



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2010 年 1 月 13 日

食品饮料

研究部

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

孙轶佳

联系人

sunyj@cicc.com.cn

关注个股盈利弹性与特殊事件影响

板块表现跟踪及近期个股投资建议

投资提示：

建议投资者首选 09 年业绩蛰伏，2010 年盈利可见明显反弹的可选消费类个股，并重点推荐五粮液、山西汾酒和贵州茅台。同时，建议关注低价快消品板块中具有较大盈利弹性和估值吸引力的个股，如伊利股份和燕京啤酒等。此外，为期半年的上海世博会将于五月开幕，其影响深度与广度或可令本地食品股（如金枫酒业）受益；三全食品因 2011 年限售股解禁，管理层或有做高业绩与股价的动力；古越龙山同样会因为增发股将于年末解禁而存在做高当年盈利的动力。

理由：

09 年四季度中金覆盖的 A 股食品饮料板块整体上涨 19.6%，跑赢大盘 4.6 个百分点。其中低价快消品与可选板块分别跑赢大盘 12.4 个和 2.0 个百分点。可选板块自 11 月 9 日起跑赢大盘 12 个百分点，符合当初我们基于投资时钟模型给出的优选可选消费板块的建议。四季度在个股层面上，承德露露、五粮液、光明乳业、水井坊和山西汾酒涨幅居前，茅台和古越龙山涨幅垫底。

可选板块通常会在经济繁荣后期（即高增长、高通胀）呈现盈利与估值双升特征。根据中金宏观组预测，2010 年一季度 GDP 增速有望高达 11%，而且当前通胀预期渐起，因此可选板块（高端白酒是典型代表）有望在 2010 年迎来估值与盈利双升机会，估值有望挑战历史高位，并走出相对低价快消品板块估值的溢价。当前，可选板块估值平均仅为 27.2 倍，相对大盘估值溢价率不到 50%，低于 06-08 年（大盘调整前）57% 的溢价率均值，且与 114% 的历史高点（出现在 2007 年初）相距甚远，因此销量超预期增长和产品提价卷土重来完全可能成为此轮板块估值提升及与大盘估值溢价率扩大的催化剂。目前，我们认为该板块中 2010 年盈利弹性最大的三家公司依次是山西汾酒、五粮液和贵州茅台。

原材料涨价趋势萌动使得低价快消品板块最佳投资时期整体已过，而且 09 年四季度低价快消品板块经过集体发力，目前相对大盘估值溢价已升至 108%，远远高于 06-08 年间 74% 的溢价率均值。这就表明该板块整体继续大幅跑赢大盘的难度在增加，但部分个股仍可能凭借个体原因在 2010 年延续盈利高增长态势，如燕京啤酒（因受啤酒大麦价格大幅续跌及母公司所得税率降低影响）和伊利股份（因受费用率合理回归及管理层行权预期等的影响）。

短期内，我们建议市场把握优选高盈利弹性和高估值安全边际品种的投资思路。具体来说，投资者可持续关注体制改革带来业绩腾飞的五粮液和山西汾酒，贵州茅台则因为 2010 年销售放量和年份酒提价等因素而同样具有盈利超预期可能。投资者同时还可关注低价快消品板块中不受成本上涨影响的啤酒板块，并首推业绩递延至 2010 年释放的燕京啤酒，以及管理层行权努力不变、费用率压缩及利润率回升空间明显的伊利股份。三全食品由于 2011 年限售股解禁和前期涨幅较小，年内或有补涨机会；金枫酒业则有望受益于世博会召开所带来的短期业绩提升和股价交易机会。

风险：

宏观经济二次探底。

图表 1：中金覆盖食品饮料股估值表

公司 (收盘于2010-1-12)	代码	投资评级	市盈率				市净率				净资产收益率(%)				股息收益率(%)				EV/EBITDA			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
A股																						
可选消费类																						
贵州茅台	600519.SH	推荐	41.1	33.1	25.0	19.5	13.6	10.2	7.6	7.6	33.8	31.8	31.6	31.6	0.5	0.7	0.9	0.9	27.2	21.8	16.6	16.6
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	64.0	38.3	25.2	20.1	10.1	8.1	6.2	6.2	15.9	21.3	24.9	24.9	0.2	0.3	0.4	0.4	30.1	17.9	12.0	12.0
泸州老窖	000568.SZ	推荐	39.9	31.9	24.2	18.6	14.5	12.7	11.0	9.3	36.4	40.1	45.6	50.4	2.9	3.5	4.6	6.0	31.3	26.5	21.4	15.8
水井坊	600779.SH	审慎推荐	34.6	34.0	30.0	25.2	7.5	7.0	6.6	6.1	21.9	20.9	22.1	24.4	2.4	2.1	2.3	2.8	14.8	23.6	20.4	17.2
山西汾酒	600809.SH	推荐	70.9	43.0	23.8	16.0	11.0	9.2	7.2	7.2	16.7	23.8	34.0	34.0	1.0	1.6	2.9	2.9	31.4	23.7	15.1	15.1
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	42.7	34.8	28.0	23.0	15.0	12.7	10.6	10.6	35.2	36.5	38.0	38.0	1.7	2.0	2.5	2.5	31.0	24.7	19.9	19.9
金枫酒业	600616.SH	中性	35.7	41.9	34.5	26.0	8.2	7.4	6.5	6.5	23.0	17.6	18.7	18.7	1.0	1.0	1.0	1.0	25.4	28.3	23.3	23.3
古越龙山	600059.SH	中性	37.5	52.3	42.7	30.7	2.9	4.1	3.9	3.9	7.8	8.1	9.4	9.4	0.0	2.3	2.8	2.8	22.0	20.1	16.9	16.9
可选消费类平均			45.8	38.7	29.2	22.4	10.3	8.9	7.5	7.2	23.8	25.0	28.0	28.9	1.2	1.7	2.2	2.4	26.7	23.3	18.2	17.1
可选消费类平均(剔除古越龙山)			47.0	36.7	27.2	21.2	11.4	9.6	8.0	7.6	26.1	27.4	30.7	31.7	1.4	1.6	2.1	2.4	27.3	23.8	18.4	17.1
低价快消类																						
三全食品	002216.SZ	中性	54.2	49.7	34.4	23.6	2.5	4.6	4.1	3.5	9.2	9.3	11.9	14.7	1.2	0.0	0.0	0.0	15.8	13.7	9.7	6.9
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	44.9	39.8	29.3	22.1	8.2	7.5	6.8	6.8	18.9	19.6	24.1	24.1	1.6	1.5	2.1	2.1	22.6	20.4	16.3	16.3
青岛啤酒	600600.SH	中性	69.6	35.9	27.9	23.2	8.0	5.9	5.2	5.2	11.5	16.3	18.5	18.5	0.7	1.3	1.7	1.7	25.7	15.5	13.0	13.0
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	48.5	35.9	23.0	19.2	3.7	3.2	3.0	3.0	6.7	8.5	12.0	12.0	0.8	1.1	1.7	1.7	20.5	14.5	11.1	11.1
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	48.3	37.1	31.2	27.6	14.1	11.5	9.5	8.0	29.2	31.0	30.5	29.1	1.1	1.4	1.7	1.9	27.5	22.6	18.8	16.3
*ST伊利	600887.SH	推荐	n.m	35.6	24.2	17.9	8.3	7.0	5.7	5.7	n.m.	19.7	23.5	23.5	0.0	0.6	0.8	0.8	n.m.	17.2	11.7	11.7
光明乳业	600597.SH	回避	n.m.	64.1	58.1	53.3	4.8	4.5	4.2	4.0	n.m.	7.0	7.2	7.5	0.0	0.2	0.5	0.9	n.m.	18.6	15.8	14.4
低价快消类平均			53.1	42.6	32.6	26.7	7.1	6.3	5.5	5.2	15.1	15.9	18.3	18.5	0.8	0.9	1.2	1.3	22.4	17.5	13.8	12.8
低价快消类平均(剔除光明乳业)			52.9	41.6	32.3	27.1	7.7	6.6	5.7	5.4	16.3	16.9	19.2	19.0	0.7	1.0	1.4	1.5	23.8	18.0	14.3	13.7
A股覆盖总体平均			48.6	38.8	28.8	22.3	9.1	7.9	6.7	6.4	20.5	21.7	24.6	25.2	1.1	1.4	1.8	2.0	25.0	20.7	16.2	15.2
A股覆盖总体平均(剔除古越龙山和光明乳业)			49.5	37.8	27.7	21.7	9.6	8.2	6.9	6.6	21.5	22.8	25.8	26.5	1.1	1.3	1.7	1.9	25.3	20.8	16.1	15.0

资料来源：万德资讯，中金公司研究部

目录

09 年四季度回顾：食品饮料板块跑赢大盘	4
食品饮料板块跑赢大盘.....	4
食品饮料行业投资时钟：目前投资可选板块正当时	6
通胀抬头与经济快速增长阶段是可选板块最佳投资期.....	6
可选板块估值无泡沫，盈利有望超预期.....	7
低价快消品板块整体估值提升空间有限，但可关注个股盈利弹性.....	8
食品饮料行业投资时钟规律总结.....	10
近期选股策略	11
首选盈利高弹性品种.....	11
兼顾具有估值安全边际的题材股炒作机会.....	12
其他公司信息与观点更新	14

图表目录

图表 1：中金覆盖食品饮料股估值表.....	2
图表 2：09 年四季度低价快消跑赢可选板块，但 11 月起可选板块大幅跑赢低价快消板块.....	4
图表 3：中金覆盖食品饮料股 09 年四季度涨幅排名.....	5
图表 4：白酒行业收入在经济周期中的波动规律.....	6
图表 5：高端白酒行业周期变化.....	6
图表 6：高端白酒相对大盘估值溢价在经济繁荣期见顶，在经济萧条期见底.....	7
图表 7：可选食品板块估值相对大盘估值的变动情况.....	7
图表 8：白酒估值与经济周期的强相关性.....	8
图表 9：主要高端白酒近期提价情况.....	8
图表 10：高端白酒需求调整与经济变化基本同步（我们以渠道价格作为反映高端白酒需求变化的指标）.....	8
图表 11：低价快消品板块估值相对大盘估值的变动情况（剔除伊利和光明亏损时期）.....	9
图表 12：低价快消品板块常存在经济复苏初期出现盈利跳跃（左图：啤酒，右图：软饮料）.....	9
图表 13：低价快消品板块估值在经济周期中的表现.....	9
图表 14：低价快消品板块估值相对大盘溢价的变动情况.....	10
图表 15：食品饮料板块投资时钟.....	10
图表 16：09 年年初至今食品饮料板块个股涨幅.....	12
图表 17：三全食品盈利预测调整.....	12
图表 18：世博会对金枫酒业销售影响估计.....	13
图表 19：金枫酒业盈利预测调整.....	13
图表 20：泸州老窖盈利预测调整.....	14
图表 21：水井坊盈利预测调整.....	14
图表 22：古越龙山盈利预测调整.....	15

09 年四季度回顾：食品饮料板块跑赢大盘

食品饮料板块跑赢大盘

09 年四季度 A 股食品饮料板块整体上涨 19.6%，跑赢大盘 4.6 个百分点，子板块与个股表现情况如下：

► **四季度大盘上扬 15 个百分点，食品饮料上涨 19.6 个百分点。**其中，低价快消品与可选板块分别跑赢大盘 12.4 个和 2.0 个百分点。低价快消品板块在 09 年四季度整体表现强劲，而可选板块在 10 月份表现欠佳，单月跑输大盘 10.1 个百分点，但在我们 11 月初三地策略路演中指明投资时钟规律注定可选板块理应胜出之后，该板块表现回暖，并于四季度后两个月累计跑赢大盘 12.6 个百分点。

► **除贵州茅台外，覆盖个股均跑赢大盘。**其中，承德露露（跑赢大盘 42 个百分点）、五粮液（跑赢大盘 33.5 个百分点）、光明乳业（跑赢大盘 31.7 个百分点）、水井坊（跑赢大盘 31 个百分点）和山西汾酒（跑赢大盘 25.1 个百分点）股价涨幅居前，只有贵州茅台（跑输大盘 14.9 个百分点）表现落后大盘。承德露露股价表现主要是在 09 年 10 月，股价单月上涨 34.7%，这与前期涨幅过低，以及市场预期 2010 年公司换届后或可释放业绩有关。五粮液在 11-12 月累计上涨 41.2%，这与关联交易解决、板块提价预期重现以及白酒板块股值水平在此期间整体强劲上扬有关，符合我们在 11 月初所做出的策略指引。

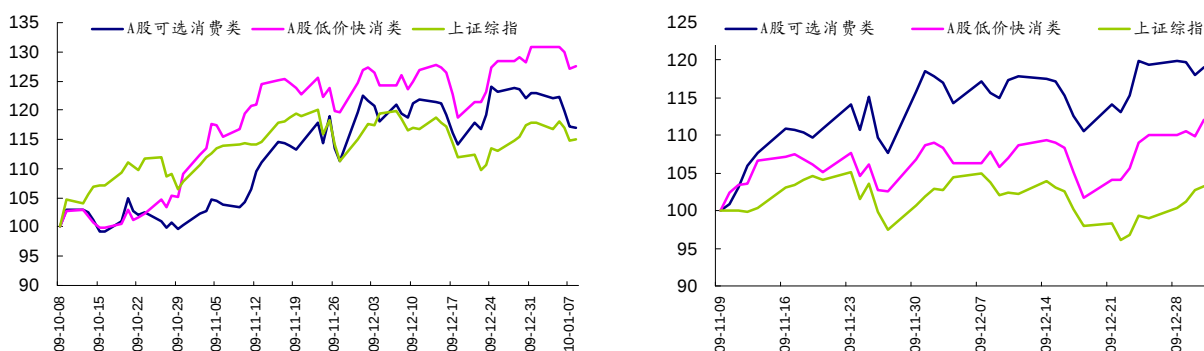
A 股食品饮料板块在 09 年四季度整体表现亢奋的原因主要在于：

► **政府力促增长结构转变，消费刺激政策频出，引发市场整体看好中国消费板块。**展望未来政府经济增长转型目标不会改变，后续消费刺激政策依然不断，至少从市场情绪来看，包括食品饮料在内的消费板块仍会持续受到市场关注。

► **板块盈利增长确定性强，且增幅不会逊于市场平均。**我们预计所覆盖食品饮料公司 2010 年平均盈利增幅接近 30%，高于 25% 左右的市场平均增幅预期，因此未来板块表现理应胜过大盘。

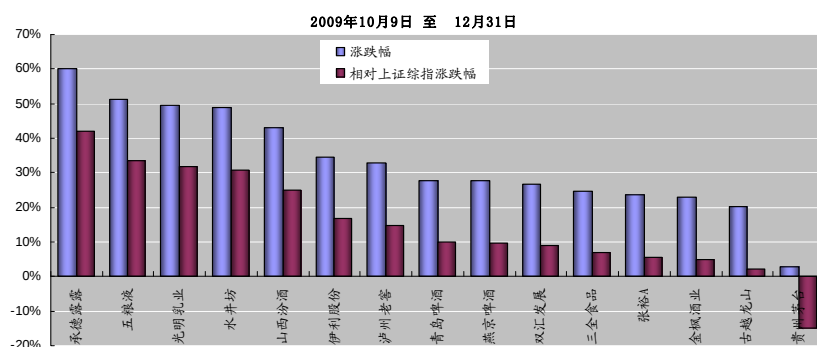
► **前期涨幅不大，相对估值合理。**09 年前三季度食品饮料板块累计上涨 51.2%，而同期大盘上涨 52.6%，板块表现落后大盘。四季度大盘振荡调整，食品饮料板块凭借稳定盈利增长前景及市场情绪追捧而受到市场青睐，表现后来居上；而且板块估值较大盘溢价与近年来股指上行期（2006-2008 年）均值相比仍有折扣，显示板块股指具有明显的相对安全边际。

图表 2：09 年四季度低价快消跑赢可选板块，但 11 月起可选板块大幅跑赢低价快消板块



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 3: 中金覆盖食品饮料股 09 年四季度涨幅排名



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

食品饮料行业投资时钟：目前投资可选板块正当时

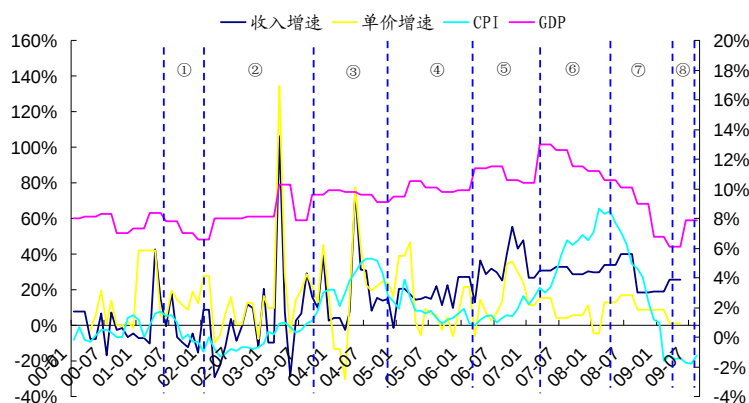
通胀抬头与经济快速增长阶段是可选板块最佳投资期

► **经济繁荣期高端白酒盈利见顶。**以高端白酒为例：经济衰退期（低增长、低通胀）（①④⑦）是高端白酒发展最为不利的宏观环境，呈现“量价齐跌”特点；经济复苏期（低通胀、高增长）（②⑤⑧）是高端白酒发展较为有利的宏观环境，需求复苏使得高端白酒整体销量稳步增长，呈现“量升价稳”特点；经济繁荣期（高增长、高通胀）（③⑥）是高端白酒发展最为有利的时期，私人消费极度繁荣，财政收入丰厚。政府消费极度繁荣，商务往来频繁。高通胀也为高端白酒提价提供契机，板块呈现“量价齐升”特点。

► **在经济繁荣期享受估值溢价。**可选板块估值在经济衰退期对低价快消板块约有 20% 折价，在复苏期可与低价快消品板块估值持平，但在繁荣期通常可享受对低价快消品板块 20% 的估值溢价。

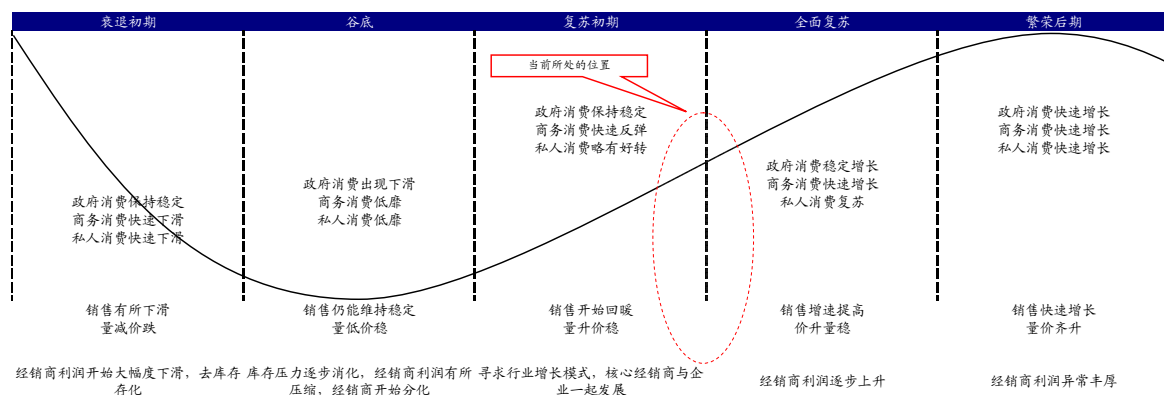
所以，以高端白酒为代表的可选板块估值兼有相对明显的周期性特征，在经济繁荣后期通常会表现出盈利和估值“双升”，但在经济萧条期却表现为盈利和股值“双降”。当前国内经济正从复苏再度走向繁荣，并且伴随着通胀逐步抬头的趋势，这是投资可选板块、尤其是高端白酒板块的最佳时机，因为我们期待收获盈利与估值双重弹性。

图表 4：白酒行业收入在经济周期中的波动规律



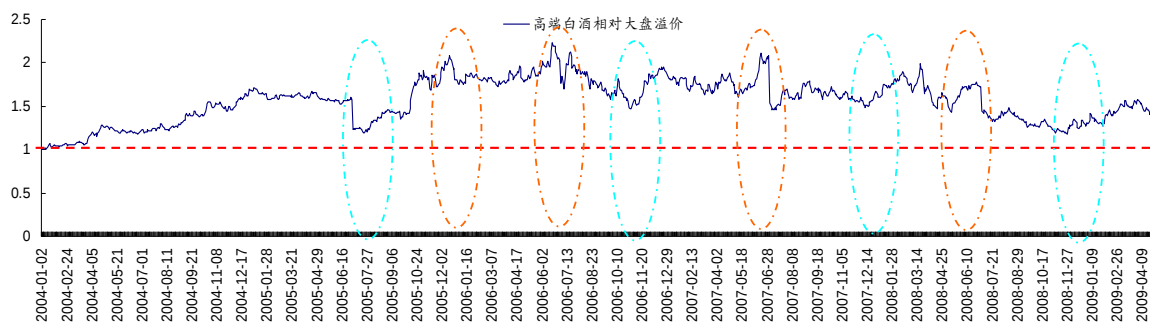
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 5：高端白酒行业周期变化



资料来源：中金公司研究部

图表 6: 高端白酒相对大盘估值溢价在经济繁荣期见顶, 在经济萧条期见底



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

可选板块估值无泡沫, 盈利有望超预期

新年伊始, 可选板块、尤其是高端白酒板块调整较多。但我们认为在当前经济形势下, 高端白酒板块的持续投资价值显而易见, 主要因为:

► **行业估值无泡沫。**目前, 剔除古越龙山后, 可选板块 2010 年整体估值在 27.2 倍, 相对大盘的估值溢价率不到 50%, 低于 06-08 年 (大盘调整前) 57% 的历史均值, 且与 114% 的历史高点 (出现在 2007 年初) 相距甚远。当前国内经济由复苏再度走向繁荣, 并且伴随着通胀的出现, 行业估值有望重新挑战历史高点。

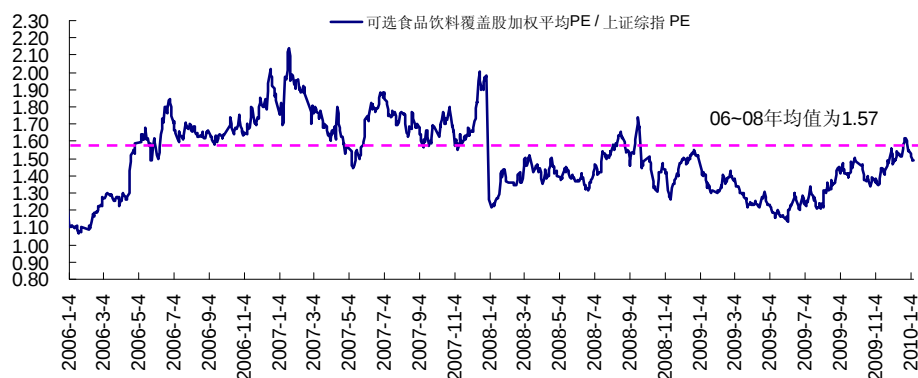
► **宏观经济支持可选消费复苏。**根据中金宏观预测一季度 GDP 增速达到 11%, 投资与消费两旺, 而且伴随出口业务回暖, 支持可选板块需求复苏。根据中金宏观预期 2010 年固定资产投资增速仍将保持 20% 以上, 商务消费将是增长源泉。同时, 09 年财政收入转正也可减少政府消费继续受压的担忧。从以往经验来看, 可选板块复苏基本同步于经济数据, 所以以高端白酒为代表的可选板块消费复苏很可能在 2010 年一季度业绩中得到体现。

► **通胀预期重现, 白酒提价风潮已至。**2009 年 12 月-2010 年 1 月间, 主要白酒企业开始相继提高其产品出厂价。虽然当前提价预期已基本兑现, 但却预示着持续提价行为重新抬头。

► **春节旺季销售“强者恒强, 弱者受压”。**2010 年茅台和五粮液执意放量 20%, 使得高端白酒市场面临销量竞争, 我们预期茅台和五粮液成功可能性较大, 而水井坊和国窖 1573 则由于强势品牌放量而可能面临销量增长压力。

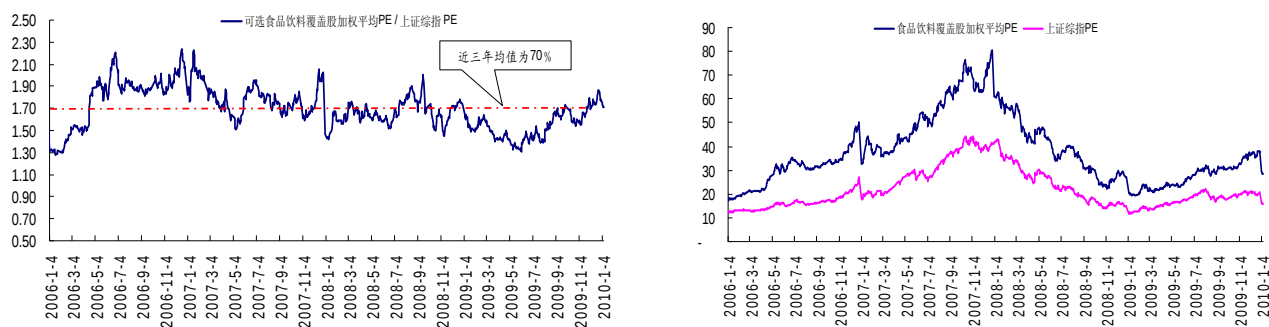
由此可见, 可选板块估值安全边际明显, 部分基本面 (主要指短期品牌影响力) 占优个股具有销售和盈利超预期增长可能性, 所以我们建议投资者仍可在此时点积极介入该板块及我们重点推荐个股。

图表 7: 可选食品板块估值相对大盘估值的变动情况



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

图表 8：白酒估值与经济周期的强相关性



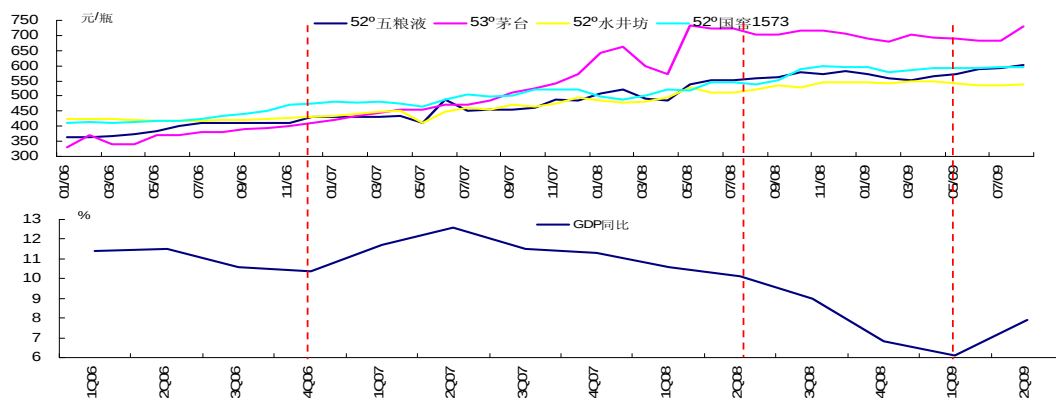
资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 9：主要高端白酒近期提价情况

白酒种类	提价幅度	提价幅度
53度茅台	60元/瓶	13%
52度五粮液	40元/瓶	9%
52度国窖1573	51元/瓶	11%
52度水井瓶水井坊	50元/瓶	11%
53度/45度青花瓷汾酒	50元/瓶	15%
45度10年老白汾酒	7.8元/瓶	10%

资料来源：中金公司研究部

图表 10：高端白酒需求调整与经济变化基本同步（我们以渠道价格作为反映高端白酒需求变化的指标）



资料来源：中金公司研究部

低价快消品板块整体估值提升空间有限，但可关注个股盈利弹性

► 低价快消品公司会在经济复苏初期出现盈利跳升，但已在 09 年业绩和估值中得到体现。经济复苏初期，由于原材料成本下降，带来利润率快速回升，导致短期盈利跳升，这在众多低价快消品公司 09 年业绩中已有体现。但是随着通胀起步，原材料价格上涨趋势会使行业利润率承压，因此我们会对 2010 年低价快消品板块整体盈利增长前景表示谨慎。

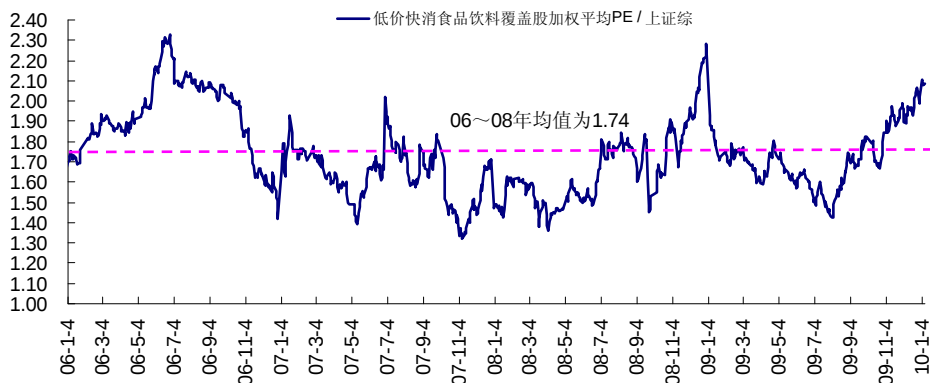
► 板块估值变化呈现后周期与弱周期特征，当前板块整体估值持续向上空间有限。在经济衰退初期，低价快消品公司收入增长仍保持稳定，盈利波动小于其他行业，因此具有较强防御能力，板块相对大盘处在估值溢价高点，呈现弱周期特征。经济复苏初期，行业收入和盈利弹性相对较小，受投资者关注程度落后于强周期板块，直到复苏中期相对大盘才会重现估值溢价高点，表现出周期性。经济繁荣期通常伴随着通胀起步，原材料价格上涨会使得行业

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。

利润率承压，行业表现开始走弱，相对大盘又会重回估值溢价低点。当前，低价快消品板块（在扣除伊利和光明这两家 07-08 年间处于亏损状态的公司以后）相对大盘的估值溢价率已达 108%，远远高出 06-08 年（大盘调整前）间 74% 的均值，显示板块估值未来整体续升空间有限。

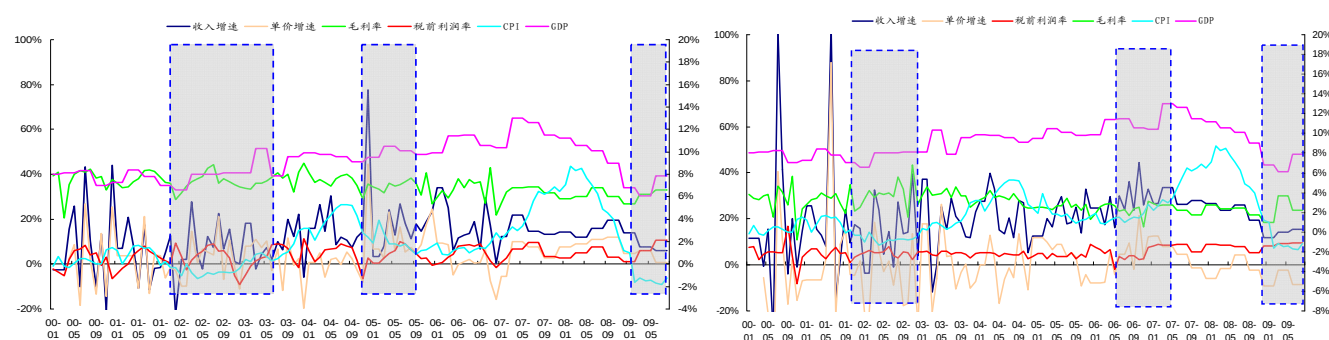
所以，整体来看，通胀预期渐起，使得投资低价快消品板块的最佳时机已过。

图表 11：低价快消品板块估值相对大盘估值的变动情况（剔除伊利和光明亏损时期）



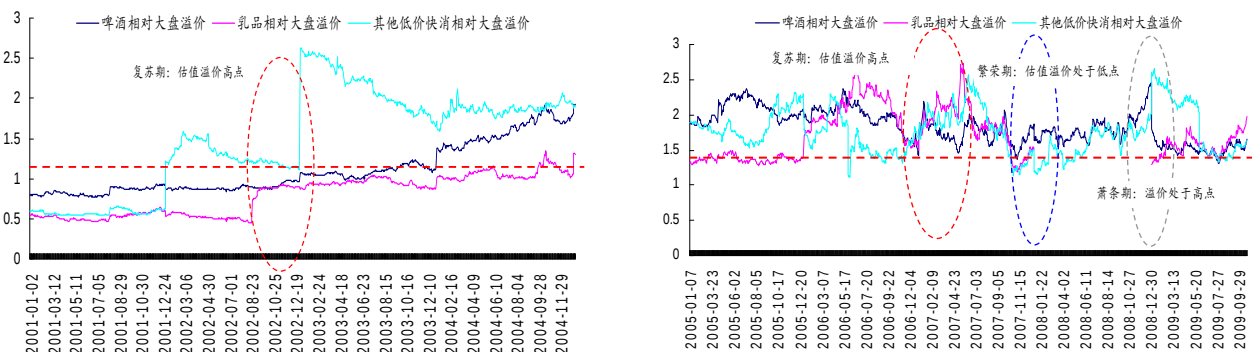
资料来源：国家统计局、中金公司研究部

图表 12：低价快消品板块常在经济复苏初期出现盈利跳跃（左图：啤酒，右图：软饮料）



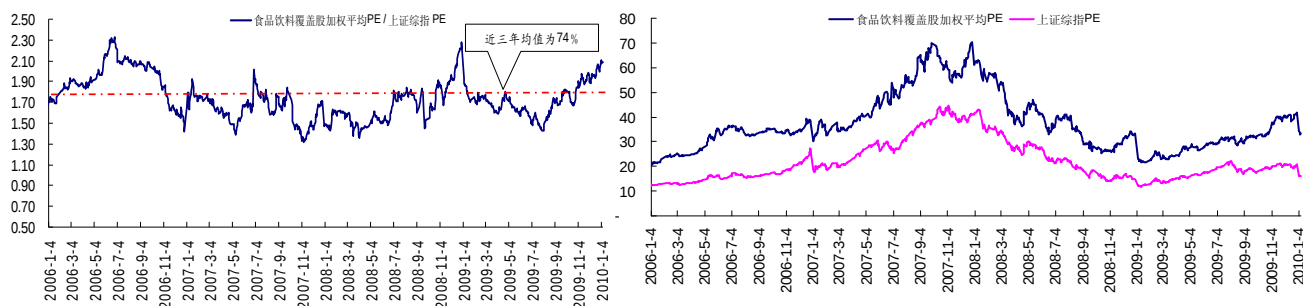
资料来源：国家统计局、中金公司研究部

图表 13：低价快消品板块估值在经济周期中的表现



资料来源：万德资讯、中金公司研究部

图表 14：低价快消品板块估值相对大盘溢价的变动情况



资料来源：国家统计局、中金公司研究部

食品饮料行业投资时钟规律总结

经济萧条期：首选低价快消品板块；

经济复苏初期：改选可选消费品板块；

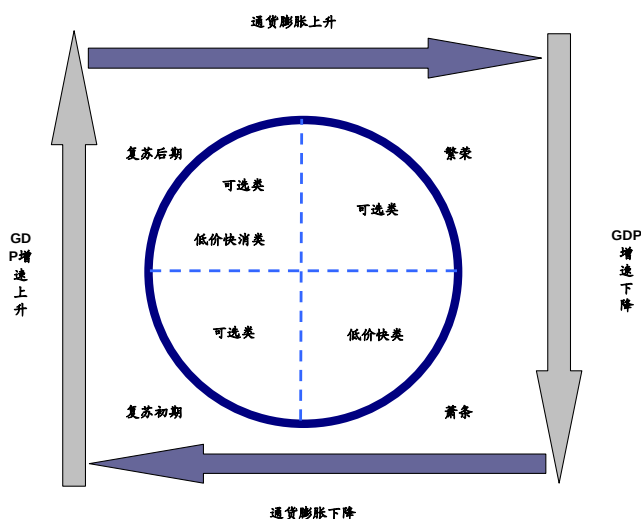
经济复苏中期：再选低价快消品板块；

经济复苏后期：再选可选消费品板块；

经济繁荣期：继续留在可选消费品板块。

当然，板块投资规律也须关注那些反时钟特例，这些特例可能来自行业层面，也可能来自个股层面。例如：啤酒行业 2010 年仍处成本蜜月期，使得啤酒公司有能力在 2010 年继续传递盈利惊喜；管理层行权预期使得伊利股份盈利弹性十足；管理层持股解禁日临近，也会使三全食品这样的公司愿意从 2010 年起逐步释放业绩。

图表 15：食品饮料板块投资时钟



资料来源：中金公司研究部

近期选股策略

首选盈利高弹性品种

可选板块：首选业绩超预期个股

可选板块中，应首选未来体制有大改革，从而可能带来公司业绩超预期的个股，如五粮液、山西汾酒和贵州茅台。

五粮液（审慎推荐）：关联交易解决，管理层业绩释放动力提高，市值有望逐步逼近茅台。09年分销体系改革后，渠道价格掌控能力明显改善，产品提价空间与提价预期明朗。同时，2010年有望成功放量，业绩超预期可能性较大。

山西汾酒（推荐）：管理层换届完成，09年公司销售体制改革仅仅卖出第一步，2010年方迎来真正的跨越式发展。同时，销售公司外部40%股权有望注入上市公司，公司盈利有望再超市场预期。

贵州茅台（推荐）：强者恒强，2010年有望实现“量价齐升”，虽然短期题材较少，但年报和季报业绩可能带来惊喜。

我们之所以未提名同样具有盈利复苏前景和较低估值水平的泸州老窖和水井坊，是因为年内五粮液和茅台均有放量打算，其品牌影响力相对更强，因此很可能会拖累泸州老窖和水井坊高端酒的产销复苏进程。

低价快消品板块：几个特例

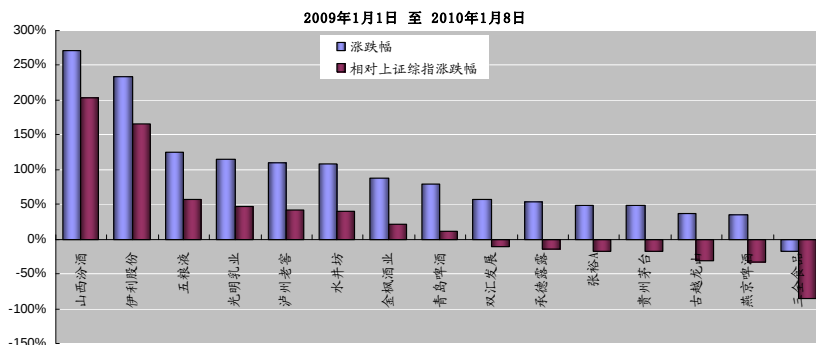
我们在低价快消品板块中，重点推荐不受成本压力影响的啤酒行业（特别是燕京啤酒）以及管理层业绩释放意愿较强的公司（如伊利股份和三全食品）

燕京啤酒（推荐）：2010年公司啤麦均价预计同比下降30%，可带动毛利率回升近3个百分点；同时，母公司税率优惠政策获批除可追回一部分09年税收开支以外，还将带来2010年后公司整体有效税率的降低。当前股价下，公司2010年预测市盈率仅为23倍，处在板块均值（指剔除光明乳业和古越龙山之后的食品饮料板块均值）17%的折扣。09年至今公司累计跑输大盘32个百分点，业绩延迟释放可能成为未来股价上涨催化剂。

伊利股份（推荐）：公司利润率有望从09年2.5%持续攀升至今明两年3.2%和3.7%的水平，动力主要来自持续较快的销售增长、稳定毛利率、销售费用率合理回落以及管理层行权预期。当前股价下，公司2010年预测市盈率仅为24.2倍，处在板块均值（指剔除光明乳业和古越龙山之后的食品饮料板块均值）近13%的折扣，DCF模型预测下的年末目标股价为高出当前股价近40%，建议投资者积极介入。

三全食品（中性）：2011年2月限售股将获解禁，这会使得管理层具有提前释放业绩的动力。同时，由于2010年春节延后以及新产能释放，公司销售有望再次出现快速增长。公司净利润率较低，盈利弹性较大。09年年初至今累计跑输大盘84.8个百分点，业绩释放预期可能成为公司股价上涨催化剂。我们下调公司09年盈利预测7.6%至每股收益0.46元，但上调2010年盈利预测8.8%至每股收益0.67元。

图表 16：09 年年初至今食品饮料板块个股涨幅



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 17：三全食品盈利预测调整

	2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	1604	1507	-6.0%	1847	1849	0.1%
毛利率	37.5%	37.6%	0.1%	36.8%	38.3%	1.6%
主营业务税金	594	560	-5.7%	671	700	4.4%
营销费用	431	405	-6.0%	486	493	1.5%
营销费用/销售收入	26.9%	26.9%	0.0%	26.3%	26.7%	0.4%
管理费用	79	75	-4.1%	78	87	12.0%
管理费用/销售收入	4.9%	5.0%	0.1%	4.2%	4.7%	0.5%
息税前利润	84	79	-5.4%	107	121	12.4%
息税前利润率	5.2%	5.3%	0.0%	5.8%	6.5%	0.7%
净利润	94	87	-7.6%	115	125	8.8%
净利润率	5.9%	5.8%	-0.1%	6.2%	6.8%	0.5%
每股收益（人民币元）	0.50	0.46	-7.6%	0.62	0.67	8.8%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

兼顾具有估值安全边际的题材股炒作机会

2010 年股市振荡、个股概念不断。炒作这类股票，前提是要有估值安全边际。这样的品种目前我们仍在积极寻找，此处先提金枫酒业一家：

金枫酒业（中性）：公司投机价值可以从以下三方面理解：

► **黄酒销售评级有望打破。**金枫作为世博会唯一黄酒赞助商，有望通过世博会实现其全国市场品牌宣传，进而疏通企业地域销售瓶颈。首先，在上海市场，锦绣系列作为餐饮重点推广黄酒，而石库门黑标、红标则重点针对商超，2010 年世博会前完成上海铺货，目前已在上海台密集播放世博广告。其次，在外省市场，公司将加大费用投入，预计 2010 年公司整体销售费用将至少新增 5000 万—6000 万元，主要针对高端产品的品牌宣传。

► **估值具有安全边际，建议参考“市销率”估值法。**当前股价对应 2010 年市盈率 34.5 倍，相对板块均值溢价有限。同时，我们认为食品饮料公司在销售拓展初期，收入增速肯定远大于利润增速，因此适合用 P/S 估值手段，公司当前股价对应 2010 年的 P/S 为 6.96 倍，低于可选板块其他个股 7-13 倍的水平，显示公司估值仍有提升空间。

► **最符合世博概念炒作的食品饮料股。**因其 80% 销售收入来自上海地区，且公司酒品上海特色最浓。

我们将世博会对公司 2010 年高档黄酒销量的大致影响估算如下：

► 我们根据世博会组委会预计的旅游人数，假设外籍游客在上海的人均餐饮消费 200 元，外地游客在上海的人均餐饮消费 100 元，得到 2010 年上海餐饮消费频率将同比提高 11.2%，并相应提高公司高档黄酒餐饮消费量 11.2%，即新增消费 1266 吨。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。

- 我们假设外地和外籍人士在上海超市人均购买 2 瓶黄酒，相应带动公司高档黄酒消费量 4 吨。
- 所以，按照以上假设，世博会召开对公司高档黄酒消费量总带动量为 1270 吨，相当于其高档黄酒销量增长 7%。

我们下调公司 09 年盈利预测 14.8% 至每股收益 0.48 元，但上调 2010 年盈利预测 7.8% 至每股收益 0.59 元。调高 2010 年盈利主要因为：1) 上调公司 2010 年石库门和金色年华酒销量增速至 11% 和 40%，2) 上调 2010 年费用率假设至 50%。由于公司绝对估值偏高，世博会炒作属短期题材，故仍维持“中性”评级。

图表 18：世博会对金枫酒业销售影响估计

餐饮型黄酒规模估算			备注
金枫酒业 08 年销量 (吨) (1)	金色年华	5000	
	石库门	13000	
	公司总计	18000	
金枫酒业餐饮销售比重	金色年华	70%	
	石库门	60%	
金枫酒业餐饮销量 (吨) (2)	金色年华	3500	
	石库门	7800	
	公司总计	11300	
金枫高档餐饮型黄酒市场份额			70%
上海餐饮型黄酒消费量 (吨)			16143
08 年上海餐饮消费金额 (亿元) (3)			670
世博对公司高端黄酒消费的影响			备注
游客人数 (万人次)	外籍游客(A)	500	
	外地游客(B)	6500	
	本地游客	3000	
	总计	10000	
占世博会总游客比重	外籍游客	5%	
	外地游客	65%	
	本地游客	30%	
	总计	100%	
世博对餐饮黄酒消费的影响			
人均新增消费量 (元)	外籍游客(A)	200	
	外地游客(B)	100	
	本地游客	0	
餐饮消费金额 (亿元) (4)	外籍游客(A)	10	
	外地游客(B)	65	
	本地游客	0	
	总计	75	
世博会新增餐饮销售收入 (5) = (4) / (3)			11.2%
餐饮消费频率提高百分比 (6) = (5)			11.2%
对公司黄酒餐饮消费的拉动 (吨) (7) = (6) * (2)			1266
世博对商超黄酒消费的影响			
消费总量(吨)			
(8) = (A+B)*2/2000			7.0
金枫酒业市场份额 (9)			60%
公司新增黄酒消费量 (吨) (10) = (8) / (9)			4.2
			假设 70% 是金色年华或者石库门
世博对公司盈利影响分析			备注
对公司餐饮黄酒消费的拉动 (7) (吨)			1266
对商超消费的拉动 (10) (吨)			4
对公司高端黄酒总销量的拉动 (吨) (11) = (7) + (10)			1270
对公司高档黄酒的拉动幅度 (12) = (11) / (1)			7.1%

资料来源：中金公司研究部

图表 19：金枫酒业盈利预测调整

		2009E			2010E	
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	4651	937	-79.9%	973	1064	9.3%
毛利率	18.7%	53.7%	35.0%	55.9%	58.5%	2.6%
主营业务税金	49	31	-36.1%	32	34	4.6%
营销费用	413	142	-65.7%	147	202	37.6%
营销费用/销售收入	8.9%	15.1%	6.2%	15.1%	19.0%	3.9%
管理费用	179	97	-45.9%	100	97	-3.7%
管理费用/销售收入	3.8%	10.3%	6.5%	10.3%	9.1%	-1.2%
息税前利润	231	234	1.3%	264	289	9.6%
息税前利润率	5.0%	25.0%	20.0%	27.1%	27.2%	0.1%
所得税率	22.6%	24.7%	2.1%	24.7%	24.7%	0.0%
净利润	208	177	-14.8%	199	215	7.8%
净利润率	4.5%	18.9%	14.4%	20.5%	20.2%	-0.3%
每股收益 (人民币元)	0.57	0.48	-14.8%	0.55	0.59	7.8%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

其他公司信息 with 观点更新

泸州老窖 (推荐): 2010 年茅台和五粮液计划放量 20%，国窖 1573 品牌力相对较弱，强势品牌放量对国窖 1573 销量增长造成压制，我们对国窖 1573 销量增速保持审慎，预计 2010 年仅同比持平。同时，对于市场比较关心的股权激励事宜，预计会在 2010 年内完成，我们已在 2009 年盈利预测中将相关期权费用予以提别，影响每股收益 0.05 元。我们上调泸州老窖 09 年和 2010 年的盈利预测 8.4% 和 7.6% 至每股收益至 1.14 元和 1.5 元，主要因为 (1) 09 年国窖 1573 仍实现 8% 销量增长，高于预期；2) 特曲在全年提价 20 元情况下，销量仍可同比持平，好于我们预期。公司对应 2010 年 24.2 倍市盈率，估值仍有吸引力，故维持“推荐”评级，但 2010 年高端强势品牌放量会对国窖 1573 销量增长构成压力，出现盈利超预期可能性不大。

图表 20：泸州老窖盈利预测调整

	2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	4343	4502	3.7%	5201	5156	-0.9%
毛利率	66.6%	68.9%	2.4%	67.6%	70.3%	2.7%
主营业务税金	395	404	2.5%	521	514	-1.4%
营销费用	580	509	-12.3%	644	564	-12.4%
营销费用/销售收入	13.3%	11.3%	-2.1%	12.4%	10.9%	-1.4%
管理费用	293	403	37.5%	295	305	3.6%
管理费用/销售收入	6.7%	8.9%	2.2%	5.7%	5.9%	0.3%
息税前利润	1624	1787	10.1%	2056	2240	8.9%
息税前利润率	37.4%	39.7%	2.3%	39.5%	43.4%	3.9%
投资收益	239	239	0.0%	395	404	2.3%
所得税率	21.8%	22.1%	0.3%	21.0%	21.2%	0.2%
净利润	1460	1583	8.4%	1941	2087	7.6%
净利润率	33.6%	35.2%	1.5%	37.3%	40.5%	3.2%
每股收益 (人民币元)	1.05	1.14	8.4%	1.39	1.50	7.6%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

水井坊 (审慎推荐): 我们预计在 Diaoge 增持股权后，中方将只关注国内市场和渠道拓展，外方将为水井坊出口及开发特色洋酒提供海外销售便利 (如公司和 Diageo 联合开发的具有中国特色的伏特加酒——海上幻已开始在香港销售)。公司国内市场重点在于加强终端管控，增加渠道价差，着力于全兴和天号陈等中高档产品拓展。09 年三季度起，销售费用同比增加 84.8%，一些终端费用改为酒厂直接投入，相当于增加渠道利润，调整大经销商制的弊端。同时，中高档产品天号陈 09 年录得同比 100% 销量增长。我们下调 09 年盈利预测 4.9% 至每股收益 0.65 元，但上调 2010 年盈利预测 3.8% 至每股收益 0.74 元。主要因为：1) 09 年费用率较高，影响公司利润率水平，全年费用率将高达 30% 以上；2) 公司已提高井台瓶水井坊出厂价 50 元/瓶，将会相应增厚 2010 年盈利。但五粮液放量会影响水井坊销量反弹。公司当前盈利对应 2010 年市盈率为 30 倍，已处在板块高端，我们维持“审慎推荐”的评级因判断公司业绩超预期可能性较小。

图表 21：水井坊盈利预测调整

(人民币：百万元)	2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	1443	1563	8.3%	1555	1705	9.6%
毛利率	62.2%	63.4%	1.2%	65.0%	67.5%	2.5%
主营业务税金	119	130	9.0%	105	159	51.4%
营销费用	226	322	42.3%	259	360	38.6%
营销费用/销售收入	15.7%	20.6%	4.9%	16.7%	21.1%	4.4%
管理费用	116	116	0.0%	139	139	0.0%
管理费用/销售收入	8.0%	7.4%	-0.6%	9.0%	8.2%	-0.8%
息税前利润	436	423	-2.9%	507	493	-2.8%
息税前利润率	30.2%	27.1%	-3.1%	32.6%	28.9%	-3.7%
所得税率	22.1%	23.6%	1.5%	24.6%	25.8%	1.2%
净利润	336	319	-4.9%	379	362	-4.5%
净利润率	23.3%	20.4%	-2.8%	24.4%	21.2%	-3.1%
每股收益 (人民币元)	0.686	0.652	-4.9%	0.774	0.740	-4.5%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

张裕 A (审慎推荐): 我们刚在港股食品板块回顾中更新过张裕近况, 预计张裕全年盈利增幅可以从上半年近 10% 快速提升至 23%, 显示葡萄酒消费强劲复苏以及公司行业竞争力。我们由此调高了公司今明两年销售和盈利预测。当前股价下, 公司 2010 年预测市盈率为 28 倍, 股息收益率预期 2.5%。尽管 DCF 模型显示当前股价离目标价 (76.31 元) 上升空间有限, 但我们仍维持“审慎推荐”评级。张裕新近公告入股恒生银行旨在盘活闲置资金, 为账面上高达 20 亿元以上的余留现金寻求保值增值机会, 而恒丰在过去两年内的连续增资扩股也被认为是争取资本市场上市融资地位的前奏, 因此我们对于张裕此项投资的未来出路及获利前景毫无担忧, 同时也不认为该项投资意味着张裕未来业务取向转变以及张裕在葡萄酒主业发展上会有任何懈怠。

承德露露 (审慎推荐): 公司换届即将完成, 内部矛盾已有所化解, 2010 年业绩有望明显提升。但前期股价大涨已充分反映此等乐观预期, 故我们维持“审慎推荐”评级, 并且相信公司 2010 年盈利超出我们现有 0.88 元每股收益预期的可能性很小。

双汇发展 (审慎推荐): 从前三季度业绩来看, 公司 09 年全年超越我们现有 1.50 元每股收益的可能性几乎没有。公司新近就媒体报道发布澄清公告, 披露结果显示管理层持股结构全部架设于海外平台, 表明指望吸并集团资产, 并利用国内上市平台实现集团资产整体上市预期并不靠谱, 这使包括我们在内的投资者对于公司未来投资价值的判断都有些迷失。短期内, 我们将等待 09 年四季度业绩和 2010 年一季度业绩, 希望能从中嗅出些有助于判断公司未来取向的东西, 并据此形成公司投资建议。当前股价下, 公司 2010 年预测市盈率 31.2 倍, 股息收益率 1.7%, 股价有无进一步上升空间, 完全取决于未来整体上市走向及其所隐含的公司长期增长前景。目前我们暂维持“审慎推荐”评级。

青岛啤酒 (中性): 我们刚在港股食品板块回顾中更新过青岛啤酒近况, 预计 09 年公司全面摊薄后的每股收益可逼近 1 元, 同比增长 85%。公司 2010 年入账啤酒成本预计还有 10-15% 的同比降幅, 降幅不及燕京啤酒; 同时, 支撑 09 年业绩飙升的所得税率与资产减值集体预计在 2010 年难有进一步下降空间, 所以 2010 年公司盈利虽还有近 30% 的同比增幅, 但增幅肯定不及燕啤更吸引人, 而且公司 2010 年实际表现超越我们现有预期的可能性亦有限。当前股价下, 公司 2010 年预测市盈率为 27.9 倍, EV/EBITDA 估值 13 倍, 基于 DCF 模型下的 2010 年末目标股价为 37.02 元, 股息收益率 1.7%, 股价虽有小幅上涨空间, 但仍缺乏评级上调动力, 所以我们维持“中性”评级。

古越龙山 (中性): 瓶装酒销售依然清淡, 我们认为这与公司传统黄酒定位以及营销力不强有关。公司定向增发已获证监会通过, 增发价格约为 7.8 元/股, 年底将是定向增发流通股解禁日, 所以不排除公司有在 2010 年释放业绩的可能。我们上调公司 2010 年盈利预测 26.8%, 主要反映定向增发解禁后的业绩释放动力, 但上调后公司 2010 年市盈率仍高达 42.7 倍, 故维持“中性”评级。

图表 22: 古越龙山盈利预测调整

	2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	882	882	0.0%	901	982	9.0%
毛利率	37.9%	37.9%	0.0%	36.4%	38.5%	2.1%
主营业务税金	31	31	0.0%	32	34	7.9%
营销费用	108	108	0.0%	105	111	6.1%
营销费用/销售收入	12.2%	12.2%	0.0%	11.6%	12.3%	0.7%
管理费用	44	44	0.0%	45	49	9.6%
管理费用/销售收入	5.0%	5.0%	0.0%	5.0%	5.5%	0.5%
息税前利润	152	152	0.0%	147	184	24.9%
息税前利润率	17.2%	17.2%	0.0%	16.3%	20.4%	4.1%
所得税率	23.9%	23.9%	0.0%	23.9%	24.1%	0.2%
净利润	106	106	0.0%	102	130	26.8%
净利润率	12.0%	12.0%	0.0%	11.3%	14.4%	3.0%
每股收益 (人民币元)	0.19	0.19	0.0%	0.18	0.23	26.8%

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

光明乳业 (回避): 光明基本面并无太多亮点, 往后看销售增长空间不大, 毛利率虽有保持稳定, 但费用率压缩空间有限。目前公司高管无一进入光明集团高层, 今年换届或引入光明集团高层, 是否会因此为公司带来更多未来发展空间当拭目以待。当前股价下, 公司 2010 年预测市盈率高达 58.1 倍, 而且今明两年盈利增幅预计轻微, 我们暂维持“回避”评级。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。