

行业配置深度报告

差异化布局，顺周期受益

总体结论：

对比发达国家食品消费历史，同时参考中国二元经济结构形成的特殊的中国元素。我们认为目前食品消费总体上处于普及的后期阶段与升级的初级阶段。数量增长与品质提升双重因素将使食品行业实现较快和较好增长。对食品板块投资将主要延循升级思路进行。升级之路使欧美发达国家食品行业实现多年增长。而中国升级周期中，未来乳制品和酒精饮料的增长空间最大。

食品加工工业受益通胀，买入双汇

我们预期 2010 年由于规模化养殖程度大幅度提高，生猪价格将比以往更为稳定，中间收购环节费用也将有所下降，屠宰行业收入和利润增长将有良好表现。

出口型企业不确定性增加，行业中性

本年度国内番茄酱产量创历史新高，未来面临着供给过多，价格下降的风险。但下半年如果出口形势好转，新榨季产量预期下降，可能公司业绩会有回升。

乳制品消费全面恢复，择机买入伊利

随着城市化下沉到三四线城市，大型连锁超市在三四线城市的普及，液态奶消费量可能会打破两年来的阶段性滞胀，未来两年维持高于 10% 的增幅。

饮料制造业捕捉结构性机会，整体增持

09 年白酒公司业绩大幅增长没有悬念 超额收益来自于公司治理存在提升的公司，建议买入五粮液和山西汾酒；

国际比较研究验证葡萄酒最能体现消费升级，建议买入价值型和成长型兼备的张裕 A。

啤酒经过一年多时间平稳期，存在涨价预期，但青啤增幅会比 2009 年大幅度放缓，给予增持。

行业投资逻辑与配置策略

价值型股票—贵州茅台、张裕 A、安琪酵母：受成本变动影响较小，业绩波动不大，估值较低随时增仓。

2010 年各季度股票配置建议

时间	股票名称
一季度	ST 伊利，
二季度	顺鑫农业、燕京啤酒、汾酒、五粮液、沱牌曲酒、金种子、 双汇发展、古井贡
三季度	青岛啤酒、白酒板块
四季度	白酒板块、葡萄酒板块新中基、中粮屯河

食品与饮料制造

维持

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010--85130307

分析日期： 2010 年 01 月 08 日

股价表现



相关研究报告

2010-01-08	食品饮料板块调整简评：强劲上涨后的季节性调整
2009-12-22	调研动态报告 五粮液：再次腾飞，2010 年业绩有望超预期
2009-11-17	金枫酒业--结束调整，蓄势待发

目 录

第一部分 食品饮料消费的普及与升级	3
1、基本结论	3
2、中国未来食品饮料消费以升级为主.....	3
3、全球范围内食品饮料行业方兴未艾，升级无止境.....	4
4、升级道路上的食品企业增长幅度会更大，增长质量会更好，更值得投资	5
第二部 2010 年食品饮料行业投资配置	6
一、食品加工受益通胀，买入双汇	6
1、屠宰加工业	6
2、粮油加工	8
3、糖加工后市谨慎乐观	8
4、出口型企业上半年不看好	9
二、乳制品消费全面恢复，择机买入 ST 伊利	10
三、饮料制造业捕捉结构性机会，整体增持.....	12
1、白酒增长无悬念 超额收益看治理 买入五粮液和汾酒.....	12
2、葡萄酒受益消费升级，买入张裕	13
3、啤酒关注涨价信号，增持青啤	14
第三部分 行业投资逻辑与配置策略	15
1、大小非解禁的冲击	15
2、行业的季节性因素	16
3、组合配置建议	16
4、其他需关注的个股机会	17
附:.....	18

图 表

图 1: 日本各年主要食品的消费与中国 2008 年的比较 单位: 千克/人.....	4
图 2: 明治乳业、泰森和帝亚吉欧上以来累计收益率与 SP500 的比较	5
图 3: 明治乳业、泰森和帝亚吉欧的营业利润率情况.....	6
图 4: 明治乳业、泰森和帝亚吉欧毛利率情况 单位: %	6
图 5: 猪肉价格将温和上升	7
图 6: 屠宰行业盈利能力增强	7
图 7: 大豆价格升势确立, 豆油价格紧随其后.....	8
图 8: 白糖价格亦创新高, 后涨乏力	8
图 9: 机制糖和食品糖产销两旺	9
图 10: 制糖业扭亏为盈, 利润率上升	9
图 11: 番茄酱出口大增, 价格小幅上涨.....	10
图 12: 牛奶价格稳步提高	10
图 13: 乳制品级液体入产量快速提升	11
图 14: 液体乳及乳制品行业盈利能力大幅提升.....	11
图 15: 白酒产量大幅提升	12
图 16: 白酒行业利润大幅增加	12
图 17: 近五年来四季度和次年一季度的白酒板块行情走势.....	13
图 18: 葡萄酒产量提速	13
图 19: 葡萄酒行业盈利能力增强	14
图 20: 啤酒供应量平稳	14
图 21: 啤酒行业盈利能力仍较强	15
图 22: 2007-2009 年间第一季度酿酒食品与上证综指累计涨幅	16
表 1: 城镇居民与农村居民主要副食消费数量相差倍数.....	5
表 2: 2006 年以来屠宰与肉制品行业各环节利润对比 元/头.....	7
表 3: 2010 年食品饮料行业大小非解禁情况.....	15
表 4: 2010 年各季度股票配置建议	16

第一部分 食品饮料消费的普及与升级

1、基本结论

中国居民在主要食品消费量方面与先进国家的差距越来越小，消费量增长空间不断收窄，因此中国未来食品饮料消费以升级为主。但由于城乡居民主要食品消费数量还有一倍以上差距，因此食品消费量的增长依然存在，两项因素将推动中国食品饮料行业继续保持较快增长速度以及较好的增长质量。围绕升级我们最看好酒精饮料和乳制品行业。从国际资本市场经验来看，处于消费升级周期的食品饮料板块会有突出的表现。

2、中国未来食品饮料消费以升级为主

日本这个民族的饮食习惯历史上与中国非常相似，都是以谷物和蔬菜为主，不同的是动物产品上，日本以鱼类消费为主，中国以肉类消费为主。二战后，日本经济进入腾飞阶段，饮食结构也发生巨大变化。1960年到1997年，大约30年间，大米消费减少42%，豆类消费减少9%，而肉类消费增长5.9倍，奶制品消费增长4.2倍，油脂消费增长3.49倍。所以说经济水平决定人的口味并不为过。“米饭+酱汤”发展到“面包+牛奶”，西化特征也非常明显。日本80年代之前的葡萄酒还是甜酒为主，发展到现在进口酒消费量占到60%，干酒占据主流。这一过程也与中国如出一辙。

日本食品消费历经了战后到60年代中期的“饱食时代”，到70年代中期的“营养充足时代”，以及到90年代中期进入“生活充足时代”。延续了一条从数量上满足到对质量和品质上的追求，再到多样化和个性化时代。食品行业也在升级道路不断发展。

中国经过改革开放30年，在饮食结构方面也发生与日本非常一致的改变。2008年比照上世纪80年代初，米类消费减少47%，肉蛋类、水产品、油脂和鲜奶消费分别增长了2.05倍、1.95倍、2.13倍和6倍。如果按照中国经济发展周期对应日本1974年时间段的话。我们从图可以看出，中国城镇居民与日本居民消费方面，大米消费要少，而蔬菜、水果、肉类和鸡蛋消费已经相差无几，但唯独牛奶消费水平低很多。而日本70年代之后到90年代底，日本人均蔬菜、水果和肉类鸡蛋的消费量几乎没有增长，但由于进入营养充足时代，牛奶的消费量仍保持了非常高的增长速度。这也为中国未来基础食品消费提供了增长路径，即消费量增长空间最大的还将是乳制品行业。

但我们不能忽略的是，中日对比采取的中国城镇居民消费数据。而中国二元经济结构导致城镇居民和农村居民主要食品消费量上均有一倍以上的差距（见表），未来农村消费的增长也将推动主要食品和饮料消费数量上持续增长。这就是中国元素对行业正常发展曲线的一种修正。这也会使中国食品工业未来发展比日本70年代以后发展上又增加数量上的增长。也就是说消费的升级与普及并存将使中国未来食品行业要比日本70年代之后发展的更好。

我们在另一篇报告《精耕细作，厚积薄发》中，深入研究农村消费后得出的结论是：农民收入增长具有不可逆性，到2020年，年人均增长6.5%。食品消费在农村地区还有相当大增长空间。

我们认为未来中国食品行业发展主流仍是升级。对食品安全的需求、对产品档次提升需求、对多样化消费需求都构成产业发展的强大推动力。我们预测未来3-5年间，食品饮料行业的增长态势会呈现收入增长高于产量增长的局面。对食品饮料投资也应当遵循消费升级思路。具有品牌优势、创新能力的企业发展空间更大。

当居民奶酪消费习惯还远没有建立起来时，高端液态奶将是未来 3 年发展重点。此外就是包括酒精饮料和软饮料在内的饮料消费仍在升级道路上经久不衰。

白酒消费增长还没有见到拐点，依然最活跃的板块。

3、全球范围内食品饮料行业方兴未艾，升级无止境

在发达国家，早已不存在食品消费的短缺问题。行业增长速度也放缓，但仍然不断有行业亮点出现。消费结构的变化还在不停变化当中。同样推动行业不断前进。

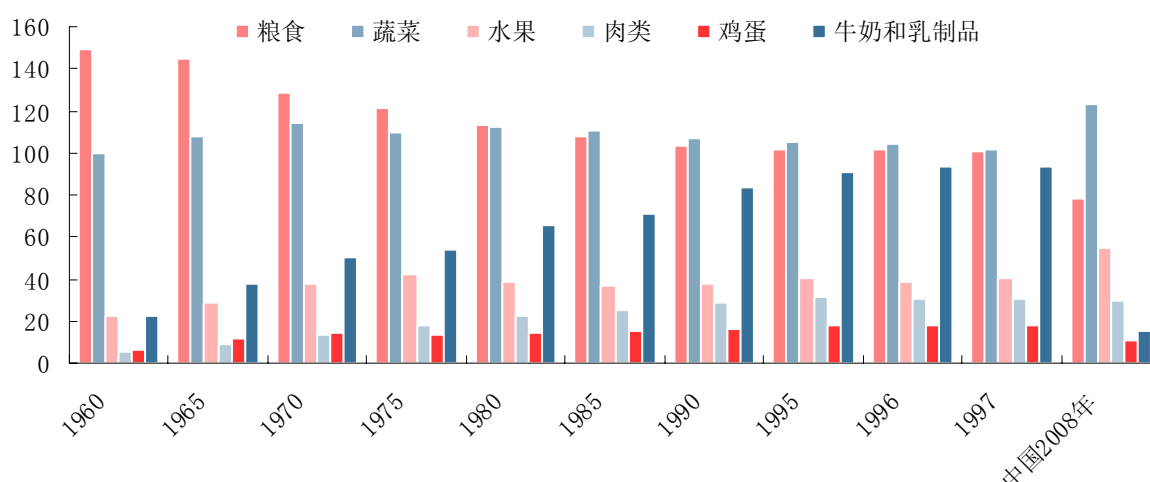
日本在食品消费上在 70 年代中期由饱食阶段发展到“营养充足”阶段，90 年代中期后，日本人对吃的追求再次升级到“生活充足”阶段。个性化和多样化是这个时期特征。消费的不断升级带来新行业发展机会，也就促进行业持续增长。

2002 年，美国蒸馏烈酒行业连续第五年保持增长。烈酒总消费上升 1.8%，达到 1.53 亿箱（9 升）。葡萄酒消费增长 3.3%，达到 2.416 亿箱，连续第九年保持增长。消费最大的酒精饮料——啤酒则增长 1.8%，达到 28 亿箱（2.25 加仑），连续七年保持增长。饮料消费者在 2002 年表现得十分坚强。经济增长乏力，股市下跌，公司危机及战争的阴影都没能阻挡消费者对酒精的热情。

而美国葡萄酒消费直到 2005 年才达到最高峰，年消费总量达到 246.33 万千升，消费比重大幅度提高，原因是更多美国人认为饮用葡萄酒更健康。可见人们对生活尽善尽美的追求是无止境的，食品饮料行业每个发展阶段都有亮点出现。

从发展中国家情况看，2001-2005 年之间伏特加也出现 17.8% 的快速增长，消费量最大的是俄罗斯、乌克兰与美国。这与俄罗斯和乌克兰经济的发展不无关系。而增长也同样出现在非常成熟的北美地区。

图 1：日本各年主要食品的消费与中国 2008 年的比较 单位：千克/人



资料来源：wind，中信建投研究发展部

表 1：城镇居民与农村居民主要副食消费数量相差倍数

项目	2006 年	1983 年
水产品	2.6 倍	5.06 倍
家禽	2.37 倍	3.2 倍
猪牛羊肉	1.4 倍	1.99 倍
食用油	1.62 倍	1.85 倍

资料来源：wind，中信建投研究发展部

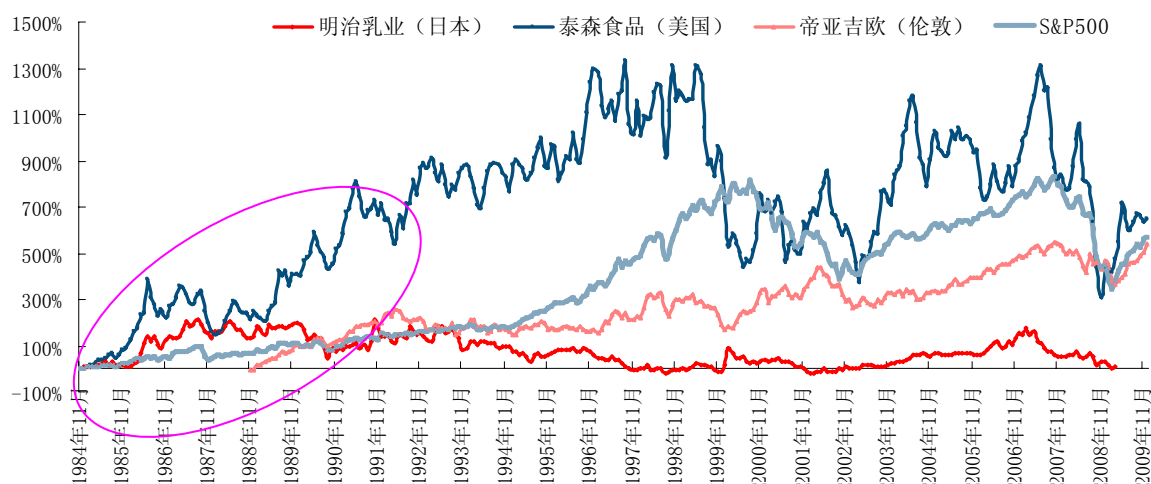
4、升级道路上的食品企业增长幅度会更大，增长质量会更好，更值得投资

1993 年之前，美日欧的食品饮料行业处在升级成长期，明治乳业、泰森食品、帝亚吉欧三家上市公司的估计都跑赢 SP500 指数。

为适应食品消费升级的需求，食品类公司积极调整经营策略。从欧美经验看，一是完整的产业链与规模化经营（泰森食品）；二是兼并收购迅速拥有众多品牌酒（帝亚吉欧）；三是围绕主业多元化经营（明治乳业）。

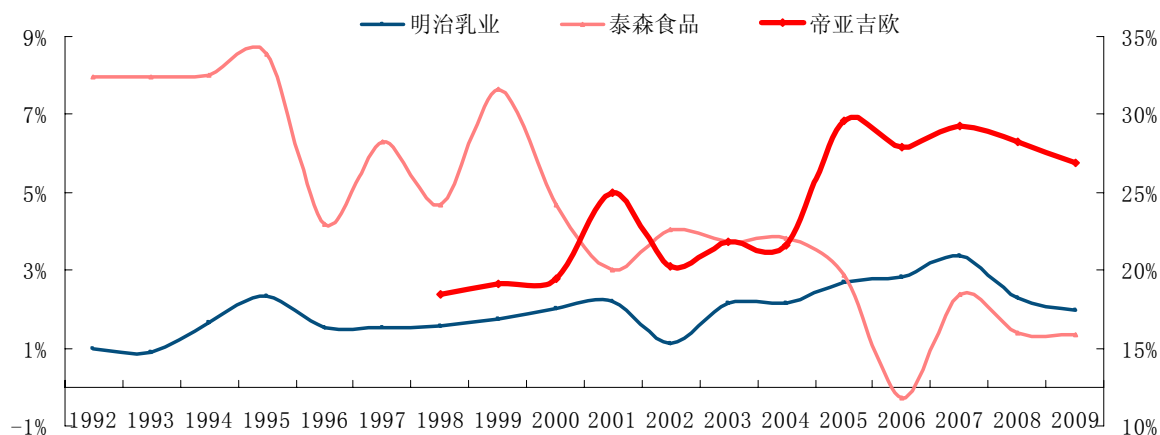
从三家公司走势看，泰森食品营业利润率一直在下降，但通过产业链链接，减少产业转换后的环节费用，加上规模化经营，公司获得大的发展。而帝亚吉欧则凭借酒精饮料的高利润率获得发展。而明治乳业乳制品在消费升级阶段，营业利润稳步增长。不同的子行业发展模式不同。

图 2：明治乳业、泰森和帝亚吉欧上以来累计收益率与 SP500 的比较



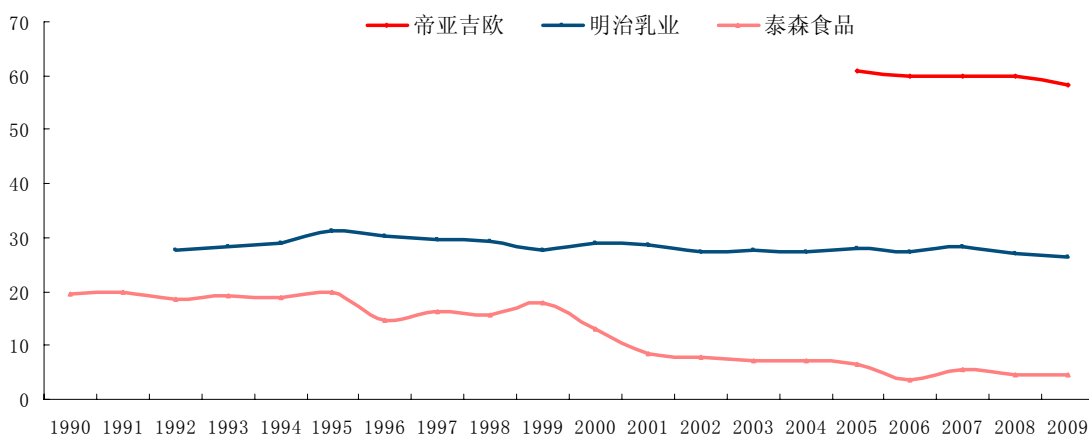
资料来源：bloomberg，中信建投研究发展部

图 3: 明治乳业、泰森和帝亚吉欧的营业利润率情况



资料来源: bloomberg, 中信建投研究发展部 说明: 左轴代表明治乳业和泰森食品, 右轴代表帝亚吉欧

图 4: 明治乳业、泰森和帝亚吉欧毛利率情况 单位: %



资料来源: bloomberg, 中信建投研究发展部

第二部 2010 年食品饮料行业投资配置

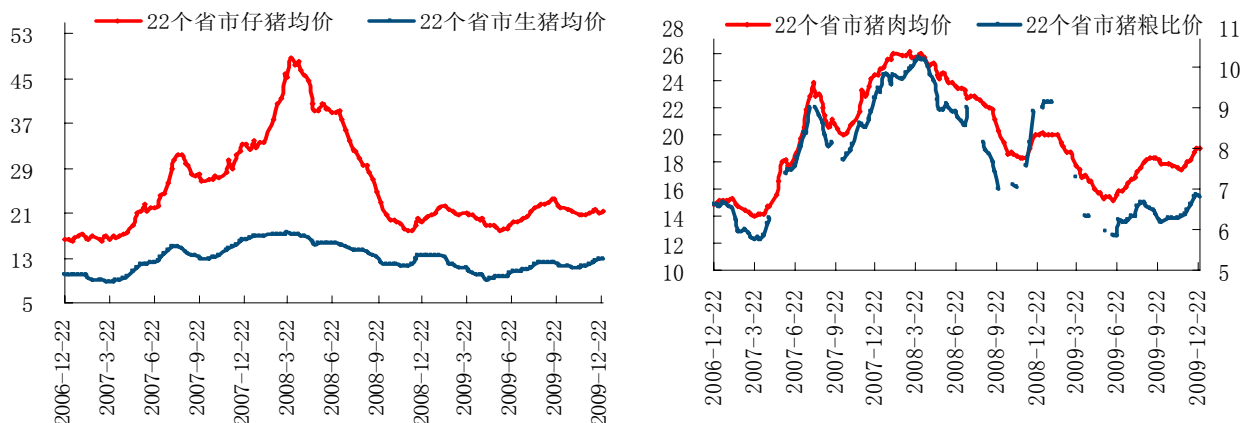
一、食品加工受益通胀, 买入双汇

1、屠宰加工业

我们认为 2010 年生猪供应依旧充裕, 饲料成本上涨会推动价格有一定上涨。但全国养殖规模化程度提高, 大大降低了疫病暴发造成供应量下降的可能, 也使养殖规模的波动大为减弱。这对下游屠宰行业非常好处。表 告诉我们, 不是生猪价格越低对屠宰行业越好。屠宰行业不能从零售环节挤压利润, 但是规模化养殖程度高, 会减少贩运环节之出, 屠宰行业从中受益。我们对双汇给予买入评级, 主要是双汇预计屠宰量会持续上升, 利润增长较为稳定。此外双汇与集团的资产整合也会影响到公司未来业绩, 目前情况分析, 集团资产海外上市

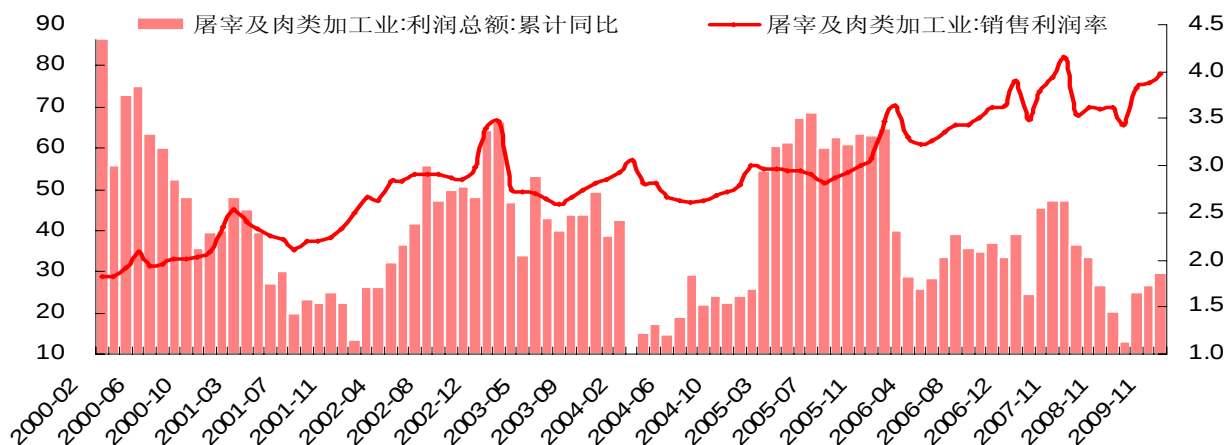
的可能性在降低。解决关联交易势在必行。鉴于这方面存在的空间，提高公司评级。

图 5：猪肉价格将温和上升



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

图 6：屠宰行业盈利能力增强



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

表 2：2006 年以来屠宰与肉制品行业各环节利润对比 元/头

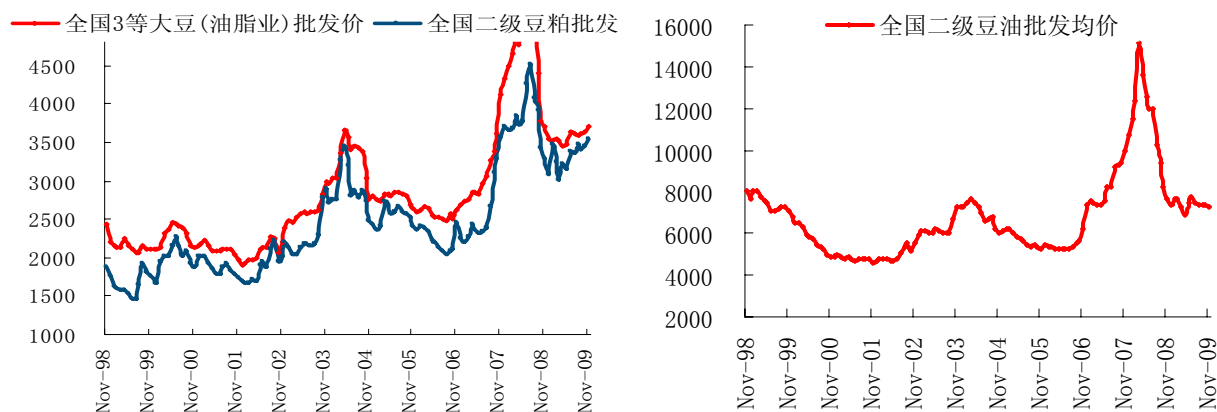
	2006 年	2008 年	2009 年
猪粮比	5.3: 1	9.52: 1	6.1: 1
饲养环节利润	-80	322.27	25.9
贩运环节利润	37	18.52	29.1
屠宰环节利润	27	29.47	57.58
零售环节利润	106	107.53	147.72

资料来源: 中信建投研究发展部

2、粮油加工

粮油加工本身利润率较低，目前只有一家上市公司，东陵粮油。我们认为后期食用油价格波动的可能性较大，暂时不对公司作评级。

图 7：大豆价格升势确立，豆油价格紧随其后



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

3、糖加工后市谨慎乐观

综合国内外食糖的产量与供需缺口、生产周期、市场结构、宏观环境、技术分析，我们认为国内新榨季在 2010 年 2 月份基本就可以确定 09/10 年的产量，现货价格 5000 以上国家会加大抛储的力度，1-2 月份最容易成为炒作的时间段，现货价格有可能上升至 6000 元/吨，期货主力 1009 会出现震荡式上扬，高点极有可能出现在 2 月中下旬至 3 月初，随后原糖价格高位震荡回落，回落的过程中同时呈现季节性走势，10/11 年全球原糖面临增产的压力，制糖企业的业绩统计跨两个榨季，我们对 2010/2011 榨季产量预期提高，则制糖企业 2010 年业绩可能前高后低。谨慎看好制糖企业，投资周期集中在上半年。

图 8：白糖价格亦创新高，后涨乏力

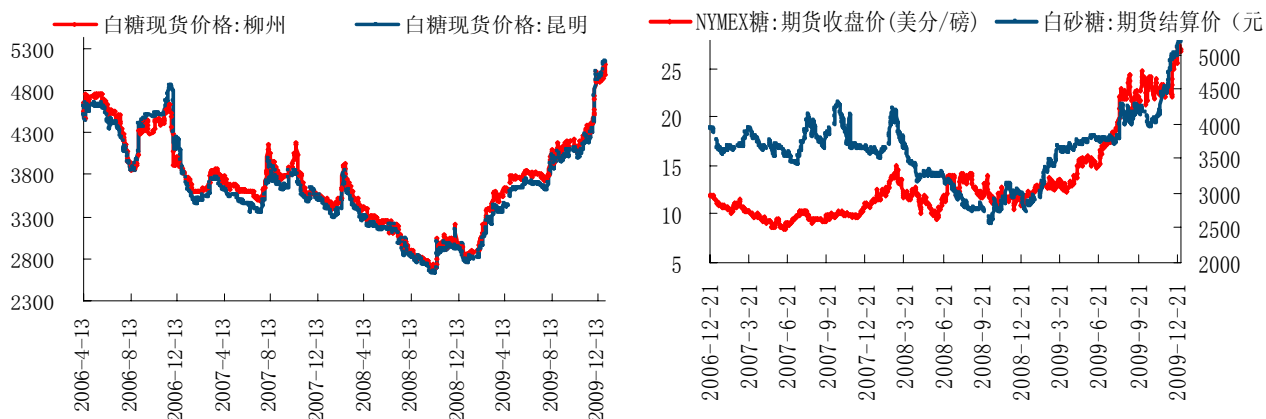


图 9：机制糖和食品糖产销两旺

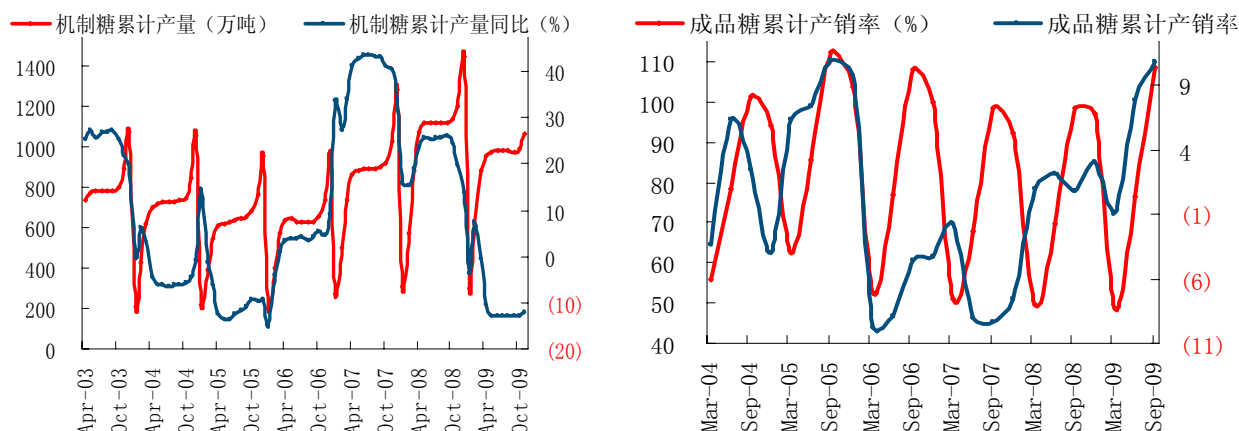
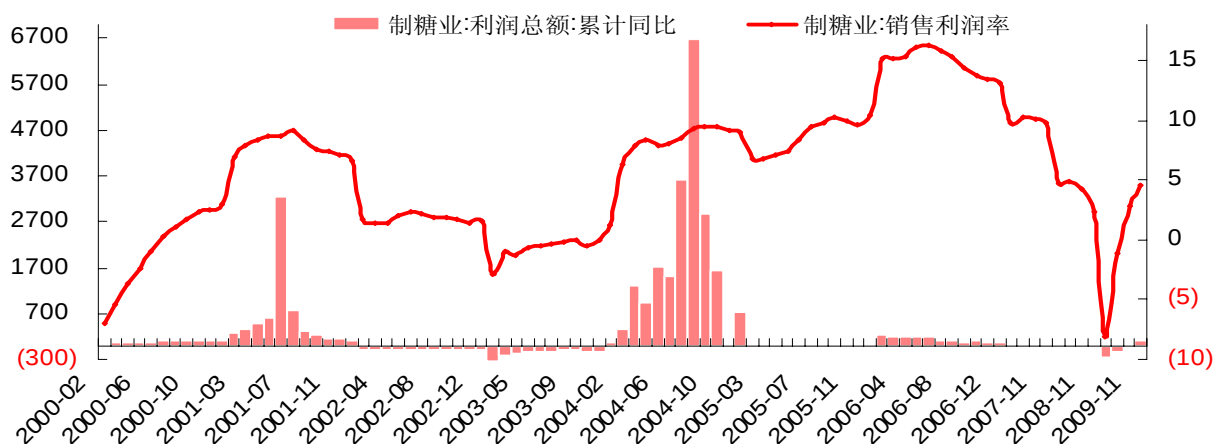


图 10：制糖业扭亏为盈，利润率上升



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

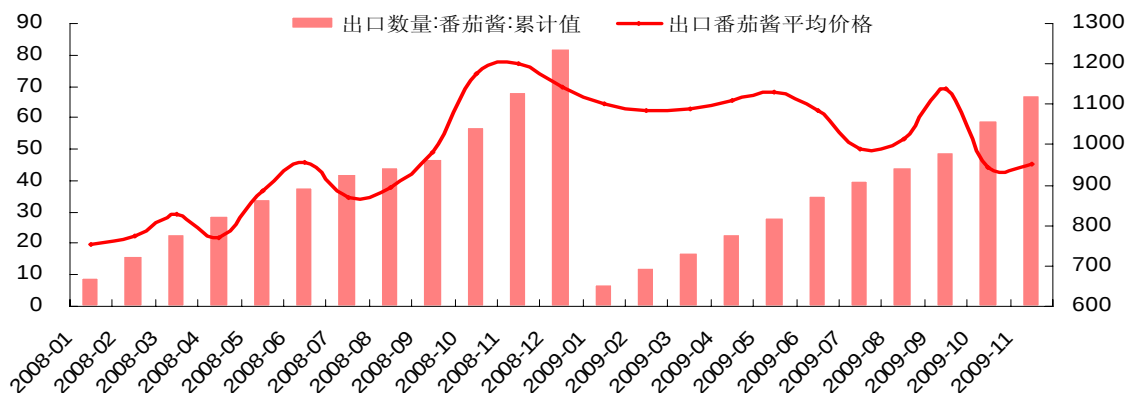
4、出口型企业上半年不看好

重点上市公司是新中基、中粮屯河、国投中鲁。如果上半年美元有升值预期的话，则欧元国家的竞争对手竞争力上会有优势，则对番茄出口和浓缩苹果汁出口型企业不利。

另一个对番茄酱出口企业不利的因素是中国番茄酱产量创历史性新高，供应量增加 80%，总产量超过 100 万吨。新中基和中粮屯河产量也有 60—80% 增长。于此同时，全球其他番茄主产区产量增长幅度也在 30% 左右。2010 年全球番茄供应量将显著提高。而番茄属于必需消费食品，消费稳定，波动不明显。因此 2010 年国际市场番茄价格将面临严峻考验。2009 年中国番茄酱出口价格有所上涨。1-8 月份，平均单价 1020 美元/吨—1210 美元/吨。比 2007 年上涨 51.35%。由于番茄产量骤增，新疆地区番茄收购价格也持续走低，同比下降大约 20%。每公斤收购价降到 0.28 元/公斤。因此新中基和中粮屯河两家公司的毛利率可能相对稳定。明年两家番茄酱公司会面临着销售量增加，但价格继续下降局面。

我们不看好上半年食品出口企业经营状况，暂不对新中基和中粮屯河的业绩做预测，暂不评级。

图 11: 番茄酱出口大增, 价格小幅上涨



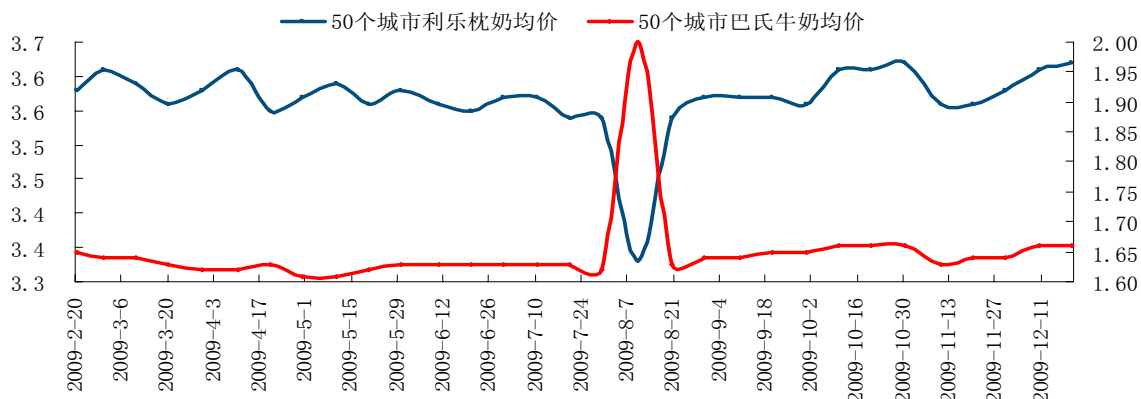
资料来源: wind, 中信建投研究发展部

我们总体上不看好明年上半年食品出口形势。投资方面上半年应当回避上述股票。但下半年看产量预期下降和国外需求。如果预计减产, 或者需求量回升快, 则上述股票会有一定机会。

二、乳制品消费全面恢复, 择机买入 ST 伊利

在中国, 乳制品是未来消费量增长空间最大的食品, 其消费处于普及阶段的中期, 中心城市则处于消费升级初期。随着城市化下沉到三四线城市, 大型连锁超市在三四线城市的普及, 液态奶消费量可能会打破两年来的阶段性滞胀, 未来两年维持高于 10% 的增幅。而在中心城市, 在奶酪还不普及时, 高端液态奶和高端酸奶依然是未来两年增长最快的品类。

图 12: 牛奶价格稳步提高



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

我国奶业已走出困境, 奶牛养殖、乳品加工和消费的情况都好于预期。2009 年底全国乳制品消费量已经恢复到三聚氰胺事件的 95%。预计 2009 年我国奶类产量 3650 万吨。生鲜乳价格虽然同比下降, 但有所回升, 已经连续 18 周稳定回升。另外, 奶牛养殖效益每头有 140 元左右。养殖户亏损面从今年年初的 50% 下降到现在的 29.1%, 连续 8 个月缩减。上游养殖环节利润增加会鼓励奶牛存栏上升, 增加原奶供应量, 这对稳定原奶价格非

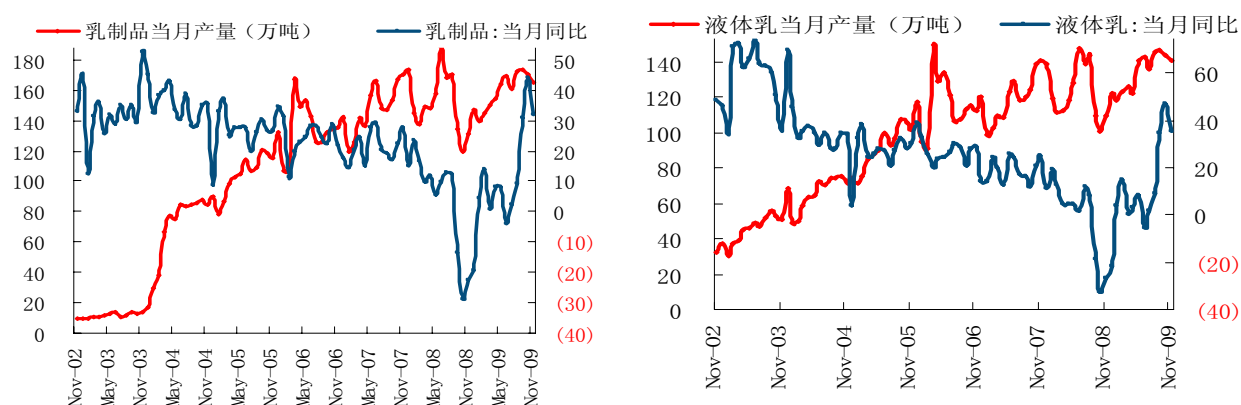
常有利。

2010 年高端液态奶依然是销售亮点。原料奶价格恢复到 3 元/公斤以上，企业毛利率相对 2009 年出现下降。乳制品板块股票走势跟随大盘。推荐公司：ST 伊利。推荐理由：行业唯一的全产品线企业，高端液态奶竞争优势非常突出。

尼尔森报告显示：截止到 11 月底，2009 年伊利各大产品线的市场份额均有所增加，其中高科技含量、高附加值的伊利金典奶、营养舒化奶等高端产品以 23.5% 的市场份额增幅，在与同级别产品的竞争中拔得头筹。2009 年前 3 个季度以来，伊利高端奶销量增长速度快于行业 10.4%，功能纯奶的销量增长速度更快于行业高达 25.8 个百分点。

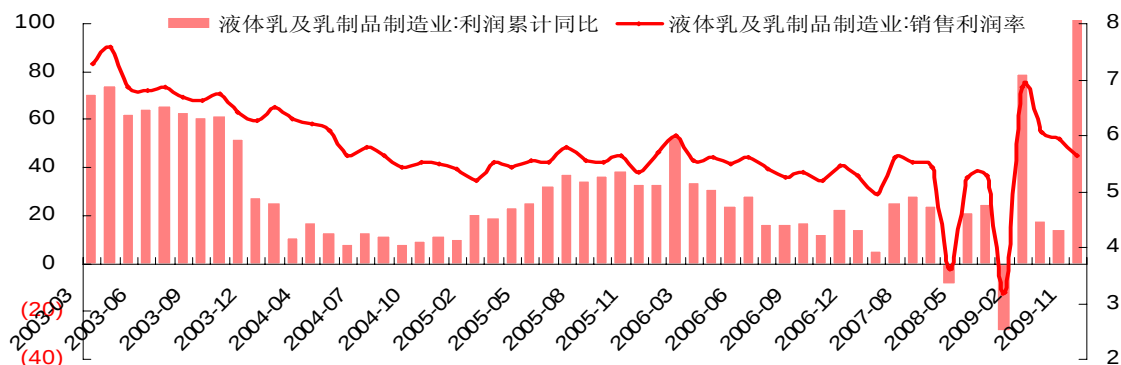
这与我们年初预期 2009 年伊利液态奶增长要好于奶粉的判断是一致的。液态奶特别是高端液态奶的竞争烈度相对奶粉要小，伊利具有突出的竞争优势。2010 年随着国际乳品巨头纷纷染指中国市场，在占领高端奶粉绝对市场份额后，国际品牌开始进军奶粉中端市场，这势必进一步加剧对国内奶粉品牌的压力。而有一定消费实力的消费者更倾向国际大品牌。伊利在奶粉方面将继续扩大销售量，同时继续保持高端液态奶的高增长态势。

图 13：乳制品级液体入产量快速提升



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图 14：液体乳及乳制品行业盈利能大幅提升



资料来源：wind，中信建投研究发展部

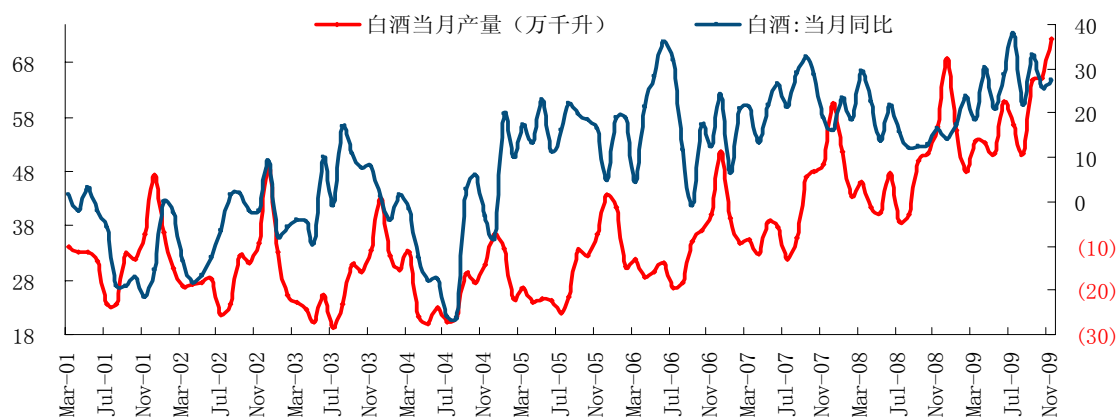
三、饮料制造业捕捉结构性机会，整体增持

1、白酒增长无悬念 超额收益看治理 买入五粮液和汾酒

白酒年末提价基本锁定 2010 年全年业绩明显增长，各家白酒业绩都会不错，特别是在中端产品线同样具有竞争力的大品牌企业：五粮液、汾酒、老窖、洋河、古井贡等。但股票投资要获得超额收益，还必须关注白酒企业的公司治理结构改善行动。2009 年经验看，有公司治理结构改善的股票资本市场表现最佳。目前有这种预期的公司还有五粮液（后续关联交易解决方案的出台。但对市场刺激性在减弱。关键还看五粮液业绩释放是否超预期，因此一季度季报情况非常重要）、山西汾酒（基础条件最好，资产整合的预期最为强烈。因此属于时刻关注型的公司）。此外沱牌在前期资产整合失败后，2010 年是否继续重来也是一个看点。

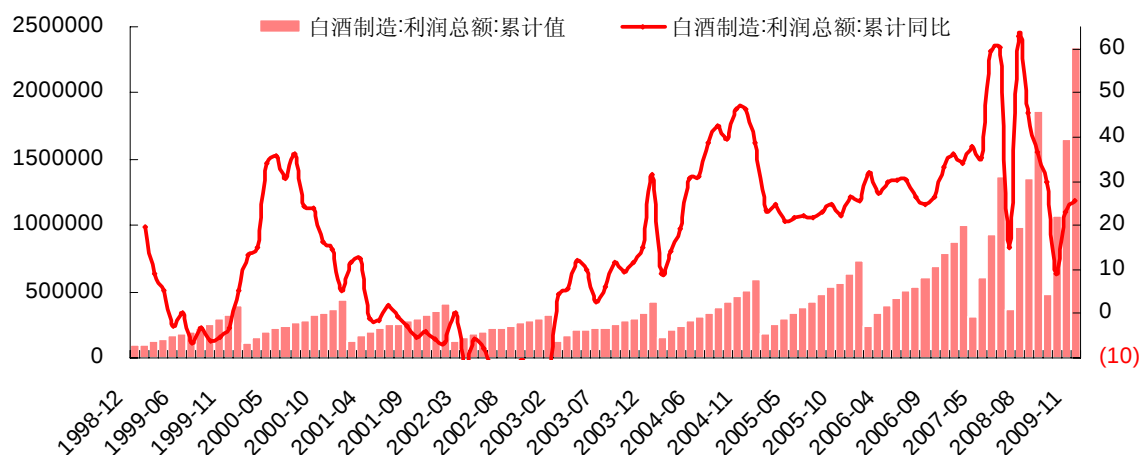
而完成股东变化后的古井贡和老白干则面临着如何解决股权激励，这也将对公司业绩乃至股价形成极大影响。此外完成公司大股东易主、资产状况发生剧变后通葡股份值得关注。

图 15：白酒产量大幅提升



资料来源：wind，中信建投研究发展部

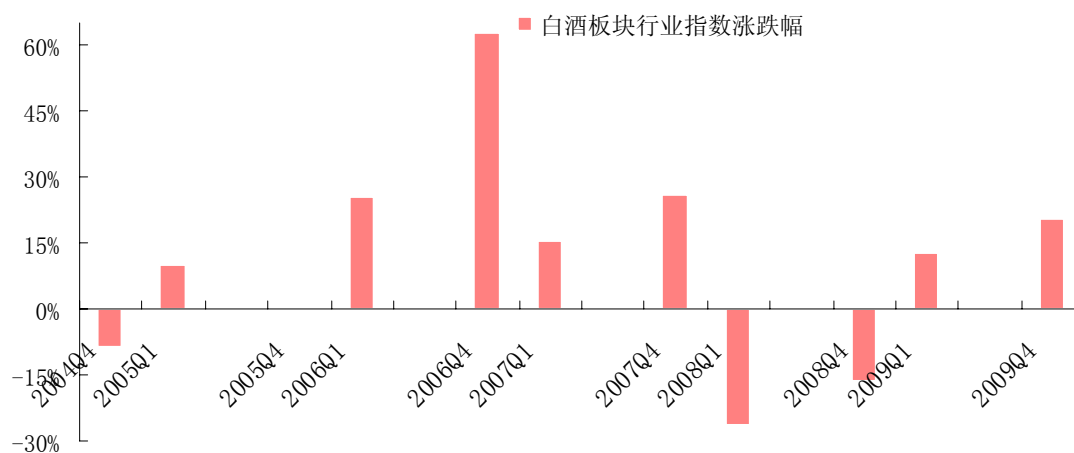
图 16：白酒行业利润大幅增加



资料来源：wind，中信建投研究发展部

茅台的题材性最差，唯一可看的就是估值是否过低，对茅台估值的修正行为会产生股价波动。未来会产生类似张裕 A 年底的一波行情。

图 17：近五年来四季度和次年一季度的白酒板块行情走势

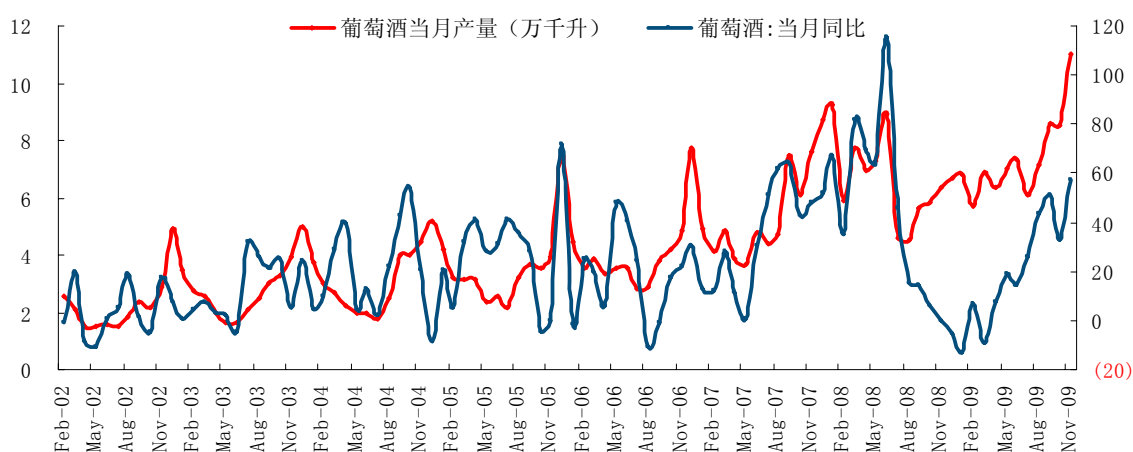


资料来源：wind，中信建投研究发展部

2、葡萄酒受益消费升级，买入张裕

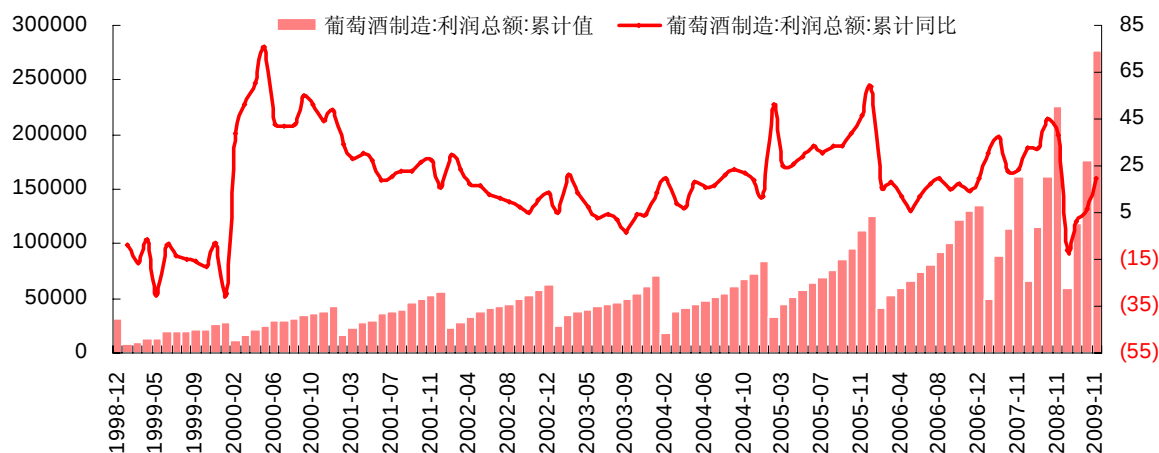
根据我们第一部分对发达国家食品消费升级历程的研究显示，葡萄酒最能体现消费升级。美国 2005 年葡萄酒消费达到最高峰。中国葡萄酒消费增长空间在酒精饮料中最大。2010 年行业以基本面表现为投资主要根据。看点集中在基本面，作为价值型和成长型兼备的张裕 A，值得中长期投资，估值决定买入时机。

图 18：葡萄酒产量提速



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图 19：葡萄酒行业盈利能力增强

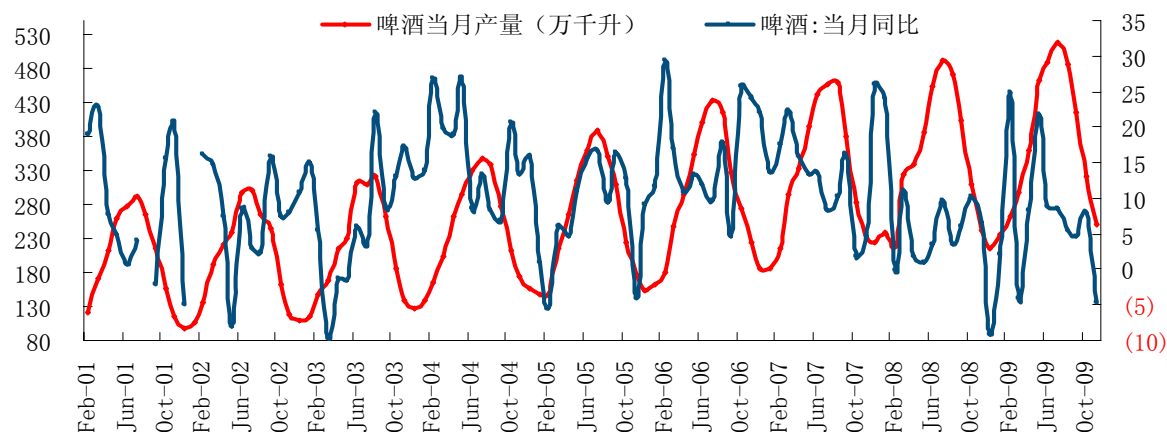


资料来源：wind，中信建投研究发展部

3、啤酒关注涨价信号，增持青啤

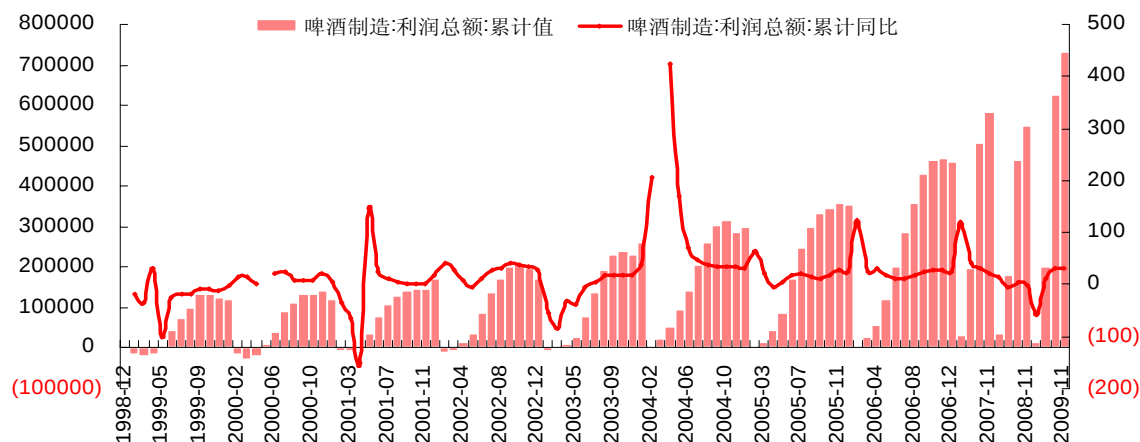
2010年在可预见的时间内，我们预计大麦价格将维持低位，这就为啤酒酿造维持较低成本奠定非常好基础。农村市场的启动将会推动啤酒消费增长的超预期。预计2010年啤酒销售量增长接近10%。当白酒纷纷涨价，啤酒经过一年多时间平稳期，存在涨价预期。多方利好使我们看好啤酒板块。但青啤增幅会比2009年大幅度放缓。给予增持评级。

图 20：啤酒供应量平稳



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图 21：啤酒行业盈利能力仍较强



资料来源：wind，中信建投研究发展部

第三部分 行业投资逻辑与配置策略

1、大小非解禁的冲击

表 2 统计了 2010 年食品饮料板块限制流通解禁情况（公司、时间、解禁股数）。解禁数量大的公司，解禁股多数为大型国有资本持股，如顺鑫农业、中牧、光明以及中粮屯河，抛售的可能性不大。而双汇尽管外资控股，但解禁后抛售的可能性也不大。因此我们基本得出判断，2010 年大小非解禁对食品饮料板块整体影响较小。

表 3：2010 年食品饮料行业大小非解禁情况

代码	名称	可流通起始日	可流通数量(股)	占总股本比例(%)
000529.SZ	广弘控股	2010-9-13	41,154,727	7.05
000729.SZ	燕京啤酒	2010-5-17	22,613,562	1.87
000799.SZ	酒鬼酒	2010-1-11	32,382,085	10.69
000833.SZ	贵糖股份	2010-4-13	46,193,212	15.60
000860.SZ	顺鑫农业	2010-10-28	206,094,000	47.00
000869.SZ	张裕 A	2010-3-22	26,364,000	5.00
000895.SZ	双汇发展	2010-6-29	311,805,000	51.45
600186.SH	莲花味精	2010-2-16	71,409,414	6.73
600195.SH	中牧股份	2010-3-28	189,000,000	48.46
600573.SH	惠泉啤酒	2010-5-19	14,347,214	5.74
600597.SH	光明乳业	2010-10-10	524,619,421	50.35
600737.SH	中粮屯河	2010-1-23	318,758,778	31.70

资料来源：wind，中信建投研究发展部

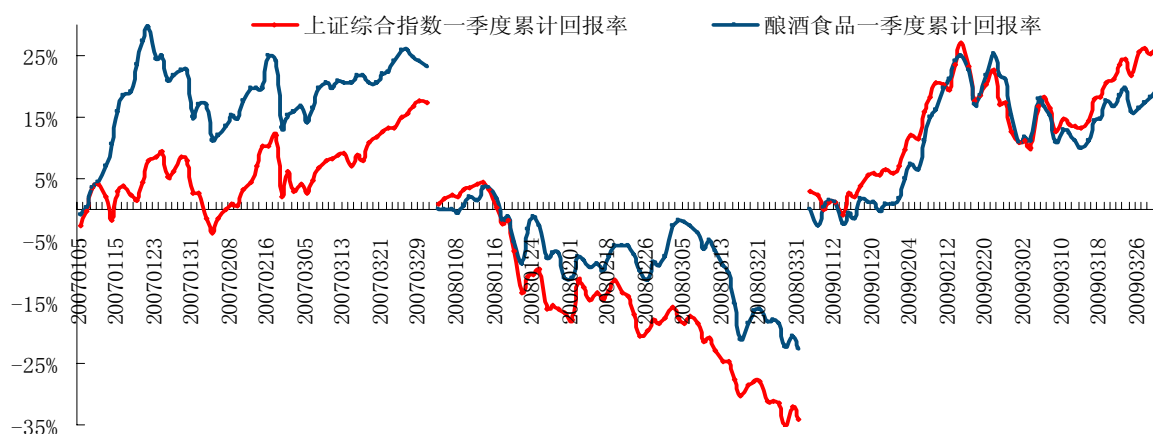
2、行业的季节性因素

我们认为食品饮料行业周期性很弱，还处中期较快发展阶段。资本市场上的周期性波动也不大。但食品饮料消费却有淡旺季，投资者出于降低投资机会成本角度考虑，食品类股票股票市场上也呈现一定淡旺季表现。

每年的一四季度是白酒消费旺季，天气转凉和十一、元旦、春节三大节日使白酒消费量剧增，但一季度过后，就迎来长达半年左右的淡季。从历年行情走势上看，白酒板块都是四季度走强，而一季度走弱。这也是买股票就是买预期所决定的。

春节过后，食品饮料淡季来临。特别是白酒要经历两个季度的漫长淡季。这个阶段对食品饮料板块投资以题材性投资为主，如公司治理结构改善，资产重组及资本运作。双汇发展、沱牌、汾酒、古井贡和老白干等。

图 22：2007-2009 年间第一季度酿酒食品与上证综指累计涨幅



资料来源：wind，中信建投研究发展部

3、组合配置建议

食品饮料投资方略：价值型股票—贵州茅台、张裕 A、安琪酵母（受成本变动影响较小，业绩波动不大，估值较低随时增仓）。其他公司的投资节奏分析如下。

表 4：2010 年各季度股票配置建议

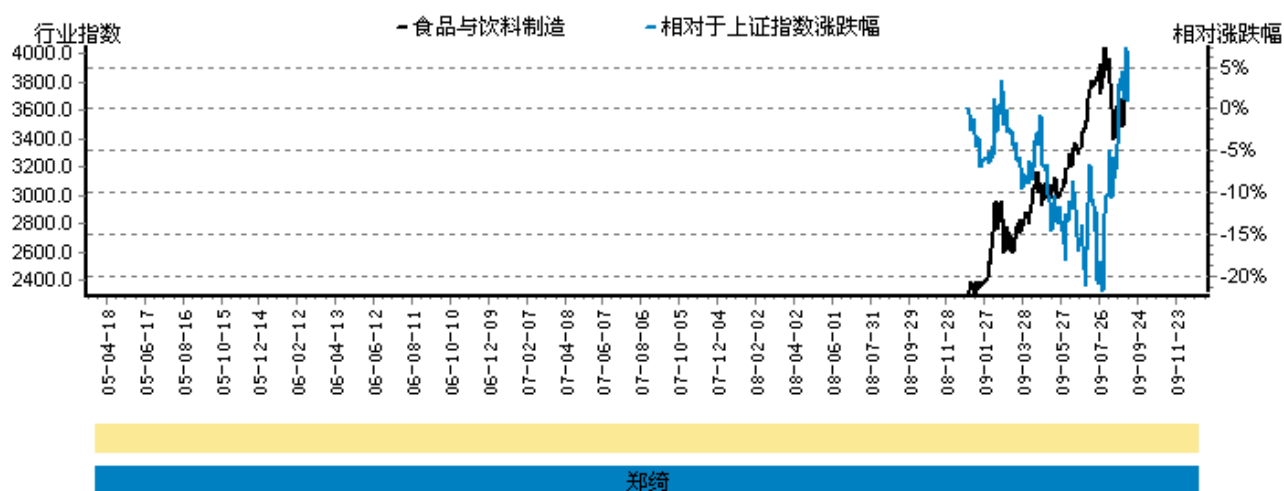
时间	股票名称	推荐理由
一季度	ST 伊利，	对春节过后的淡季预期，政策密集出台期，其他板块更加活跃冲淡对该板块的热情
二季度	顺鑫农业、燕京啤酒、汾酒、五粮液、沱牌曲酒、金种子、双汇发展、古井贡	经营淡季，也是公司题材性投资时机
三季度	青岛啤酒、白酒板块	双节来临，进入消费旺季
四季度	白酒板块、葡萄酒板块 新中基、中粮屯河	进入消费旺季，出口预期可能好转

资料来源：中信建投研究发展部

4、其他需关注的个股机会

- 1) 二三线城市房地产业务参与者（水井坊、恒顺醋业、顺鑫农业等）
- 2) 融资（顺鑫农业、燕京啤酒、金种子酒、古越龙山）
- 3) 世博会主题（金枫酒业、青岛啤酒、ST 伊利、光明乳业、上海梅林）
- 4) 海南旅游岛建设（海南椰岛、罗牛山）

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

分析师介绍

郑 绮:北京大学法学院法学学士、硕士，食品饮料行业首席分析师。从事行业研究 10 年，对食品饮料行业发展历程和上市公司历史较为熟悉。曾获得新财富最佳分析师评选入围，还获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生:中央财经大学经济学博士，哥伦比亚大学商学院访问学者，农业、食品饮料行业分析师。从宏观视角进行行业分析，从行业周期进行公司研究。

基金研究服务

北京地区销售经理

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。