

朱卫华 86-755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn

董广阳、黄璐 86-755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

2009年12月6日

消费泡沫化

食品饮料业2010年度投资策略

日用消费

食品饮料

推荐（维持）

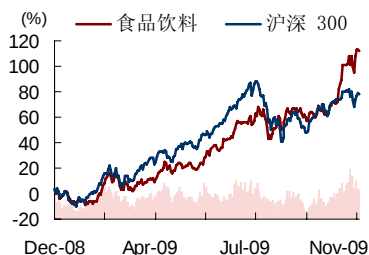
上证指数 3317

行业规模

		占比%
股票家数（只）	47	3.0
总市值（亿元）	6705	2.7
流通市值（亿元）	5149	3.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	20.3	68.0	110.2
相对表现	14.8	44.6	26.5



相关报告

- 2009年《糖酒会见闻录》（春季、秋季）共10篇
- 《食品饮料业2009年第四季度投资策略—理性消费，理性投资》2009/10/27
- 《食品饮料业2009年中期投资策略—大众品正黄金阶段，高端品承通胀预期》2009/6/20
- 《食品饮料业2009年2季度投资策略—寻找补涨机会》2009/5/4

食品饮料板块近期超越大盘获得显著超额收益，一线股定位接近2010年业绩、30倍PE，我们短期谨慎，未来空间看流动性驱使下的估值提高，现在进入泡沫化阶段，考虑到消费滞后经济变化，维持行业“推荐”评级。

□ **投资驱动型社会中，消费滞后经济半年左右复苏。**我们于09年5月份开始提行业补涨机会，中期策略时调高行业评级到“推荐”，板块从3季度的抗跌、近期的持续走强，收益大幅超越市场水平。流动性驱动下，二线股弹性强于一线股，我们在09年主要挖掘的是二线白酒，率先推出的古井贡、酒鬼酒，在合适时机推出的山西汾酒、金种子酒收益都不错。一线公司受白酒消费税严格征管、禁酒驾等政策反复压制，之后才表现较好。

□ **2010年行业评级维持“推荐”，源于通胀预期越来越强。**在温和通胀下，高端品需求拉动，且时值年底年初消费旺季，高端酒涨价拉开大幕；不足在于一是估值较高，一线股接近2010年业绩、30倍PE定位，二是近期某些宏观指标增速过快，引起高层担忧，故而近期我们谨慎一些，不过考虑到经济复苏速度较快，有合适低点仍可大胆介入，未来空间看流动性驱使下的估值提升。流动性收缩时可超配大众品防御，明年大众品盈利增长从毛利改善转变为销售扩张，尽管成本有上升之虞，龙头公司正积极锁定明年原料成本。

□ **个股方面建议配置一线股，视流动性松紧交易性参与二线股。**贵州茅台提价60元后，五粮液、泸州老窖有望跟进，形成板块热点，建议关注贵州茅台、泸州老窖，张裕销量快速增长，继续持有；二线白酒公司较多，可视流动性松紧交易性参与；继续配置大众品双汇发展、安琪酵母等品种做些防御。

□ **明年主题投资关注世博会概念。**食品饮料有金枫酒业（地利、借世博提升黄酒国际地位）、伊利股份（借世博突入华东市场）、青岛啤酒（小瓶高端啤酒有望在华东夜场热卖），而其它如光明乳业（有些地利）、贵州茅台（市值大）为次。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
贵州茅台	171	4.03	5.11	6.4	33.4	26.7	13	强烈推荐-A
张裕 A	70	1.7	2.12	2.65	33.0	26.4	13	强烈推荐-A
泸州老窖	37	0.91	1.17	1.35	31.9	27.6	13	强烈推荐-A
五粮液	29	0.48	0.76	0.98	38.1	29.6	9	中性-B
双汇发展	49	1.15	1.5	1.87	33.0	26.4	12	强烈推荐-A
ST 伊利	27	-2.11	0.8	0.96	34.2	28.5	8	强烈推荐-A
安琪酵母	31	0.39	0.80	1.06	38.7	29.2	10	强烈推荐-A
青岛啤酒	36	0.53	0.94	1.14	37.8	31.2	8	审慎推荐-A
燕京啤酒	17	0.38	0.53	0.66	32.8	26.3	3	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、高端品高举高打，大众品紧锁成本.....	4
二、盈利预测与投资评级.....	11
附一：2009 年 1-10 月份行业产量价格数据.....	14
蒸馏酒.....	15
葡萄酒.....	18
啤酒.....	20
乳业.....	21
肉类行业.....	23
速冻米面食品和酵母制品.....	25
附二、部分集团公司协会数据，仅供参考.....	25

图表目录

表 1、龙头公司估值表.....	11
表 2、国际估值对照表.....	12
表 3、各子行业 2009 年 1-10 月产量.....	14
表 4、部分公司协会销售产值“累计增速”.....	26
表 5、部分公司协会销售产值“单月增速”.....	26
图 1：高端酒类价格走势.....	5
图 2：进口原装葡萄酒占国产葡萄酒比例.....	8
图 3：企业收入增速应从底部回升.....	10
图 4：大麦价格底部进口数量猛增.....	10
图 5、食品饮料行业历史 PEBand	12
图 6：食品饮料行业历史 PBBand	12
图 7、全国白酒产量.....	15
图 8、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较总图（2009 年 11 月）.....	16
图 9、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图一.....	16
图 10、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图二.....	17
图 11、广东地区洋酒价格（截至 2009 年 10 月）.....	17
图 12、全国葡萄酒产量.....	18
图 13、法国葡萄酒价格指数走势（截止 2009 年 10 月，以 2004 年 1 月为 100）.....	18
图 14、我国进口原装葡萄酒量价情况（截止 2009 年 10 月）.....	19
图 15、我国进口散装葡萄酒量价情况（截止 2009 年 10 月）.....	19
图 16、我国进口原装散装葡萄酒量对比（截止 2009 年 10 月）.....	19
图 17、全国啤酒产量.....	20
图 18、澳大利亚大麦季度出口价格（离岸价）.....	20
图 19、加拿大温尼伯交易所大麦期货价格.....	20
图 20、我国进口大麦量价（截止 2009 年 10 月）.....	21
图 21、我国进口麦芽量价（截止 2009 年 10 月）.....	21
图 22、全国乳制品产量.....	21
图 23、全国液态奶产量.....	21
图 24、我国内蒙古原奶周价格（截至 2009.11）.....	22
图 25、环太平洋地区乳品交易价格走势（截至 2009.11）.....	22
图 26、我国内蒙古奶牛养殖毛利（截至 2009.10）.....	22
图 27、我国进口脱脂奶粉量价情况（截止 2009 年 10 月）.....	23
图 28、我国进口全脂奶粉量价情况（截止 2009 年 10 月）.....	23
图 29、全国鲜冷藏冻肉产量.....	23
图 30、山东鲜冷藏冻肉产量.....	23

图 31、四川鲜冷藏冻肉产量	24
图 32、河南鲜冷藏冻肉产量	24
图 33、全国仔猪、活猪、猪肉价格走势（截至 2009.10）	24
图 34、全国生猪养殖业毛利变化	24
图 35、全国生猪屠宰业毛利变化	24
图 36、全国速冻米面食品产量	25
图 37、河南速冻米面食品产量	25
图 38、全国活性酵母出口量价	25
图 39、全国、湖北、新疆的活性酵母出口收入增速	25

一、高端品高举高打，大众品紧锁成本

食品饮料行业上半年跑输市场，自 6 月以来才略胜于市场，大幅的超额收益则是近一个月的事。我们在 2009 年四季度中的策略是“大众品收尾、高端品待启动”，市场表现看大众品符合预期，高端品略有提前。经济复苏下消费的正常回升，及政府调整经济结构，鼓励消费的政策导向，明确了食品饮料板块的增长趋势。我们将年度策略定位为紧盯流动性，“高端品高举高打，大众品紧锁成本”的背景下，流动性强则超配高端品，流动性弱则超配大众品，行业维持“推荐”评级，原因是市场向好时，食品饮料板块略有估值提升空间，市场即使调整，食品饮料板块短期仍具有防御性。

1、消费扩张是主基调

消费扩张是 2010 年主基调。长期看，伴随城市化进程和消费升级，从投资驱动转向消费拉动为主的经济结构调整，自然是大趋势。依托庞大的人口基数和行业企业品牌化进程，我们相信大众品板块将诞生销售额达 500 亿甚至 1000 亿元级别的巨无霸企业。短期经济从复苏走向扩张，是就业率提高和居民收入增长的过程，政府亦同时推出鼓励消费的多种政策，可以期待 2010 年消费扩张。而近期通胀预期的加强，将对高端品板块起到良好推动作用。

消费波动周期滞后经济约半年时间，消费品板块的轮动次序从耐用品到非耐用品，从一般可选到必需消费再到高端消费。从历史数据看，消费的扩张和收缩都滞后于经济约半年到一年时间，在股市上也表现出滞后半年左右，07 年底和 09 年上半年消费板块的表现都证明了这一点。经济从复苏到扩张到繁荣，推动消费者群体数量增加和消费能力的增强，对应不同消费品的增长轮动。

2、高端品高举高打

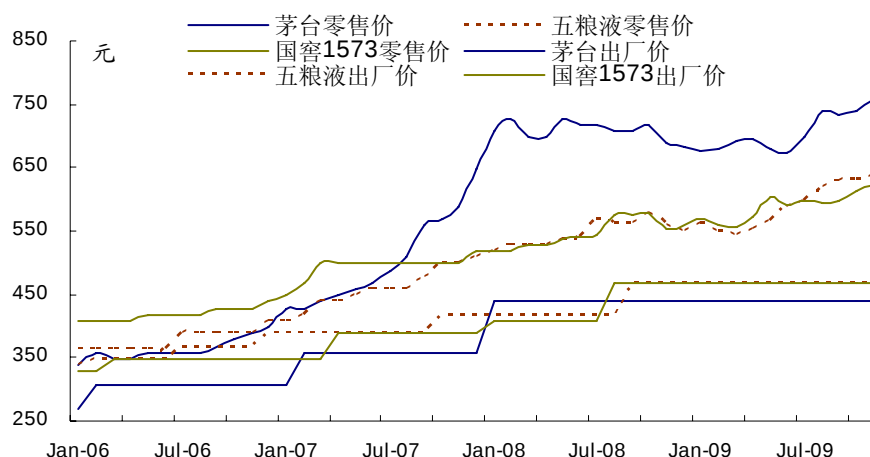
高端品的策略，我们认为应配置一线股，紧盯流动性下二线股的交易性机会。高端品蓄势待发，我们认为有两方面：一是一线高档酒，茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊，近期为通胀预期下的价格蓄势，到 2010 年后期则是消费层级上移带来的销量蓄势。二是二线中档名酒，受益消费扩张，加上企业自身努力，通过改制、换届等提高企业活力，为实现振兴而蓄势。二线品种股价波动大，在流动性驱动下不论估值，需要警惕流动性释放减速时的大幅回落。经济扩张期开始，品牌型产品更受欢迎。

2.1 一线高端酒价格持续攀升

高端品看价格，近期高端白酒一系列终端价和批发价的上调是对通胀预期和消费形势好转的正反馈。11 月底，五粮液上调计划外价格 20 元，卖场上普通 52 度五粮液的价格维持在 638 元，1573 上调批发指导价 50 元，而终端价则上涨 60 元到 658 元，水井坊在深圳卖场价格更是上涨 80 元至 618 元。茅台则于 12 月 6 日晚发布公告称，将在 2010 年 1 月 1 日开始提价 13%，即 60 元到 499 元。1) 通胀预期及温和通胀是高端白酒价

格的催化剂，这在历史消费形势中已得到验证；2）一线高端酒的终端价与出厂价之差正如一张弓，价差拉开正如张开弓弩，提高出厂价之箭方可发射。自 06 年起到 08 年初的高端酒终端价上涨，正是为企业提高出厂价而蓄势，09 年末这轮终端价和批发价的上涨，企业提高出厂价的势能再次积累，我们相信离企业提高出厂价也就是春节前后的事情；3）经济由扩张走向繁荣的周期，是高端品的黄金时期，消费频次的增加（政商务活动增加）和消费群体的增加（由原中档酒消费群体转化而来），使品牌型白酒迎来量增价涨之机会，这个时间我们估计要到 2010 年末，“十二五规划”之初。

图 1：高端酒类价格走势



资料来源：招商证券

公司点评：

贵州茅台（600519）：贵州茅台 12 月 6 日晚间公告将于明年元旦时起提价 13%。茅台调价时机与幅度符合预期，我们维持盈利预测与“强烈推荐”评级不变，目标价 200 元，对应明年业绩 30 倍 PE 左右。此次主品牌调价到 499 元/瓶，幅度是适当的，仍为未来预留较大提价空间。此次提价使茅台业绩快速增长的确定性得以加强，公司有能力保持年复合业绩 25-30% 增长。此前其它一线白酒公司只是指导各自的批发价提高，在茅台率先提高出厂价后，其它公司有望跟进。茅台酒提价是有压力的，压力来自于媒体，媒体前期热炒经销商囤货、终端价格上涨的新闻，引得国税总局的人发言称，白酒厂家不能因为消费税严格征管而把税负转嫁给消费者，结果一线厂家都不敢调价，利润肥了中间环节。其实终端价格的上涨受供求关系决定，且与媒体煽风点火有关，厂家提价预期只是一个由头，茅台现在提高出厂价只是拿回中间商的暴利，还能增加地方税收。

五粮液（000858）：公司展示业绩的动力与意愿确实前所未有，国资委也在调整对公司的考核体系，包括市值管理等，我们也期待公司与当地政府能够从上市公司角度以股东利益为核心。资产收购和酒类销售公司股权的解决已告一段落，尽管 09、10 年公司利润受益于此，但持久增长还是要看经营体系的改善，未来各香型、各品类酒种如何定位、如何透过大经销商控制住终端，仍值得深思。市场传言证监会立案调查结论对公司几无影响，公司股价近期对此作了反应。不过我们仍然建议在调查出结论前维持“暂时观望”，已有配置的投资者可以借近期的反弹调整配置。

泸州老窖 (000568)：公司的运营机制和管理团队活力在业内少有，09 年算是一个休整期。经济从复苏走向扩张对老窖而言是最大的好事，1573 的品牌经历考验应能走得更为稳健，对老窖特曲为主的中高档酒做全面的规划推广是未来潜在的增长点。09 年华西证券投资收益将成为亮点，照目前的形势看华西的净利润将不止 10 亿，有望增厚公司 EPS0.25 元。我们维持“强烈推荐”的评级，催化剂还包括管理层股权激励有望获批。

水井坊 (600779)：我们在春季糖酒会见闻录中谈到公司在经济危机下难以单足挺立，09 年来水井坊的销售下滑在一线高端酒中确实较大，至近期才有好转。不过公司仍有两点可以期待，一是经济复苏前后沿海地带经济回升力度大，水井坊产品的销售反弹力度也会较大；二是其在成都的房地产蓉上坊项目销售乐观，一期今年能贡献 0.14 元，二期销售则赶上房地产价格上涨，明年有望贡献更多收益。

1.2 二线地方名酒风头正劲

二线名酒主要看产品聚焦、市场渠道聚焦。产品聚焦才能形成“锐度”，有助于集约化推广，有助于不断推升结构；渠道深耕，在夯实基地市场后，再进行有步骤的全国化战略。集团改制和经营改善仍在继续，二线酒增长空间依然较大，然股价涨幅也不小，交易性机会有无主要看流动性变化情况。1) 洋河、郎酒走在最前列，他们在 2003 年前后实现改制，理顺了治理问题，2004 年分别推出红花郎和蓝色经典系列，并在实施中逐步改善营销，目前实现了 30 亿元的规模。两家企业都满怀雄心，为夺取全国市场作筹划；2) 双沟和古井贡已经历改制，理顺了股权关系，重新打造了产品线，正奋起直追洋河与口子窖这两家领先企业，其中双沟所在地政府有意将双沟整合进洋河，以全力打造宿迁白酒业的竞争力；汾酒、西凤、老白干酒也在积极寻求改制，目前已通过营销改善实现复苏，汾酒、老白干已在省内市场实现垄断地位，西凤则与太白酒平分秋色，上述五家公司实现了 10-25 亿元的销售规模，目前正立足本省为夺取周边省市市场而蓄势；金种子酒虽然尚未跨入 10 亿元门槛，但也在积极提升产品结构及盈利能力，首先立足本省市场做深做透。3) 酒鬼酒的销售规模不足 5 亿元，2006 年改制后仍未能有效复苏，总经理徐可强进入后，09 年着力于理顺内部管理，打造产品线，中高档酒鬼酒走全国经济发达地区市场，中低档湘泉酒走湖南本地市场，为实现复兴而蓄势；沱牌曲酒着力打造高端的舍得酒，以实现两条腿走路，不过近期沸沸扬扬的集团引入战略投资者台塑集团一事让人不明白射洪政府到底图个啥？总之，相比于洋河、郎酒、双沟，其他酒企的激励机制尚需完善。

公司点评：

洋河股份 (002304)：中高档酒的龙头企业，公司在治理结构和管理团队方面优势明显。看点有三，一是 08 年省内增速 40%，省外重点市场增速 100%左右，增速仍然较高，未来几年仍可以保持较快增长；二是资金充裕，公司有能力强收购对手、大幅扩张全国营销网络，全国化可进入第二阶段；三是公司流通股本偏小，存在送转可能。风险主要在于企业发展快，需要外购大量原酒，原酒供应的稳定性及品质的稳定性值得关注。

山西汾酒 (600809)：集团董事会换届结束，上市公司董事会换届也将启动，秋季糖酒会上李秋喜董事长思路明确，08 年销售总监郑开源的营销改善目前仍在深化。省内

煤炭经济仍然较旺，公司销售应可保持稳健增长，省外市场成为重点，铺货面有较大的扩张，从陈列看比过去清晰不少，在南方主打 53 度老白汾和竹叶青酒。集团的酒类资产注入仍然值得期待，公司高中低档产品线可以更清晰。未来需要在细化渠道方面再多下工夫。

古井贡（000596）：我们看好公司 08 年以来一系列的调整和革新政策，当然股价也因此涨幅较大，近期出售酒店专注于白酒业务也受到市场追捧。公司 09 年的销售收入增长并不快，主要源于产品线的调整，但公司将资源集中于年份原浆酒为主导的产品体系，可以为后续的快速增长奠定基础。要注意的是，年份原浆的概念易被仿效，公司未来可能要应对效仿者的挑战。另外，公司在酿造工艺上的特点也尚未得到充分传播，改善还有空间。

酒鬼酒（000799）：2010 年对于酒鬼酒的重要性可能正如其广告所言“封坛十五年，只为这一刻”。沉沦十年的品牌在 2009 年请进徐可强后，内部流程梳理，财务梳理，产品线打造，战略规划制定，全国招商，这一系列手段都是为酒鬼复兴而蓄势。徐总的思路在于 09 年依靠部分人脉资源，通过个别品牌买断先筹集打市场的资金，其后在央视、湖南卫视等全面投放广告并配合地面推进，走的是郎酒的推广策略。2010 年是检验成效的一年。1-10 月份公司完成产值 3 亿元，全年完成 4 亿元的销售较为合理，不过公司做到 5000 万元的承诺利润目标依然不难。请参阅《酒鬼酒（000799）-酒中妙品 鬼斧神工》2009/07/24。

金种子酒（600199）：自我们 10 月 24 日报告推荐以来股价涨幅 53%，同期沪深 300 仅上涨 6.8%。公司三季度的业绩也符合预期，消费税增幅 92%显示白酒业收入翻倍增长。公司和洋河是业内产品线最简洁的企业，且以 100 元价位以下的产品销售规模接近 6 亿元，实属不易。公司在省内同价位产品较有优势，省外尚没有主动推广，因此仍有扩张空间。不过近期股价涨幅较大，后续的交易性机会要看改制了。请参阅《金种子酒（600199）-增长超预期 改制倒计时》2009/10/24。

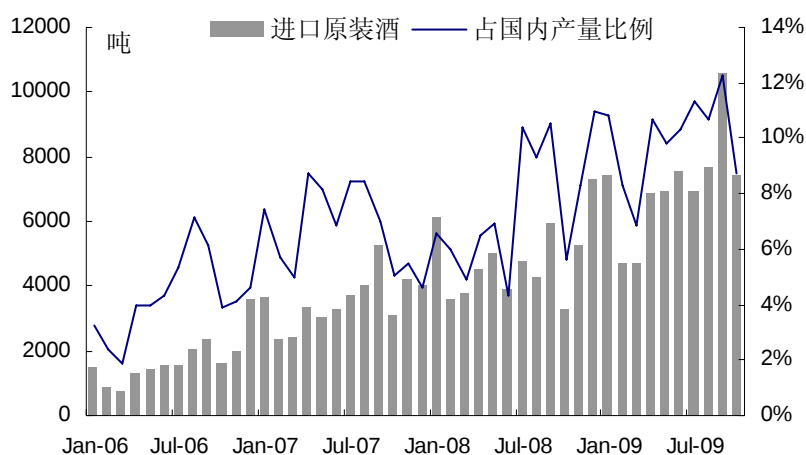
1.3 葡萄酒：如何与狼共舞

进口酒推广模式走过了“小众传播——自建终端——品牌运营”的阶段升级。1) 进口酒原先一直采用品酒会等小众模式推广，进口葡萄酒从 10 多年前进入中国市场后，开设专卖店、以品酒会稳固核心消费群、重口碑传播是进口葡萄酒在中国市场主要运作模式，但这种模式收效较慢，除了借与张裕结盟成就了卡斯特外，几乎没有其他知名的品牌。2) 买店模式和自建终端加快了进口葡萄酒的普及。2003 年福建吉马代理华夏长城大规模买店推广的模式，当初虽遭到工商处罚，却也给了进口葡萄酒酒商启发。吉马在代理国内品牌同时，入股北京龙徽，并在全国建造了四大物流和酒文化交流中心，在英国成立加路威酒业公司，并投资 1000 多万在美国加州收购一处葡萄种植园进行生产，在新旧葡萄酒世界建立品牌资源，以此为基础在国内大城市开设顶级的吉马国际酒廊。而俊德酒业、富隆酒业等知名进口酒商则加速在全国开设进口酒专卖店。3) 进口葡萄酒商的运作上升至品牌运作阶段。2004 年广东龙程买断西班牙“金蝴蝶”品牌的亚洲经销权作为自有品牌运作，定位中高档市场，以欧洲的浪漫及尊贵为诉求，清晰的树龄

分级概念，采用全终端运作模式，迅速成长为进口葡萄酒单品销售冠军。对于从产量较低的意大利和法国庄园的葡萄酒，龙程仍对其按照不同定位统一在金蝴蝶品牌下。

国产酒品牌对于代理进口酒态度各有不同。我们在 08 年糖酒会见闻录报告中曾提出，各家企业都准备引狼入室，与狼共舞。张裕相对谨慎，尽量选择不与自身产品相冲突的品种，更多是依靠自建酒庄、与国际企业联盟、加大葡萄基地建设及积极西进等策略以实现短期和长期的扩张。中粮曾表示欲做进口酒商第一，认为国内进口酒市场巨大，领军企业 ASC、富隆等也仅 1~4 亿元规模，中粮尚有很大空间，模式上也学习富隆。国产葡萄酒与进口酒之间的竞争在加剧，然借助于葡萄酒市场整体的扩张，及国产酒目前尚有的品牌知名度和餐饮渠道掌控优势，龙头企业的增长仍然可观。请参阅我们 08 年报告《糖酒会见闻录之三—葡萄酒行业竞争格局分析》2008/4/7。

图 2：进口原装葡萄酒占国产葡萄酒比例



资料来源：海关总署，国家统计局

张裕 A (000869)：应对进口酒竞争最好的办法仍是提高产品质量，张裕西进宁夏打造原料基地，未来建成 25 万亩葡萄园，9 月份张裕集团下属四大酒庄与法国波尔多拉颂酒庄、法国勃艮第桑德内酒庄、意大利西西里先锋酒庄三大豪门正式结成 7 家战略联盟，共同拓展中国市场，显示抢占国内葡萄酒高端市场和先机的雄心，09 年的增长依然来源于酒庄酒、解百纳等高端产品。我们维持对公司的盈利预测和强烈推荐评级。

1.4 黄酒：期待世博会提升品类形象

世博会有助于提高黄酒国际声誉。黄酒作为长三角区域酒种，世博会期间占据地利优势，不过世博会期间是黄酒消费淡季，对短期销量增长尚需度量；长期看世博会将提高黄酒的国际声誉，一如日本清酒、韩国真露一样走向世界，金枫酒业作为时尚黄酒的代表，又成为世博会赞助商，能抢得先机。古越龙山和会稽山两大品牌也在加强营销力度，古越龙山收购女儿红后产品体系还在打造，而原酒销售在经济下行时下滑厉害，几乎成了一块非经常性损益。会稽山则推出新品牌诉求“绍兴人爱喝的绍兴黄酒”，这个诉求放在区域市场较合适，放在全国推广的效果仍有待观察；在产品线上也做了压缩，今后主推低三款，高三款，营销资源投于高端产品。2010 年世博会参会人数预计达 8000 万

人，有一部分想必会在上海周边游览，若能精心准备，沪浙黄酒企业正是迎来一个好的品牌展示机会。

日本清酒的发展特点值得黄酒企业借鉴。清酒与黄酒原料同为大米，讲究水质，酒精度在 15-17 度，口感也类似，但两者的发展情况差异巨大。1) 日本清酒从国内走向国际。日本清酒二战后曾因为大米短缺，在清酒中加入酒精，导致质量不断下滑，直到 60 年代才有提高，70 年代日本经济发展最为快速，在清酒厂家努力下，也是清酒销售的黄金时期，1976 年日本清酒产量曾达 177 万千升。其后随着日本对外来的洋酒等消费增加，国内清酒消费在 90 年代起开始下滑，到 2006 年仅 80 万千升。虽然清酒在本国已经风光尽失，但在国外市场却取得了巨大的成功，清酒出口量由 2007 年的 11334 千升增至 2008 年的 12151 千升，较 2001 年几乎翻了一番。2) 日本清酒的发展是不断改进工艺、包装和打造餐饮文化的结果。日本清酒在发展过程中从传统的酿造手法不断加入现代的酿造、检测等手段，在出口产品上开发适应当地民众口味，在名称上保留传统而在包装上学习洋酒的时尚，并形成一套水产和清酒相配的餐饮文化。国内的黄酒企业也在朝着方面努力，尤其金枫酒业在这方面走在前列，不过改善的空间仍然巨大。世博会是黄酒行业借机提升自己形象的好机会。

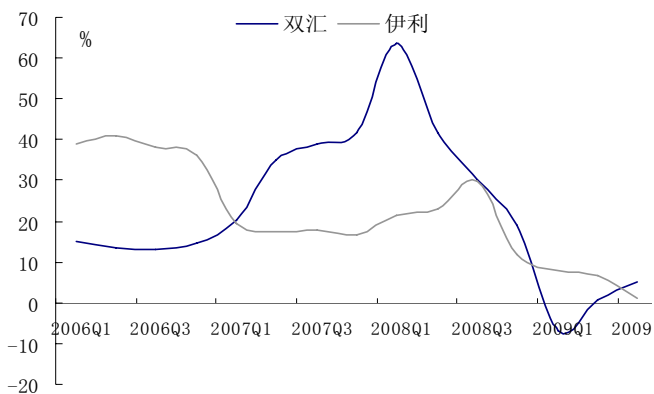
2、大众品继续扩张

我们认为大众品将从 09 年的成本改善型增长向销售扩张型增长，投资策略上我们建议关注双汇发展、安琪酵母，而伊利股份则兼具成长与世博会概念，但关键看其何时期权行权。09 年成本改善带来的毛利提升对于企业利润增长实在是功不可没，明年的看点则是在温和通胀下消费扩张带来的行业收入增长。大众品增长确定，防御性较强，我们认为市场流动性如受宏观调控而走弱之时则可超配大众品。

销售扩张型增长的逻辑。1) 经济复苏阶段企业开工率提高，利润回升，经济扩张阶段企业用工需求增加，商务活动预算增加，政府税收增长带来的采购预算也将增加，经济内在的正反馈链条已经形成，10 年正是大众品销售扩张阶段，而价格敏感性的逐步降低，又将使产品的消费结构得以提升。2) 目前各家龙头企业的主导产品仍处于成长阶段。双汇在保持高温产品基础上，重点已放在发展冷鲜肉销售规模，该类产品的整合空间巨大；伊利重点业务奶粉，目前国内消费者的认识和需求不断加强，又迎来 80 后人口高峰的婚育年龄，在整合三鹿留下的市场和与外资品牌竞争中大有可为；安琪酵母的酵母产品下游面包、休闲膨化食品仍处于高速增长阶段，消费升级带来的味素需求很可能重复 07 年末、08 年上半年的旺销景象。

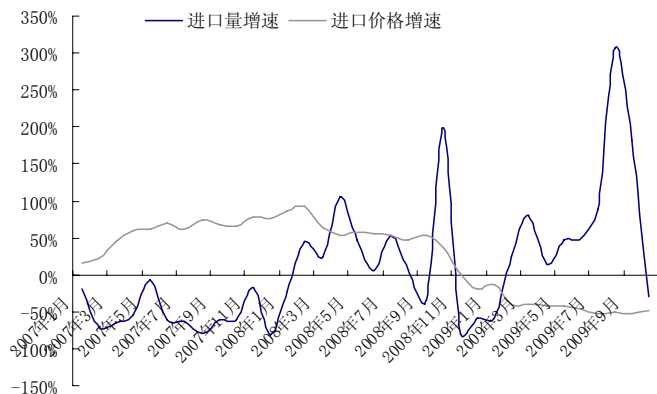
温和通胀下成本尚在可控范围。09 年下半年大众品原料成本见底回升，不过总体来看目前猪肉、原奶及糖蜜价格提升幅度并非太大，基本处于上轮通胀期 07 年初的水平，与高点相去甚远，成本尚在可控范围。啤酒企业进口大麦价格低点已经大量采购，基本锁定 2010 年成本，据了解青啤采购的进口大麦长单价格同比 08 年下降 15%，10 年上半年的毛利率有望提高 2.4%（按照大麦占成本 16% 计算）。双汇对于猪价的判断依据来自猪的存栏结构，公司认为在 10 年一季度前猪肉仍有量可放，二季度后不好判断。我们认为公司可于近期加大冻肉的储备，摊薄 10 年全年成本。原奶价格近期上涨较快，既有产奶周期淡季因素，也与三聚氰胺事件后部分奶农杀牛有关，乳业毛利率略为紧张。

图 3: 企业收入增速应从底部回升



资料来源：公司公告

图 4: 大麦价格底部进口数量猛增



资料来源：招商证券

公司点评:

双汇发展（000895）：公司即使在 07、08 年通胀高启时利润增速仍能维持 20%以上增长，现如今猪价尚在可控范围而销售收入增长刚刚打开，我们认为 2010 年公司仍能够保持 25-30%增速。我们在《双汇发展（000895）- 资产注入，更待何时？》中提到这样一个逻辑：高盛鼎晖等战略投资者要退出，最大可能是将罗特克斯拿到香港上市，因为后者持有境内资产与境内股权，其在香港上市也须得到中国证监会的同意，而如果双汇发展不解决关联交易问题，证监会不太可能批准通过，否则它将面临舆论的压力，其实一年前河南证监局就下发双汇发展的整改报告中提到要尽快解决关联交易一节。双汇集团目前利润丰厚，我们粗略计算其股份外利润已相当于股份公司的净利润，目前屠宰和肉制品业务正处利润最为丰厚的两年，包装、辅料业务利润更是惊人。集团资产注入尽管一定程度摊薄罗特克斯的权益，但能够加快香港上市进程，实现多赢格局，我们看好资产注入，维持对公司“强烈推荐”的评级。

安琪酵母（600298）：我们建议投资者从中国庞大的人口基数去审视国内市场，从安琪已经具备与国际巨头竞争的实力去看待全球市场，安琪酵母的现有酵母业务在国内仍有 3-4 倍的空间，而抽提物空间则在 10 倍以上，公司未来还有推出其他酵母衍生产品的潜力，另外，在安全、健康食品配料方面公司也积累了丰富经验。长期看我们认为安琪酵母是难得的 Tenbagger，短期看经济扩张对公司的酵母和抽提物的销量增速提升作用明显，公司业绩存在超预期可能。请参阅《安琪酵母（600298）-难得的 Tenbagger-2010 酵母营销年会纪要》2009/11/23。向管理层定向增发一事目前还缺证监会一纸批文，有些媒体发难说“380 人 3 年暴赚 18 倍”，但他们没有算算，20 多年是谁在一处既不着原料、又不着市场的偏僻地方打造出一家世界级的企业？现在的股权激励普惠到中高层，而且中高层对于上市公司来说只是参股地位，这不是比很多公司全部卖给私人、甚至全部卖给高管层要合理许多？

ST 伊利 (600887): 尽管 2010 年毛利率会因原奶价格回升而有所回落, 然世博会会有助公司加强其薄弱的华东市场。伊利作为世博会高级赞助商, 成为世博会相关活动唯一指定乳品供应商, 想必会借此在华东地区进行高空地面的全面推广, 如此方能突破光明

防线。世博会会期长达 6 个月，伊利的持续投入有可能带来比奥运会更为显著的效果。然公司管理层自获得行权权利后，一直未作行权，在行权有效期内公司将如何管理业绩不确定性仍然较大。公司未来几年向好态势不变，即使股价下跌，仍然值得投资，我们维持强烈推荐评级。

青岛啤酒 (600600)：公司 09 年业绩大幅增长，近期又成功锁定 2010 年大麦价格成本，对于所筹得 11.9 亿元资金用于扩张的意愿将更为强烈。虽然收入和利润保持第一，但和华润雪花有 500 万吨产能差距，这也带给青啤较大的压力。朝日方面和唐骏等新董事的进驻，我们认为对于支持青啤经营朝日在华啤酒业务和加快全国收购兼并将起到正面推动。被美国人称为“啤酒皇后”的青岛啤酒，能否在规模上实现与啤酒之王百威平起平坐，似乎也不是一个疑问。青啤奥运营销结束的第一个营销年，赶上处于啤酒消费旺季的世博会，如何在高档消费场所展示青啤风采，我们也拭目以待。我们暂时维持公司 09-10 年 0.94 元、1.14 元（已摊薄）的 EPS 预测。

燕京啤酒 (000729)：市场对其估值远不及青岛啤酒，曾经的辉煌近年被华润雪花盖过。三家龙头相比，燕京具备深耕优势，但在品牌营销方面燕京处于尴尬境地。各个子品牌内涵不错，燕京不忍雪藏，结果导致营销资源不能集中，这是燕京必须解决的问题，燕京如何不落后，我们建议学学曾经的米勒。短期看，燕京仍保持强势的区域控制力，并在广东等地区有较快发展，北京总部拿到高新技术企业认证对于 09 年下半年、2010 年能有效降低税负，预计对明年 EPS 贡献约为 0.05 元。维持公司 09-10 年 0.53、0.66 元的预测和审慎推荐评级。

二、盈利预测与投资评级

表 1、龙头公司估值表

	名称	投资评级	市值	股价	每股盈利				P/E				08-11EPS 复合增长	PEG
					08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E		
高端 阳型	贵州茅台	强烈推荐-A	1614	171	4.03	5.11	6.40	8.32	42	33.4	27	21	27.3%	1.22
	张裕 A	强烈推荐-A	369	70	1.70	2.12	2.65	3.38	41	33.0	26	21	25.7%	1.28
	泸州老窖	强烈推荐-A	520	37	0.91	1.17	1.35	1.64	41	31.9	28	23	21.7%	1.47
	金枫酒业	审慎推荐-A	62	17	0.57	0.48	0.70	0.78	30	35.3	24	22	11.0%	3.20
	五粮液	中性-B	1101	29	0.48	0.76	0.98	1.09	60	38.1	30	27	31.4%	1.21
	古越龙山	中性-B	56	10	0.18	0.12	0.13	0.15	56	84.6	78	68	-5.9%	-
	山西汾酒	审慎推荐-B	177	41	0.57	0.92	1.16	1.39	72	44.6	35	29	34.6%	1.29
大众 阳型	双汇发展	强烈推荐-A	297	49	1.15	1.50	1.87	2.27	43	33.0	26	22	25.4%	1.30
	伊利股份	强烈推荐-A	216	27	-2.11	0.80	0.96	1.30	-	34.2	28	21	-	-
	安琪酵母	强烈推荐-A	96	31	0.39	0.80	1.06	1.36	80	38.7	29	23	52.3%	0.74
阴型	青岛啤酒	审慎推荐-A	471	36	0.53	0.94	1.14	1.41	67	37.8	31	25	38.6%	0.98
	燕京啤酒	审慎推荐-A	204	17	0.38	0.53	0.66	0.80	46	32.8	26	22	28.2%	1.16
	光明乳业	中性-B	94	9	-0.27	0.10	0.17	0.20	-	87.8	52	44	-	-

资料来源：招商证券研究，注 1：皆为 12 月 5 日收盘价；注 2：泸州老窖业绩中包含华西证券收益，我们预测 09、10 年酒类业绩分别为 0.92 元、1.15 元；注 3：业绩按除权计算：古越龙山 10 转增 5；注 4：青岛啤酒业绩已按权证行权摊薄；注 5：安琪酵母考虑定向增发后的股本计算市值；注 6：阳型是销售半径大公司，阴型是销售半径小公司

图 5、食品饮料行业历史PEBand

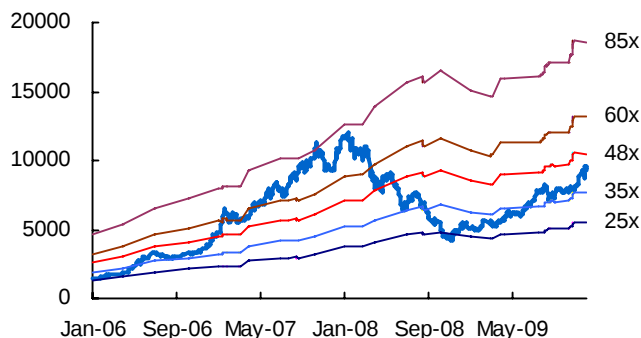
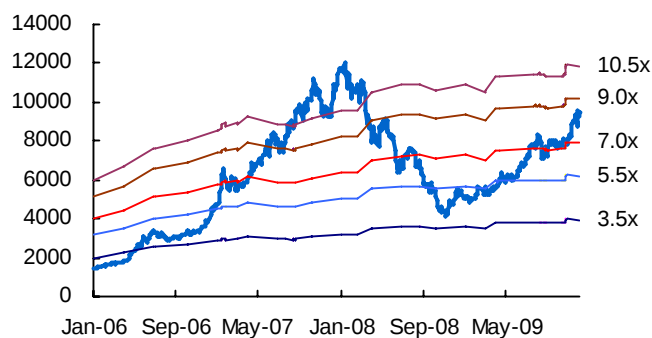


图 6：食品饮料行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心；2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

表 2、国际估值对照表

名称	国别	滚动 PE	PE09	PE10	PB	市值	营收	ROE	利润率 %	月市值 变动%
DIAGEO	GB	16.2	14.7	13.3	9.0	43506	15025	48.3	17.4	5.5
贵州茅台	CH	36.3	33.1	26.9	11.6	23626	1088	39.0	50.3	5.3
PERNOD-RICARD	FR	15.8	14.9	13.6	2.1	23438	9893	13.6	13.1	7.8
五粮液	CH	43.7	39.2	30.7	8.2	16108	1060	17.3	24.6	21.9
BROWN-FORMAN	US	17.3	17.9	16.8	4.3	7894	2481	24.6	17.5	5.9
泸州老窖	CH	36.2	32.9	27.9	13.6	7618	509	41.0	35.8	24.8
张裕	CH	33.5	27.1	22.3	11.8	5059	466	37.5	27.6	12.3
酒类 (不含啤酒)										
THAI BEVERAGE	TH	13.6	13.7	13.0	2.7	4339	3160	19.0	9.8	-5.9
CONSTELLATION	US	10.1	10.1	9.3	1.5	3712	3655	-12.9	-8.2	4.1
CAMPARI GROUP	IT	16.6	14.5	13.3	2.2	3143	1386	13.8	13.4	7.9
REMY COINTREAU	FR	22.0	20.7	18.3	1.8	2538	1016	9.1	12.1	5.8
UNITED SPIRITS	IN	N/A	40.1	26.9	5.7	3659	1198	-18.3	-7.5	23.6
山西汾酒	CH	43.0	41.8	32.7	10.7	2600	193	17.8	18.3	16.1
TAKARA HOLDINGS	JN	22.8	20.8	19.9	1.1	1202	1926	5.8	2.9	-6.5
水井坊	CH	41.3	32.3	26.3	7.3	1420	154	22.9	29.2	19.1
金枫酒业	CH	31.9	31.4	25.3	6.6	907	663	22.6	4.5	-0.2
古越龙山	CH	84.2	50.2	47.2	4.3	831	103	8.0	13.8	15.3
王朝酒业	HK	26.2	20.1	17.4	1.7	406	175	8.7	10.5	19.9
啤酒										
AB INBEV	BE	29.4	20.9	16.6	3.3	84332	23684	8.7	8.0	8.9
SABMILLER	GB	32.3	19.1	16.5	2.5	47458	14883	11.4	12.6	11.6
HEINEKEN	NE	57.1	16.5	14.0	3.4	24934	21062	4.2	1.5	11.9
KIRIN HOLDINGS	JN	97.7	23.4	19.3	1.4	15605	22346	8.1	3.5	-2.5
GRUPO MODELO	MX	27.4	27.2	20.6	3.1	17809	6821	14.4	12.0	16.0
CARLSBERG	DE	16.4	14.8	12.8	1.1	11990	11825	7.1	4.4	12.8
FOSTER	AU	24.4	14.4	13.0	2.9	9831	3353	11.6	9.8	3.9
MOLSON COORS	US	13.5	11.6	12.2	1.2	8445	4774	5.9	8.1	4.2
ASAHI BREWERIES	JN	15.4	15.6	15.1	1.3	8514	14189	8.7	3.1	-1.4
青岛啤酒	CH	48.6	38.3	31.3	7.2	7045	2272	12.1	4.4	2.0
燕京啤酒	CH	36.3	32.8	26.6	2.9	3078	1046	7.4	6.3	10.7
非酒 精饮 料										
COCA-COLA	US	19.0	18.8	16.8	5.6	133215	31944	27.5	18.2	5.7
PEPSICO	US	17.4	17.0	15.2	6.5	99634	43251	35.1	11.9	4.3
FOMENTO ECON	MX	33.2	23.6	18.5	2.9	16945	15208	10.1	4.0	7.8
汇源果汁	CH	N/A	N/A	40.8	1.4	921	406	1.9	3.2	-5.1

	名称	国别	滚动 PE	PE09	PE10	PB	市值	营收	ROE	利润率 %	月市值 变动%
	承德露露	CH	42.6	35.6	28.4	7.6	650	217	19.5	7.3	6.9
肉类 加工	HORMEL FOODS	US	15.2	14.4	13.2	2.4	5155	6534	16.6	5.2	2.9
	TYSON FOODS	US	50.4	12.9	11.5	1.1	4746	26704	-11.5	-2.0	-0.3
	双汇发展	CH	35.6	30.7	28.2	11.3	4388	3736	30.6	2.7	3.3
	雨润食品	CH	23.2	22.7	19.5	5.1	4279	1673	24.3	8.7	11.6
	SMITHFIELD FOODS	US	N/A	N/A	13.5	0.9	2688	12488	-6.8	-1.5	17.7
	SANDERSON FARM	US	21.4	10.5	9.6	2.1	859	1724	-11.4	-2.5	11.2
乳业	NESTLE	SZ	10.2	17.0	15.8	3.6	179143	101810	34.9	16.4	3.4
	UNILEVER	NE	16.3	16.7	15.2	5.3	95999	59605	45.0	12.4	4.9
	KRAFT FOODS	US	13.4	13.4	12.3	1.8	39248	42201	11.7	6.9	-1.7
	DANONE	FR	14.8	16.0	15.5	2.1	39606	22387	14.9	8.6	-1.0
	SAPUTO	CA	19.2	17.3	15.5	3.2	5895	5190	15.5	4.8	4.9
	PARMALAT	IT	10.5	17.5	20.0	1.1	5012	5752	24.6	17.2	4.9
	YAKULT HONSHA	JN	45.1	47.3	39.1	2.2	5402	2932	5.1	3.9	14.4
	DEAN FOODS	US	9.7	10.2	9.7	2.4	3032	12455	60.3	1.5	-1.2
	蒙牛乳业	HK	N/A	30.8	26.0	6.3	5916	3435	-19.8	-4.0	11.4
	伊利股份	CH	N/A	36.9	29.0	6.6	3200	3100	-48.2	-7.8	8.7
	光明乳业	CH	N/A	60.1	46.0	4.4	1340	1056	-13.1	-3.9	14.3
其他	GENERAL MILLS IN	US	15.9	15.3	14.1	4.2	22511	14691	22.9	8.9	4.0
	KELLOGG	US	16.1	16.6	14.7	10.9	20094	12822	57.8	9.0	1.4
	HJ HEINZ	US	16.3	15.4	14.3	7.1	13686	10148	59.4	9.1	5.9
	CADBURY	GB	40.4	21.7	18.8	3.5	17979	9970	9.5	6.8	4.3
	康师傅控股	CH	39.5	37.7	30.6	10.3	14526	4272	23.3	6.1	14.6
	统一食品	CH	50.6	24.1	21.0	3.0	2550	1330	6.3	3.7	5.0
	中国食品	HK	37.5	29.3	22.9	3.8	2626	1829	10.0	3.4	27.9
	安琪酵母	CH	45.8	38.3	29.6	8.5	1225	187	12.6	8.0	14.9
	三全食品	CH	50.9	44.0	35.7	4.6	602	198	13.7	5.8	14.5
	思念食品	CH	14.9	12.0	10.0	0.7	307	306	7.9	10.4	6.9

资料来源：BLOOMBERG，注：分类别按市值降序排列；市值、主营收入的单位统一为百万美元；主营收入、利润率、ROE 数据统一为最近财政年度数据；PE、PB 数据按 12 月 5 日价格计算

附一：2009 年 1-10 月份行业产量价格数据

注：国家统计局 09 年 1-9 月份食品饮料行业产量数据及 1-8 月份食品饮料行业收入利润数据请参阅《食品饮料业 2009 年四季投资策略度-理性消费，理性投资》2009/10/27。

白酒产量增速持续创新高。10 月当月增速均为 25.8%，累计增速则创多年来新高达 24.0%。川酒继续高速增长，10 月同比增速达 47.0%，累计增速 41.8%。白酒主产区山东累计同比增速 26.4%，也高于行业增速。湖南自 6 月起产量增速连续在 100%以上。

葡萄酒产量增速持续加快，10 月同比增 32.9%，累计同比增长 18.1%。跟踪的省份看山东 1-9 累计增速提高为 13.4%，新疆显著提升，累计同比由 1-9 月的 1.8%提高至 20.9%。天津则自 8 月 7.8%的高点回落至 3.8%。

黄酒增速维持在 15%左右，上海、浙江依然平淡。10 月全国累计同比增长 14.5%，上海和浙江 1-10 月累计同比分别为 -3.1%和 4.2%，低于行业增速。

啤酒产量增速提高至 7%，广东增速有望逐月提高。10 月全国单月增速 8.1%，累计增速 7.0%。燕京优势区域显著不及青啤主产区增长迅猛。北京、福建、广西市场，增长最快的广西累计增速也仅为 12.5%，而青啤山东累计增速达 26.3%。鉴于 08 年末广东地区大规模回乡潮的原因，我们认为广东 09 年四季度增速将继续逐月提高。

乳业“三聚氰胺”事件一周年后实现全面正增长。10 月份乳制品当月增速均为 44.1%，液态奶当月增速 46.9%。绝对额看也比 07 年同期有明显增长。地区增长结构上则有变化，内蒙古回升最为迅猛，乳制品和液态奶 10 月增速 81.4%和 89.1%，产量已超越 07 年同期。黑龙江增速则开始下滑，乳制品和液态奶 10 月增速 -1.7%和 -12.1%，液态奶产量甚至低于 07 年同期；上海地区小幅增长，但产量仍不及 07 年同期。

鲜冷藏冻肉产量增速继续保持高位。10 月全国累计增速为 35.8%，其中山东增速 26.8%，四川增速 36.9%，河南增速 56.3%。分冷鲜肉和冻肉分别计，10 月冷鲜藏肉的累计增速为 38.3%，冻肉增速为 22.7%，环比保持稳定。

表3、各子行业2009年1-10月产量

白酒			葡萄酒			黄酒		
	产量	增速		产量	增速		产量	增速
全国	550.9	24.0%	全国	71.04	18.1%	全国	82.4	14.50%
四川	119.93	41.8%	山东省	27.23	13.4%	上海	8.6	-3.07%
贵州	10.74	-25.9%	天津市	3.51	3.8%	浙江	46.7	4.24%
			新疆区	0.91	20.9%			
乳制品			液态奶			啤酒		
	产量	增速		产量	增速		产量	增速
全国	1593.2	10.2%	全国	1355.5	10.6%	全国	3799.42	7.0%
内蒙古	309.7	2.9%	内蒙古	284.9	2.6%	北京	148.24	5.7%

黑龙江	146.5	2.3%	黑龙江	93.1	-4.6%	广西	112.34	12.5%
上海市	33.9	4.6%	上海市	30.4	3.4%	福建	171.71	-1.1%
鲜冷藏冻肉			速冻米面食品			山东	438.24	26.3%
产量			产量			广东	297.36	9.4%
增速			增速			陕西	84.05	8.1%
全国	1515.7	35.8%	全国	191.7	14.0%	单位：万吨		
山东	335.7	26.8%	河南	137.3	17.2%			
四川	275.9	36.9%						
河南	160.3	56.3%						

资料来源: 国家统计局, 注: 乳业中伊利、蒙牛看内蒙古、黑龙江, 光明乳业看上海; 白酒中五粮液、泸州老窖看四川, 贵州茅台与贵州省产量增速差异大, 实际上贵州产量的降低更有利于茅台; 啤酒中青岛啤酒看山东、广东、陕西, 燕京啤酒看北京、广西、福建; 葡萄酒中张裕看山东, 王朝看天津, 新天国际看新疆。不过产量数据对于大众品(啤酒、乳业、肉类)行业更重要, 对于高端品(白酒、红酒、黄酒)意义不大, 仅作参考。

蒸馏酒

白酒产量

图 7、全国白酒产量



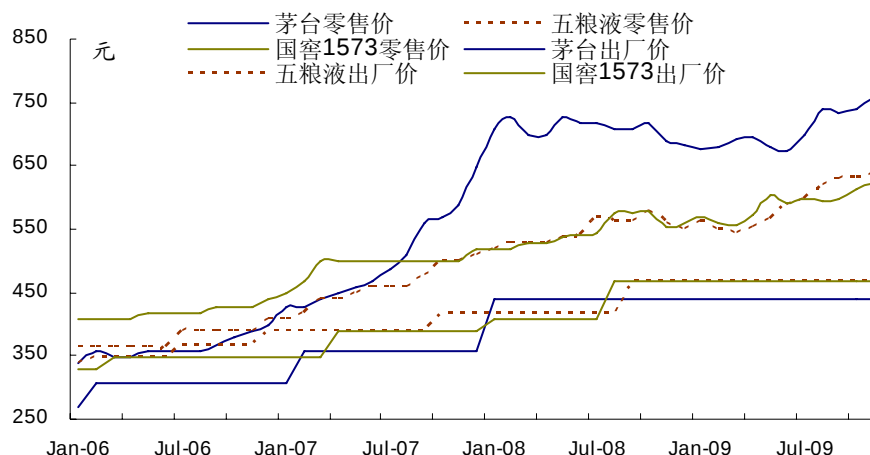
资料来源: 国家统计局

白酒价格

11 月份白酒终端价和批发价再次提升。11 月以来高端白酒终端价格又略有提升, 茅台终端均价与出厂价差已经拉到 320 元, 提价之弓已然张满。五粮液对团购价提高了 20 元, 而国窖 1573 的批发指导价也上调 50 元, 水井坊也上调商超终端指导价。

价格图解读方式主要有横纵两方面:

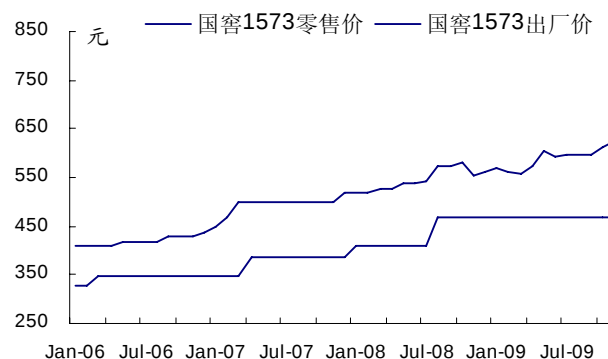
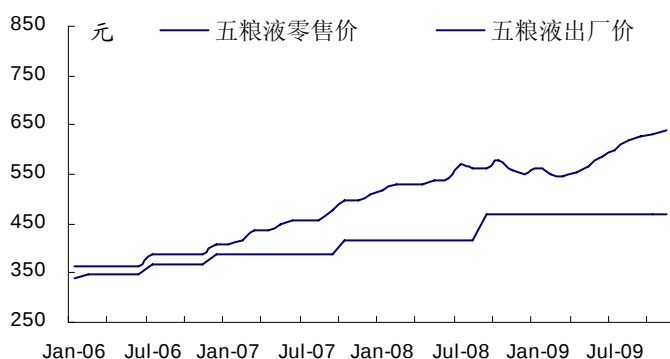
图 8、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较总图（2009 年 11 月）



资料来源：招商证券研究

图 9、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图一

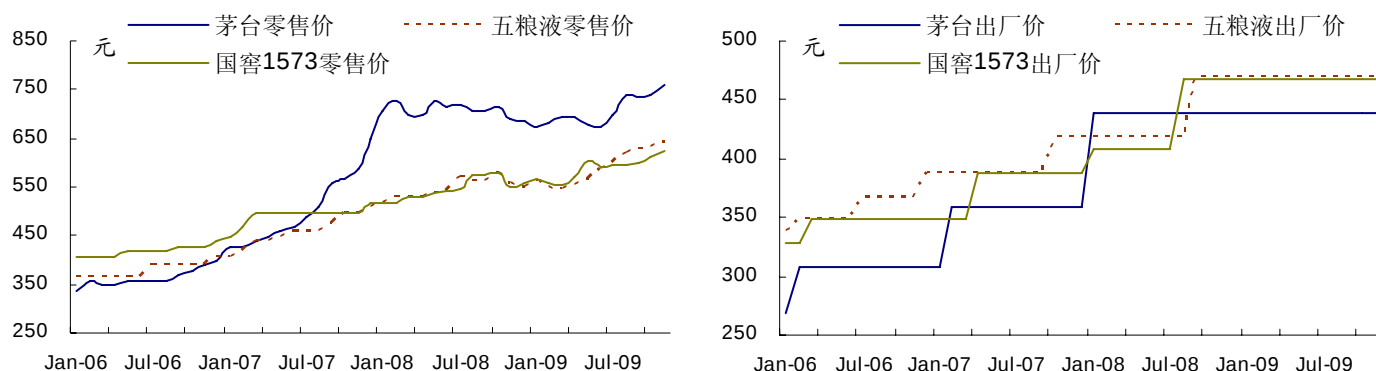
纵比：同一品种零售价格与出厂价格相对照。一可观察其价差情况，把握公司的提价空间，二可观察二者涨跌变化谁先谁后，是出厂价格提高来推动零售价格上涨，还是零售价格先行上涨腾出出厂价格上调的空间；



资料来源：招商证券研究

横比：三酒品零售价格横向比较、出厂价格横向比较。零售价格反映市场供求关系，零售价格高低（配合上销量）能反映各酒种的品牌竞争力。出厂价格是团购客户能拿到的价格。

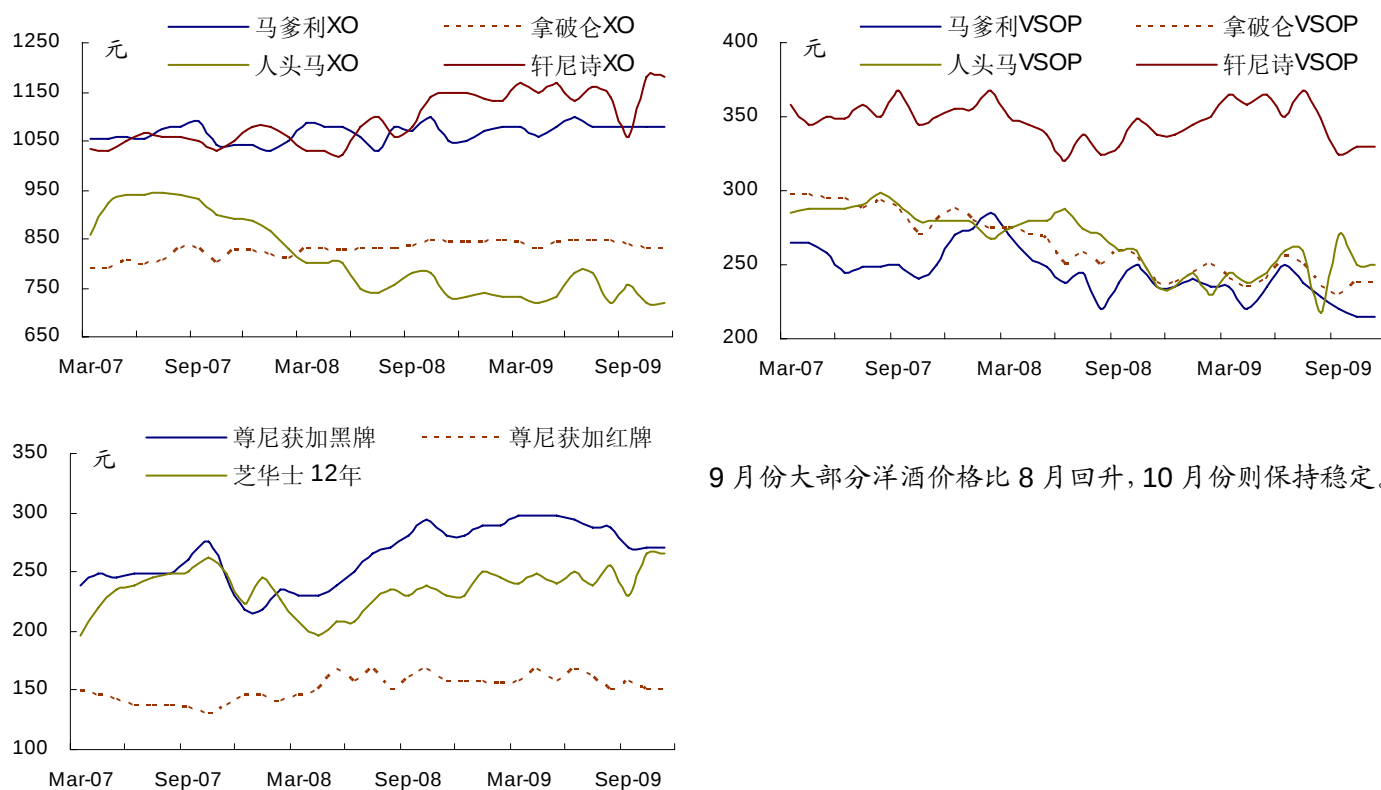
图 10、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图二



资料来源：招商证券研究

洋酒价格

图 11、广东地区洋酒价格（截至 2009 年 10 月）

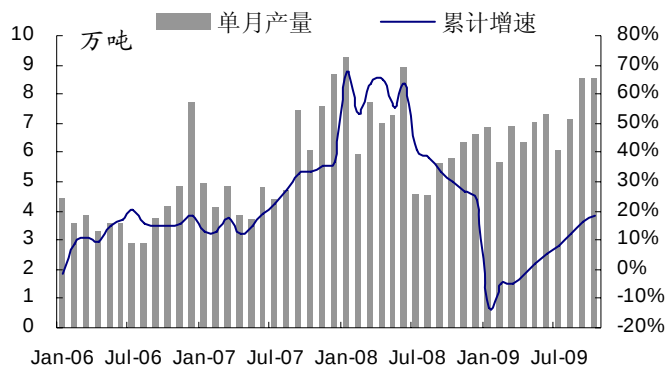


9 月份大部分洋酒价格比 8 月回升, 10 月份则保持稳定。

资料来源：招商证券研究，注：数据是下月 1 日统计

葡萄酒

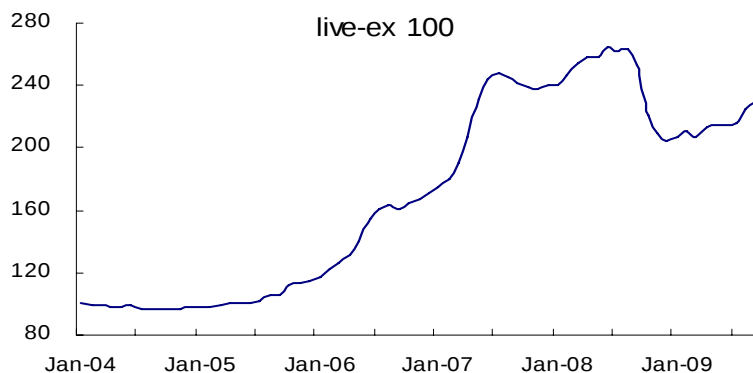
图 12、全国葡萄酒产量



资料来源：国家统计局

Liv-ex 法国葡萄酒价格指数是葡萄酒收藏界最重要的指数，该指数从 08 年 9 月份开始勾头向下，09 年以来企稳，09 年 10 月份指数为 234.3，环比上升 1.9%，自 08 年 10 月以来同比首次正增长 5.7%。

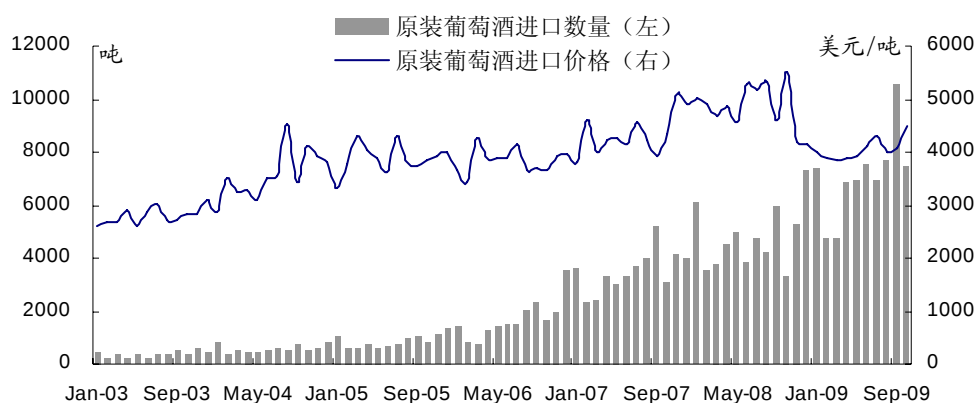
图 13、法国葡萄酒价格指数走势（截止 2009 年 10 月，以 2004 年 1 月为 100）



资料来源：http://www.liv-ex.com/pages/static_page.jsp?pagelid=100

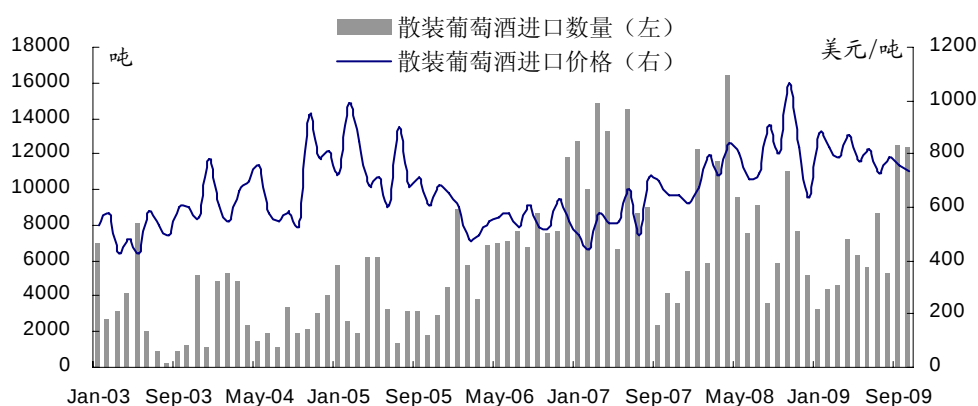
9、10 月份原装酒量增价升，散装酒量增价跌，进口葡萄酒对国内影响进一步显现。09 年 1-10 月进口原装葡萄酒量同比增长 57.0%，价格同比下降 18.1%，进口散装葡萄酒量同比下降 24.5%，降幅收窄，价格同比下降 2.5%。

图 14、我国进口原装葡萄酒量价情况（截止 2009 年 10 月）



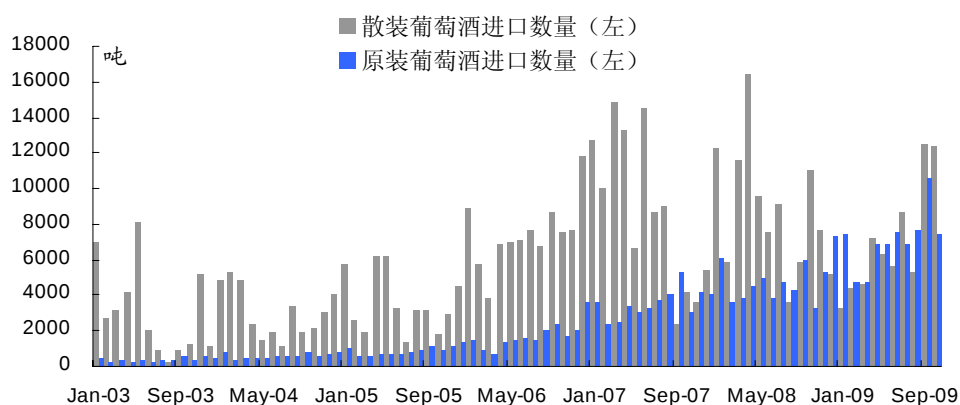
资料来源：国家海关总署

图 15、我国进口散装葡萄酒量价情况（截止 2009 年 10 月）



资料来源：国家海关总署

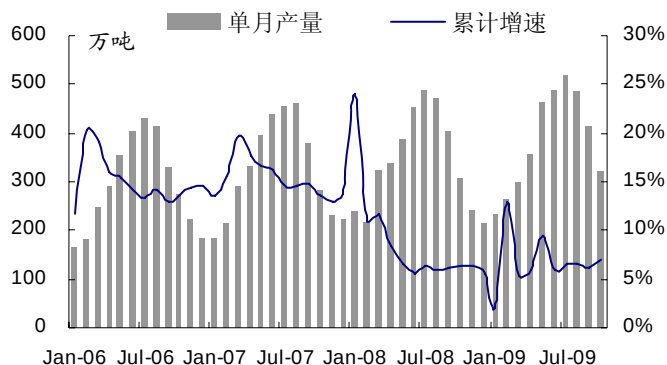
图 16、我国进口原装散装葡萄酒量对比（截止 2009 年 10 月）



资料来源：国家海关总署

啤酒

图 17、全国啤酒产量



资料来源：国家统计局

图 18、澳大利亚大麦季度出口价格（离岸价）

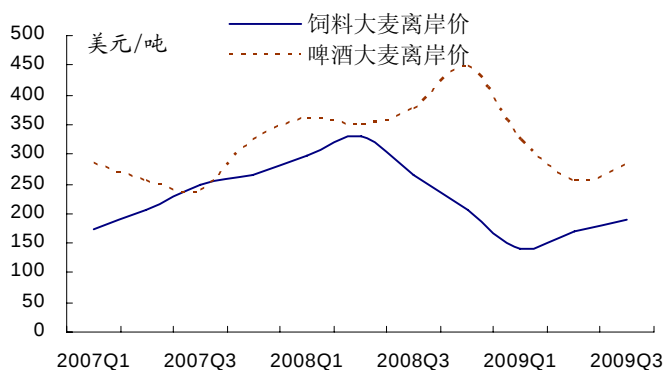


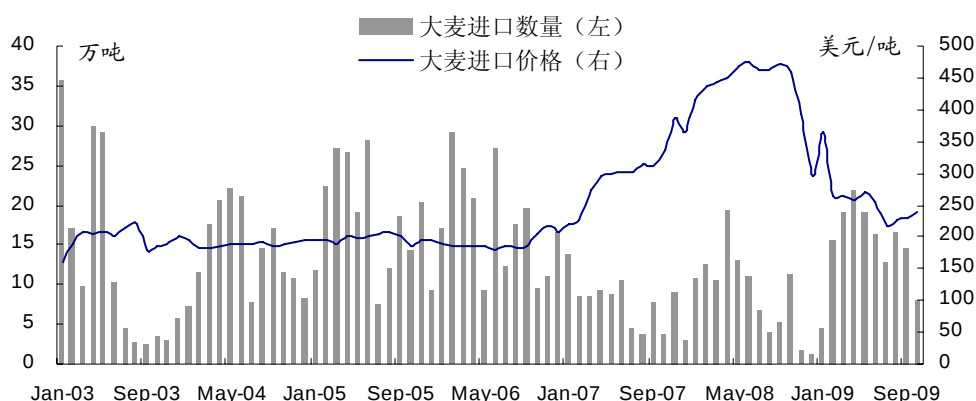
图 19、加拿大温尼伯交易所大麦期货价格



资料来源：澳大利亚小麦局（价格有一定滞），BLOOMBERG，招商证券

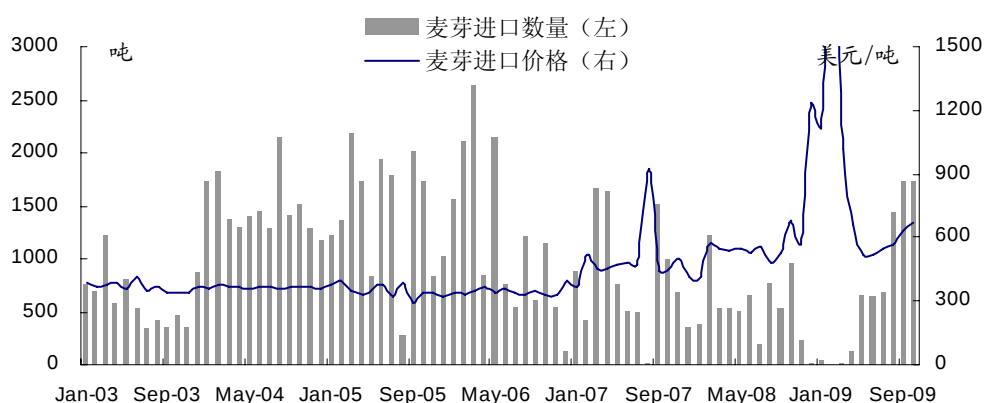
10 月进口大麦价格低位略有回升，进口量同比下降，啤酒企业在前期价格低位大量进口大麦和麦芽，基本可确保 2010 年上半年成本处于低位。09 年 1-10 月我国大麦进口量累计增速 42.1%，进口价格累计下跌 44.2%。10 月份大麦进口价格 239 美元/吨，同比下跌 48%，进口数量下降 29%。1-10 月我国麦芽进口量累计增速 116.6%，进口价格涨幅 5.2%。10 月份麦芽进口价格 671 美元/吨，同比-0.9%，进口数量增速 80%。

图 20、我国进口大麦量价（截止 2009 年 10 月）



资料来源：国家海关总署

图 21、我国进口麦芽量价（截止 2009 年 10 月）

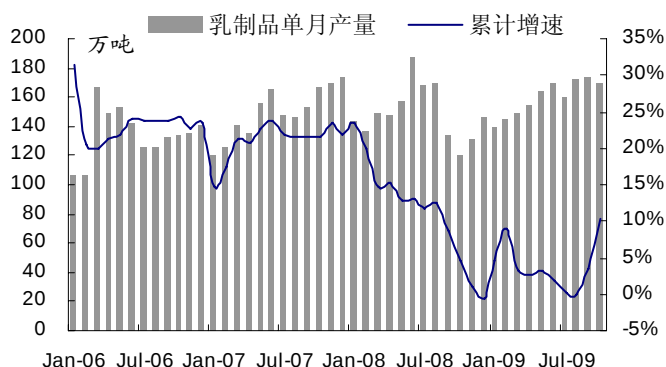


资料来源：国家海关总署

乳业

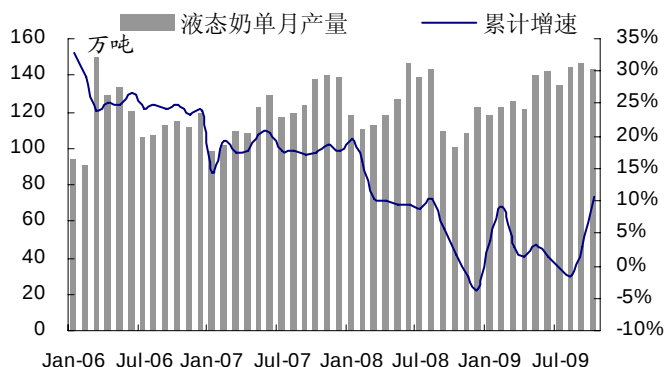
产量

图22、全国乳制品产量



资料来源：国家统计局

图23、全国液态奶产量

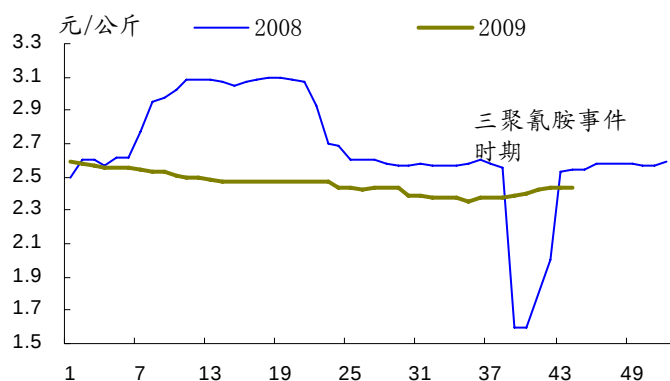


资料来源：国家统计局

1-10 月进口奶粉价格尚在低位，进口数量依旧保持高位，但 8 月以来国际奶粉交易价快速上涨。10 月份国内进口脱脂奶粉和全脂奶粉量同比增幅分别为 18%和 259%，进口价格约为 2100 美元/吨。但 8 月以来环太平洋乳品交易价格则已快速上涨到 3500 美元/吨。

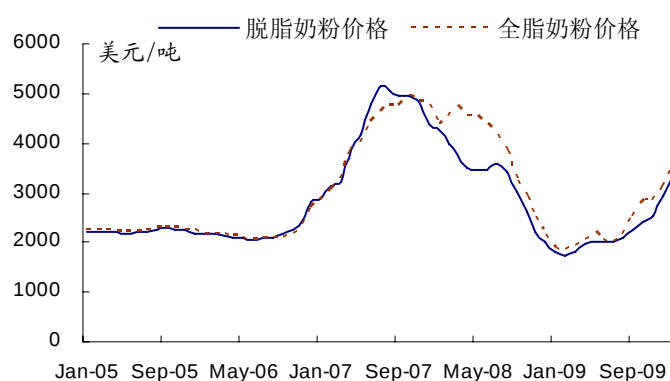
国内原奶价格走势相对低迷，预期未来将快速上扬。尽管媒体有称内蒙古原奶价格已涨到 3 元/公斤，但农业部发布的数据仍然不到 2.5 元，考虑到进口奶粉价格有可能快速反弹，国内原奶价格也非常有可能快速上扬。

图24、我国内蒙古原奶周价格（截至2009.11）



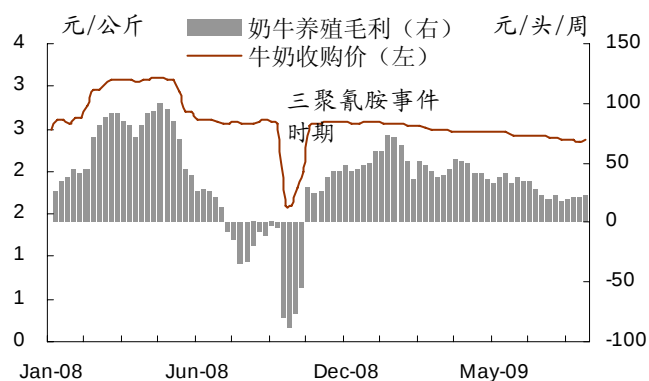
资料来源：农业部

图25、环太平洋地区乳品交易价格趋势（截至2009.11）



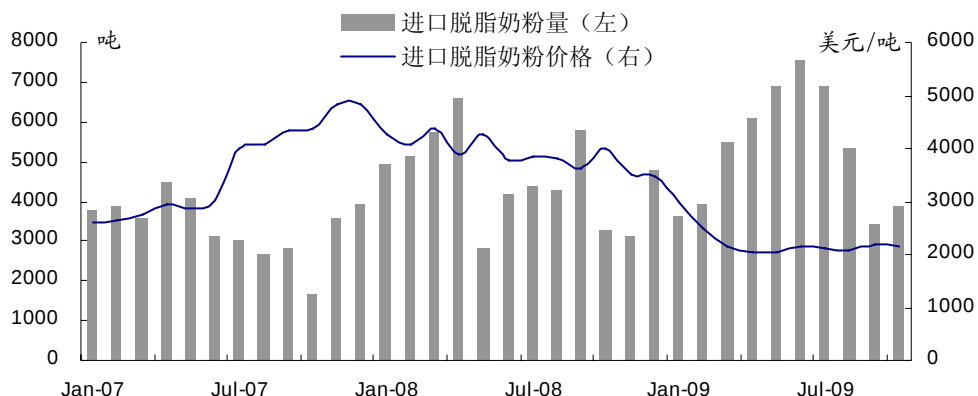
资料来源：USDA

图26、我国内蒙古奶牛养殖毛利（截至2009.10）



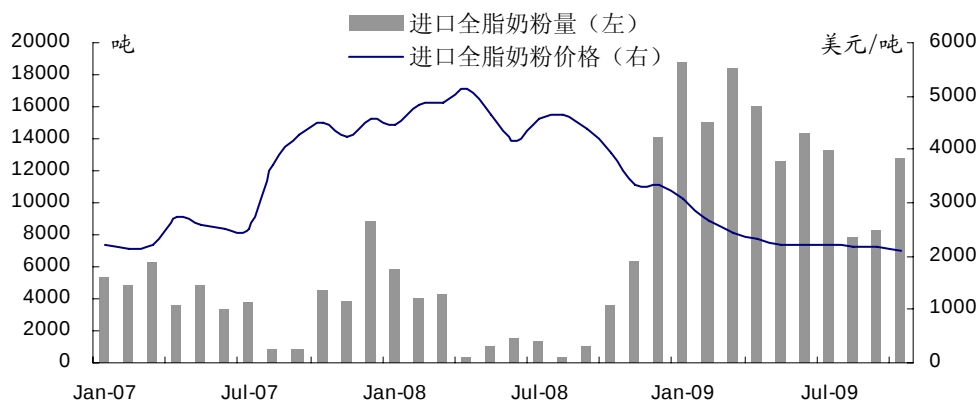
资料来源：农业部

图 27、我国进口脱脂奶粉量价情况（截止 2009 年 10 月）



资料来源：国家海关总署

图 28、我国进口全脂奶粉量价情况（截止 2009 年 10 月）



资料来源：国家海关总署

肉类行业

图 29、全国鲜冷藏冻肉产量

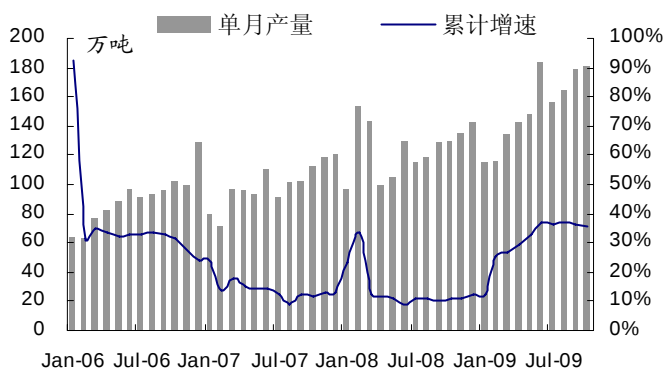


图 30、山东鲜冷藏冻肉产量

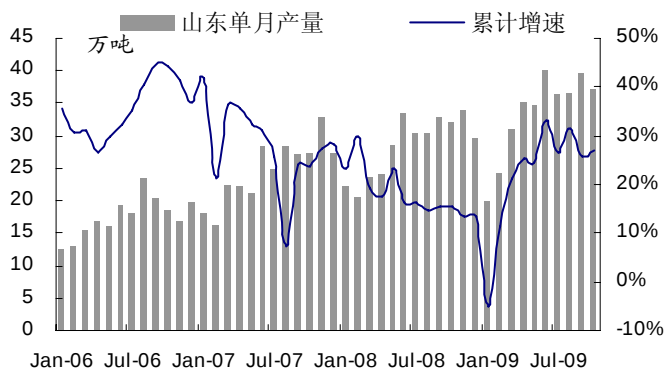


图31、四川鲜冷藏冻肉产量

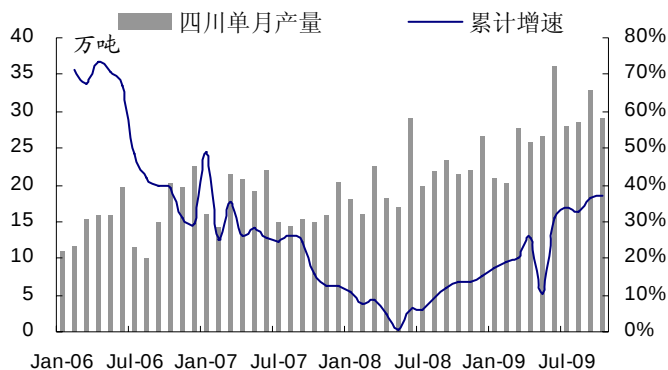
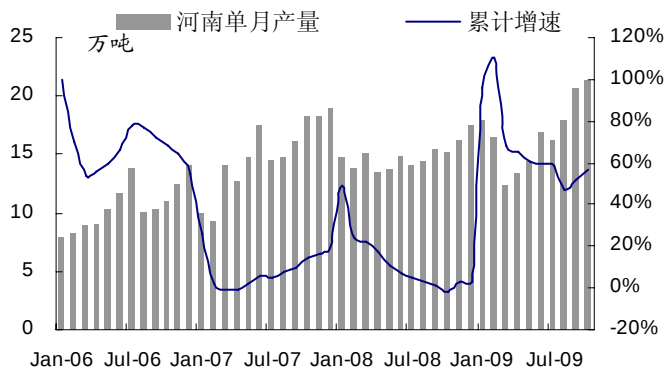


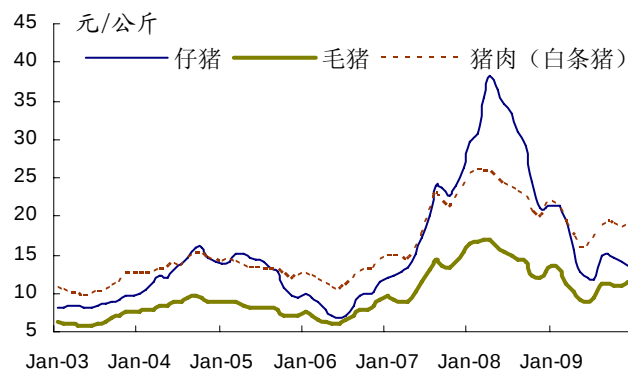
图32、河南鲜冷藏冻肉产量



资料来源：国家统计局，注：08年增速是统计局直接公布值，09年产量增速值是冷鲜藏肉和冻肉量追溯加总后的比值

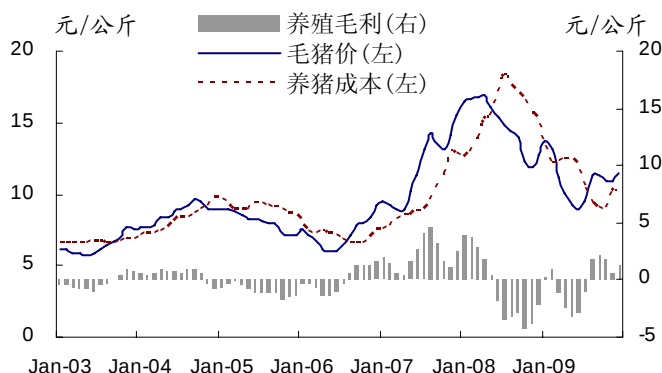
猪价在国庆之后有所调整，但随着春节的临近，猪价开始抬头向上。养殖仍处于微利状态，预计未来能稍有改善，屠宰利润较为乐观。

图 33、全国仔猪、活猪、猪肉价格走势（截至 2009.10）



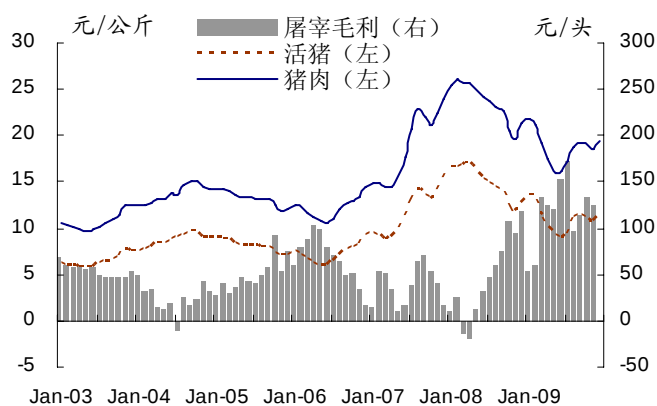
资料来源：农业部

图 34、全国生猪养殖业毛利变化



资料来源：农业部、招商证券研发中心

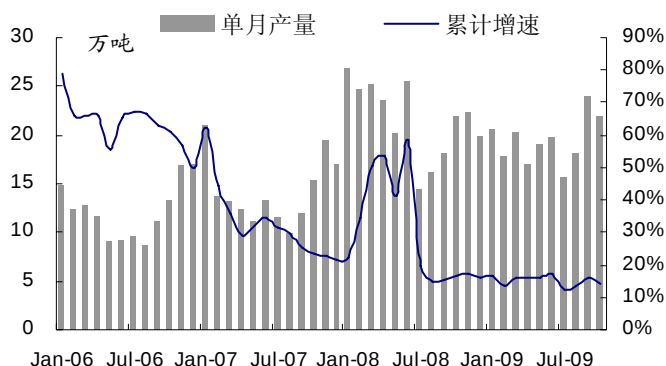
图 35、全国生猪屠宰业毛利变化



注：我们弃用业内广泛使用的猪粮比数据

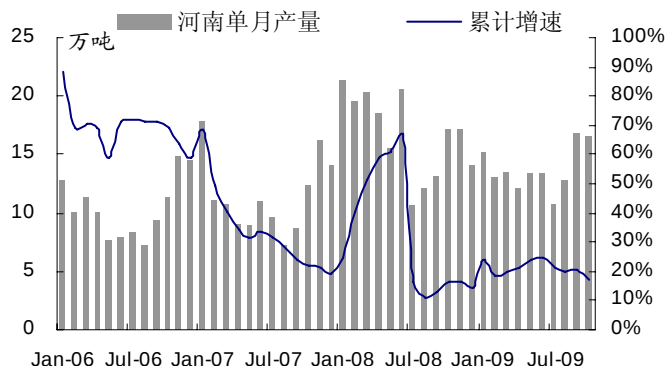
速冻米面食品和酵母制品

图36、全国速冻米面食品产量



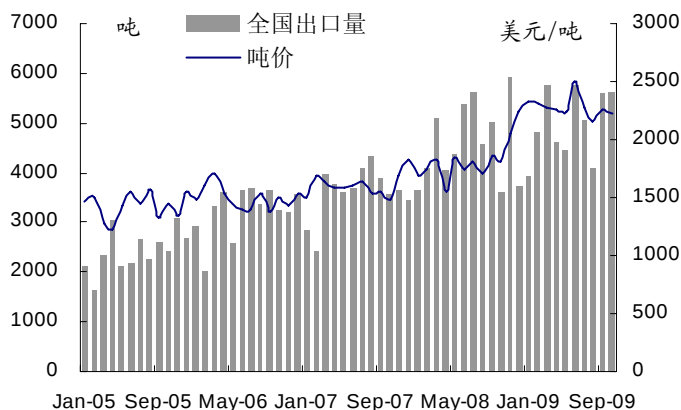
资料来源：国家统计局

图37、河南速冻米面食品产量



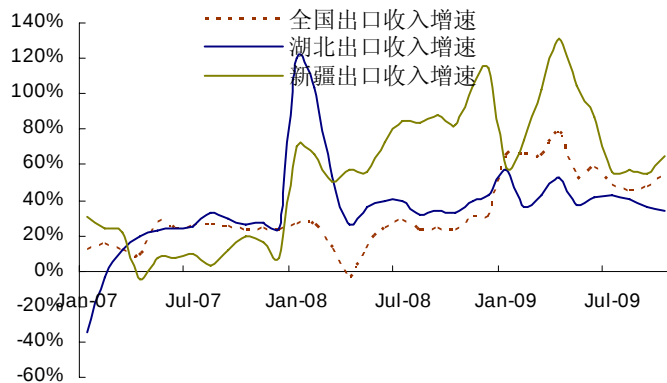
资料来源：国家统计局

图38、全国活性酵母出口量价



资料来源：国家统计局

图39、全国、湖北、新疆的活性酵母出口收入增速



资料来源：国家统计局

速冻米面食品增速依旧平稳，酵母出口增速高位增长。全国活性酵母出口自09年以来逆势快速增长，10月份继续高位增长，销量增速达104%，累计收入增速54%，其中湖北累计收入增速仍达35%以外，09年下半年以来新疆、广西等地出口快速放大，新疆10月出口量增长200%，累计收入增速65%，广西则在9月起出口猛增。

附二、部分集团公司协会数据，仅供参考

工业销售产值增速

10月份白酒中山西汾酒是增长亮点，红酒则普遍继续回升，长城今年以来表现相当优异，王朝则不太好看，但11月股价倒是上涨不少，威龙今年增长不错，据我们了解威龙在山东收入仅1亿元，在浙江却达到6亿，几乎是温州市场养活了威龙。啤酒进入淡季，数据意义不大。双汇和恒顺醋业的10月数据表现较佳。

表 4、部分公司协会销售产值“累计增速”

	May-09	Jun-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Oct-09
白酒						
贵州茅台	27.13%	19.41%	22.38%	24.83%	22.76%	19.01%
山西汾酒	61.38%	65.90%	71.40%	64.94%	44.78%	45.95%
伊力特	23.96%	21.06%	14.22%	19.20%	22.22%	20.48%
西凤酒	71.08%	61.87%	68.59%	71.84%	74.24%	77.95%
酒鬼酒	0.46%	24.16%	39.22%	46.39%	37.97%	32.81%
老白干	27.43%	35.34%	41.86%	1.14%	-4.07%	12.69%
沱牌	-19.08%	-25.72%	-23.55%	-13.35%	-6.84%	-4.84%
双沟	32.68%	45.18%	53.36%	50.66%	57.55%	67.23%
葡萄酒						
张裕	-34.90%	-33.50%	-28.30%	-7.82%	-4.00%	-2.79%
王朝	-17.30%	-18.80%	-20.60%	-20.82%	-17.64%	-18.48%
ST 中葡	-41.80%	-31.90%	-32.40%	-27.78%	-21.42%	-17.04%
通葡股份	-31.50%	-16.90%	-18.50%	-28.61%	-25.42%	-24.51%
沙城长城	-9.68%	-6.64%	-7.34%	-0.11%	9.13%	14.00%
烟台长城	117.47%	84.67%	68.95%	60.26%	51.07%	45.79%
烟台威龙	1.82%	16.82%	22.25%	20.16%	18.17%	15.02%
啤酒						
青啤山东	12.10%	15.50%	16.80%	16.07%	15.27%	15.61%
燕京北京	1.80%	1.50%	4.90%	8.36%	11.62%	11.61%
珠江广东	-24.50%	-17.10%	-16.80%	-19.52%	-17.74%	-18.97%
雪津福建	-17.10%	-19.80%	-16.80%	-14.06%	-12.19%	-12.54%
燕京漓泉	24.00%	26.80%	25.50%	27.24%	29.61%	29.40%
燕京惠泉	9.79%	7.63%	7.53%	8.74%	9.19%	7.92%
重啤重庆	15.90%	11.40%	9.00%	8.78%	10.47%	8.74%
华润沈阳	37.40%	46.50%	27.80%	30.39%	30.21%	28.56%
华润蓝剑	19.80%	26.20%	32.90%	36.45%	42.97%	43.37%
啤酒花	38.00%	29.40%	22.90%	25.71%	26.50%	28.46%
西藏发展	60.40%	61.10%	61.20%	60.98%	55.08%	51.20%
乳业						
光明（母）	-0.40%	1.80%	-0.30%	0.86%	6.36%	9.18%
完达山	23.24%	37.90%	39.23%	41.77%	30.84%	29.81%
肉制品						
双汇发展	-6.10%	-5.10%	-2.90%	-2.26%	-2.20%	-0.04%
调味品						
恒顺醋业	-8.00%	-2.90%	3.50%	6.87%	8.58%	11.75%
软饮料						
承德露露	-38.94%	-42.93%	-32.32%	-25.76%	-18.84%	-21.90%

资料来源：招商证券研究、行业协会

表 5、部分公司协会销售产值“单月增速”

	May-09	Jun-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Oct-09
白酒						
贵州茅台	45.70%	21.40%	38.70%	40.25%	11.42%	-28.02%
山西汾酒	20.70%	92.40%	114.50%	30.54%	-14.93%	57.98%
伊力特	-1.60%	4.20%	-28.00%	100.44%	216.89%	10.48%

	May-09	Jun-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Oct-09
西凤酒	289.00%	36.40%	131.80%	88.35%	108.52%	119.68%
酒鬼酒	44.50%	100.90%	730.30%	102.89%	-41.63%	-0.93%
老白干	8.50%	307.70%	201.90%	-65.97%	-18.20%	865.79%
沱牌	-65.30%	-48.18%	21.39%	201.70%	110.91%	13.99%
双沟	63.35%	121.37%	128.55%	35.06%	135.06%	235.06%
葡萄酒						
张裕	-17.70%	-25.70%	31.90%	92.77%	32.21%	8.93%
王朝	239.90%	-33.30%	-51.80%	-23.94%	8.83%	-27.84%
ST 中葡	-61.40%	45.70%	-34.90%	17.49%	149.32%	44.99%
通葡股份	8.30%	93.30%	-29.60%	-82.88%	-1.78%	8.54%
沙城长城	-57.43%	8.72%	-12.85%	99.28%	107.66%	118.41%
烟台长城	99.03%	9.16%	13.39%	16.91%	4.45%	13.88%
烟台威龙	1.56%	97.54%	63.52%	1.37%	1.44%	-16.99%
啤酒						
青啤山东	27.70%	29.20%	23.00%	11.94%	9.80%	20.10%
燕京北京	22.00%	0.50%	19.80%	30.25%	41.02%	11.38%
珠江广东	-26.60%	3.00%	-15.20%	-32.58%	-4.08%	-16.59%
雪津福建	0.30%	-15.00%	0.40%	4.73%	2.68%	-15.57%
燕京漓泉	31.10%	40.50%	66.00%	36.22%	45.36%	27.48%
燕京惠泉	8.94%	0.97%	7.11%	15.71%	12.15%	-6.31%
重啤重庆	10.80%	-2.00%	1.00%	8.01%	22.40%	-10.37%
华润沈阳	87.00%	85.80%	21.50%	44.44%	28.93%	11.29%
华润蓝剑	268.90%	64.40%	79.50%	64.87%	115.86%	47.89%
啤酒花	39.90%	7.40%	-5.50%	41.93%	34.29%	54.28%
西藏发展	59.20%	64.40%	61.50%	59.98%	22.75%	21.01%
乳业						
光明（母）	4.70%	12.60%	-10.60%	7.79%	59.49%	44.41%
完达山	19.66%	177.45%	47.63%	58.95%	-27.35%	19.95%
肉制品						
双汇发展	-7.30%	-0.40%	12.20%	1.28%	-1.78%	18.60%
调味品						
恒顺醋业	22.30%	25.10%	62.50%	38.04%	22.01%	43.67%
软饮料						
承德露露	31.77%	-95.07%	251.92%	47.97%	37.98%	-45.20%

资料来源：招商证券研究、行业协会

数据解读方法：

- 1、请与上期月报对照，一方面是了解各公司新月份之变化，另一方面是通过考察上期数据与公司公开资料的差别以推测各公司最新业绩，工业销售产值与收入数据略有差异，但可通过此判断基本销售趋势。
- 2、白酒、葡萄酒、肉类为集团数据，我们取上市公司合并报表数据与之相对照，一般集团销售收入数据大于上市公司合并报表数据，利润数据有相当指导意义。
- 3、啤酒数据为主要生产基地数据，我们取上市公司母公司报表数据、分地区数据与之相对照，一般几个主基地的加总数据能反映公司整体经营情况。
- 4、**产品销售收入与工业销售产值的联系与区别：**销售收入核算的对象、价格、方法与工业销售产值（现行价）一致，区别在于核算范围的不同，1）销售收入一般以是否完成销售即收到货款为依据，包括上期销售在本期收到的货款，不包括本期已销售但未收到的货款，因此遵循的是以产品的实现为计算原则；而工业销售产值反映的是企业的实物运动，以所

有权是否转移为原则，因此不论是否收到货款，都按本期实际销售量计算。2）工业销售产值既包括对外销售的产品和劳务，也包括向本企业内非物质生产部门提供的产品和劳务；而产品销售收入不包括向本企业内非物质生产部门提供的产品和劳务。

参考报告：

1. 《安琪酵母（600298）2010 年酵母营销年会纪要 - 难得的 tenbagger 品种》2009/11/23
2. 《双汇发展（000895）- 资产注入，更待何时》2009/11/10
3. 《ST 伊利（600887）- 业绩增长大超预期，上调评级》2009/10/30
4. 《食品饮料业 2009 年第四季度投资策略 - 理性消费，理性投资》2009/10/27
5. 《糖酒会见闻录（2009 年秋季郑州）之二 - 金种子酒（600199）增长超预期，改制倒计时》2009/10/24
6. 《洋河股份（002304）- 名酒复兴之标杆》2009/10/22
7. 《糖酒会见闻录（2009 年秋季郑州）之一 - 山西汾酒（600809）整体上市、股权激励、引入战略投资者是长远规划》2009/10/19
8. 《食品饮料业 2009 年 8 月月报 - 禁酒驾下的消费抉择》2009/8/31
9. 《保龄宝（002286）- 食品饮料行业背后的“军火商”》2009/8/18
10. 《贵州茅台（600519）- 上半年业绩释放超预期》2009/8/7
11. 《食品饮料业 2009 年 7 月月报 - 改制主题催化 7 月行情》2009/7/31
12. 《燕京啤酒（000729）- 三季度有三大看点》2009/7/28 调高盈利预测
13. 《白酒消费税严格征管点评 - 一线白酒看提价 二线白酒看改善》2009/7/26
14. 《酒鬼酒（000799）- 酒中妙品 鬼斧神工》2009/7/24 调研
15. 《五粮液（000858）- 与进出口公司关联交易解决速度快于预期》2009/7/13
16. 《泸州老窖（000568）- 销售大区股份化开辟新模式》2009/7/8
17. 《安琪酵母（600298）- 具备成为世界级酵母供应商潜质》2009/7/1 深度报告
18. 《食品饮料业 2009 年 6 月月报 - 高端品行情淋漓尽致，大众品中报值得期待》2009/7/1
19. 《山西汾酒（600809）- 量增价涨，业绩可观》2009/6/30 调高评级，调研
20. 《食品饮料业 2009 年中期投资策略 - 大众品正黄金阶段，高端品承通胀预期》2009/6/15
21. 《青岛啤酒（600600）- 华南模式筑基础、收购兼并催化剂》2009/6/5 调研
22. 《食品饮料业 2009 年 2 季度投资策略 - 寻找补涨机会》2009/5/4

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄璐：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。