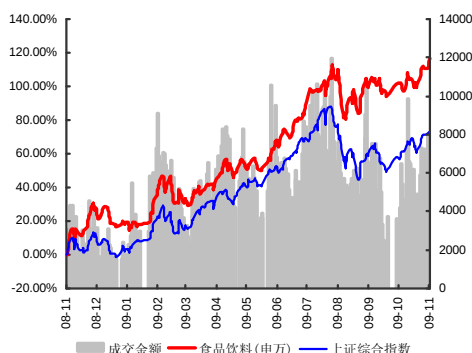


2009 年 11 月 30 日

食品饮料行业 2010 年投资策略

评级：优异

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《上半年表现稳定，下半年趋势继续向好——食品饮料行业 2009 年半年报分析》
2009.9.10

报告作者：

食品饮料行业研究员：周纪庚
电话：021-58766036-208
Email: zhoujg@glsc.com.cn

独立性声明：

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，特此申明。

摘要：

- 全年来看，食品饮料板块整体走势强于大盘。上半年在流动性和复苏预期下，板块跟随大盘快速回升；进入下半年，流动性让位于业绩，食品饮料依靠超越整体的业绩表现展示出了其防御的特性，走势领先于大盘。
- 2009 年食品饮料行业运行情况是“从隆冬中快速恢复”：行业在年初触底以来，经营数据呈现出持续好转的势头。今年前 8 个月，食品饮料行业实现收入 26755 亿元，同比增长 15.0%，环比上升 1.0 个百分点；实现利润 1500 亿元，同比增长 17.6%，环比上升 9.2 个百分点，恢复势头明显。
- 宏观因素继续支持行业较快发展：我国经济增速环比不断改善，明年将恢复至正常水平，居民收入增速有望继续回升；国家在保增长目标实现的前提下，将把宏观和产业政策的重心转向扩内需、调结构；居民消费升级继续向农村、乡镇深化，城市居民更注重品牌、品质消费；“十二五”规划仍将延续此前的思路，继续助推行业快速发展。
- 从子行业看，白酒、葡萄酒、乳制品是未来行业发展的重点。“酒驾令”对中端白酒影响较大，高端白酒需求复苏以及提价是明年看点；葡萄酒消费则在经济恢复、消费升级等多种因素驱动下出现增长；奶源问题的逐步解决，以及新婴儿潮的来临，将使乳制品行业步入新的快速发展阶段。
- 投资策略把握：1、选择优势行业的龙头企业，这些企业在享受到行业整体复苏所带来的业绩增长外，还能享受到品牌、规模等带来的超额收益，如贵州茅台、ST 伊利、燕京啤酒；2、选择二线蓝筹或者细分行业龙头企业，如安琪酵母、莫高股份；3、变革或事件产生较大影响的公司，如五粮液、金枫酒业。

目 录

目 录.....	2
图表目录.....	3
引言:	4
1. 食品饮料板块 09 年走势回顾: 跟着感觉走	4
1.1 市场表现	4
1.2 食品饮料行业估值判断与重新定位	5
2. 2009 年食品饮料运行情况: 从隆冬中快速恢复	6
3. 宏观因素继续支持行业 2010 年保持较快增长	8
3.1 国内经济、居民收入增长仍然是食品饮料消费增长的动力	8
3.2 扩内需仍是国家宏观、产业政策的重心	9
3.3 城市化带来的消费升级逐步下沉	10
3.4 “十一五”规划收官, 新规划继续助推行业发展.....	10
4. 2010 年行业运行分析: 从细分行业着手	10
4.1 白酒行业: 高端化是未来白酒生产、消费的趋势	12
4.2 啤酒行业: 内外兼修助增长	13
4.3 葡萄酒行业: 景气持续回升, 多因素驱动消费增长	14
4.4 黄酒: 中国“葡萄酒”消费的春天来临	15
4.5 乳制品行业: 重返上升通道	16
4.6 肉制品行业: 将规模优势进行到底	18
5. 投资机会把握: 抓住四个机会、三类公司	19
5.1 优势行业的龙头企业	19
5.2 二线蓝筹或细分行业龙头公司	21
5.3 变革或事件能产生较大影响的公司	22

图表目录

图表 1: 食品饮料与上证综指近一年走势对比	4
图表 2: 食品饮料各子行业近一年走势对比	5
图表 3: 食品饮料行业历史估值水平	6
图表 4: 食品饮料相对沪深 300 指数估值情况	6
图表 5: 食品饮料全行业 02 年以来收入和利润增长	6
图表 6: 食品饮料行业今年以来收入增速稳步回升	7
图表 7: 食品饮料行业今年以来利润增速稳步回升	7
图表 8: 食品饮料行业 1-8 月经营数据 (亿元/%)	7
图表 9: 食品饮料三大子行业期间费用率呈下降趋势 (%)	8
图表 10: 2003 年以来我国城镇和农村居民收入及同比增长	9
图表 11: 白酒子行业上市公司经营数据 (%)	11
图表 12: 啤酒子行业上市公司经营数据 (%)	11
图表 13: 葡萄酒子行业上市公司经营数据 (%)	11
图表 14: 黄酒子行业上市公司经营数据 (%)	11
图表 15: 乳制品子行业上市公司经营数据 (%)	11
图表 16: 肉制品子行业上市公司经营数据 (%)	11
图表 17: 白酒行业收入、利润增长走势	12
图表 18: 白酒行业利润率、费用率和毛利率	12
图表 19: 白酒产量月度数据	13
图表 20: 啤酒产量月度数据	13
图表 21: 啤酒行业收入、利润增长走势	13
图表 22: 啤酒行业利润率、费用率和毛利率	13
图表 23: 葡萄酒行业收入、利润增长走势	14
图表 24: 葡萄酒行业利润率、费用率和毛利率	14
图表 25: 葡萄酒产量月度数据	15
图表 26: 黄酒产量月度数据	15
图表 27: 黄酒行业收入、利润增长走势	16
图表 28: 黄酒行业利润率、费用率和毛利率	16
图表 29: 乳制品行业收入、利润增长走势	17
图表 30: 乳制品行业利润率、费用率和毛利率	17
图表 31: 乳制品产量月度数据	17
图表 32: 乳制品产量月度累计数据	17
图表 33: 肉制品行业收入、利润增长走势	18
图表 34: 肉制品行业利润率、费用率和毛利率	18
图表 35: 重点公司评级	23

引言:

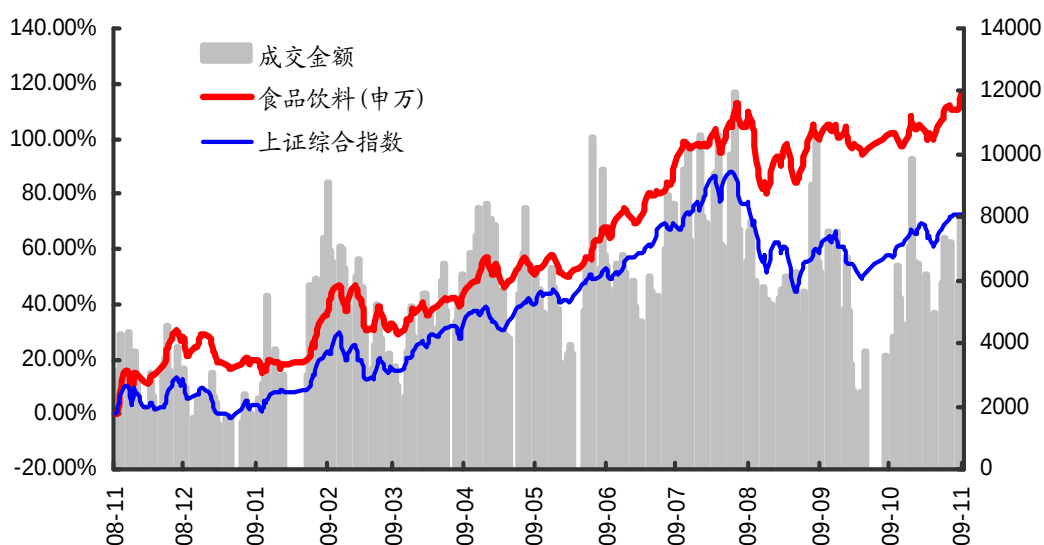
估值修复和业绩复苏催生了 09 年食品饮料行业超越市场的行情,然而在临近年末,当估值处于历史中枢之时,我们不禁要问未来食品饮料行业估值是否还有提升的空间,行业在 2010 年又将如何发展演变,是否能够走上估值与业绩良性发展的道路?

1. 食品饮料板块 09 年走势回顾: 跟着感觉走

1.1 市场表现

大盘从去年底部 1664 点回升至今,已近一年时间。在这一年时间里,我国经济经历了萧条与复苏。而作为先行指标的股票市场,在去年底“四万亿”巨额投资的拉动下,率先走出了跌势。进入 2009 年,在流动性的摇旗呐喊下,股市顺应了市场对经济复苏的强烈渴望和预期,一路从 2000 涨到了 2500,又从 2500 涨到了 3000,直冲 3500 点。在这样一个阶段,我们有的是什么,有的是钱,有的是信念,还有一些环比看来上涨的数据。作为防御性的并且缺乏概念和题材的食品饮料板块,只能跟随大市走。因此从上半年来看,食品饮料板块走势基本与大盘指数一致。

图表 1: 食品饮料与上证综指近一年走势对比

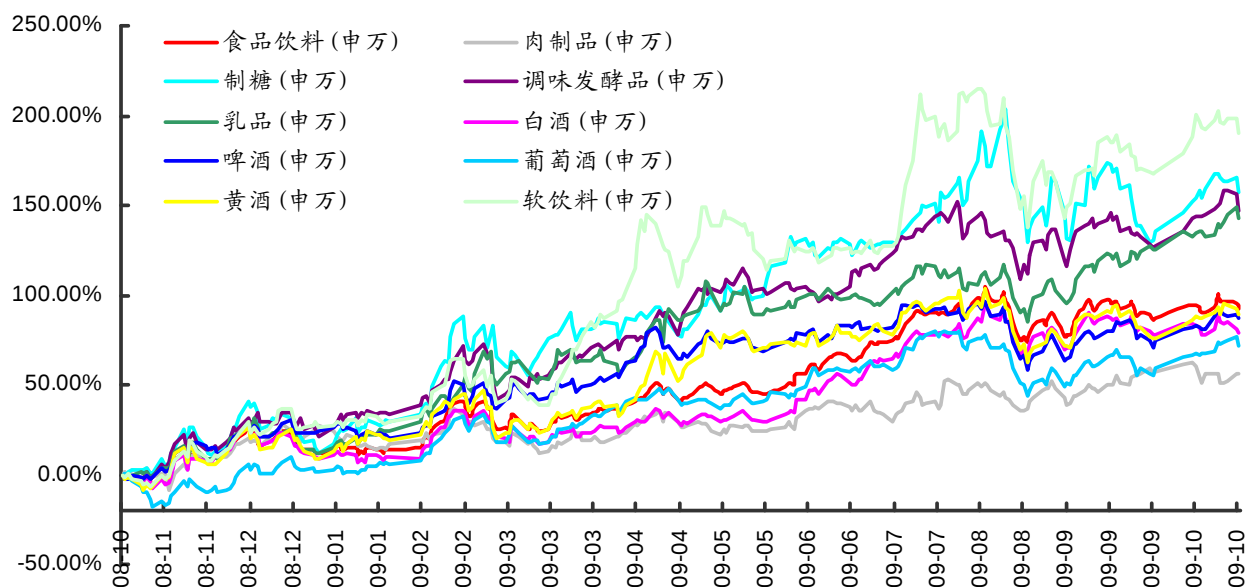


数据来源: 国联证券研究所 WIND

但这并没有能够持续,进入三季度,随着银行信贷规模的缩小,加上新股 IPO 的再次开闸吸纳了不少的资金,市场上的资金似乎并不那么多了,于

是资金开始关注业绩，而中报的披露并没有投资者预期的那么理想，因而在创业板的“威胁”下，市场出现了调整。而食品饮料行业则展现出了其防御性的特征，调整幅度远小于大盘指数，且目前已超过前期高点。因此从整体上来看，食品饮料行业 09 年走势要略强于大盘。

图表 2: 食品饮料各子行业近一年走势对比



数据来源：国联证券研究所 WIND

分子行业走势来看，酒类和肉制品子行业整体上要弱于食品饮料行业及其他子行业，而软饮料、制糖业、调味发酵品以及乳制品这四个子行业表现要强于行业指数，特别是调味发酵品和乳制品行业，自 7 月份出现调整以后，目前已经创出本轮行情以来的新高。

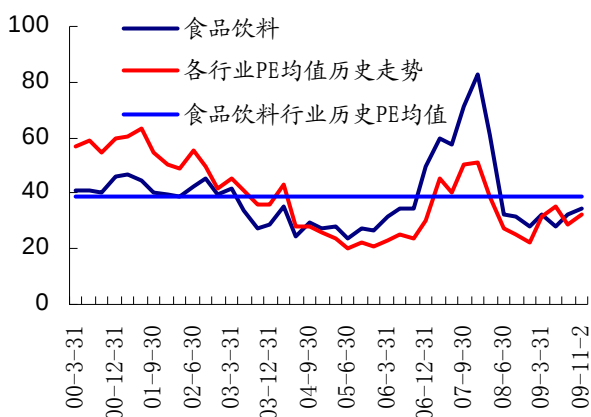
1.2 食品饮料行业估值判断与重新定位

根据 WIND 的统计，食品饮料行业从 2000 年至今的历史平均市盈率在 39.02 倍，目前行业 2009 年的动态估值水平已经处于历史估值中轴附近。同时我们对 2000 年以来食品饮料行业历史 PE 相对于沪深 300 指数估值的比例作出了分析，目前的估值比例为 1.65，也处于历史估值比例均值附近。因此，从历史的角度来看，无论是 PE 绝对值，还是 PE 相对值，目前食品饮料行业的估值水平处于其历史估值中枢，虽然从趋势来看，目前 PE 绝对值和相对值都存在向上的趋势，但上行压力将逐步显现。

看来在估值方面，市场给我们留下的空间并不明朗，那么我们来年是否还能投资食品饮料行业的公司呢？下面我们通过对食品饮料行业现状及未来

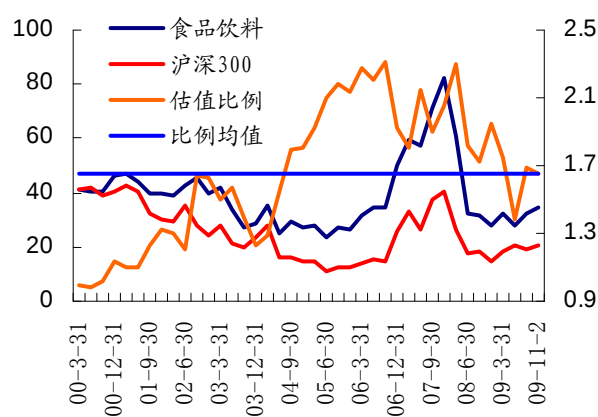
发展情况的探讨，来看看行业基本情况是否对未来股价存在支撑。

图表 3: 食品饮料行业历史估值水平



数据来源：国家统计局 国联证券研究所

图表 4: 食品饮料相对沪深 300 指数估值情况



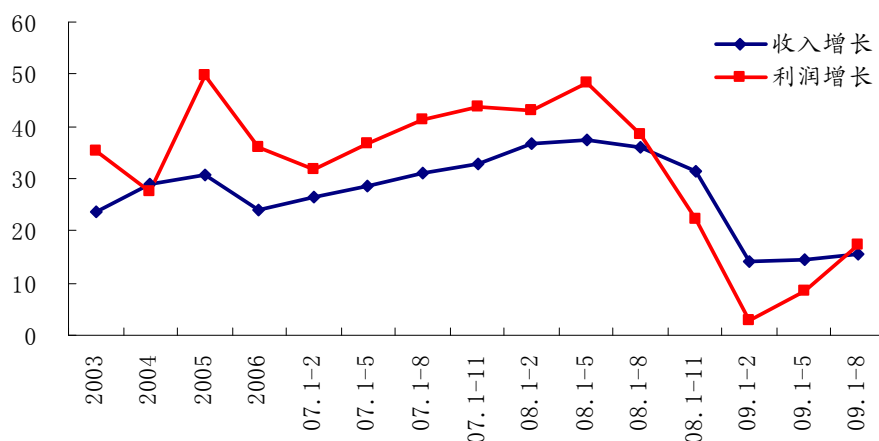
数据来源：国家统计局 国联证券研究所

2. 2009 年食品饮料运行情况：从隆冬中快速恢复

统计显示食品饮料行业 2009 年 1-8 月经营财务数据在 2 月份触底后，继续表现出好转的趋势，并且利润增长要明显快于收入增长。横向来看，无论是营业收入，还是利润总额，食品饮料行业增幅都要明显高于全国工业企业的平均值，行业景气值率先恢复。

1-8 月份，食品饮料行业收入同比增长 15.0%，增速较 09 年 1-5 月上升 1.0 个百分点，但增幅仍较 08 年同期下降 21 个百分点。利润总额同比增长 17.6%，增速较 09 年 1-5 月份上升 9.2 个百分点，但仍较 2008 年同期下降 21.4 个百分点。

图表 5: 食品饮料全行业 02 年以来收入和利润增长

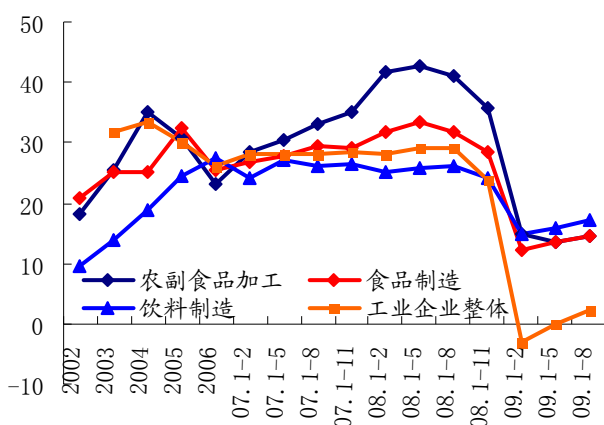


数据来源：国联证券研究所 WIND

从食品饮料三大板块来看,2009年1-8月份,我国农副食品加工业(包括:制糖、植物油、屠宰和肉制品、饲料、水产品、蔬菜水果、谷物磨制及其他农副食品)、食品制造业(调味发酵品、方便食品、罐头、烧烤食品、糖果巧克力及蜜饯、液体乳和乳制品及其他食品)和饮料制造业(精制茶、酒精、酒及软饮料)累计销售收入分别同比增长14.58%、14.45%和17.17%,行业累计利润总额分别同比增长12.12%、21.98%和22.70%,环比前5个月均出现大幅上升。

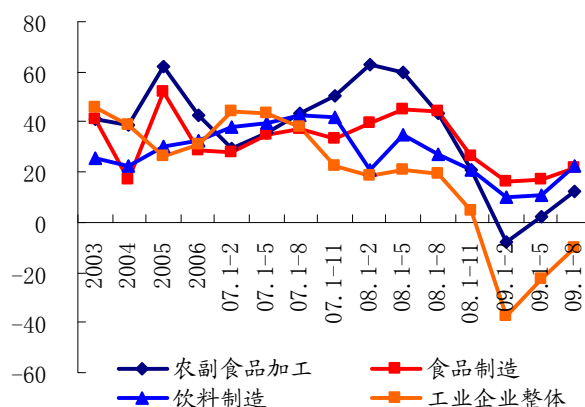
就收入增长而言,自2008年以来,三大子行业销售收入同比增幅都出现快速下滑,特别是在08年底和09年初,三大子行业收入增速跌至近六年以来的低点,此后各子行业收入增速呈现出稳步提升态势,但从纵向来,目前仍未达到历史平均水平,预计四季度到明年,同比增速将继续改善。

图表 6: 食品饮料行业今年以来收入增速稳步回升



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 7: 食品饮料行业今年以来利润增速稳步回升



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

利润增速方面,08年上半年之前食品饮料行业累计利润基本维持在40%左右的增速,并且都高于收入增幅,其中农副食品加工在08年年初达到了近年的最高水平63.10%。但进入2008年下半年之后,随着金融危机的深化以及三聚氰胺等事件的影响,利润增速呈现出快速下滑的走势,农副食品加工甚至在09年初出现负增长。但随着行业收入增速恢复,利润增幅回升明显,食品制造和饮料制造子行业利润增幅已经超过收入增长。随着宏观经济的持续恢复,行业景气有望继续提升,盈利状况将明显好转。

图表 8: 食品饮料行业1-8月经营数据(亿元/%)

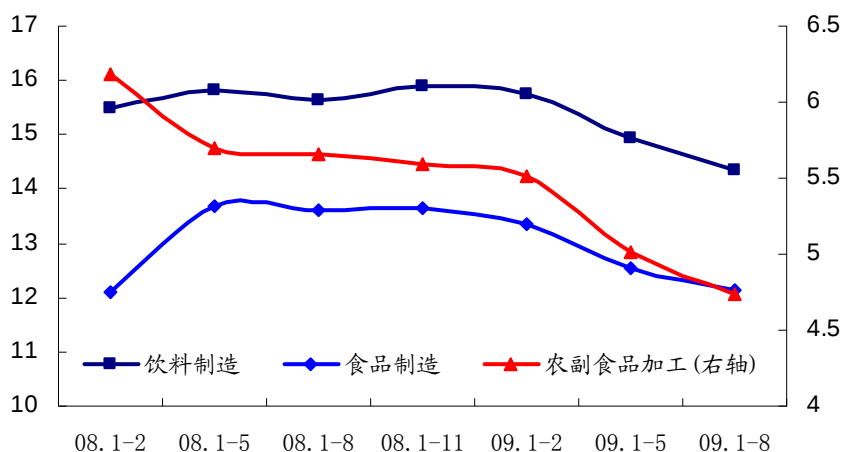
细分行业	09年1-8月 销售收入	09年1-8月 收入增速	08年1-8月 收入增速	09年1-8月 利润总额	09年1-8月 利润增速	08年1-8月 利润增速	09年1-8月 毛利率	08年1-8月 毛利率
饮料制造	4684	17.17	26.03	443	22.73	27.32	27.38	27.94
食品制造	5418	14.45	31.90	370	21.9	45.01	21.60	20.03

食品加工	16653	14.58	40.95	687	12.34	43.57	10.77	10.68
------	-------	-------	-------	-----	-------	-------	-------	-------

数据来源：国家统计局 国联证券研究所

另外，令人可喜的是在行业销售收入增长的同时，三大子行业毛利率基本保持平稳，饮料制造行业毛利率略有下降。而受危机影响，各子行业对费用的支出做出了控制，使得期间费用率呈现出下降的趋势，这也保证了行业利润增速得到逐步改善。

图表 9：食品饮料三大子行业期间费用率呈下降趋势（%）



数据来源：国联证券研究所 WIND

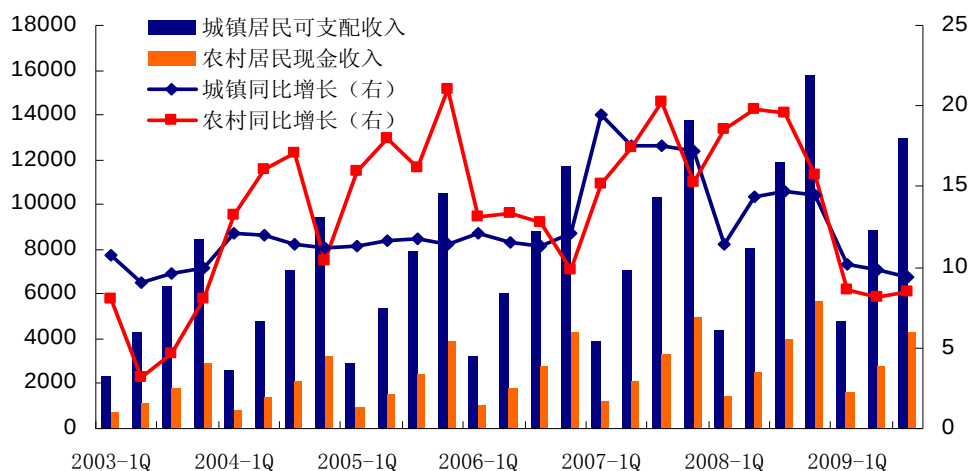
3. 宏观因素继续支持行业 2010 年保持较快增长

3.1 国内经济、居民收入增长仍然是食品饮料消费增长的动力

金融危机爆发以来，外需的大幅回落使得以出口导向的中国经济面临困境，实体经济出现库存增加、产能过剩的局面，继而影响到国内的投资，宏观经济三驾马车顿失其二。但我国政府及时地推出了四万亿的投资计划，中国经济由此避免了硬着陆；进入 09 年，国家通过宽松的货币政策刺激投资和消费，企业去库存化取得了成效，实体经济率先出现恢复。

从数据上来看，我国经济增速环比不断改善，一季度增长 6.1%，二季度增长 7.9%，三季度增长 8.9%。前三季度国内生产总值 217817 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%，比上半年加快 0.6 个百分点。预计 2009 年全年 GDP 增速将在 8.5% 左右。对于明年，我们的宏观报告中也做出了分析，预计将恢复正常化，GDP 增速有望在 9.5%-10% 的水平。

图表 10: 2003 年以来我国城镇和农村居民收入及同比增长



数据来源: 国联证券研究所 WIND

受危机影响, 国内居民收入增速也处于近年来的低点, 特别是农村人均现金收入增速下滑较大。由于外需减弱, 导致沿海省份不少企业出现亏损甚至倒闭, 进城务工农民收入受到较大影响, 增速一度低于城镇居民。但我们发现居民收入增速目前已经企稳, 随着宏观经济的继续改善, 居民收入增速有望出现回升。同时根据规划, “十一五” 期间要“着力提高低收入者收入水平, 逐步扩大中等收入者比重, 有效调节过高收入”。明年作为“十一五” 最后一年, 我们认为政府将会在包括转移支付等方面出台一些提高居民收入的措施和政策。

3.2 扩内需仍是国家宏观、产业政策的重心

如果说今年宏观经济的中心是保增长, 那么 2010 年我们认为国家将会更关注内需和结构。外向型经济使得我们在国际金融危机中由于外需严重萎缩而受到牵连, 危机使我们清醒地认识到之前的高投资、高出口的发展方式无法持续, 如何才能摆脱这样的怪圈, 内需是关键。国家在今年保增长的过程中加入了调结构、扩内需的方针, 明确了在保增长的过程中不能单靠投资。随着保增长目标的完成, 我们认为明年国家的政策重心将放在内需和结构上。虽然食品饮料并不能像汽车等可选消费那样数额巨大, 但作为必选消费, 其需求的增长来自于消费升级, 其基数较大, 且更具可持续性, 因此我们认为国家在食品饮料消费需求升级方面必然会有关注。

3.3 城市化带来的消费升级逐步下沉

我国经济虽然仍然表现为二元经济结构，一方面是农村大量剩余劳动力；另一方面城市化和工业化的进程在加快。但随着农村大量剩余劳动力向城市转移（2008 年我国乡村和城镇人口比例是 54.32: 45.68），城乡收入之间的差距在缩小。社会平均收入水平的提高将促进居民消费结构的提升。

城市化首先使得城镇居民消费从无到有、从低档到中高档，然而随着进城务工农民的增多，城市居民的消费升级正在向农村发展，农村过去的以比较单纯的粮食和蔬菜为主的食物消费将向猪、牛羊肉、水产品等动物性食品及鲜奶、水果等方面倾斜，这将使得基础消费品出现新的爆发式增长。

而在农村居民沿袭城镇居民消费方式的同时，城镇居民则对食品消费提出了更高了要求，他们开始更加注重品牌、品质、档次，注重健康和消费心理的满足，这将促使食品饮料中高端品需求的提高。

3.4 “十一五”规划收官，新规划继续助推行业发展

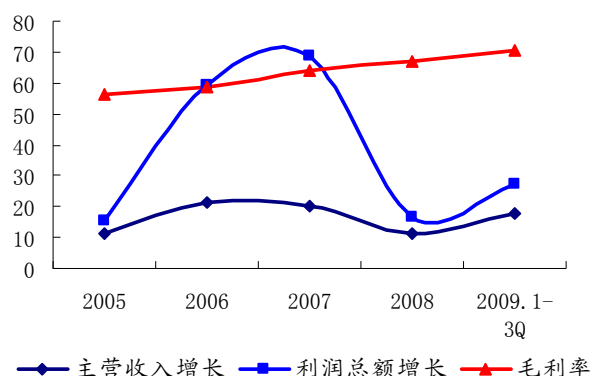
对于 2010 年即将制定的《食品工业“十二五”发展规划纲要》，我们认为总体思想仍将延续“十一五”规划纲要，将继续鼓励通过跨国、跨区域、跨行业、跨所有制的资源整合，打造一批具有较强竞争力的大企业、大集团；进一步提高加工食品占食品消费的比重，提高食品加工业和食品制造业在食品饮料行业产中的比重，食品加工和食品制造类龙头企业将获得较大发展空间。

对饮料制造业，国家维持对酿酒行业四个转变的可能性非常大，即高度酒向低度酒、蒸馏酒向酿造酒、粮食酒向水果酒、普通酒向优质酒的转变；控制白酒产量（特别是高度白酒）、食用酒精的产能。黄酒、葡萄酒完全符合国家四个转变的要求，我们预计在“十二五”规划中，国家仍将提出要大力发展黄酒和葡萄酒。

4. 2010 年行业运行分析：从细分行业着手

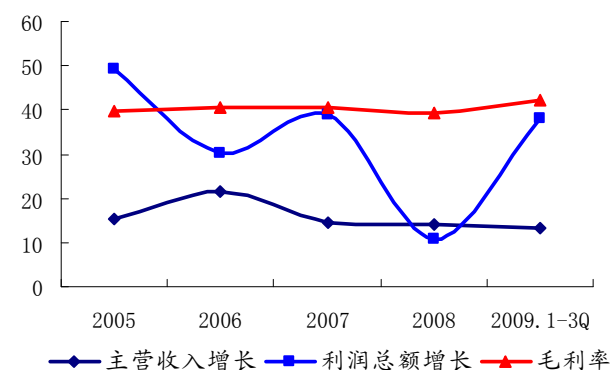
首先我们从食品饮料上市公司今年前三季度的经营数据来看，白酒、啤酒、葡萄酒销售收入增长居于前列，分别为 18.06%、13.29%和 7.97%，其次是肉制品和乳制品，分别为 5.25%和 4.64%，最后是黄酒同比大幅下降 74.68%。从纵比来看，白酒和啤酒收入增长基本保持平稳，黄酒、葡萄酒、肉制品收入下滑明显。在收入增长的同时，各子行业毛利率也均保持稳中有升的态势，主要得益于原料成本的普遍下降。

图表 11: 白酒子行业上市公司经营数据 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

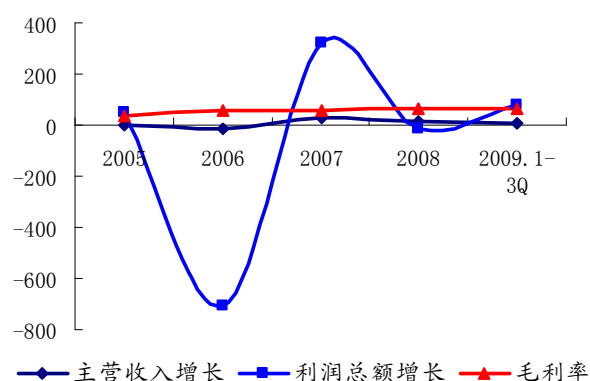
图表 12: 啤酒子行业上市公司经营数据 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

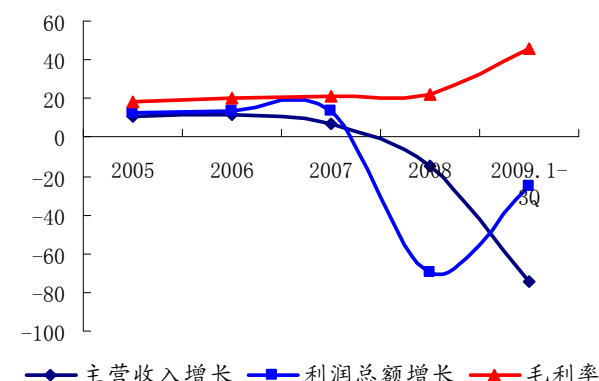
利润方面, 各子行业利润增速均远快于行业收入增速, 其中乳制品行业利润同比增长 756.8%, 葡萄酒行业利润同比增长 80.9%, 啤酒/肉制品行业也出现 30% 的增速, 仅有黄酒利润出现下滑。

图表 13: 葡萄酒子行业上市公司经营数据 (%)



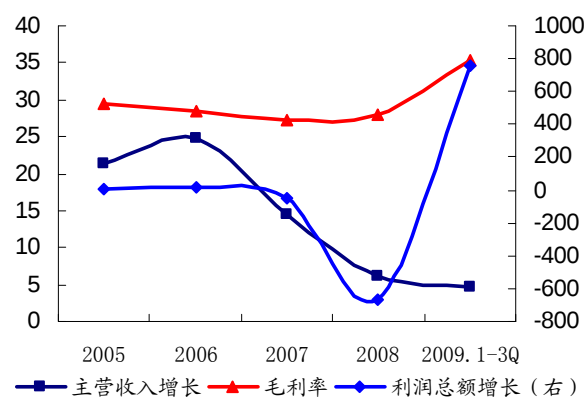
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 14: 黄酒子行业上市公司经营数据 (%)



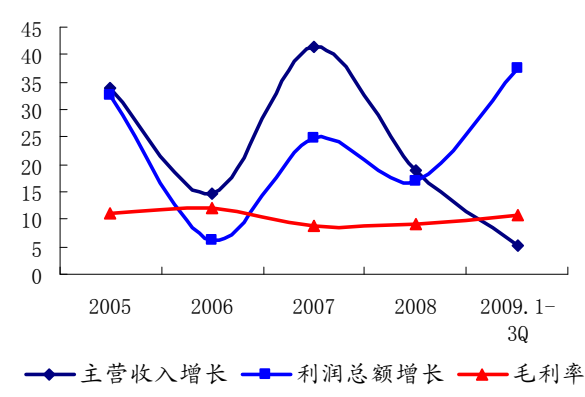
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 15: 乳制品子行业上市公司经营数据 (%)



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 16: 肉制品子行业上市公司经营数据 (%)

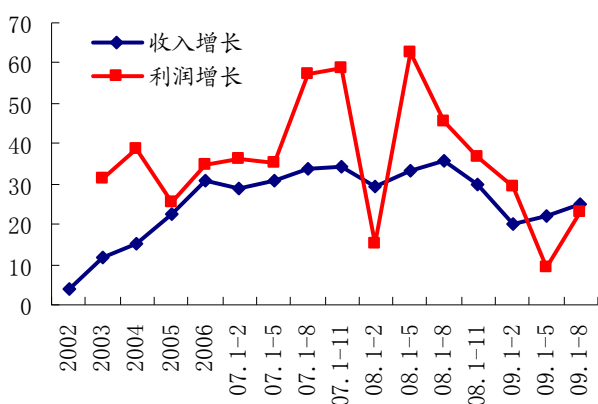


数据来源: WIND 国联证券研究所

4.1 白酒行业：高端化是未来白酒生产、消费的趋势

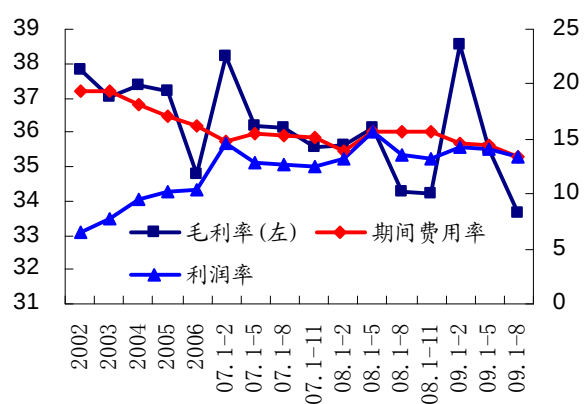
2009 年 1-8 月，白酒行业实现销售收入 1243.2 亿元，同比增长 25.1%，增速较 2009 年 1-5 月回升 3.2 个百分点，较去年同期回落 10.8 个百分点，但销售收入的较快增长主要来自于中低端酒的扩张，同时也透支了一部分四季度的收入，主要原因是市场预期白酒受消费税加强增收影响将出现提价，经销商提前囤货。利润总额为 165.5 亿元，同比增长 23.1%，增速较去年同期下降 22.6 个百分点。值得注意的是，分季度来看，白酒行业 09 年 6-8 月收入 and 利润增速分别为 30.6% 和 60.9%，较 3-5 月份分别上升 7.2 和 64.0 个百分点。

图表 17: 白酒行业收入、利润增长走势



数据来源：国家统计局 国联证券研究所

图表 18: 白酒行业利润率、费用率和毛利率

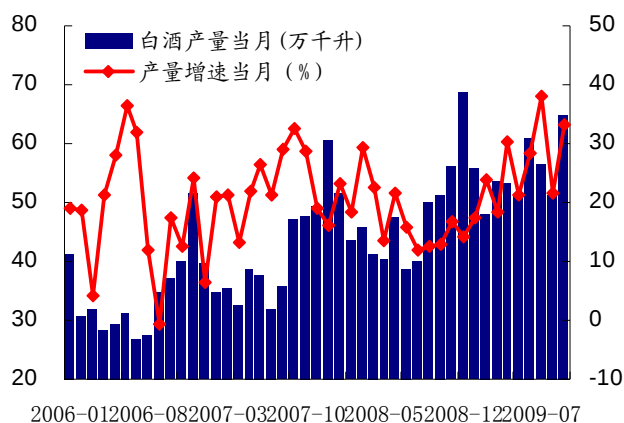


数据来源：国家统计局 国联证券研究所

白酒行业毛利率有所回落，09 年 1-8 月，白酒行业毛利率为 33.6%，同比回落 0.6 个百分点，较 09 年 1-5 月也回落 1.9 个百分点。三项费用率同比继续回落，由去年同期的 15.6% 下降至 13.4%。同时我们也看到，白酒行业销售费用率稳中有降，2009 年 1-8 月行业期间费用率为 13.42%，低于去年同期的 15.63%，并且也低于其他三类酒。

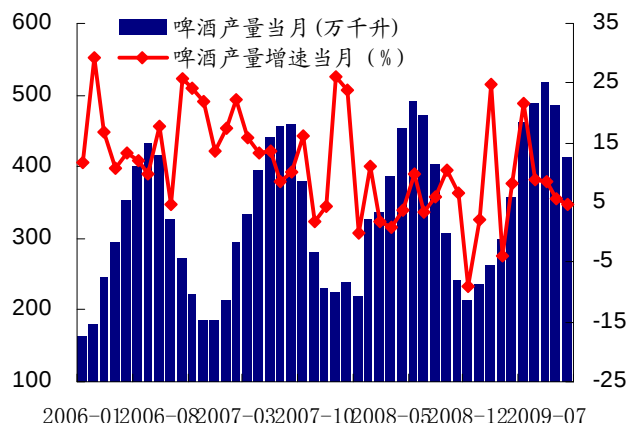
我们认为白酒的后续关注焦点仍然在于高端酒，生产和消费都将逐步倾向于高端化。低档白酒由于毛利率较低，受粮食价格对其影响较大，因此经营相对比较困难，同时也受到国家对酿酒行业实施的普通酒优质酒转变措施以及白酒产量控制的限制。白酒生产企业在白酒产量限制下必然逐步将普通酒生产转向中高端酒生产。消费方面，高档白酒具备准奢侈品的特征，而宏观经济的复苏对以商务为主的高档白酒消费起到支撑作用，并且由于这部分消费对于价格敏感性差，加之消费税加强增收的影响，未来白酒特别是高端白酒提价的可能性非常大，这也是明年的看点所在。

图表 19: 白酒产量月度数据



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 20: 啤酒产量月度数据



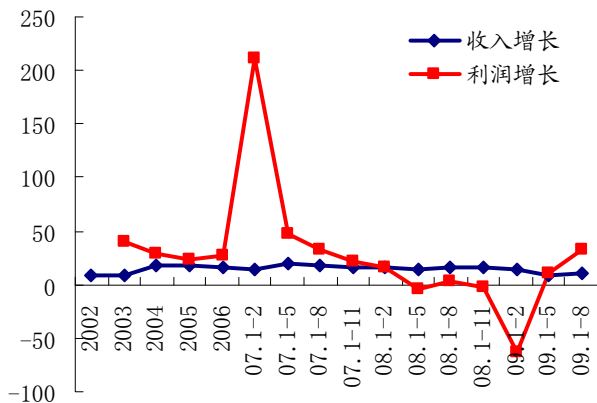
数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

另外, 目前影响白酒市场的最大因素还在于“醉驾令”。“醉驾令”使得较为富裕的有车一族不敢多饮酒, 这对中端酒的影响是非常巨大。而“醉驾令”的延期很可能会影响甚至改变大众消费者(特别是年轻的, 更容易接受)的饮酒习惯, 这对于传承多年的中国白酒文化将会是个巨大的冲击。

4.2 啤酒行业: 内外兼修助增长

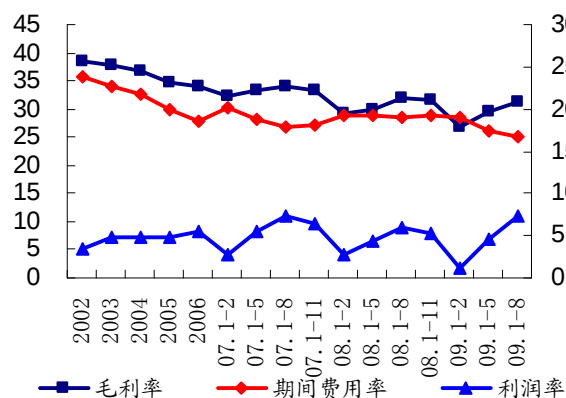
从今年前 8 个月的数据来看, 啤酒行业的改善在酒类中表现最好。随着啤麦价格下降因素不断在公司生产过程中的体现, 今年 1-8 月啤酒行业毛利率相比前五个月毛利率增加了 1.59 个百分点, 达到 31.27%, 同比也基本保持平稳。利润总额 62.7 亿元, 同比增长 31.0%, 增速较去年同期上升 26.8 个百分点, 较 1-5 月份回升 20.2 个百分点。啤酒行业是四大酒种中唯一一个利润增速快于收入增速的行业。

图表 21: 啤酒行业收入、利润增长走势



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 22: 啤酒行业利润率、费用率和毛利率



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

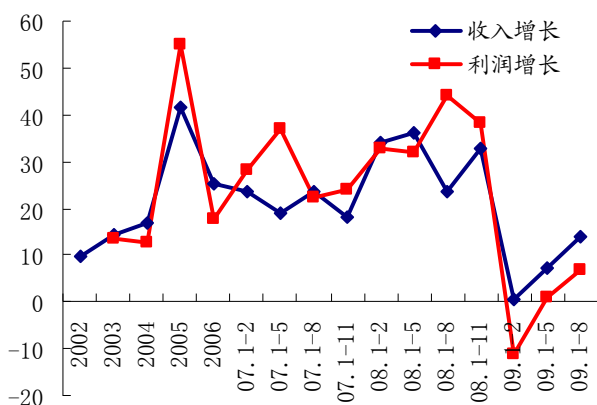
09 年 1-8 月份，啤酒行业毛利率为 31.3%，较 09 年 1-5 月份上升 1.6 个百分点，行业毛利率继续回升。未来几个月，啤酒行业将继续消化低价原料库存，毛利率在年底前有望继续上升。我们认为，啤酒行业原材料（大麦和麦芽及玻璃等包装物）价格再次出现 07-08 年大幅度上涨（澳洲连续出现干旱导致）的可能性不大，未来啤酒行业毛利将稳中有升。

从国内啤酒行业竞争形势看，啤酒经过前期较长时间的行业整合以后，过度竞争有得到遏制的趋势。在长时间的市场份额的争夺的过程中，啤酒企业税前销售利率已经非常低，企业近年来盈利增长状况都比较一般，不过在行业竞争格局日渐清晰的背景下，行业内更容易达成默契。国内大型啤酒集团格局已经基本确立，几大啤酒集团正在由外部扩张转向外部扩张与内部挖潜并重，不放弃全国继续布局的同时，更加注重内部效益的提升。

4.3 葡萄酒行业：景气持续回升，多因素驱动消费增长

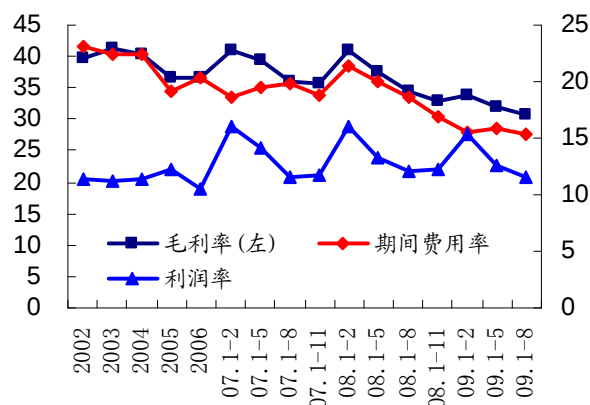
09 年 1-8 月，葡萄酒行业实现销售收入 153.2 亿元，同比增长 14.0%，增速较 09 年 1-5 月上升 7.0 个百分点，但仍较去年同期回落 9.5 个百分点。利润总额为 17.6 亿元，同比增长 6.5%，增速较 09 年 1-5 月回升 5.5 个百分点，但仍较去年同期回落 38.7 个百分点。1-8 月葡萄酒行业毛利率为 30.8%，同比下降 3.6 个百分点，较 09 年 1-5 月下降 1.2 个百分点，葡萄酒毛利率继续回落。而随着瓶装葡萄酒进口量的增加，葡萄酒行业的竞争情况将有所加剧，销售费用相应有所增加。

图表 23：葡萄酒行业收入、利润增长走势



数据来源：国家统计局 国联证券研究所

图表 24：葡萄酒行业利润率、费用率和毛利率



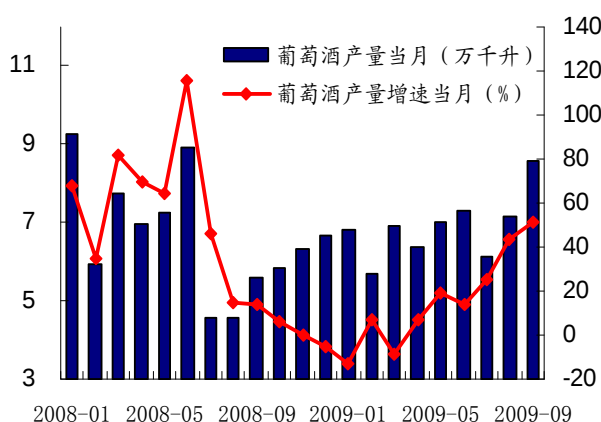
数据来源：国家统计局 国联证券研究所

葡萄酒和宏观经济发展的相关性更为明显。08 年下半年以来，在国内经济减速以及国外进口葡萄酒冲击的双重压力下，国内葡萄酒消费呈现加速萎

缩趋势。但从近几个月的数据来看，产量增速从 5 月份开始持续提升，1-8 月的收入增速快于产量增速，9 月和 1-9 月葡萄酒产量增速达到 51.13%和 16.49%，在四大酒种中排名第一和第二位，增长势头迅猛，当然这其中有一部分原因在于去年下半年的低基数原因，但总体来看行业需求在不断回暖，行业已步入景气回升阶段。我们认为，随着宏观经济复苏、居民收入提升以及消费升级的加速，这些都将驱动国内葡萄酒消费的增长回升。而且从葡萄酒消费者年龄结构来看，目前主要是以年轻人为主，未来随着消费者年龄层次的拓宽，发展潜力巨大。

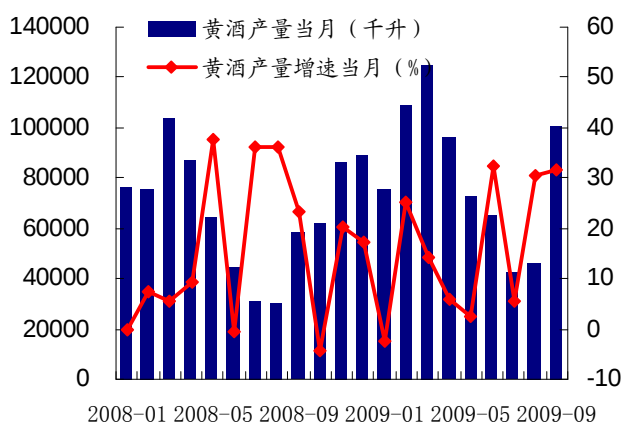
不过，葡萄酒进口量持续增加，对国产葡萄酒的冲击会越来越明显。据国家统计局等部门的数据，今年我国葡萄酒进口量和金额均呈现同比大幅下滑态势，但最近几个月降幅在收窄，环比增速有加速之势，进口均价环比有下降趋势，这对国产品牌可能会构成更加激烈的价格竞争和市场分化。但我们认为，随着进口葡萄酒在国内的推广，将加速国内消费者对葡萄酒的认同。同时，由于进口葡萄酒价格相对较高，且对一般消费者而言难以识别，而国产葡萄酒在品牌上更容易被接受，随着居民对葡萄酒消费的增加，必然会加大对国产中高档葡萄酒的消费。

图表 25: 葡萄酒产量月度数据



数据来源：国家统计局 国联证券研究所

图表 26: 黄酒产量月度数据



数据来源：国家统计局 国联证券研究所

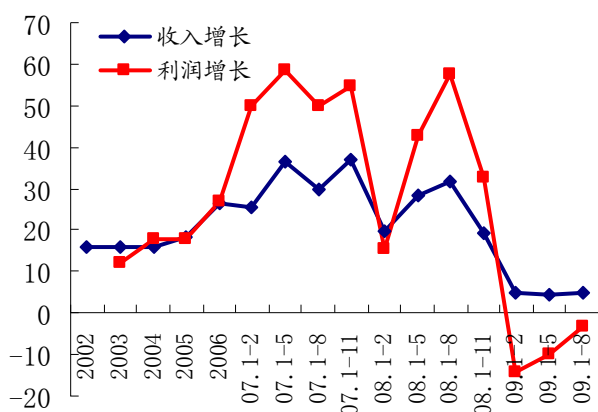
4.4 黄酒：中国“葡萄酒”消费的春天来临

近几年来在国家“积极发展黄酒”产业政策引导下，黄酒消费呈现快速增长的局面，产销量持续快速增长。但从 08 年底以来，黄酒消费增速出现快速下滑，主要原因在于黄酒消费的 70%集中于长三角地区，而这个地区受金融危机冲击较大，进而影响到黄酒的消费。但从今年 2 月份开始，黄酒消费已经开始出现回升。2009 年 1-8 月份，黄酒行业实现销售收入 52.2 亿元，同比增长 5.1%，虽然较去年同期回落 26.7 个百分点，但增速环比持续改善。9 月

黄酒产量和累计产量达到 10.07 万千升和 73.74 万千升，增幅分别为 31.47% 和 15.67%，9 月环比增幅高达 116.5%，呈现加速回升态势。

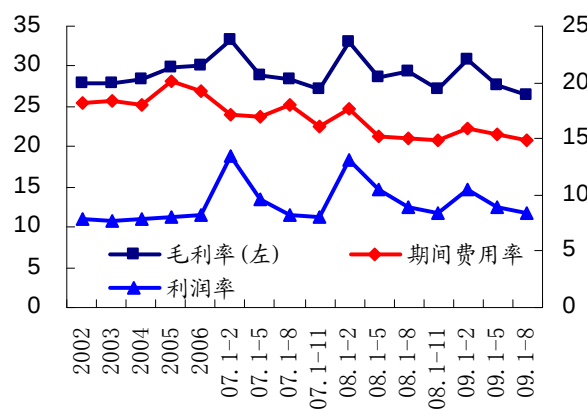
目前黄酒消费已经呈现出明显的年轻化趋势，35 岁以下的消费者占到了大部分；选择黄酒消费的群体收入层次也逐渐提高。同时，产品的不断创新和高档次产品的推出也丰富和提升了产品结构，黄酒消费季节性和地域性界限逐渐被打破。同时，世博会在黄酒生产消费中心的上海召开，必将带动黄酒消费的上升，也有助于加快黄酒在区域外市场的开拓。

图表 27: 黄酒行业收入、利润增长走势



数据来源：国家统计局 国联证券研究所

图表 28: 黄酒行业利润率、费用率和毛利率

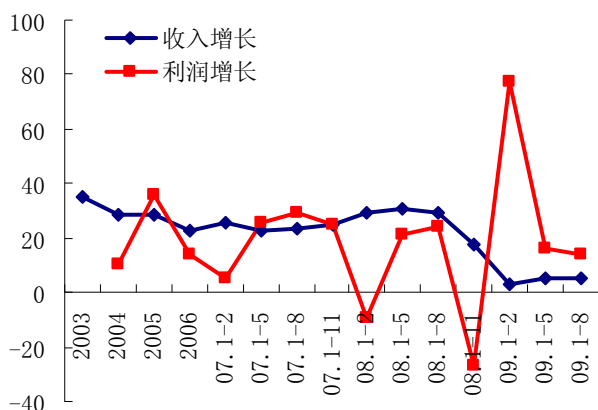


数据来源：国家统计局 国联证券研究所

4.5 乳制品行业：重返上升通道

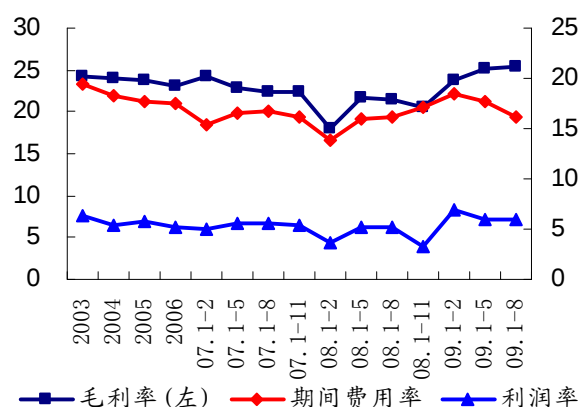
08 年以前，乳制品行业连续保持了 20% 以上的快速发展，利润率表现平稳，期间费用率和毛利率总体呈下降趋势。三聚氰胺事件后，行业受到较大影响，收入增速大幅下降，利润则出现负增长。但经过今年 1-2 月份的爆发性复苏以后，乳制品行业已逐步恢复到去年同期水平。1-8 月，共实现销售收入 1018.9 亿元，同比增长 5.4%，环比增速继续改善，但仍较去年同期回落 23.8 个百分点。利润总额 60.6 亿元，同比增长 14.4%，增速较 09 年 1-5 月回落 3.2 个百分点，较去年同期回落 10.4 个百分点，利润增速快于收入增速。

图表 29: 乳制品行业收入、利润增长走势



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

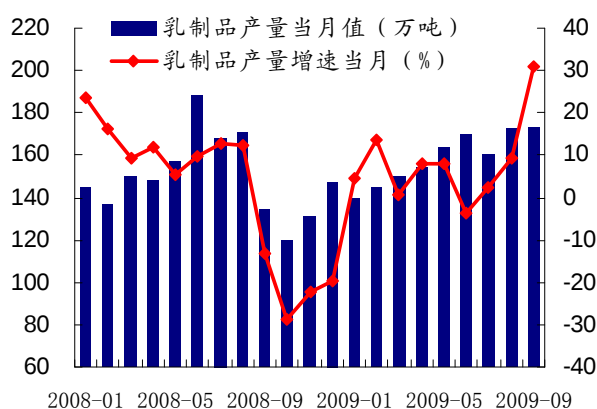
图表 30: 乳制品行业利润率、费用率和毛利率



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

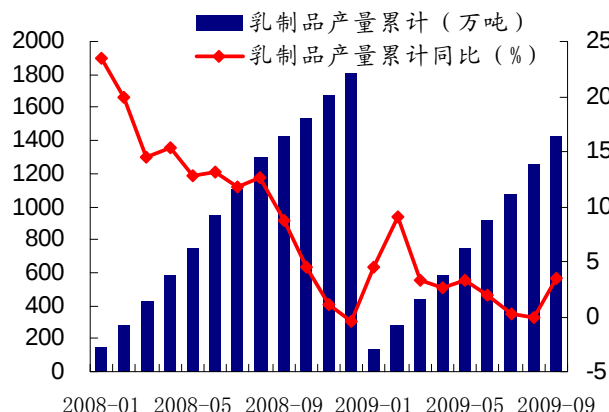
从产量上来看,“三聚氰胺”事件使整个行业增速在去年 10 月份跌至低谷,此后同比下降幅度逐步收窄,至今年上半年乳制品产量增速转正,特别是 5 月份以来国内乳制品产量呈现出加速回升态势,当然这其中去年同期低基数的原因,但从全年累计产量来看,前 9 个月同比增长了 3.42%,并呈现出回升的态势。我们预计四季度国内乳制品产量仍将继续保持 20%以上的增速,全年产量将实现 10%的增长,乳制品行业将由由此重返上升通道。

图表 31: 乳制品产量月度数据



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

图表 32: 乳制品产量月度累计数据



数据来源: 国家统计局 国联证券研究所

未来乳制品行业发展空间依然广阔。从近年来看,乳制品行业增速有所放缓,这主要原因在于产品创新放慢,乳品种类缺乏,无法创造出新的需求,特别对于主体的城市消费,目前已进入一个相对稳定的自然增长期。但我们认为,这种格局并不会长久持续,首先与国外成熟的乳制品市场的消费结构相比,未来由产品结构调整所带来的行业空间仍然很大;其次乳品作为性价比最高的日常营养品,已然成为居民消费首选,随着 80 后、90 后逐步进入社会、成家,其对乳品的消费习惯也必将转移到其子女身上;第三,国内现

有的乳品消费存在着地域差别，农村和乡镇居民对乳品消费依赖度尚不高，这将是未来乳制品行业发展的一大块空间；第四，从品种上来看，随着三鹿的崩塌及生育高峰的来临，奶粉特别是毛利比较高的婴幼儿奶粉未来发展空间还是比较巨大的。

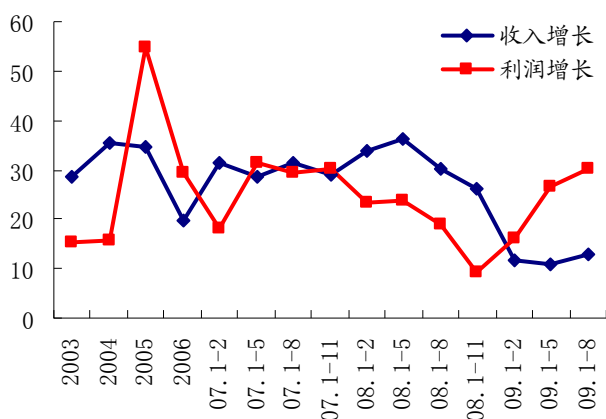
轰动一时的三聚氰胺事件让奶源的重要性日益凸现，再加上销售增长放缓等多重压力，乳业巨头们纷纷摒弃轻资产模式，开始向上游扩张，布局奶源，这不仅能保证原奶的质量，还能降低原奶成本。目前，我国奶牛规模化养殖率不到 30%，如何提高规模化、集约化、标准化成为奶源发展的关键所在，也是乳品企业未来的战略发展方向。我们认为，行业龙头具备的“体量”优势，在未来将会进一步转化为成本优势、产品优势，在享受市场容量稳步增长所带来的成长同时，市场份额领先的优势也将进一步加强。

4.6 肉制品行业：将规模优势进行到底

09 年 1-8 月，肉制品行业实现销售收入 1558.5 亿元，同比增长 12.9%，增速较 09 年 1-5 月上升 2.1 个百分点，但仍较去年同期回落 17.2 个百分点。利润总额 73.8 亿元，同比增长 30.2%，增速较 09 年 1-5 月上升 3.6 个百分点，同比上升 11 个百分点。

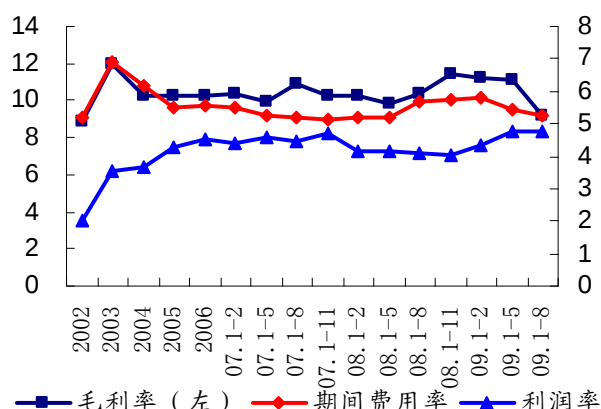
肉制品行业 1-8 月毛利率相比 1-5 月下降 1.9 个百分点，降至 9.24%，降幅较大，我们认为主要原因是从 6 月开始的生猪价格快速上涨降低了行业的毛利水平。但在期间费用的有效控制之下，行业利润率稳中有升，利润增速则从去年底以来连续出现回升。

图表 33：肉制品行业收入、利润增长走势



数据来源：国家统计局 国联证券研究所

图表 34：肉制品行业利润率、费用率和毛利率



数据来源：国家统计局 国联证券研究所

受到我国消费习惯影响，目前我国居民肉类的消费以购买温室猪肉，即

热鲜肉为主，冷鲜肉和各类肉制品比重较小，这使得猪肉屠宰、加工的规模相对比较小、集中度低。从行业销售毛利率看一直都不高，但是由于规模效应明显，行业利润总额增长幅度远超过收入增长。

我们认为，规模是肉制品企业的最大优势，低毛利阻止了新进入者，但目前来看，肉制品企业的最大竞争对手来自于传统的屠宰企业，他们更贴近消费市场、更符合国内居民肉类的消费习惯。因此，渠道和消费观念是目前我国肉制品行业发展的制约，未来随着卖场和超市布点的增加，以及居民对冷鲜肉的认识和接受，猪肉屠宰、加工的规模将迅速增加，扩大规模、提高行业集中度将是未来几年肉制品行业的发展方向。

关于生猪价格，由于生猪存栏压力造成的出栏增加，将使前期生猪价格上涨不可持续，但随着年底消费旺季来临，而这段时间生猪供给将明显下降，生猪价格将继续上涨，我们预计明年一季度将会出现本轮生猪价格的高位区。如果没有大面积疫情发生，生猪和母猪存栏量将不会出现大幅下降，本轮生猪价格高位将不会超过上轮高点。另外，鉴于前一次生猪价格的大幅波动，政府也将会及时采取调控措施，因此生猪价格的震荡幅度不会过高。

5. 投资机会把握：抓住四个机会、三类公司

基于以上的分析，我们认为食品饮料行业整体在 2009 年处于底部恢复期，未来将走上反转趋势，缓解估值带来的压力，进而带来趋势性的投资机会。具体来看，我们认为以下四个方面值得把握：一是通胀预期下基础消费品的涨价机会；二是后城市化阶段新消费观念崛起带来的机会，中高档食品、具备健康概念的食品将获得快速发展；三是制度创新下诞生的行业机会，未来黄酒、葡萄酒仍将受到国家政策的扶持；四是世博效应下的产品、品牌提升机会。

在关注四大类机会的同时，我们认为 2010 年以下三类公司将会有更好的表现：

5.1 优势行业的龙头企业

所谓优势行业，主要是指行业市场空间大，无论是内生空间还是外延空间，行业竞争激烈，如白酒、啤酒、乳制品等子行业。而这些行业中的龙头企业的优势要么表现在公司的品牌和文化底蕴上，如白酒中的贵州茅台、五粮液等；要么通过产能扩张成为国内行业龙头，具有较好的规模效益，在完全竞争的市场中享受高于行业平均增长水平带来的溢价和业绩提升，如乳制品中的伊利股份、肉制品加工行业的双汇发展等。同时我们认为，优势行业

的龙头公司能够率先从危机中走出，在享受到行业整体复苏所带来的业绩增长外，还能享受到品牌、规模等带来的超额收益，进而享受到市场更高的估值。综合来看，我们看好五粮液、ST 伊利、燕京啤酒。

贵州茅台（600519.SH）：航母再次启航

白酒消费从下半年以来呈现出快速恢复。从公司的预收帐款来看，今年四季度和明年一季度的销量一定好于去年同期，而随着明年经济的持续向好，高端白酒的销量仍将持续好转。

“十一五”万吨茅台酒工程第五期 2000 吨茅台酒技改项目增加公司茅台酒产能，为未来市场扩张做好了准备。公司投资约 5.67 亿元新增 2000 吨茅台酒产能，是解决公司产能瓶颈的“十一五”万吨茅台酒工程的重要组成部分，将为公司未来市场需求的增长提供必要的产能保证。

长期来看，提价必然出现，首先公司需要通过提价来抵消消费税加强增收所带来的负面影响；其次，终端零售价与出厂价之间存在 70%（300 元）的价差，公司没有必要如此让利于经销商。我们认为公司在 2010 年上半年平均提价 16%的可能性比较大。

预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 5.09、6.42 和 7.78 元，目前股价对应市盈率为 32.7 倍、25.9 倍和 21.4 倍。考虑到公司目前所处的白酒龙头地位，同时得益于品牌力以及渠道利润的丰厚为公司业绩增长提供可靠的基础，目前公司仍然是高档白酒业绩增长最为明确的标的，给予公司 10 年 30 倍的 PE，目标价 200 元，给予“推荐”评级。

ST 伊利（600887.SH）：双轮驱动

公司液体乳销售量将随着行业恢复呈现稳步增长，同时吨产品价格也将稳步上升，销售收入有望出现连续提升。三聚氰胺事件后，价格战的放缓、原奶价格低水平运行以及产品结构的调整将提升液体乳产品的毛利率水平。

奶粉业务近年来增速一直很快，且是与蒙牛相比最具竞争优势的关键点，销售增长率和市场占有率均非常高。随着三鹿破产让出了其原有的市场份额，以及新竞争对手需要时间投入，预计公司未来奶粉业务增速将非常惊人。

公司目前已经在我国 6 大黄金奶源带建立了奶源基地，已拥有不同规模的优质牧场 800 多个；公司未来仍将大力扶持奶联社的建设，通过统一收奶、统一验质，统一交售，既保证了高品质奶源的稳定供应，又节省了管理成本，并可以在较短的时间内产生效益。

我们预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.80、1.18 和 1.38 元，目前股价对应市盈率为 33.4 倍、22.7 倍和 19.4 倍。按照 2010 年 30 倍市盈率、2011 年 25 倍市盈率，预计伊利的合理价格区间为 34~35.4 元，给予公司“推荐”的

投资评级。

燕京啤酒 (000729.SZ): 从区域品牌走向全国品牌

全球第九大啤酒厂商，国内前三。燕京 2008 年销量 422 万吨（全国占有率 11%），预计到 2015 年实现 800 万吨销量，进入全球前八。

啤麦成本短期大幅波动情况未来很难出现。澳洲连续 7 年干旱百年一遇，加上灌溉技术普及，连续干旱影响澳麦供给情况将减少，而且国内大麦种植面积大幅度增加，导致啤麦现在供给超需求 15%，供需情况未来 2 年内不会改变，啤麦影响公司业绩因素消除。

同时，我们认为燕京啤酒在北京地区未来具备提价动力和空间，主要基于以下几个方面考虑：第一，市场占有率 85%，已经处于绝对垄断地位；第二，北京地区人均收入水平处在全国前列，而产品出厂价为一般城市的普通品牌价格；第三，啤酒行业集中度提升，各大品牌都开始深挖各自优势市场，对其他强势品牌的优势市场不再采取价格战的措施，而是采取跟随策略，提升自身的盈利能力。

预计公司 2009~2011 年每股收益分别为 0.55 元、0.67 元和 0.79 元，相对于目前的股价，对应的市盈率分别为 29.7 倍、24.4 倍和 20.6 倍，低于啤酒行业整体估值水平。考虑到公司的地位和成长性，给予公司 10 年 35 倍 PE，11 年 30 倍 PE，合理股价在 23.5 元，给予“推荐”评级。

5.2 二线蓝筹或细分行业龙头公司

二线蓝筹公司主要分为两类，一类是其行业规模相对较小，但市场占有率高，但是行业发展符合居民健康消费的趋势，发展前景非常广阔，比如安琪酵母、保龄宝；另一类是行业本身是优势行业，但由于规模等原因暂时落后于龙头公司，但未来能够通过营销等改革，获得快速发展，比如莫高股份。

安琪酵母 (600298.SH): 快速扩张造就世界级酵母企业

公司是中国酵母行业龙头，目前正处于产能快速释放、产品迅速扩张时期。未来定向增发的完成，有助于管理层与股东利益协调一致，业绩持续增长预期明确。

公司的核心竞争优势在于技术、营销和规模。科研实力位居国内行业第一；在营销上公司强调“与客户共赢”，使得公司对销售渠道具有较强的控制力；公司目前产能 9.1 万吨，稳居国内第一，世界第三，规模优势明显。目前公司已经开始海外建厂，为深入拓展国际市场打下基础。

未来公司业绩仍将保持持续增长，原因在于：一是产能的释放，未来几

年是公司产能快速扩张的时期，产能释放即其业绩快速增长之时。二是产品销售结构的调整，高毛利产品销售比重逐步增加。三是毛利存在提升空间，新增产能靠近原料基地，综合成本下降。四是后续产品发展空间大，酵母味素逐步得到认同，销量有望持续上升。

预计公司 09-11 年摊薄后 EPS 分别为 0.88 元、1.05 元和 1.17 元，对应目前股价的市盈率分别为 31.2 倍、26.1 倍和 23.5 倍。考虑到公司未来的高成长性、市场地位以及增发带来的利润增厚，我们给予安琪酵母 10 年 35 倍 PE，11 年 30 倍 PE，对应其合理价格为 35.1~36.75 元，维持“推荐”评级。

莫高股份（600543）：品质、营销铸就优质企业

公司拥有国内最好的酿酒葡萄种植基地，基地位于北纬 40 度左右的全球最佳酿酒葡萄生长带，干旱少雨，适合葡萄生长。公司在武威地区直接控制 2 万亩葡萄基地，未来可视需要增加到 10 万亩以上。公司 2 万吨产能的国际酒庄 2009 年完成，产能不成问题。

营销策略上，公司先以西北地区为基地，逐渐向国内的二线城市点状扩张，避开一线城市的激烈竞争。目前公司已经有 300 家经销商，公开增发后，公司的资金较为充裕，未来计划扩张至 1000 家，以达到 10 亿元的销售收入。全国性的广告宣传将逐步开始，公司未来销售增长值得期待。

公司惟一的不足是大麦芽业务对公司经营和业绩的拖累，但公司在三季度转回了之前计提的 213 万存货跌价准备，我们认为麦芽业务最坏的时候已经过去。未来大麦芽业务的好转都将给公司带来实质的业绩提升。

预计公司 2009-2011 年每股收益为 0.31 元、0.37 元和 0.56 元，与目前股价对应市盈率为 41.7 倍、35 倍和 23.1 倍。而葡萄酒行业 2000 年以来市盈率均值为 42.5 倍，考虑到公司主业葡萄酒的高成长性，大麦芽业务的好转预期，给予公司 10 年 40 倍 PE、11 年 35 倍 PE，2010-2011 年对应股价为 14.8 元~20.65 元，给予“推荐”评级。

5.3 变革或事件能产生较大影响的公司

五粮液（000858.SZ）：祸兮福所倚

2009 年是五粮液全面解决关联交易之年，五粮液完成全面收购酒类资产与合资成立销售公司，使一直受资本市场诟病的公司治理结构弊端得到极大改善。公司采购与销售关联方大为减少，这使公司看起来很“简单”，很清晰。治理结构的极大改善将提高公司溢价水平。

虽然公司从 9 月开始接受证监会调查，另一方面今年白酒市场先后遭受

经济减速和“醉驾令”的负面影响，但公司白酒生产销售仍相对较为稳定，预计今年一级酒实现 1 万吨销量的可能性较大。同时本次证监会调查将可能有助于公司内部管理制度的改善，有助于未来业绩的增长。公司管理层近期表态，2010 年五粮液高端酒会大幅放量，集团公司在新设酒类销售公司的 20% 权益会回归到上市公司来，新产品酱香酒会加快上市，公司治理结构进一步改善，这会进一步增强公司业绩成长的预期。

在不考虑到公司基本面的变化和可能带来的影响，我们预计 2009-2011 年公司每股收益可达 0.79 元、1.10 元和 1.3 元，与目前股价对应市盈率为 32.3 倍、23.2 倍和 19.6 倍，给予五粮液 2010 年 30 倍 PE，11 年 25 倍 PE，股价可达 33 元左右，给予“推荐”评级。

金枫酒业（600616.SH）：黄酒行业未来的“五粮液”

公司是黄酒企业中唯一的世博会赞助商，与世博会的合作对公司宣传石库门和酒品牌在江浙沪、台湾以及海外其他地区的销售都会产生不同程度的拉动，提升其时尚概念，对企业走出区域市场起到了积极推动作用。

销售有望持续改善。目前来看石库门销售已出现环比改善，这与宏观环境的改善、公司加强促销力度有关，但是我们认为随着后期金枫以世博会为主题宣传的加强，公司销售有望持续改善。同时，公司销售整合中已体现出部分效果，销售费用同比出现下降。

产能方面，公司目前已经动工修建 10 万千升高品质黄酒技术改造配套项目，该项目位于上海市金山区枫泾镇工业园区内，预计 2010 年 9 月完成，届时公司产能将达到 18 万千升，成为中国最大的黄酒生产基地。

预计在公司内外因素积极变化的情况下，2009-2011 年每股收益将达到 0.43 元、0.66 元和 0.87 元，对应市盈率为 40 倍、26.2 倍和 19.9 倍。考虑到公司在世博效应下品牌、品质定位和营销渠道等都将获得提升，结合下半年和未来几年经济形势会进一步好转的预期，给予公司 10 年 35 倍 PE，11 年 30 倍 PE，公司 2010-2011 年股价区间为 23.1 元~26.1 元之间，予以“推荐”评级。

图表 35：重点公司评级

证券简称	EPS			PE			评级
	2009E	2010E	2011E	2009	2010	2011	
贵州茅台	5.09	6.42	7.78	32.7	25.9	21.4	推荐
ST 伊利	0.80	1.18	1.38	33.4	22.7	19.4	推荐
燕京啤酒	0.55	0.67	0.79	29.7	24.4	20.6	推荐
安琪酵母	0.88	1.05	1.17	31.2	26.1	23.5	推荐
莫高股份	0.31	0.37	0.56	41.7	35	23.1	推荐

五粮液	0.79	1.10	1.30	32.3	23.2	19.6	推荐
金枫酒业	0.43	0.66	0.87	40	26.2	19.9	推荐

数据来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。