

食品饮料行业

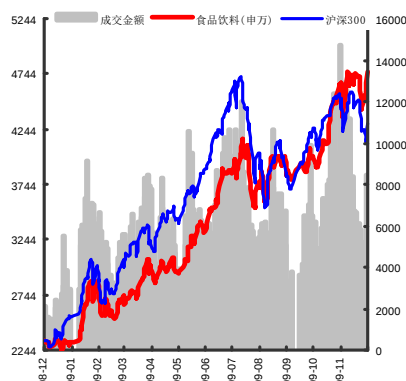
看好

2009 年 12 月 25 日

子行业投资评级

白酒	看好
葡萄酒	看好
啤酒	看好
肉制品	看好
乳品	谨慎看好
黄酒	中性

食品饮料行业近期市场表现



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

消费升级、增长确定、估值提升

——食品饮料行业 2010 年度投资策略

行业研究/策略报告

投资要点:

● **2009 回顾: 增长稳定, 突出防御。**09 年行业整体展现出较好的稳定增长能力, 弱周期特质尽显无余。与此相对, 行业全年市场表现中性, 下半年震荡行情中突显绝佳防御性。

● **消费时代&通货膨胀。**2010 年食品饮料行业将在两大宏观背景下运行: 一是消费时代到来引领的居民消费全面增长与消费升级; 二是通货膨胀引起的原料与产品价格上涨。两方面因素的协同作用将决定行业的整体走势, 总体来讲行业仍将延续其固有的稳定增长, 显示出微瑕下的乐观向上态势, 在经济复苏的助推下, 行业景气度有望加速提升。

● **子行业分析: 高弹性复苏行业最可期待。**伴随着宏观经济复苏和消费旺季到来, 高端白酒与葡萄酒行业表现出高弹性复苏态势, 景气程度明显上升, 未来在经济持续向好与通胀因素的推动下, 有望迎来价升量增的黄金期, 上半年的低基数因素也将助力行业加速反弹, 业绩增长最可期待。啤酒与肉制品等必需消费品行业成本预期仍在可见、可控范围, 规模化优势将助力行业稳定增长。原奶上涨或将挤压乳品行业利润, 农村消费或成行业增长新亮点。

● **估值仍存提升空间。**目前行业相对估值溢价为 1.82 倍, 低于历史平均水平, 仍存提升空间。预计 2010 年在良好业绩增长的助推下, 行业将具有较为强劲的估值修复动力, 有望通过估值提升实现强于大盘 8-12% 的超额收益。

● **投资建议:**2010 年, 伴随经济增长转型重启的消费升级将推动行业迅速发展, 而温和通胀也将为行业带来价格提升的利好影响, 行业稳定高速增长依然可期, 维持行业“看好”评级。可关注以下几方面投资机会:

(1) 关注受益通胀再起与弹性复苏的白酒和葡萄酒企业, 代表企业贵州茅台、五粮液、山西汾酒、张裕 A; (2) 关注持续享受成本优势与规模优势、增长确定性高的大众消费品龙头企业, 代表企业青岛啤酒、燕京啤酒、双汇发展; (3) 此外, 还可关注有望受益世博等事件性概念的 ST 伊利、金枫酒业。

● **风险提示:** 宏观经济二次探底; 食品安全问题爆发等。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

目 录

1.2009 回顾：增长稳定，突出防御	5
2.消费时代&通货膨胀	6
2.1 消费时代渐行渐近引领行业增长与升级	6
2.2 通胀重启，喜大于忧	11
3.子行业分析：高弹性复苏行业最可期待	12
3.1 白酒行业：高端弹性复苏，中端增长可期	12
3.1.1 中端白酒增长迅速，巨大空间有待挖掘	12
3.1.2 高端白酒放量复苏，将是通胀最大受益者	13
3.2 葡萄酒行业：复苏有望加速，行业前景广阔	14
3.2.1 行业复苏进程有望加速	14
3.2.2 发展升级，前景广阔	16
3.2.3 进口葡萄酒冲击加剧	16
3.2.4 新国标实施利好行业长期发展	17
3.3 啤酒行业：成本优势持续发力，推动业绩增长	17
3.3.1 成本优势持续作用，提升行业盈利能力	17
3.3.2 行业竞争加剧，集中化趋势不变	19
3.4 肉制品行业：成本依然可控，稳定增长可期	19
3.4.1 生猪价格温和上涨，成本可控	19
3.4.2 通胀影响亦不足惧	22
3.5 乳品行业：农村消费或成增长新亮点	22
3.5.1 走出困难期，进入新阶段	22
3.5.2 行业仍具巨大发展潜力	23
3.5.3 农村消费或成新的增长点	23
3.5.4 原奶价格上涨，挤压行业盈利能力	24
4.估值仍存提升空间	25
5.投资策略与重点公司	25
贵州茅台（600519）：提价与放量推动业绩稳步提升——买入	26
五粮液（000858）：利空消化，回归业绩——买入	27
山西汾酒（600809）：否极泰来，问鼎中原——买入	28
张裕 A（000869）：广阔的前景，唯一的龙头——增持	28
青岛啤酒（600600）：合理化产品结构，对战准战略市场——增持	29

图表目录

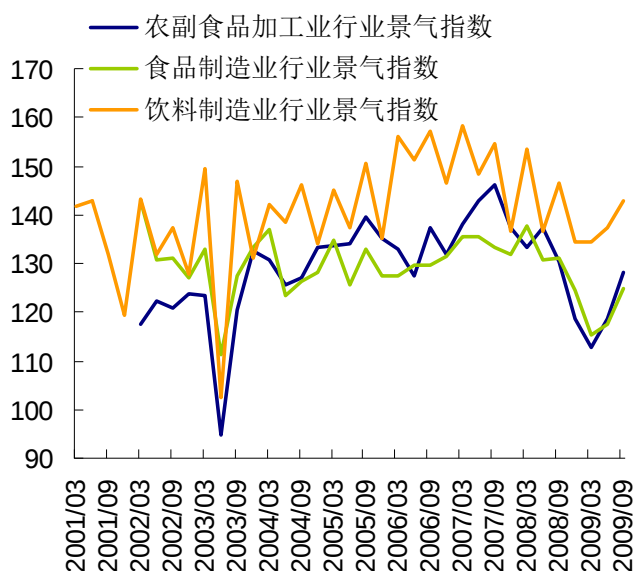
图 1: 食品饮料行业景气指数基本维持高位	5
图 2: 食品饮料行业利润增速	5
图 3: 2009 年上半年食品饮料行业涨幅落后大盘 19.45%	6
图 4: 2009 年下半年食品饮料行业涨幅领先大盘 20.62%	6
图 5: 财政盈余呈上升趋势	7
图 6: 财政收支增速逐步缩窄	7
图 7: 工业企业收入利润增速迅速回升	8
图 8: 食品饮料行业所得税增速由负转正	8
图 9: 农村居民收入增速已超城镇居民收入增速	8
图 10: 居民对未来收入的信心与消费意愿明显上升	8
图 11: 恩格尔系数呈下行趋势	9
图 12: 消费对经济增长的拉动作用逐年提升	9
图 13: 三驾马车对 GDP 增长的拉动	10
图 14: 农村居民收入增速已超城镇居民收入增速	10
图 15: 消费时代影响关系图	10
图 16: 食品饮料行业 PPI 触底回升	11
图 17: 食品饮料各子行业营业成本/利润总额	11
图 18: 中端白酒企业收入增长迅速	12
图 19: 中端白酒净利润涨幅居前	12
图 20: 白酒行业产量及增速	13
图 21: 农村居民酒消费量明显提升	13
图 22: 社会渠道白酒库存处于低位	13
图 23: 高端白酒成本敏感性较低	13
图 24: 高端白酒出厂价与 CPI 正相关且具有刚性	14
图 25: 高端白酒终端价格持续上行	14
图 26: 葡萄酒行业产量增速快速提升	15
图 27: 葡萄酒行业盈利状况明显复苏	15
图 28: 我国葡萄酒人均消费量与全球相比仍存较大差距	15
图 29: 葡萄酒行业占比正稳步提升	15
图 30: 葡萄酒进口价格逐级下行	17
图 31: 葡萄酒进口比重持续增加	17
图 32: 啤酒行业产量及增速	18

图 33: 啤酒成本构成	18
图 34: 进口大麦价格持续下行	18
图 35: ICE 大麦期货价格仍处低位	18
图 36: 冷冻肉成本构成	20
图 37: 低温肉制品成本构成	20
图 38: 肉制品行业盈利能力增强	20
图 39: 生猪出场价格再拾升势	20
图 40: 玉米价格稳步上行	21
图 41: 豆粕价格持续走高	21
图 42: 生猪及能繁母猪存栏量仍处高位	21
图 43: 本轮通胀猪肉价格属被动上涨	21
图 44: 液体乳产量及增速	22
图 45: 乳制品产量及增速	22
图 46: 乳品行业收入增速有所回暖	23
图 47: 乳品行业利润增速明显提升	23
图 48: 我国人均牛奶占有量持续增长	24
图 49: 城镇居民乳品消费量进入稳定期	24
图 50: 食品饮料行业估值溢价仍低于历史均值	25
图 51: 子行业估值	25
表 1: 葡萄原料基地整合情况	16
表 2: 食品饮料各子行业投资评级与理据	26
表 3: 行业重点公司盈利预测及估值情况	30

1. 2009 回顾：增长稳定，突出防御

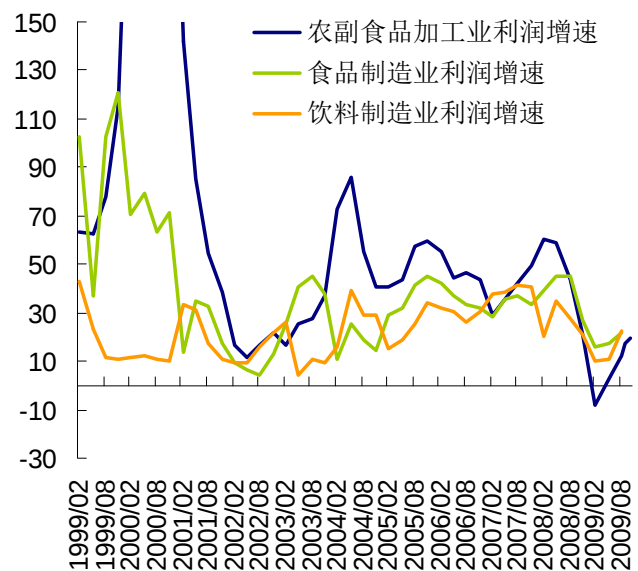
2009 年，食品饮料行业发展波折重重，除去金融危机带来的经济放缓外，从年初的政府缩减公务支出到 4 月的甲流疫情爆发，从 6 月的消费税从严征管再到 8 月起的严查酒后驾驶，桩桩事件均对行业发展提出了严峻挑战。不过，行业整体仍展现出了较好的稳定增长能力，景气指数持续维持高位，食品加工、食品制造及饮料制造业分别实现了 19.8%、28.4% 和 22.73% 的高速增长，行业的弱周期特质尽显无余。从行业内部来看，各子行业增长路径存在一定分化，高端白酒与葡萄酒等可选消费类产品由于与经济存在较强相关度，表现出了前低后高的发展态势；啤酒、肉制品、乳品行业则表现出更多的必需消费品特性，受益于成本下降优势，盈利能力得到全面提升。

图 1：食品饮料行业景气指数基本维持高位



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

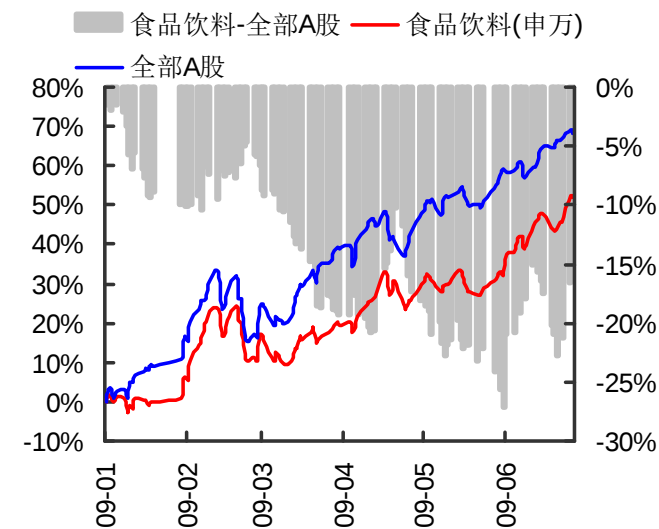
图 2：食品饮料行业利润增速



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

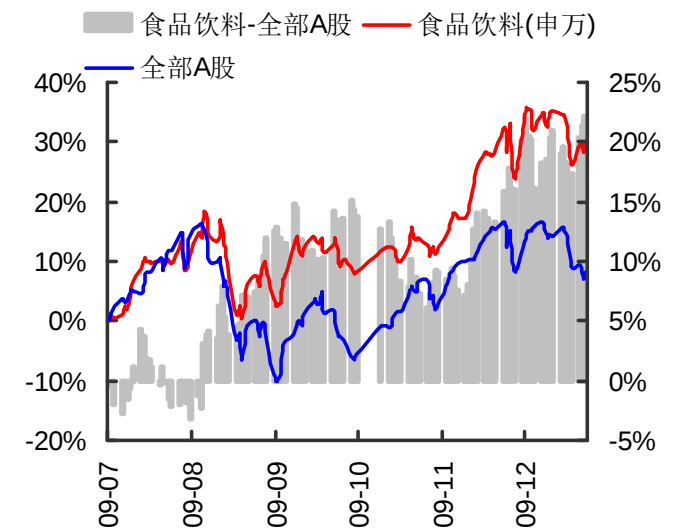
与此相对，食品饮料行业 09 年全年表现中性。虽然未能在上半年气势如虹的市场环境中取得突出表现，涨幅仅列全部 23 个行业中的第 18 位，跑输大盘 19.45 个百分点；但在下半年的震荡行情中却显示出了绝佳的防御性，优势占尽，涨幅一路跃居至第 6 位。尤其是四季度，在旺季因素助推下，行业指数迅速拉升，总体涨幅跑赢大盘 20.62 个百分点。

图 3：2009 年上半年食品饮料行业涨幅落后大盘 19.45%



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 4：2009 年下半年食品饮料行业涨幅领先大盘 20.62%



资料来源：Wind 山西证券研究所

2. 消费时代&通货膨胀

2010 年食品饮料行业将在两大宏观背景下运行：一是消费时代到来引领的居民消费全面增长与消费升级；二是通货膨胀引起的原料与产品价格上涨。两方面因素的协同作用将决定行业的整体走势，总体来讲行业仍将延续其固有的稳定增长，显示出微瑕下的乐观向上态势，在经济复苏的助推下，行业景气度有望加速提升。

2.1 消费时代渐行渐近引领行业增长与升级

如我们在四季度策略中所论述的，消费时代的到来已然渐行渐近。一是调结构、促增长的政策力将引领消费时代到来；二是收入增长与信心恢复支撑消费时代的到来；三是高储蓄率与低消费贡献率为迎接消费时代到来创造了空间。第一点解决了“要做”问题，后两点则说明了“能做”的问题。在消费时代渐行渐近的背景下，作为消费重中之重的食品饮料行业必将从中获益。

2.1.1 政策力引领消费时代到来

商务部报告指出，2010 年世界经济将缓慢复苏，外需难以大幅反弹。在外需持续不振的背景下，“调结构、促增长”，加快从依赖出口、投资拉动经济的增长模式向消费、投资、出口共同协调的经济增长转变将是未来政策的必然选择。12 月初召开的中央经济工作会议已明确指出，以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构

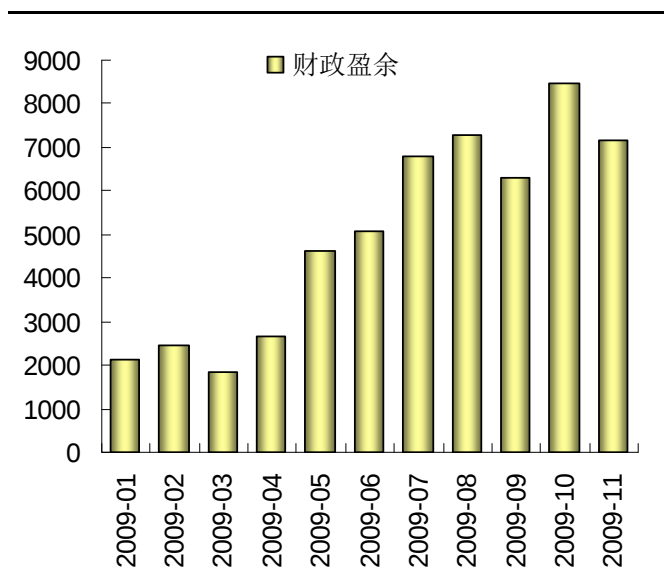
调整取得明显进展的发展方针。政策力将成为引领消费时代到来的重要力量，短期内将通过补贴减税政策引导消费升级，提高消费质量，扩大消费份额；长期则将通过改善分配和投资体制，提高消费倾向，进而实现消费率的最终提升。09 年汽车、家电销售的火爆情形已见证了政策力的强大威力。

就食品饮料行业来讲，虽然其未被纳入十大产业振兴规划中，暂未得到政策力的强力推进，但未来随着促消费覆盖面的逐步扩大，食品饮料消费作为关系民生的最基础领域必将受到政策关注。乳品、肉制品等与百姓消费最为紧密的大众消费品行业将成为最可能受益于政策直接支持的子行业，同时具有健康消费概念的葡萄酒、黄酒行业也将受到政策倾斜。

2.1.2 收入增长，消费信心恢复搭建起消费提升基础

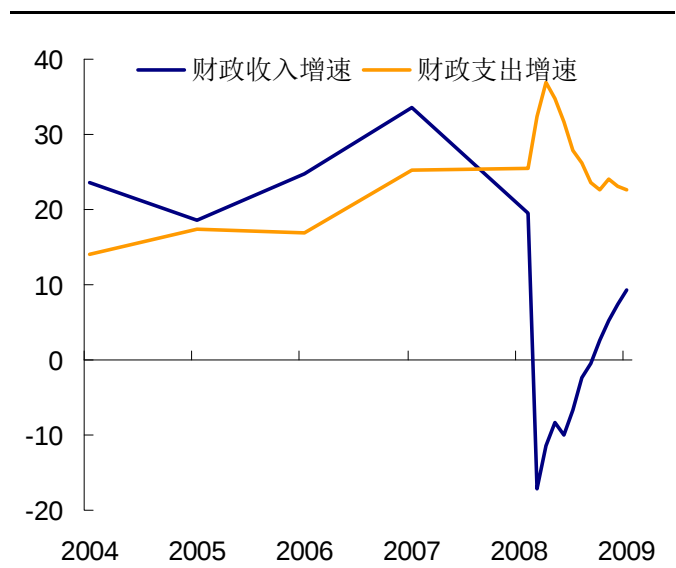
收入的稳定增长与消费信心的恢复是完成消费提升的重要基础。目前，从政府消费、企业消费和居民消费三方面来看，我国消费提升的坚实基础已经形成。

图 5：财政盈余呈上升趋势



资料来源：财政部 山西证券研究所

图 6：财政收支增速逐步缩窄



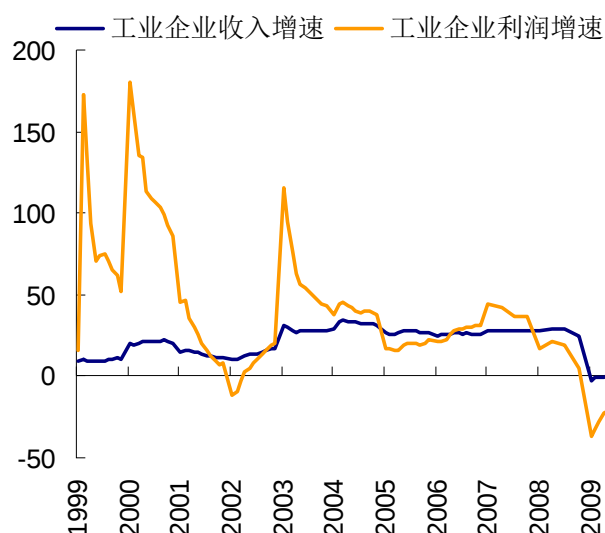
资料来源：财政部 山西证券研究所

➤ 政府消费

09 年初由于 4 万亿投资等财政转移支出，国务院提出缩减政务消费，对政务消费增长造成一定负面影响。不过，根据财政部日前公布的最新数据，前 11 个月全国财政收入累计达 63,393.1 亿元，比去年同期增长 9.2%，已经完成了全年收入预算的 95.7%；而 1-11 月全国累计财政支出只有 56,235.97 亿元，与年初预算支出的 7.5 万亿元相比，仍有将近两万亿元的支出空间，且国家财政盈余呈现逐月上升趋势，财政收支增速缺口逐步缩小，财政收支矛盾已得到明

显缓解。在此背景下，国家通过财政转移支付完成调结构目标，加大对民生领域和社会事业支持保障力度，增加对“三农”、社会保障、居民消费等方面支持力度的空间将明显加大，有助于实现政策力对消费的引导作用；同时，政府支出环境也将得到明显改善，有助于缓解公务消费压力，为政府消费增长提供基础。

图 7：工业企业收入利润增速迅速回升



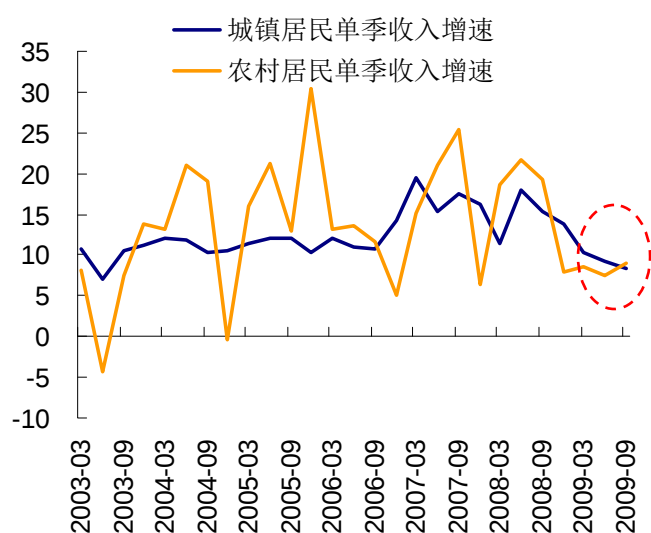
资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 8：食品饮料行业所得税增速由负转正



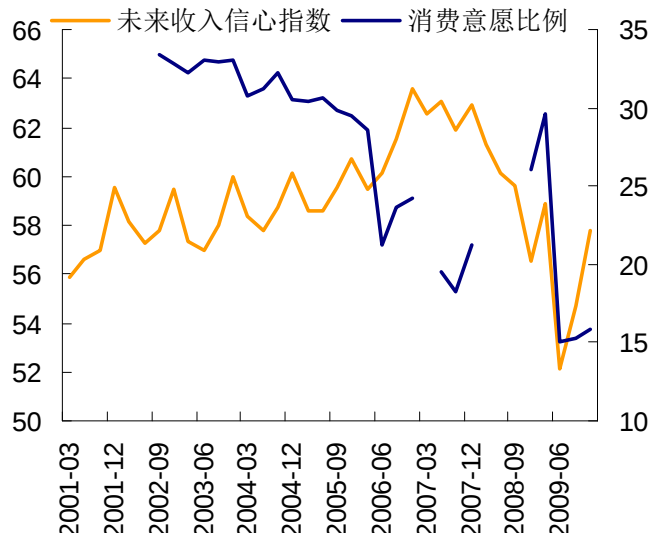
资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 9：农村居民收入增速已超城镇居民收入增速



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 10：居民对未来收入的信心与消费意愿明显上升

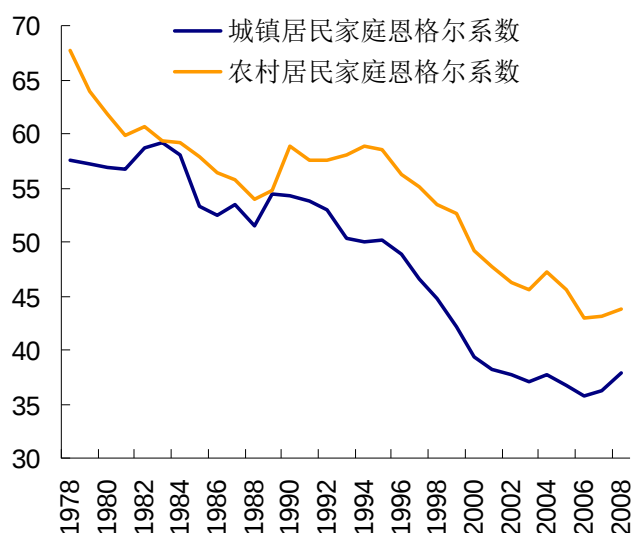


资料来源：中国人民银行 山西证券研究所

► 企业消费

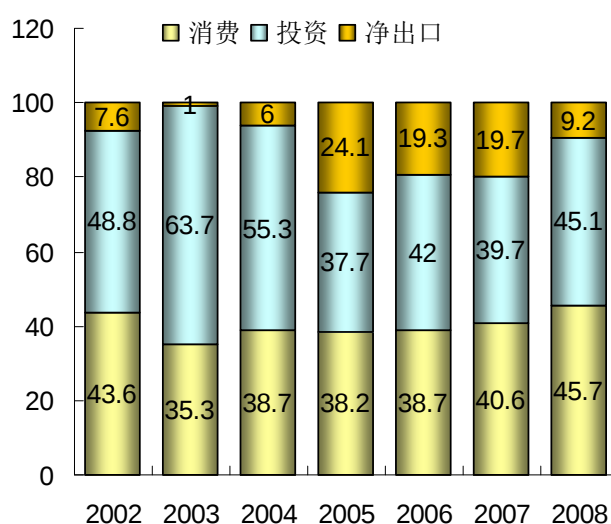
从企业消费方面来看，当前企业经营环境正逐步改善，1-11月工业企业收入、利润增速均呈快速上升趋势，所得税增速也由负转正，企业盈利能力明显好转。随着企业经营的不断向好，商务活动增多，企业层面的宴请与礼节需求将明显增加，企业消费增长的物质与环境基础得到确立。同时，作为连接个人与国家的中间环节，企业业绩的快速增长不仅有益于企业领域的消费增长，对政府与居民消费增长也将有明显的拉动作用，其一方面将通过税收途径进一步增加财政收入，促进政府消费，另一方面则可提高就业率，增加居民收入，促进个人消费的全面提升。

图 11：恩格尔系数呈下行趋势



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 12：消费对经济增长的拉动作用逐年提升



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

► 居民消费

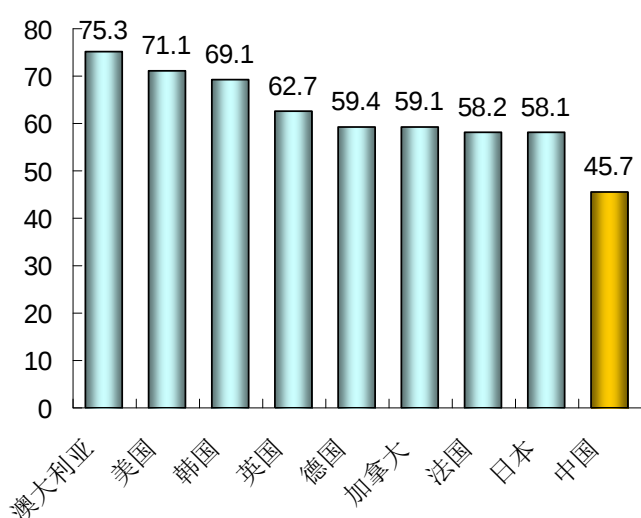
居民消费作为最具发展潜力的力量，将是未来消费提升的重中之重。目前，城镇及农村居民收入均实现了平稳较快增长，且农村居民收入增速已超城镇，居民对未来收入信心明显增强，消费意愿也有所回升。未来，随着经济的逐渐回暖，企业经营情况将进一步好转，居民收入增速有望持续提升。收入的稳定增长以及消费信心的不断恢复将为居民消费增长奠定坚实基础，农村居民收入增速的快速提升也将为行业增长打开广阔的市场空间。此外，自 2000 年以来，恩格尔系数逐步下行，表明居民收入水平不断提高，消费升级持续推进，在此背景下，居民食品饮料消费增长亦将得到促进。

2.1.3 低消费贡献率与高储蓄率为消费提供上行空间

消费、投资、出口是拉动我国经济增长的三驾马车。近些年，随着居民收

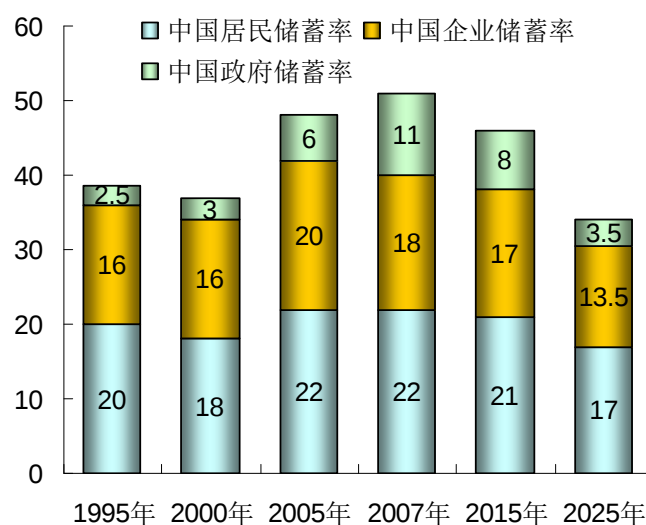
入的不断提高，消费对我国经济增长的贡献率渐呈上升趋势，到 2008 年为止已提升至 45.7%，比 03 年时上升了 10 余个百分点，但其贡献力度与欧美等发达国家相比仍有较大差距，尤其是金融危机爆发以后，在国家全力促增长的背景下，前三季度 7.7% 的 GDP 增长中，消费贡献仅为 4 个百分点，而投资贡献高达 7.3%，这使得我国经济增长的消费动力提升空间广阔。另外，由于长期消费习惯的影响与社会保障的欠缺，我国居民的收入主要转化成了储蓄，而不是即时消费，居民储蓄率高达 20% 以上，亦远高于发达国家水平，随着社保制度的不断完善，居民储蓄有望逐渐向消费转化，增长潜力巨大。

图 13：三驾马车对 GDP 增长的拉动



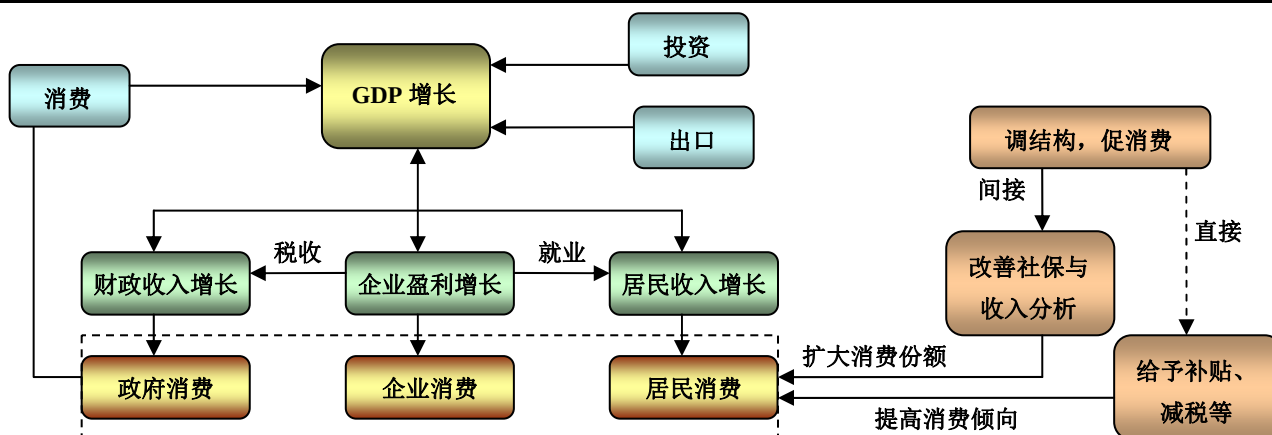
资料来源：Wind 山西证券研究所

图 14：农村居民收入增速已超城镇居民收入增速



资料来源：高盛 山西证券研究所

图 15：消费时代影响关系图



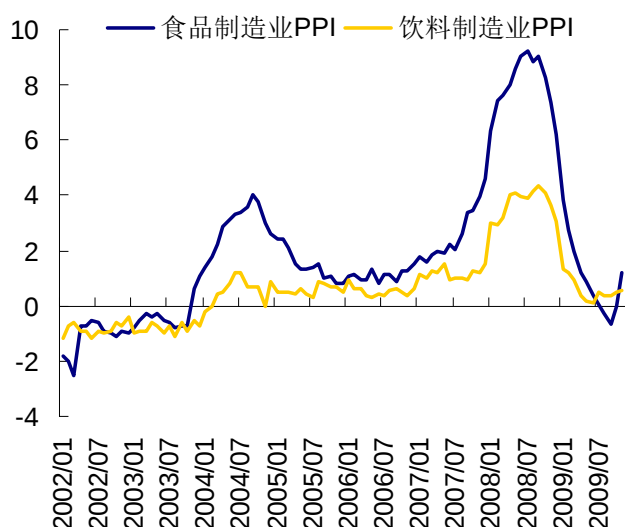
资料来源：山西证券研究所

2.2 通胀重启，喜大于忧

11 月我国 CPI 已由负转正，实现质的转变，预计 12 月 PPI 也有望转正，在全球流动性充裕以及经济复苏的背景下，2010 年通胀重启已是必然。根据我们宏观研究组的预测，预计明年国内 CPI 增速将在 3.6%。

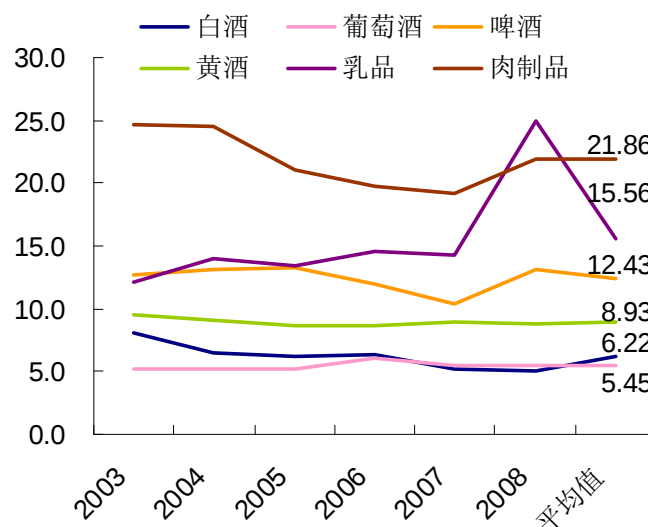
目前，食品制造与饮料制造业 PPI 分别为 1.18% 和 0.59%，并呈触底回升态势，食品饮料行业的成本上行趋势已初步确立。不过，此轮通胀与 07 年的情况有所不同，以价格提升幅度来看仍属温和通胀，在不出现重大疫情或事件影响的情况下，短期内尚难形成原料价格的快速上涨。总体上虽然会对行业生产成本形成一定负面影响，但在预计产品价格增速仍可高于成本增速的背景下，通过影响或将喜大于忧。尤其是对于高端白酒、葡萄酒等成本敏感性较低，且对成本上行具有较好转嫁能力的子行业来说更可形成利好因素。对啤酒、肉制品、乳品等受成本影响较大的大众消费品类产品来说，由于其终端竞争较为激烈，价格弹性较小，通胀带来的原材料、能源等成本涨价将会对其形成一定成本压力，不过行业龙头企业具有较好的规模优势，影响仍将可控。

图 16：食品饮料行业 PPI 触底回升



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 17：食品饮料各子行业营业成本/利润总额



资料来源：山西证券研究所

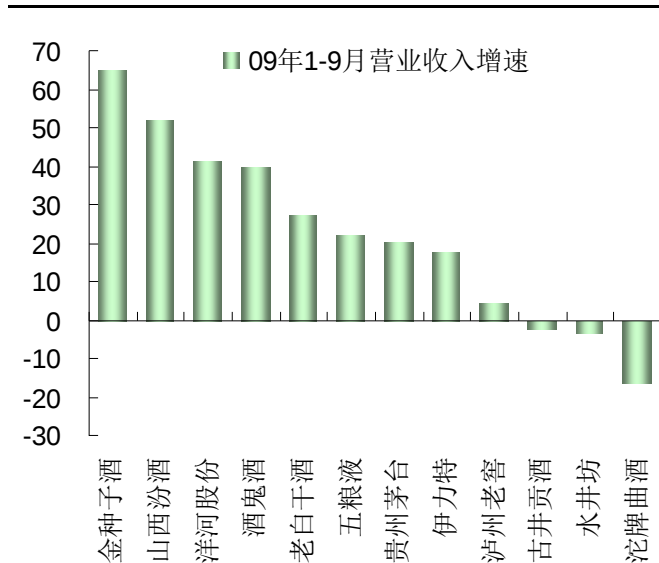
3. 子行业分析：高弹性复苏行业最可期待

3.1 白酒行业：高端弹性复苏，中端增长可期

3.1.1 中端白酒增长迅速，巨大空间有待挖掘

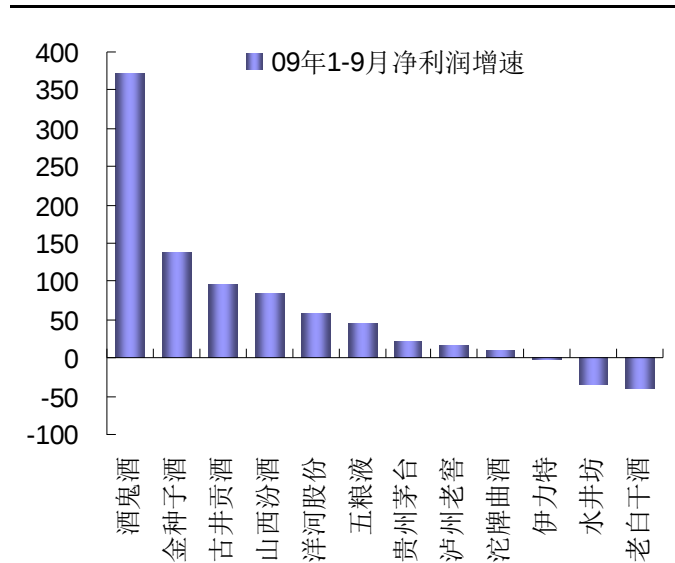
09 年可以说是中端白酒的天下，受金融危机影响，人们对未来收入预期不确定造成居民消费降级，使得中端白酒倍受青睐，为中端白酒企业创造了发展的良机，各区域性中端白酒品牌均明显获益。前三季度金种子酒、山西汾酒及洋河股份分别实现了 138.76%、83.94% 和 59.53% 的收入增长，净利润增速更是高达 64.79%、51.63% 和 41.2%，远高于行业平均水平，更超过高端白酒增速。中端白酒的蓬勃发展也成为白酒行业产量增速得以维持高位的重要原因。未来，中端白酒作为大众白酒消费的主体，仍将持续高速增长态势，销量的快速增长将成为带动其业绩提升的最主要因素。近年来，农村居民酒类消费量已迅速超越城镇居民的消费水平，成为我国白酒消费的主要群体，且其消费量仍呈逐年上升趋势，农村酒消费量的快速增长，将为中端白酒打开广阔的增长空间。

图 18：中端白酒企业收入增长迅速



资料来源：Wind 山西证券研究所

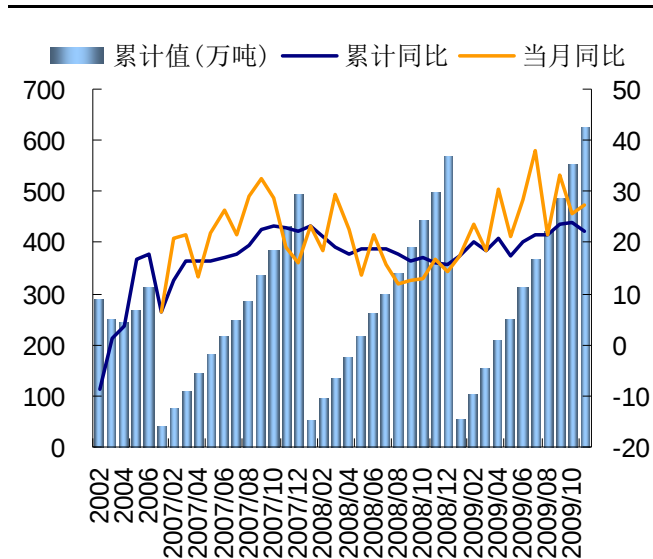
图 19：中端白酒净利润涨幅居前



资料来源：Wind 山西证券研究所

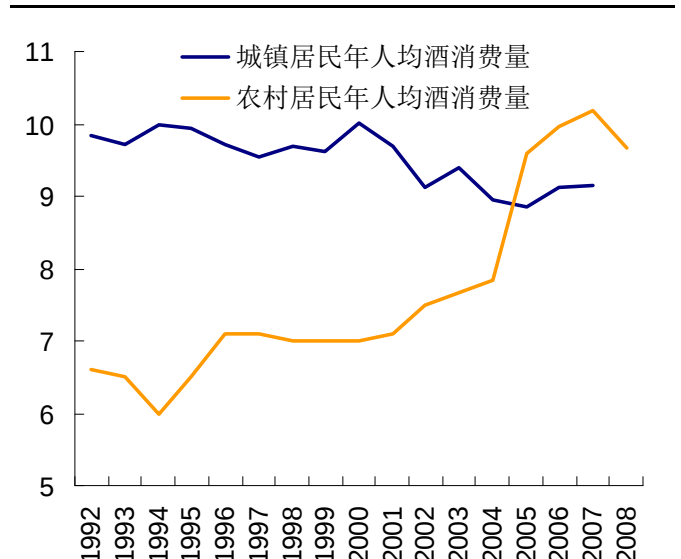
另外，公安部交通管理局 12 月 17 日正式发布了新修订的《机动车驾驶证申领和使用规定》，新规定加大了对酒后驾驶违法行为的处罚力度，由一次记 6 分调整为记 12 分，将于明年 4 月 1 号起正式施行。这一新规的规范力度与程度远超前期的严查酒驾的专项治理活动，将对中端白酒消费形成一定负面影响，不过由于前期限驾令已令公众初步适应了相应的管治，预期影响幅度有限。

图 20：白酒行业产量及增速



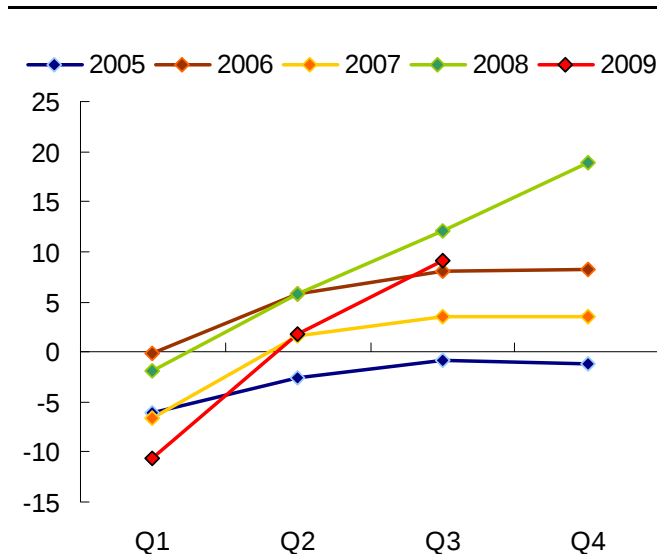
资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 21：农村居民酒消费量明显提升



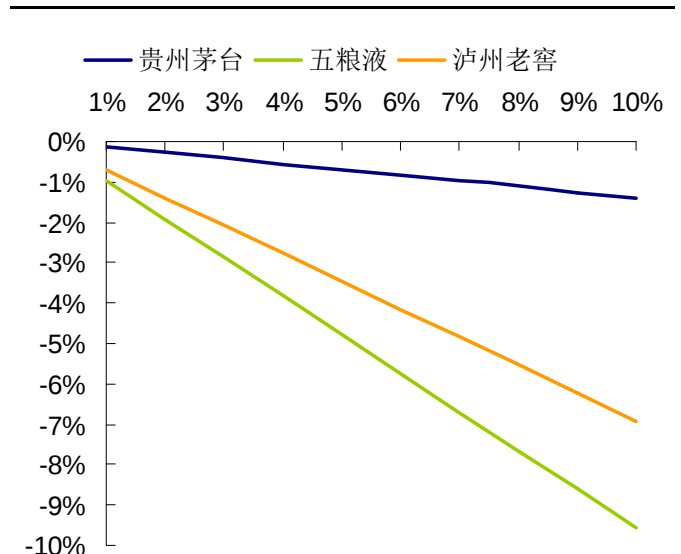
资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 22：社会渠道白酒库存处于低位



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 23：高端白酒成本敏感性较低



资料来源：山西证券研究所

3.1.2 高端白酒放量复苏，将是通胀最大受益者

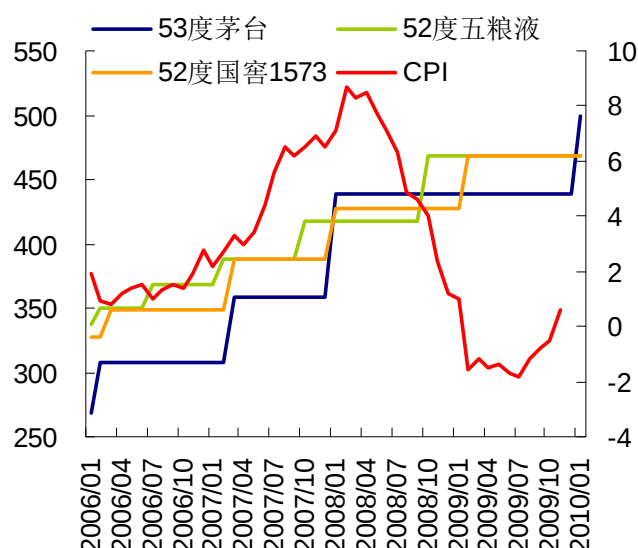
伴随着宏观经济复苏和消费旺季到来，高端白酒景气程度明显回升，未来有望迎来价升量增的黄金期。一方面，当前白酒社会库存远低于上年同期水平，茅台等部分产品供不应求，前期被控销量将得到逐步释放。另一方面，高端白酒价格与CPI具有较强的相关性，且具有刚性，将成为通胀过程中最大受益者：

（1）高端白酒具有较低的成本敏感性，原料成本占利润总额比重大约仅在6%

左右，营业成本每增加 1%，其净利润下降不足 0.9%；（2）高端白酒消费群体更侧重于产品的品牌选择、口味选择以及文化选择，对价格敏感度较低，在通胀到来时，高端白酒可以通过提价转嫁部分成本压力。目前来看，自 7 月起，高端白酒终端价格的持续上行也为其提价创造了可能。近期贵州茅台已率先实施提价，未来，五粮液等白酒企业或将跟随。

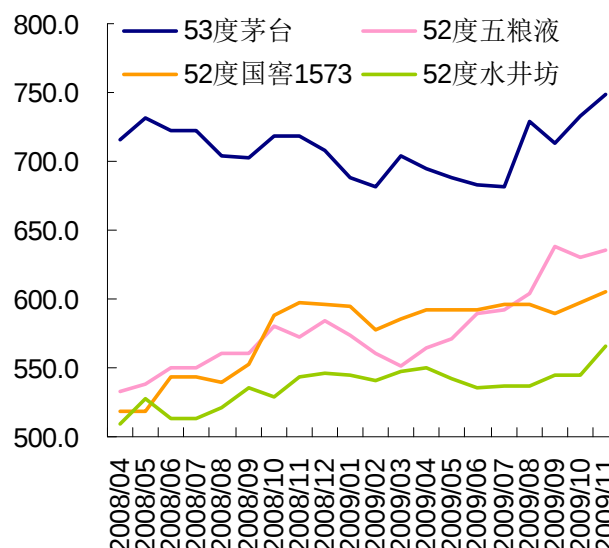
此外，当前我国的基尼系数已达 0.48，贫富差距仍有扩大趋势，在国内投资品种仍较为匮乏的情况下，奢侈品消费受到青睐。据相关统计，目前中国奢侈品消费已占全球市场的 27.5%，首次超过美国成为世界第二大奢侈品消费国。高端白酒具有着准奢侈品特性，拥有一定保值增值潜力，或将随着奢侈品消费的增长而有所促进。

图 24：高端白酒出厂价与 CPI 正相关且具有刚性



资料来源：Wind 山西证券研究所

图 25：高端白酒终端价格持续上行



资料来源：糖酒快讯 山西证券研究所

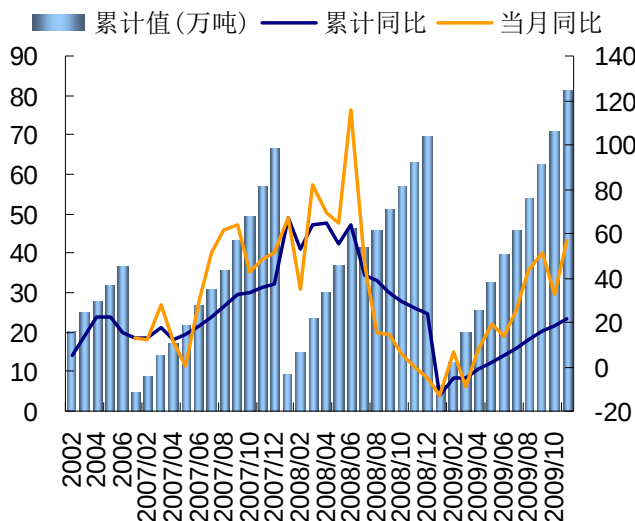
3.2 葡萄酒行业：复苏有望加速，行业前景广阔

3.2.1 行业复苏进程有望加速

葡萄酒行业在我国仍处发展初期，消费基础尚不稳固，且其消费主要以商务与私人消费为主，这使得葡萄酒行业成为本轮金融危机中受到影响最大的子行业。不过，随着经济的不断复苏，正处于飞跃发展阶段的葡萄酒行业也迅速实现了行业复苏，自 5 月份行业产量增速由负转正后，行业景气程度正呈现出加速回暖态势，1-11 月累计产量同比增长 21.83%，其中 11 月当月增速已提升至 57.08%。行业经营情况明显改善，5-8 月的当季利润增速回升至 24.2%，已接近历史最好水平。目前来看，行业正处在恢复的上升期，临近年终，经济向

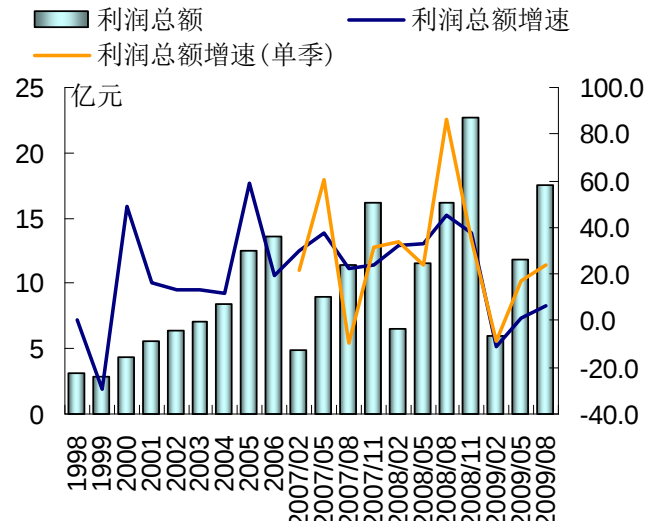
好和销售旺季到来将进一步推动行业加速回暖，2010 年行业有望在上行道上继续快速前行，尤其是上半年，在低基数因素的作用下，行业增速将获得大幅提升，实现强劲反弹。此外，与白酒行业类似，葡萄酒行业也具有较好的成本转嫁能力，同样将受益于温和通胀带来的价格提升，这一优势将形成行业业绩增长的另一助力。

图 26：葡萄酒行业产量增速快速提升



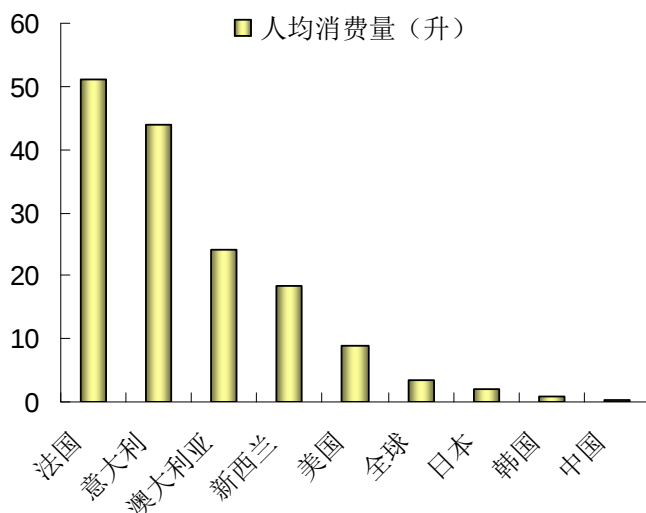
资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 27：葡萄酒行业盈利状况明显复苏



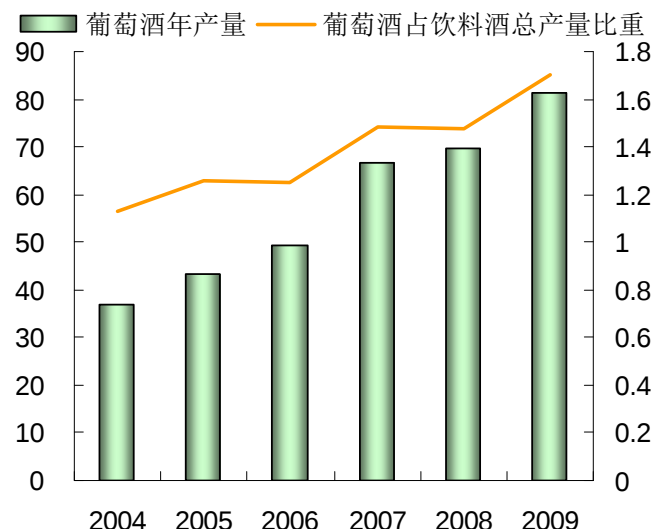
资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 28：我国葡萄酒人均消费量与全球相比仍存较大差距



资料来源：山西证券研究所

图 29：葡萄酒行业占比正稳步提升



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

3.2.2 发展升级，前景广阔

目前，行业正处在升级发展的关键期，行业竞争由量转质，企业发展重点逐步覆盖向上游葡萄基地与原酒生产，如张裕出资 1 亿元控股天珠酒业以作为其葡萄原料基础和原酒生产基地。俗话说葡萄酒“七分原料，三分工艺”，对原料产地的控制将是葡萄酒生产企业进一步提升的重要基础。优质、充裕的原料基础将成为我国葡萄酒行业发展的坚固基石，为其在下一阶梯上实现健康发展提供最有力的支撑。据资料统计，我国当前人均葡萄酒消费量为 0.38 升，仅为全球平均消费量的 1/10，在饮料酒中所占比例也不足 2%，不仅与欧洲等传统的葡萄酒消费国家相比远远落后，与处于发展期的日本、韩国等亚洲发达国家相比也有较大差距。未来，具有健康消费概念的葡萄酒将拥有极为广阔的提升空间，随着葡萄酒文化的进一步推广以及居民收入水平的不提高，行业有望进入发展的黄金期。

表 1：葡萄原料基地整合情况

上市公司	合作企业	新增原料基地情况
王朝	御马葡萄酒	贺兰山东麓 2 万亩葡萄基地
新天	西域葡萄酒	15 万亩酿酒葡萄基地
张裕	天珠酒业	新疆 12 万亩葡萄基地

资料来源：山西证券研究所

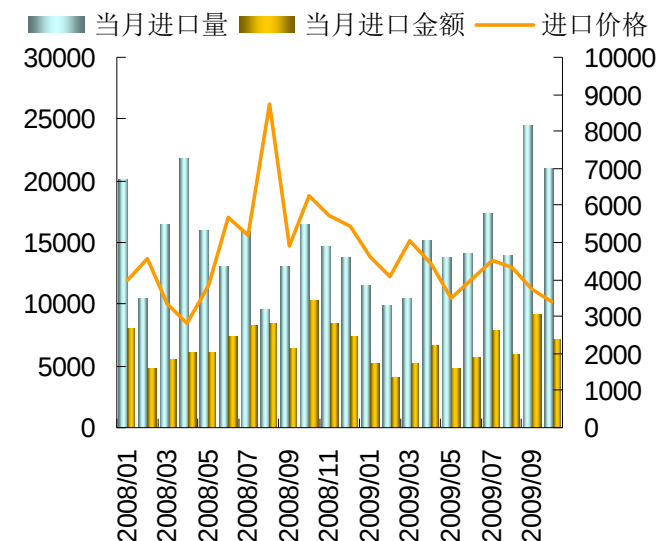
3.2.3 进口葡萄酒冲击加剧

近些年，由于国内葡萄酒消费市场不断扩大以及关税下降带来的成本降低使得我国葡萄酒进口数量明显增长，2000 年全国葡萄酒进口量仅为 3.68 万千升，至 2008 年进口量已猛增到 16.33 万千升。尤其是金融危机爆发后，一方面欧美经济下滑、消费萎缩，使得国际葡萄酒巨头将焦点集中到具有巨大增长潜力的中国市场上来，另一方面，进口价格的持续下行也极大的刺激了葡萄酒进口量的增长，09 年 1-10 月，我国进口葡萄酒量已达 15.17 万千升，进口量与国内产量比也已逐步回升至 20%以上。国内葡萄酒行业发展形势的好转正推动着进口葡萄酒掀起第三次进攻浪潮。

不过，短期来讲，进口葡萄酒的影响仍停留在叫喊狼来了的阶段，尚难对国内葡萄酒行业，尤其是行业龙头形成明显影响，一是目前进口葡萄酒品类繁杂，且代理商均同时经营数个品牌，难以在营销上形成有力突破；二是作为本身就文化底蕴深厚的葡萄酒而言，国内消费者对进口葡萄酒的产地、年份等特征要素的了解较少，国内葡萄酒产品具有让消费者更易产生共鸣的优势。未来，随着葡萄酒文化的进一步推广，国内葡萄酒与进口葡萄酒有望形成竞争与进步

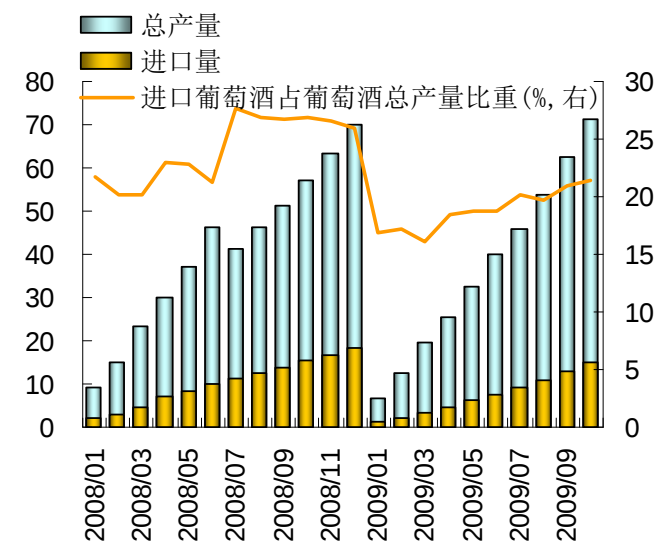
共行的发展格局。

图 30：葡萄酒进口价格逐级下行



资料来源：海关总署 山西证券研究所

图 31：葡萄酒进口比重持续增加



资料来源：海关总署 山西证券研究所

3.2.4 新国标实施利好行业长期发展

自 2010 年 1 月 1 日起，1994 发布的推荐性《葡萄酒》国家标准将被替代，葡萄酒行业的新标准将开始实施，这意味着行业内旧国标、行业标准、企业标准并行的混乱局面将终结。与旧国标不同，新国标是一部强制性标准，它对业界普遍关注的年份葡萄酒、品种葡萄酒和产地葡萄酒出了明确定义，如年份葡萄酒的年份必须是指葡萄采摘的年份，并且该年的葡萄汁含量必须要达到 80% 以上等，并增加了按含糖量进行分类和感官分级评价的描述。新标准的实施将起到扶优限劣的作用，在质量、品质上存有缺陷的一些中小企业将面临较大挑战，而诚信经营、坚守质量和品牌的企业则将在新标准的规范下，呈现良好的发展势头，进而促进葡萄酒行业的良性健康发展。此外，新标准借鉴了国际标准，理化指标向国际接轨，也将有助于提高我国葡萄酒产品与国际产品的统一性，对我国葡萄酒出口形成有效促进。

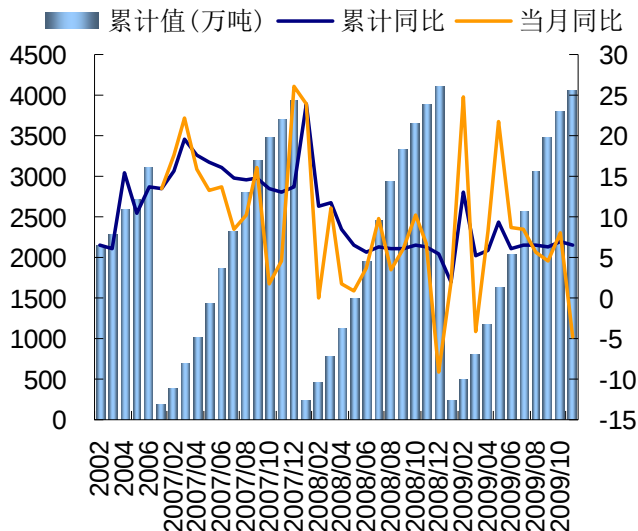
3.3 啤酒行业：成本优势持续发力，推动业绩增长

3.3.1 成本优势持续作用，提升行业盈利能力

09 年上半年，在金融危机带来的消费降级与夏季提前到来两方面因素的共同促进下，啤酒行业销量取得了较快增长，表现出淡季不淡的增长态势，累计增速一度逼近 10% 水平，形势喜人；下半年，随着严查酒驾专项治理行动的展开，以餐饮渠道为主的啤酒消费受到了比白酒行业更大的冲击，行业增速回落

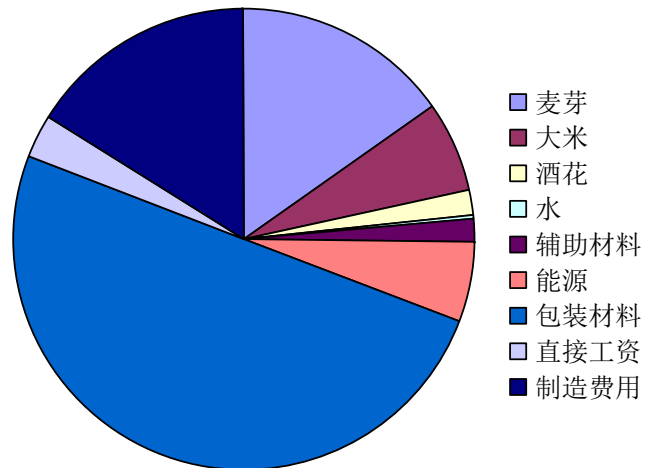
至 6.5% 左右。不过，得益于啤麦、酒花等原料成本价格的大幅走低，行业利润增速仍取得了较快发展，6-8 月利润增速高达 49.36%，比上年同期提高了 56 个百分点，形成了利润增长快于收入增长的良性发展趋势。

图 32：啤酒行业产量及增速



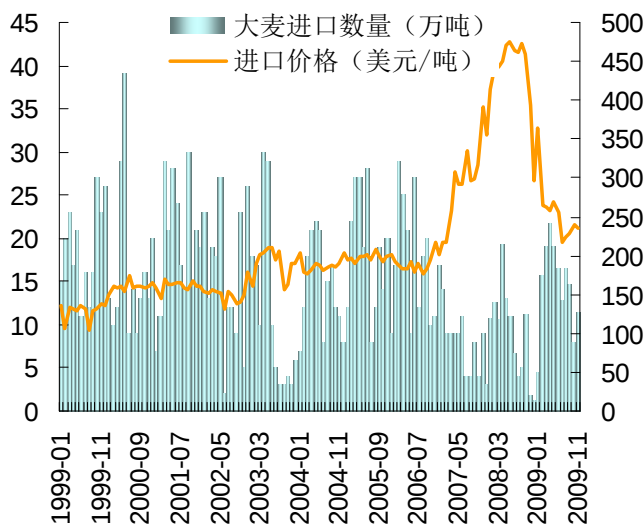
资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 33：啤酒成本构成



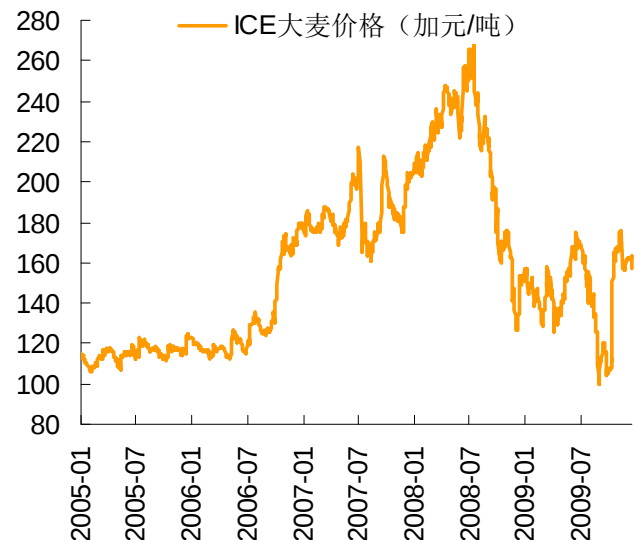
资料来源：公司公告 山西证券研究所

图 34：进口大麦价格持续下行



资料来源：海关总署 山西证券研究所

图 35：ICE 大麦期货价格仍处低位



资料来源：Wind 山西证券研究所

预计 2010 年，这一成本优势还将继续发挥作用。目前我国进口大麦价格约为 230 美元/吨，仅相当于高点价格的一半，与 08 年的高成本延续至今年上半年一样，由于增加了前期低价原料储备，09 年的成本优势至少还将延续至 10

年上半年。同时，根据美国谷物理事会预测，09/10 年全球大麦产量基本保持供需平衡，也保证了明年大麦价格的稳定走势，当前加拿大 ICE 大麦期货价格仍处低位。预计 2010 年下半年啤酒价格或在通胀作用下有所提升，但出现大幅上涨的可能性较低，因此，行业仍有望在低成本的促进下实现业绩的快速稳定增长。

3.3.2 行业竞争加剧，集中化趋势不变

啤酒行业经过 10 年整合，已形成了寡头垄断格局，华润、燕京、青岛、英博四大家的合计市场占有率已达 60%，但其各自市场占有率均不足 20%，与美国、日本等成熟市场 CR3 的 90% 以上的市场占有率情况相比仍有较大差距，竞争局面也尚不稳定。在此背景下，未来 5 年内行业竞争将不会减弱，而通过兼并收购实现行业集中化的趋势也不会改变。一方面，四大垄断集团将以省为单位抢占市场，在其市场占有率处于 30-40% 的区域展开激烈竞争，以逐出一个占有率可达 50% 以上的品牌，形成一方的压倒性优势；另一方面，则将通过自建为主，并购为辅的扩张策略进一步扩大规模，强化垄断力量。目前，全国约有啤酒企业 400 多家，其中 1/3 以上为规模较小、年产 10 万吨左右的小厂，还有部分为如银麦啤酒（70-80 万吨）一类的年产 100 万吨左右的区域垄断啤酒企业，出于收购成本与整合收益的综合考虑，预计未来后者将成为四大集团并购的主要目标。

3.4 肉制品行业：成本依然可控，稳定增长可期

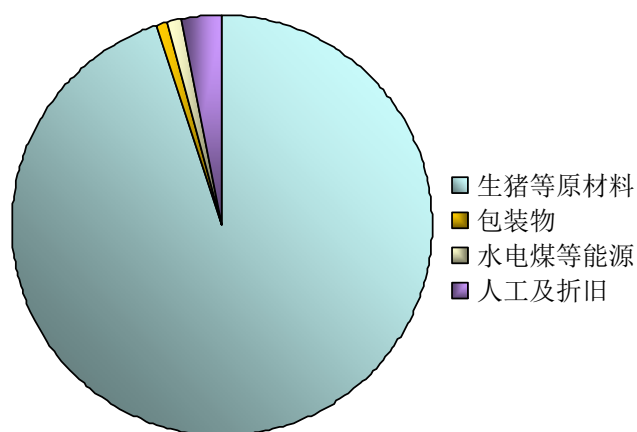
3.4.1 生猪价格温和上涨，成本可控

肉制品行业成本敏感度较高，生鲜、冷冻肉中猪肉等原材料可占总成本的 95% 左右，传统的高温肉制品以及因高营养而发展迅速的冷鲜肉中猪肉等原材料占比也可达 80% 以上，因此，生猪价格的变动对肉制品企业利润具有重要影响。09 年受生猪价格大幅下行影响，我国肉制品行业盈利能力得到显著提升，1-8 月份在行业收入增长 12.9% 的背景下，仍录得了高达 27.43% 的利润增长，成本下行优势成为推动行业利润迅速提升的最重要因素。

近期，生猪价格已再回上行通道，自 11 月起连续 7 周出现上涨，自每公斤 11.45 元上升至 12.57 元，涨幅达 9.78%，猪粮比也回升至 6.62。造成此番生猪价格上涨的原因主要有几方面：一是饲料成本居高不下。据监测，11 月上旬全国 200 家大型养殖企业豆粕购进价格平均为 3.68 元/公斤，比 10 月下旬上涨 0.8%，比年初上涨约 6%；玉米购进价格平均为 1.79 元/公斤，与 10 月下旬持平，比年初上涨 14.7%，养殖成本高企部分推升了生猪价格。二是需求增加。临近春节，南方地区大量采购猪肉做腊肉，食品企业增加猪肉采购，加上蔬菜

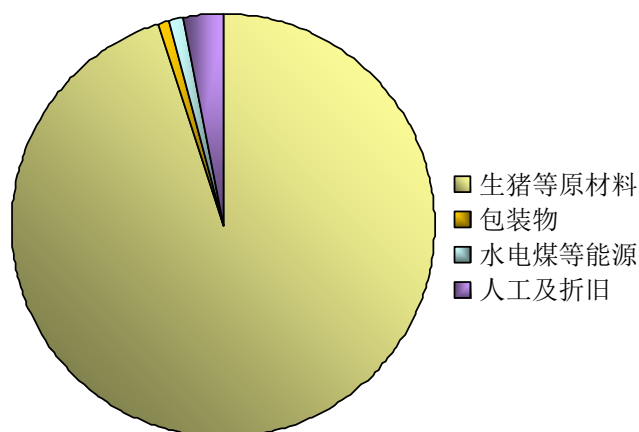
价格上涨和牛羊肉价格相对偏高，猪肉消费优势比较明显，需求趋旺，旺季带来的需求增加也是猪价走高的重要原因。三是我国北方部分地区受到猪病影响，母猪存栏量有所减少，导致生猪出栏量不足，使得生猪价格有所走高。

图 36：冷冻肉成本构成



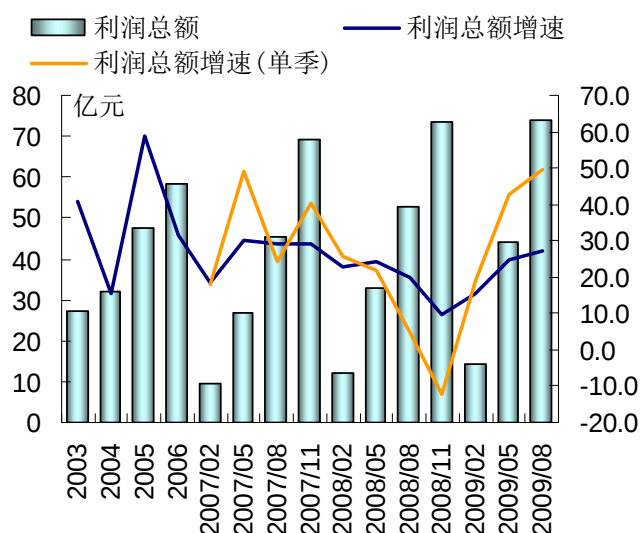
资料来源：山西证券研究所

图 37：低温肉制品成本构成



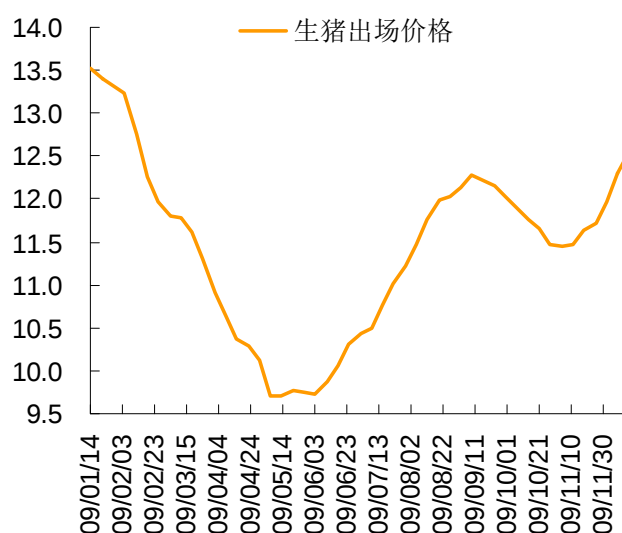
资料来源：山西证券研究所

图 38：肉制品行业盈利能力增强



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 39：生猪出场价格再拾升势

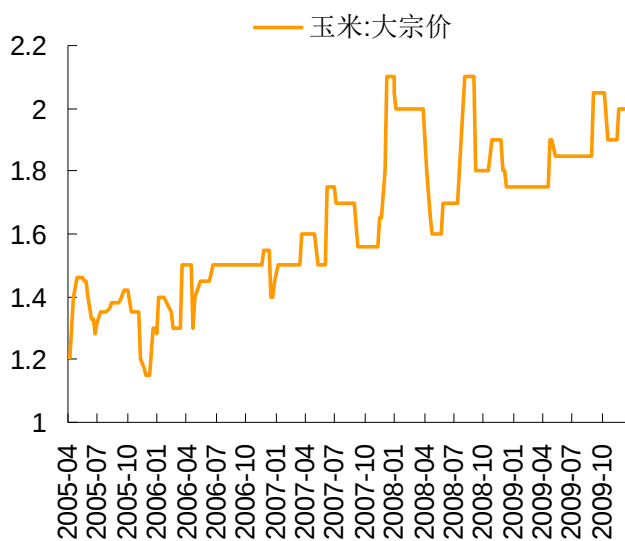


资料来源：海关总署 山西证券研究所

不过，受生猪市场价格提升影响，养殖户的补栏热情大大提高，目前全国生猪存栏量为 46590 万头，能繁母猪存栏量 4870 万头，占比 10.45%，仍高于 10% 的均衡水平，生猪供给依然充足。而且，今年 6 月国家启动了 12 万吨的冻

肉储备，现在仍未向市场投放，猪病疫情也有减弱趋势。因此，未来生猪市场有望维持供需平衡状态，虽然短期内或受节日消费影响持续上涨态势，但在不出现重大疫情的情况下，猪肉价格不会重演 2007 年大幅上涨的局面，全国出栏肉猪的平均价格冲破每公斤 14 元的可能性较低。肉制品行业成本仍将在可控、可预见与可接受的范围内，稳定增长确定性较高，且对于龙头企业来说，其规模优势较为显著，将在成本控制上显示出更为显著的优势。

图 40：玉米价格稳步上行



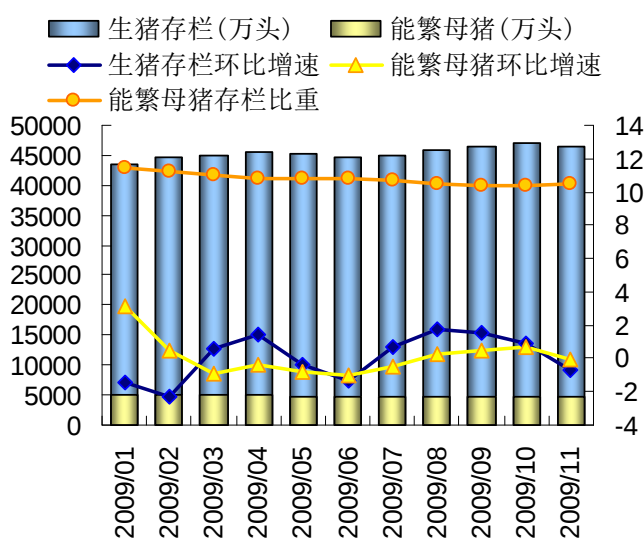
资料来源：农业部 山西证券研究所

图 41：豆粕价格持续走高



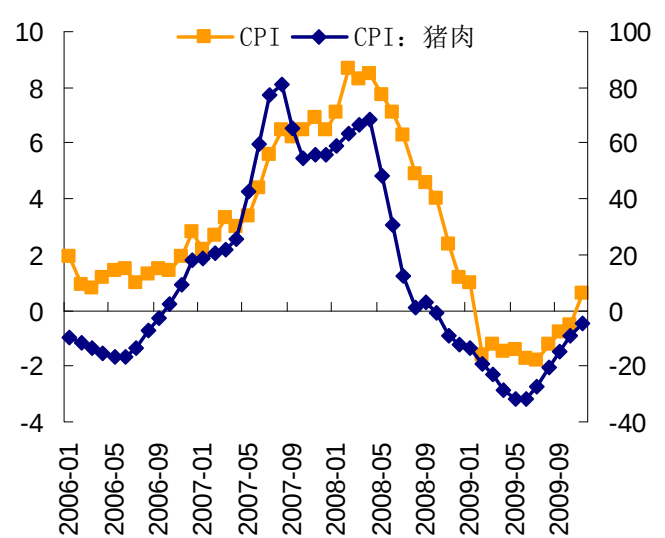
资料来源：大连商品交易所 山西证券研究所

图 42：生猪及能繁母猪存栏量仍处高位



资料来源：国家发改委 山西证券研究所

图 43：本轮通胀猪肉价格属被动上涨



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

3.4.2 通胀影响亦不足惧

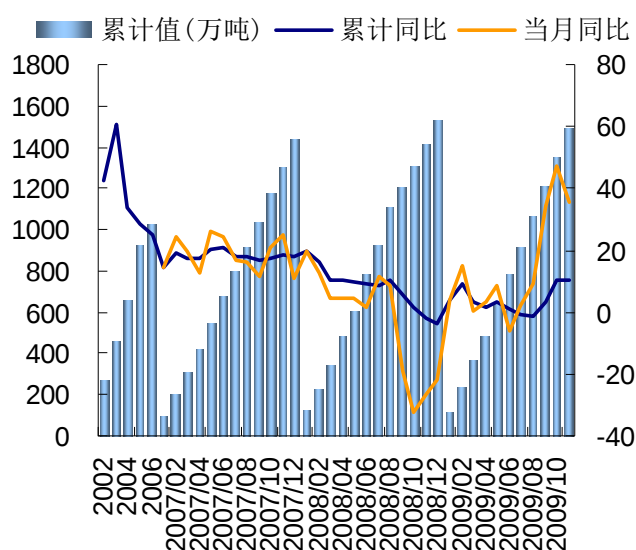
2010 年,在经济回暖及翘尾因素等影响下,通胀再启将是不容争议的事实,基础原料成本价格上升将随通胀最先启动,或将推升肉制品企业成本,行业的成本优势或将被部分削弱。不过,本次通胀重启与上轮通胀情况有所不同,一是通胀幅度应属温和通胀范围,行业将有时间与空间转嫁部分成本上行压力,尚难对企业成本造成恶性影响;二是本轮通胀与 07 年由疫情引起的生猪价格上涨推动的通货膨胀存在较大差异,生猪价格属被动上涨,增长动力不足,涨幅有限。因此,在不出现重大疫情的情况下,本轮通胀引起的成本上行压力应不足惧。

3.5 乳品行业：农村消费或成增长新亮点

3.5.1 走出困难期，进入新阶段

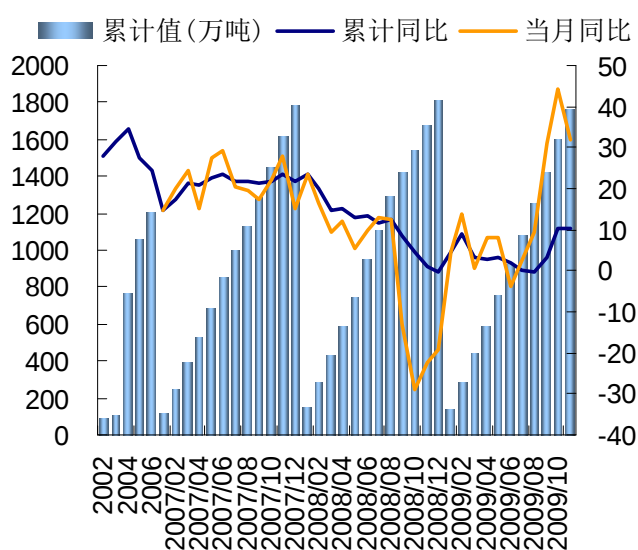
08 年 9 月爆发的三聚氰胺事件在行业掀起了飓风,一方面对行业发展带来了前所未有的危机,使得行业收入、利润大幅下滑,企业经营面临巨大挑战,另一方面,也对近些年飞速发展的乳品行业敲响了警钟,使企业正视快速扩张下潜藏的隐患,为未来的发展奠定了基础。自去年三鹿婴幼儿奶粉事件发生后,农业部已通过多种方式督促指导各地取缔不合格奶站。截至今年 9 月底,全国共取缔不合格奶站 6606 个,确定达标奶站 13887 个,全国机械化奶站比例已达到 81%,比整顿前提高 30 个百分点,其中已核发生鲜乳收购许可证的奶站为 7404 个,占到总数的 53%,行业的规范化程度得到明显提高。

图 44：液体乳产量及增速



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

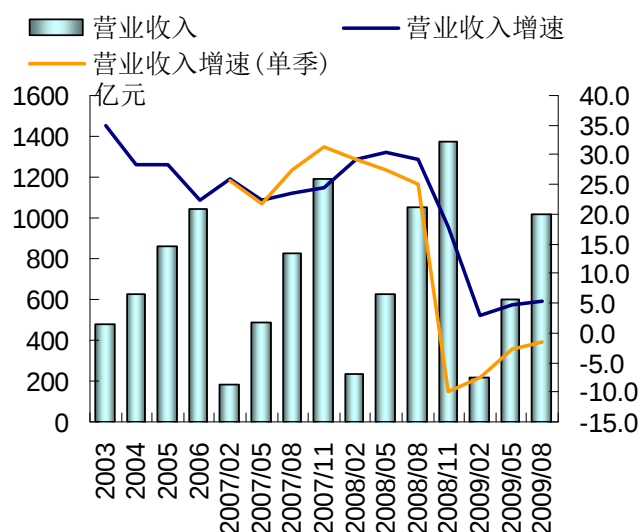
图 45：乳制品产量及增速



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

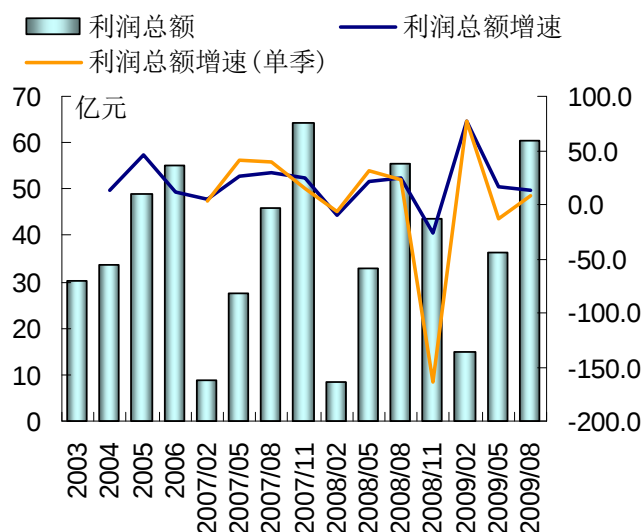
在政府、企业等多方努力下，我国的乳品行业正逐步走出困境，消费、加工和养殖恢复情况均超预期。至 5 月末全国 100 头以上规模养殖比例已达 21.7%，比 2008 年底提高了 1.9 个百分点，奶牛存栏量也持续实现恢复性增长。至 11 月为止，全国累计生产液体乳 1496.56 万吨，乳制品 1761.4 万吨，分别比上年同期增长 10.43% 和 10.23%，行业收入及利润增速也有明显回升。至事件爆发一年后的今天，我国乳制品市场已基本恢复、格局稳定，行业已走出了困难时期，正在进入新的发展阶段。

图 46：乳品行业收入增速有所回暖



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图 47：乳品行业利润增速明显提升



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

3.5.2 行业仍具巨大发展潜力

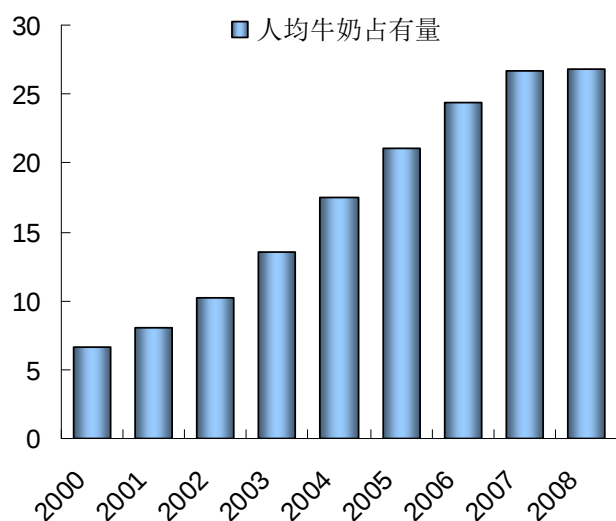
近些年，我国人均乳品占有量持续增长，自 2000 年时的 6.6 千克已提升至 08 年的 26.8 千克，年均复合增长率高达 19.14%，但仍远低于世界平均水平，与发达国家相比更有较大差距，未来乳品作为高营养的大众消费品在我国仍有较大的提升空间。利乐预测，2009 年至 2012 年间，全球液态乳制品消费总量的年复合增长率将达 2.2%，其中，新兴市场的液态奶消费将驱动全球增长。至 11 月为止，我国 09 年的液体乳及乳制品增速均在 10% 以上，远高于全球 1.3% 的增长水平，拥有 13 亿人口的中国将成为全球乳品增长的最主要区域。根据《全国奶业“十一五”发展规划和 2020 年远景目标规划》，2010 年和 2020 年我国人均牛奶占有量将分别达到 28 千克和 42 千克以上。

3.5.3 农村消费或成新的增长点

目前，城镇居民是我国乳品消费的主要群体，也是拉动行业增长的重要力

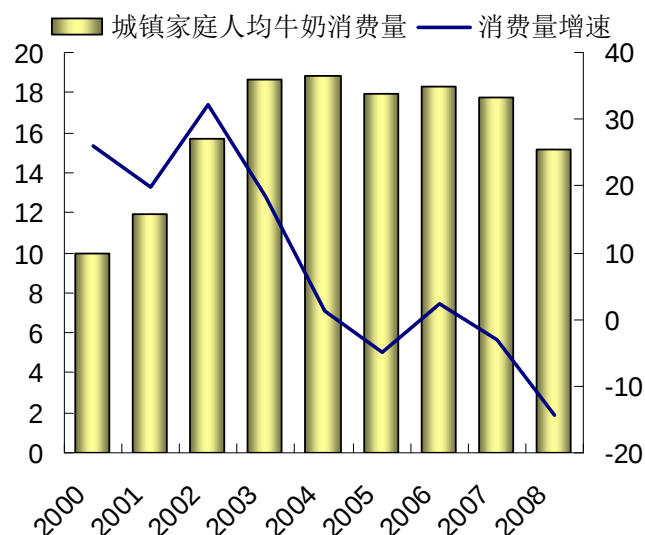
量, 08 年城镇家庭人均牛奶消费量为 15.19 千克, 占居民人均占有量的近六成。在经历了连续几年的高速增长后, 城镇居民消费量已进入到一个阶段稳定期, 增速有所放缓。对比而言, 受收入水平、地域条件、消费观念、消费习惯等因素限制, 我国农村地区的乳品消费尚未明显启动。有关研究显示, 国内人均奶类占有量增长速度与人均 GDP 的增长速度成正相关, 其相关系数达 0.935; 居民乳制品消费的收入需求弹性系数为 0.674, 即收入每增长 1%, 乳制品消费就可增长 0.674%。当前农村居民收入增速的迅速提升, 将有望打开其乳品消费的空间, 随着城镇化的推进以及农村市场的进一步开拓, 农村消费或将成为行业增长的新亮点。

图 48: 我国人均牛奶占有量持续增长



资料来源: 国家统计局 山西证券研究所

图 49: 城镇居民乳品消费量进入稳定期



资料来源: 国家统计局 山西证券研究所

3.5.4 原奶价格上涨, 挤压行业盈利能力

09 年行业利润的迅速提升明显受益于前期原奶价格的大幅走低, 不过近期, 国内主要产区的鲜奶收购价和奶粉价格均有明显上涨。据来自宁夏各奶牛养殖地的信息, 目前鲜奶平均收购价为每公斤 2.8 元左右, 比最低谷时提高了 1 元多, 而最高的收购价已达到每公斤 3.4 元。造成当前奶价快速上涨的原因主要有二方面: 一是受三聚氰胺事件影响, 行业景气度下行, 需求减少, 奶农大量非正常淘汰奶牛, 造成奶牛存栏量明显下降, 需求向好时供给不足; 二是受季节性因素影响, 冬季奶源较紧, 且随节日临近进入消费旺季造成原奶价格季节性上涨。目前来看, 从现在到春节前一直是乳品消费的高峰期, 需求旺盛, 但奶牛存栏短期内不能快速回升, 奶源比较紧缺, 供求矛盾难以迅速缓解。此外, 奶粉企业大量库存消化完毕, 抢占奶源, 也使矛盾进一步加剧。因此, 未

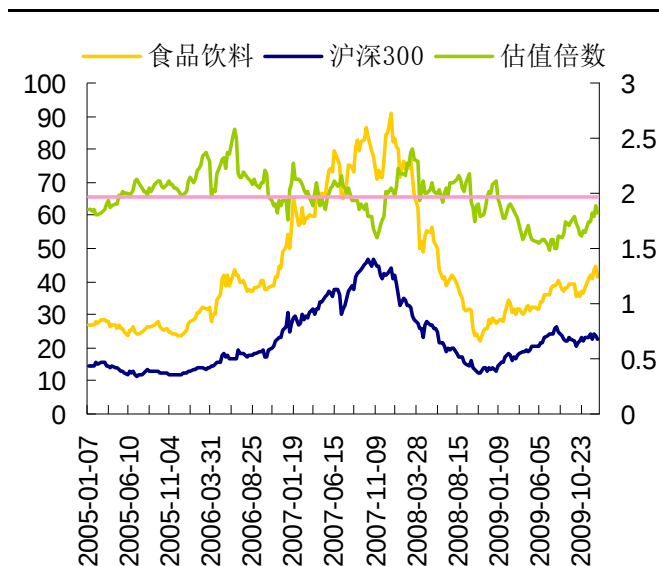
来鲜奶与原料奶粉的涨价预期依然较大，将对行业生产成本形成压力，挤压行业盈利空间。不过，乳品企业或将通过提价手段转嫁部分压力，日前光明乳业已最先启动提价，平均涨幅约在 1.8%-3% 左右，未来伊利、蒙牛的涨价也将是大概率事件。

4. 估值仍存提升空间

四季度食品饮料行业在消费复苏、旺季来临以及估值回升等因素的助推下实现了一波强劲上涨行情，跑赢大盘 6.54 个百分点，这使得行业估值水平得到了明显提升。最新数据显示，食品饮料行业的绝对估值倍数（PE，TTM）高达 41 倍，已回归至历史中部水平。行业绝对估值已无明显优势，但相对估值尚存提升空间。目前，行业相对于沪深 300 的相对估值溢价（TTM）为 1.82 倍，以 2010 预测业绩计算的动态 PE 为 29 倍，相对沪深 300 的相对估值溢价为 1.75 倍，均明显低于 05 年以来 1.97 倍的历史均值水平。预计 2010 年在良好业绩增长的助推下，行业将具有较为强劲的估值修复动力，有望通过估值提升实现强于大盘 8-12% 的超额收益。

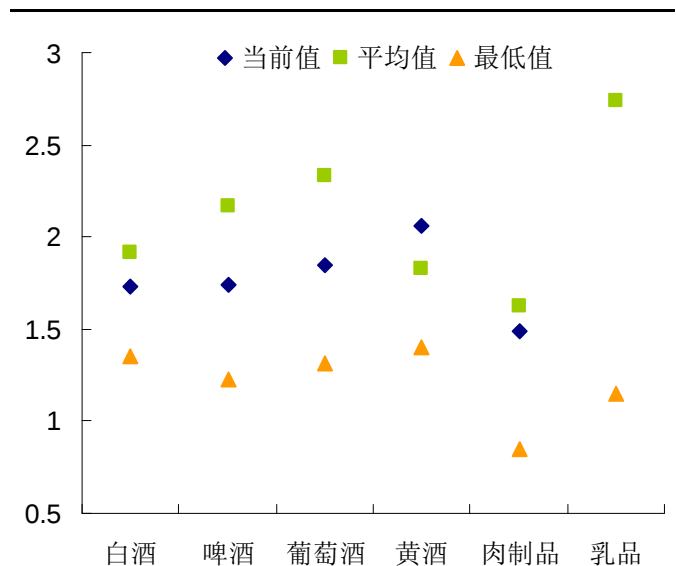
从各细分子行业来看，白酒、啤酒、葡萄酒及肉制品行业的相对估值溢价均分别为 1.73、1.74、1.84 和 1.49 倍，均明显低于其历史均值水平。

图 50：食品饮料行业估值溢价仍低于历史均值



资料来源：wind 山西证券研究所

图 51：子行业估值



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

5. 投资策略与重点公司

2010 年，食品饮料行业将在消费时代到来与通胀背景下运行，经济的全面

复苏将带动行业景气度进一步提升，伴随经济增长转型重启的消费升级将推动行业迅速发展，而温和通胀也将为行业带来价格提升的利好影响，短期内尚难对行业成本面造成明显的压力，行业的稳定高速增长依然可期。因此，我们仍维持对行业的“看好”评级。可关注以下几方面投资机会：（1）关注受益通胀再起与弹性复苏的白酒和葡萄酒企业，代表企业贵州茅台、五粮液、山西汾酒、张裕 A；（2）关注持续享受成本优势与规模优势、增长确定性高的大众消费品龙头企业，代表企业青岛啤酒、燕京啤酒、双汇发展；（3）此外，还可关注有望受到世博等事件性概念促进的 ST 伊利、金枫酒业。

表 2：食品饮料各子行业投资评级与理据

子行业	投资评级	评级理据
白酒	看好	高端白酒受益经济回暖与通胀预期，有望迎来价量齐升的黄金期；中端白酒也将将在农村消费促进下打开广阔增长空间
葡萄酒	看好	行业复苏进程有望加速，增长前景广阔，新国标实施利好行业长期发展，进口葡萄冲击对龙头影响有限
啤酒	看好	成本优势持续作用，推动行业业绩增长
黄酒	中性	拐点尚未显现，世博会或促行业发展良机
肉制品	看好	生猪价格温和上涨，成本依然可控，行业稳定增长可期
乳品	谨慎看好	行业已过困难期，发展潜力巨大，农村消费或成增长新亮点，但原奶价格上涨或将挤压行业利润

资料来源：山西证券研究所

贵州茅台（600519）：提价与放量推动业绩稳步提升——买入

推荐理由：

- 高端白酒龙头，地位稳固，控制力强
- 品牌力强大，消费者忠诚度高，替代性较弱
- 通胀重启利好高端白酒

业绩增长点：

- 自 2010 年 1 月 1 日起，公司将适当上调贵州茅台酒出厂价格，平均上调幅度约为 13%，粗略计算在保持当前销量的情况下可增加营业收入约 10 亿元，且经过此次提价后，53 度茅台出厂价与终端价价差仍可高达 200 元/瓶，远高于同类可比公司水平，随着经济复苏加快、通胀再启，其价格仍存持续上行空间；
- 公司产品的渠道库存一直处于低位，随着经济的逐步复苏，公司将通过增加经销商与专卖店数量等方式持续释放销量，对 53 度茅台实施 730 元的

终端价格上限即是为进一步放量，平衡价格、销量关系埋下的伏笔，销量的逐步释放将有效地推动公司业绩稳步提升；

- 公司将增加系列酒的生产与营销资源投入，有望将系列酒销量带入价量齐升阶段，成为公司业绩增长的另一助推力；

盈利预测与估值：09-11EPS：5.18/6.58/8.23，对应动态市盈率 33/26/21 倍；

股价催化剂：

- 销量释放与增长速度超预期；
- 产品提价；

风险提示：经济恢复低于预期；严惩酒驾政策影响长期化。

五粮液（000858）：利空消化，回归业绩——买入

推荐理由：

- 浓香型高端白酒龙头，基础扎实
- 品牌力强大，消费者忠诚度高，替代性较弱
- 调查事件的利空影响被逐步消化，持续稳定的增长能力再获市场青睐

业绩增长点：

- 09 年公司一级基酒产量大幅提高，随经济逐步复苏，被控销量将得到逐步释放，推动业绩增长；
- 09 年 8 月公司将 52 度五粮液终端指导价上调至 638 元/瓶，经销商渠道价差提升至 169 元/瓶，利润丰厚，近期公司已针对团购和非主流高端酒提价 20 元/瓶，下一步借旺季实施全面提价预期强烈。
- 09 年 7 月公司以成立销售子公司（持股比例 80%）的方式初步解决了与原有进出口公司间的关联销售问题，年底前又通过单方增资将持股比例提升至 95%，相关业绩将进一步流回上市公司，有望使 2010 年业绩增厚 0.24 元。
- 调查事件促使公司治理情况获得明显改善，目前公司已引入市值考核等激励措施，并将对股份公司进行单独管理考核，从根本上解决了与集团公司的利益一致性问题，未来公司治理有望持续完善，进而为其下一步的长远发展奠定好坚实基础；

盈利预测与估值：上调盈利预测，预计 09-11EPS：0.79/1.22/1.48，对应动态市盈率 40/26/21 倍，上调评级至“买入”；

股价催化剂：

- 销量释放与增长速度超预期；
- 产品提价；

风险提示：经济复苏低于预期；严惩酒驾政策影响长期化。

山西汾酒（600809）：否极泰来，问鼎中原——买入

推荐理由：

- 清香型白酒龙头，产品历史悠久，底蕴深厚；
- 销售体系调整成果逐步显现，提升公司价值；
- 中端白酒消费市场巨大，前景广阔；

业绩增长点：

- 自 2009 年 12 月 10 日起公司对老白汾系列、竹叶青酒系列对外售价在原价基础上上调 10%左右，15 年以上汾酒系列上调幅度在 15%左右，价格提升将推动公司业绩增长。
- 青花瓷销售状况良好，增长迅速，已成为公司省外拓展的中坚力量，预计 2010 年销量可达 1600 吨以上，老白汾系列也将保持稳定增长；
- 管理层换届有望在 2010 年前实现，新人事带来新风貌，原有机制与管理问题将得到持续改善，助力公司实现持续快速增长；

盈利预测与估值：09-11EPS：1.05/1.55/2.19，对应动态市盈率 42/28/20 倍；

股价催化剂：

- 销售增长状况超预期；
- 产品提价；
- 集团整体上市启动；

风险提示：省外市场拓展存在不确定性。

张裕A（000869）：广阔的前景，唯一的龙头——增持

推荐理由：

- 葡萄酒行业龙头，百年品牌，底蕴深厚；
- 随经济复苏加速，公司将成为葡萄酒行业消费反弹的最大受益者；
- 我国仍处葡萄酒行业发展的上升期，消费增长前景广阔；

业绩增长点：

- 公司在酒庄酒领域具有强大优势，酒庄酒的放量与提价将是公司业绩增长的重要来源，预计培育较为成熟的卡斯特将通过价格提升等方式持续实现年均 5-6%的增长水平，而现阶段公司主力推广品牌的爱斐堡正处于快速增长期，预计 2010 年将持续放量，业绩增长有望达到 50%；
- 随经济的逐步向好，解百纳系列销售状况也将持续向好，预计在结构升级与放量增长双重因素的助推下，其有望实现 15%左右的业绩增长；

- 公司成立了专门从事白兰地和保健酒销售的营销机构，有意加大推广力度，拓展外围市场，在合理化的激励机制下，原有的产品销售瓶颈有望打破，两系列酒或将进入增长的新阶段；
- 公司出资 1 亿元控股新疆天珠酒业，新增葡萄基地面积 12 万亩，至此公司在全国的葡萄基地已达 25 万亩，占国家规划的酿酒葡萄种植面积的 1/4，在“七分原料、三分工艺”的葡萄酒行业，基地优势将为公司未来的产品升级与业绩增长奠定坚实基础；

盈利预测与估值：09-11EPS：2.07/2.54/3.09，对应动态市盈率 35/29/23 倍；

股价催化剂：

- 酒庄酒销售状况好于预期；
- 产品提价；

风险提示：经济复苏进度低于预期，进口葡萄酒冲击。

青岛啤酒（600600）：合理化产品结构，对战准战略市场——增持

推荐理由：

- 啤酒行业龙头，增长稳定；
- 渠道控制力强，优势区域地位稳固；
- 公司将作为行业整合者，继续提升市场占有率；

业绩增长点：

- 产品结构持续升级，青岛主品牌比重不断提升，将进一步提高产品吨酒价格，增强公司盈利能力；
- 华北（河北、北京）、华东（上海、江苏）、四川等准战略性市场的积极培育将逐步显现成效，助力公司行业地位与业绩提升；
- 啤麦、酒花等原料成本下行优势还将持续发挥作用，使毛利率维持高位，促进公司业绩增长；

盈利预测与估值：09-11EPS：0.98/1.19/1.4，对应动态市盈率 36/29/25 倍；

股价催化剂：

- 夏季气温偏高，推动销量快速增长；

风险提示：严惩酒驾影响啤酒销量；遭遇凉夏销售受阻。

表 3：行业重点公司盈利预测及估值情况

	最新价格 (元)	EPS (元)				PE (元)				PB	投资评级
		2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011		
燕京啤酒	18.90	0.42	0.52	0.64	0.78	45.00	36.35	29.53	24.23	3.12	增持
五粮液	31.85	0.48	0.79	1.22	1.48	66.35	40.32	26.11	21.52	8.97	买入
张裕 A	74.11	1.70	2.07	2.54	3.09	43.59	35.80	29.18	23.98	14.82	增持
双汇发展	51.82	1.15	1.42	1.71	2.05	45.06	36.49	30.30	25.28	11.83	买入
贵州茅台	172.45	4.03	5.18	6.58	8.23	42.79	33.29	26.21	20.95	11.68	买入
青岛啤酒	35.36	0.53	0.98	1.19	1.40	66.72	36.08	29.71	25.26	6.57	增持
金枫酒业	17.54	0.57	0.73	0.79	0.85	30.77	24.03	22.20	20.64	6.85	增持
山西汾酒	44.37	0.57	1.05	1.55	2.19	77.84	42.26	28.63	20.26	11.55	买入
*ST 伊利	26.76	(2.30)	0.81	1.04	1.26		33.04	25.73	21.24	6.45	增持
国投中鲁	13.20	0.41	0.11	0.25	0.40	32.20	120.00	52.80	33.00	2.65	中性

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。