较大弹性；
- 09年公司会集中确认房地产的收益，带来较大的一次性收益。

盈利预测： 08-10EPS: 0.63/ 0.66/0.79 元，08-10PE: 21/20/17

风险提示： 公司在四大高档白酒中竞争力偏弱，受外部经济形势和对手的竞争策略影响较大。

五粮液（000858）：期待根本性的变革—谨慎推荐

推荐理由：

- 白酒行业龙头，五粮液品牌在高端白酒消费者中仍然有很大的影响力；
- 资产注入不紧进行中，关联交易有望在将来更好的解决；

业绩增长点：

- 09 年包装资产的注入和关联价格的改善，在抵销销量的下滑之后，仍可能给公司的业绩带来较大提升；

盈利预测： 08-10EPS: 0.59/0.71/0.81 元，08-10PE: 26/22/19;

风险提示： 公司治理结构较差，对中小投资者的保护不足，关联交易尚未得到彻底解决。

张裕 A (000869): 长期投资标的——谨慎推荐

推荐理由:

- 国产葡萄酒龙头，深度分销，渠道掌控能力强；
- 葡萄酒符合现代文化和健康需求，行业保持快速增长，长期增长空间巨大；
- 整体档次在中高档，个人消费较多，受经济景气影响较小；

业绩增长点:

- 酒庄酒快速增长，盈利能力强；

盈利预测： 08-10EPS: 1.64/1.88/2.31 元，08-10PE: 30/26/21;

风险提示： 估值偏高，未来反弹空间小。

表 1: 重点关注公司盈利预测与估值水平

上市公司	投资评级	最近股价 (3 月 10 日收盘)	EPS			PE		
			08 年	09 年	10 年	08 年	09 年	10 年
燕京啤酒	推荐	12.23	0.38	0.57	0.68	32	21	18
青岛啤酒	谨慎推荐	19.78	0.55	0.73	0.95	36	27	21
重庆啤酒	中性	21.54	0.39	0.47	0.59	55	46	37
双汇发展	推荐	32.20	1.10	1.39	1.73	29	23	19
三全食品	中性	28.69	0.83	0.99	1.25	35	29	23
伊利股份	谨慎推荐	11.52	-2.31	0.42	0.77	N/A	27	15
贵州茅台	谨慎推荐	118.13	4.64	5.57	6.16	25	21	19
泸州老窖	谨慎推荐	19.30	1.03	1.22	1.53	19	16	13
水井坊	谨慎推荐	12.66	0.63	0.66	0.79	20	19	16
五粮液	谨慎推荐	15.01	0.59	0.71	0.81	25	21	19
张裕 A	谨慎推荐	44.20	1.64	1.88	2.31	27	24	19

数据来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿軻	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 焯	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456