

食品饮料行业 2010 年二季度投资策略

长短结合，精选个股

汤玮亮 研究员
电话：020-87555888-634
eMail: twl@gf.com.cn

分子行业投资机会分析

白酒，趋势向好，但复苏的时间进程存在不确定性。白酒行业龙头企业在 08 年四季度、09 年一季度均进行了预收账款的调整，因此预计行业在 2010 年一季度报难有突出的表现。但白酒行业由于超跌之后，白马股估值较便宜，可提前潜伏。两节期间的销售数据或可成为股价的触发因素。看好成长性高、收购双沟的洋河股份，超跌之后估值便宜、成长确定的贵州茅台。

葡萄酒，我们从 09 年四季度开始将葡萄酒行业调整为最看好的行业。长期推荐逻辑不变：基数较低、成长空间大，代表健康消费的理念、未来成长的确定性高。继续推荐张裕，一季报有望实现较大幅度的增长，不断超越市场预期。

黄酒，行业想象空间大，但现阶段缺乏强势企业、缺乏良好的品牌诉求点。在其他酒种的挤压之下，市场成长空间受限，销售低迷的态势短期内难有改观。

啤酒，盈利能力与原料成本的关联度很大。大麦 1、2 月份继续回落，预计 2010 年啤酒企业的成本压力将继续减轻。由于 09 年上半年啤酒企业仍在消化高价大麦，预计 2010 年一、二季度业绩将有良好表现。

乳制品，2010 年存在原奶价格上涨的压力，行业盈利能力将取决于相关企业的费用投入情况。现阶段仍最看好伊利股份，业绩弹性大。另外，也关注完成股权激励、激励问题得到解决的光明乳业。

肉制品行业，2010 年成本压力不会明显增长。我们看好双汇发展，随着负面新闻持续出现，关联交易解决的步伐也渐行渐近，类似于前期的五粮液。

风险提示

高端白酒一季度业绩低于预期。进口葡萄酒的冲击超出我们的预期。原奶价格上涨，乳企成本压力大幅。

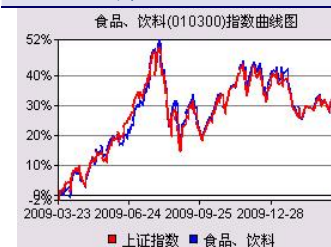
行业评级

持有

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	2.06%	-0.57%	34.15%
上证综指	2.37%	0.79%	34.79%

目录索引

我们的主要观点	3
行业发展趋势判断	3
通货膨胀预期加剧，高端酒类盈利能力可继续回升	3
二三线城市可成为未来的增长点	5
分子行业投资机会分析	6
白酒：行业景气度可继续回升，关注超跌之后的投资机会	6
啤酒：大麦成本继续下滑，2010 年盈利能力还有靓丽表现	7
葡萄酒：我们最看好的行业	9
黄酒：销售低迷的态势短期内难有改观	10
乳制品：原奶价格上涨、成本压力增大	11
肉制品：猪价上涨压力不大	13
二季度投资策略	14
张裕 A	15
洋河股份	15
安琪酵母	15
风险提示	16

我们的主要观点

表 1: 2010 年二季度各子行业主要观点

	评级	主要观点	推荐公司
白酒	持有	我们认为白酒趋势向好，但复苏的时间进程存在不确定性，短期内暂无迹象显示白酒行业业绩可实现大幅增长。白酒行业龙头企业在 08 年四季度、09 年一季度均进行了预收账款的调整，因此预计行业在 2010 年一季度报难有突出的表现。 但白酒行业由于超跌之后，白马股估值较便宜，可提前潜伏。两节期间的销售数据或可成为股价的触发因素。看好成长性高、收购双沟的洋河股份，超跌之后估值便宜、成长确定的贵州茅台，2010 年 1、2 月份白酒产量高速增长主要因为中低档酒增长态势良好。我们认为，随着中档酒消费升级，弥补高档酒提价之后的市场空间，未来 2 年内区域中档酒企业有较好的表现。	洋河股份、 贵州茅台、 泸州老窖
葡萄酒	买入	葡萄酒，我们从 09 年四季度开始将葡萄酒行业调整为最看好的行业。长期推荐逻辑不变：基数较低、成长空间大，代表健康消费的理念、未来成长的确定性高。继续推荐张裕，2010 年一季度有望实现较大幅度的增长，不断超越市场预期。	张裕 A
黄酒	持有	黄酒，行业想象空间大，但现阶段缺乏强势企业、缺乏良好的品牌诉求点。在其他酒种的挤压之下，市场成长空间受限，销售低迷的态势短期内难有改观。	无
啤酒	买入	啤酒行业盈利能力与原料成本的关联度很大。大麦 1、2 月份继续回落，预计 2010 年啤酒企业的成本压力将继续减轻。由于 09 年上半年啤酒企业仍在消化高价大麦，预计 2010 年一、二季度业绩将有良好表现。	燕京啤酒、 青岛啤酒
乳业	持有	2010 年存在原奶价格上涨的压力，行业盈利能力将取决于相关企业的费用投入情况。现阶段仍最看好伊利股份，业绩弹性大。另外，也关注完成股权激励、激励问题得到解决的光明乳业。	伊利股份
肉制品	买入	肉制品行业，2010 年成本压力不会明显增长。我们看好双汇发展，随着负面新闻持续出现，关联交易解决的步伐也渐行渐近，类似于前期的五粮液。	双汇发展
食品中间品	买入	继续推荐业绩可持续增长的安琪酵母。	安琪酵母

数据来源：广发证券发展研究中心

行业发展趋势判断

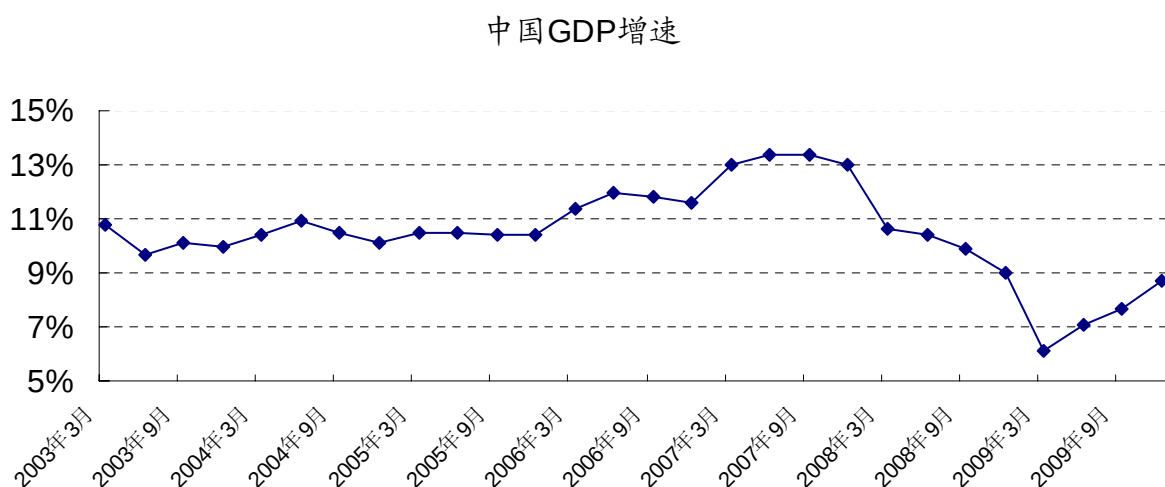
通货膨胀预期加剧，高端酒类盈利能力可继续回升

根据最新的宏观经济指标判断，通货膨胀预期加剧，2 月份 CPI 同比上涨 2.7%。通货膨胀预期的加剧有利于高端酒类消费品盈利能力的提升。

近期白酒板块回调幅度较大，市场对于未来白酒行业景气度的分歧较大。我们对比GDP与白酒行业利润增速，白酒行业的利润增速受GDP的影响较大，但有一定的滞后性，大约存在3-9个月的滞后期。我们认为，随着经济形势的好转，白酒行业的利润增速有望继续加快，但短期内业绩难以重现07-08年高速增长。

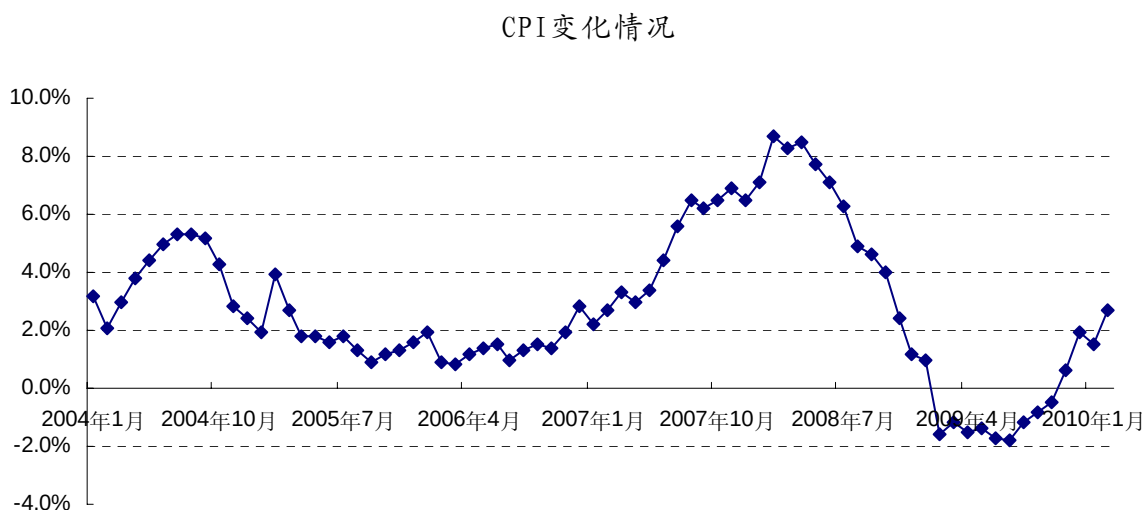
- 04年二季度，GDP增速下滑，05年一季度白酒行业利润增速开始下滑；
- 07年三季度，GDP增速达到最高点，白酒行业的利润增速在08年二季度达到最高点；
- 09年一季度GDP增速见底，白酒行业利润增速09年二季度见底。

图 1: GDP增速



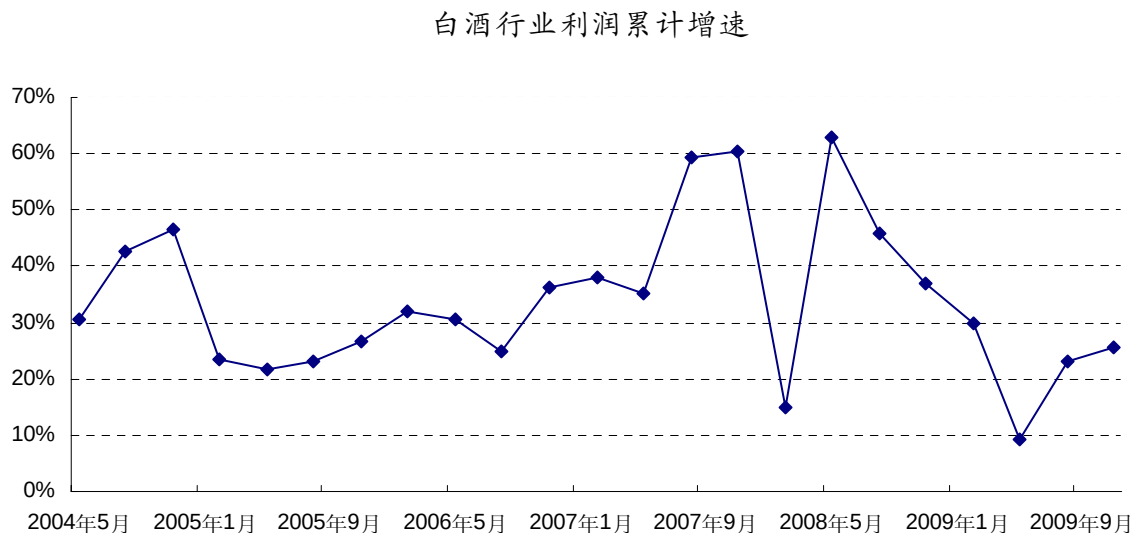
数据来源：国家统计局

图 2: CPI变化情况



数据来源：国家统计局

图 3: 白酒行业利润增速



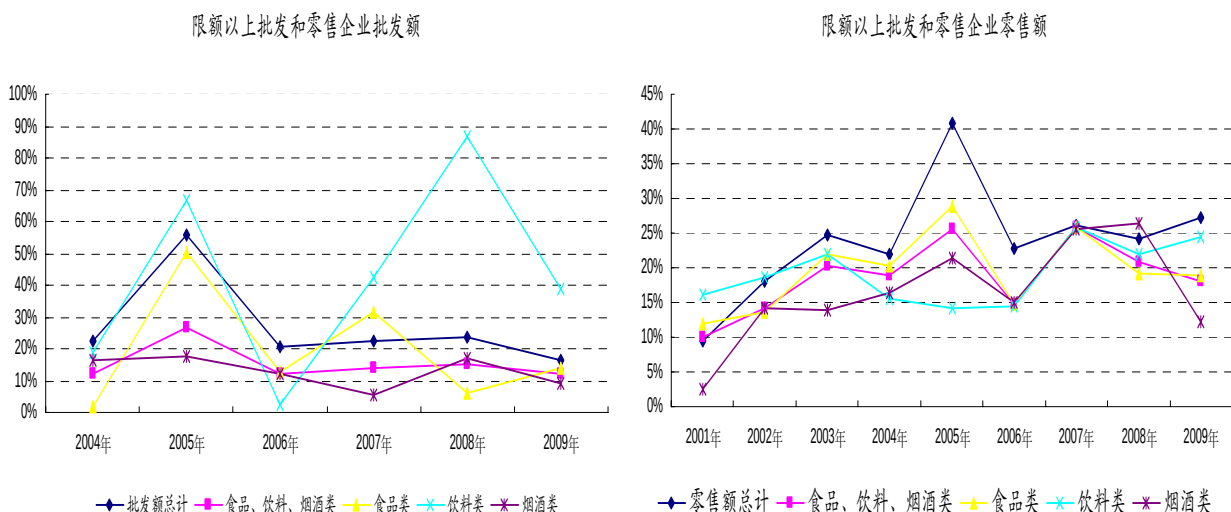
数据来源: 国家统计局

二三线城市可成为未来的增长点

分析过去04-09年限额以上的批发和零售业批发额和零售额增速, 食品、饮料、烟酒类产品的增速低于社会消费品批发总额和零售总额。显示食品饮料行业作为成熟稳定的行业, 增速低于其他行业。

烟酒类消费品批发额和零售额分别占食品饮料行业的62%、20%, 基数较大, 增速低于其它食品饮料产品。

图 4: 限额以上批发和零售企业批发额和零售额

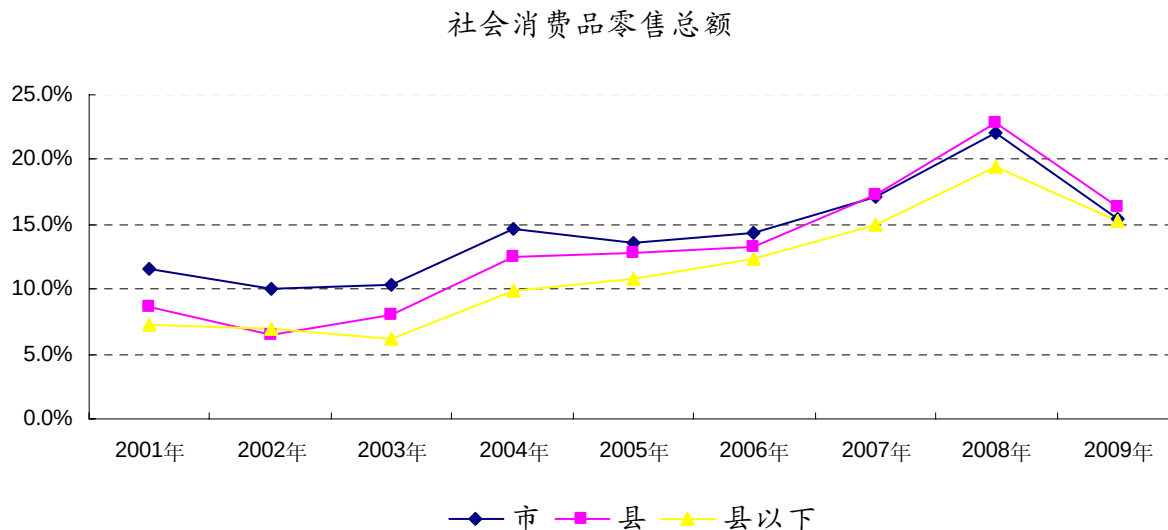


数据来源: 国家统计局

分区域看, 01-06年市一级市场社会消费品零售总额增速最快, 07年开始县级市场零售总额增速超过市级, 且增速差距逐年加大。预计县级市

场需求的增长将是社会消费品需求增长的重点。我们将关注食品饮料企业在县一级市场的拓展情况。

图 5：分地区社会消费品零售总额

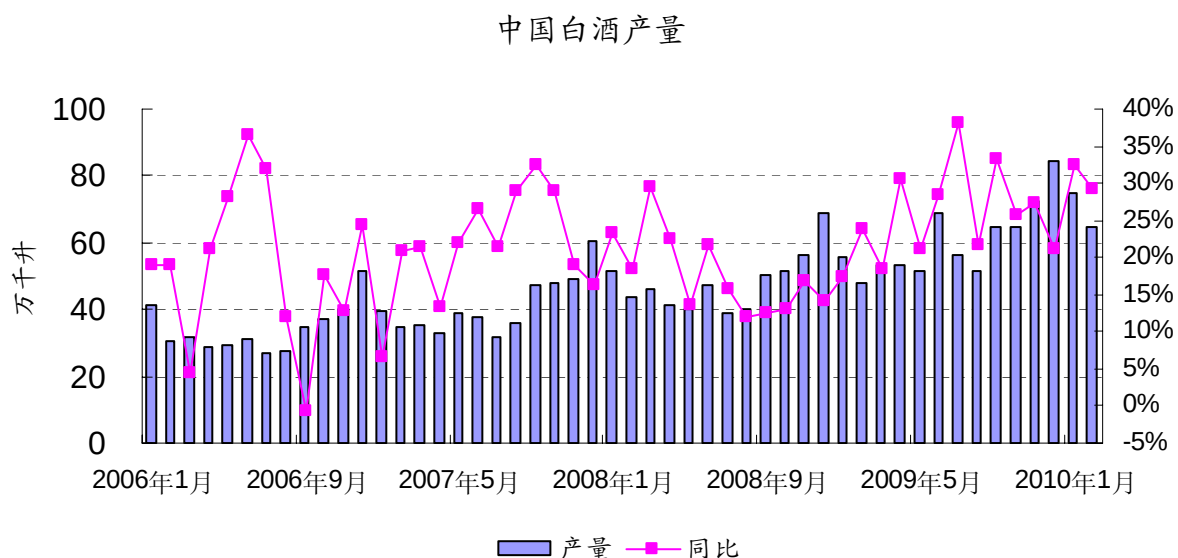


数据来源：国家统计局

分子行业投资机会分析

白酒：行业景气度可继续回升，关注超跌之后的投资机会
1-2月份产量延续09年高速增长的态势。1、2月份白酒产量74.57万吨、64.78万吨，同比增长32.3%、29.2%，延续09年高速增长的态势。
 1-2月份产量累计同比增长30.8%。

图 6：中国白酒产量



数据来源：国家统计局

分区域的产量情况来看，1-2月份五粮液、泸州老窖所在四川省增速继续高速增长。

表 2：分地区白酒产量 单位：万吨

	2010.1		2010.2		2010.1-2	
	产量	同比	产量	同比	产量	同比
山西	1.08	-7.2%	1.15	16.3%	2.22	3.6%
四川	16.20	39.0%	14.12	37.3%	30.33	38.2%
贵州	1.36	16.2%	0.80	-2.9%	2.16	8.3%

数据来源：国家统计局

白酒产量继续高速增长主要因为中低档酒增长态势良好，原因有（1）散酒逐步被品牌白酒取代；（2）中档酒消费升级，弥补高档酒提价之后的市场空间。

我们认为白酒趋势向好，但复苏的时间进程存在不确定性，一季报难有靓丽的业绩表现。白酒行业龙头企业在08年四季度、09年一季度均进行了预收账款的调整，因此预计行业在2010年一季度报难有突出的表现。

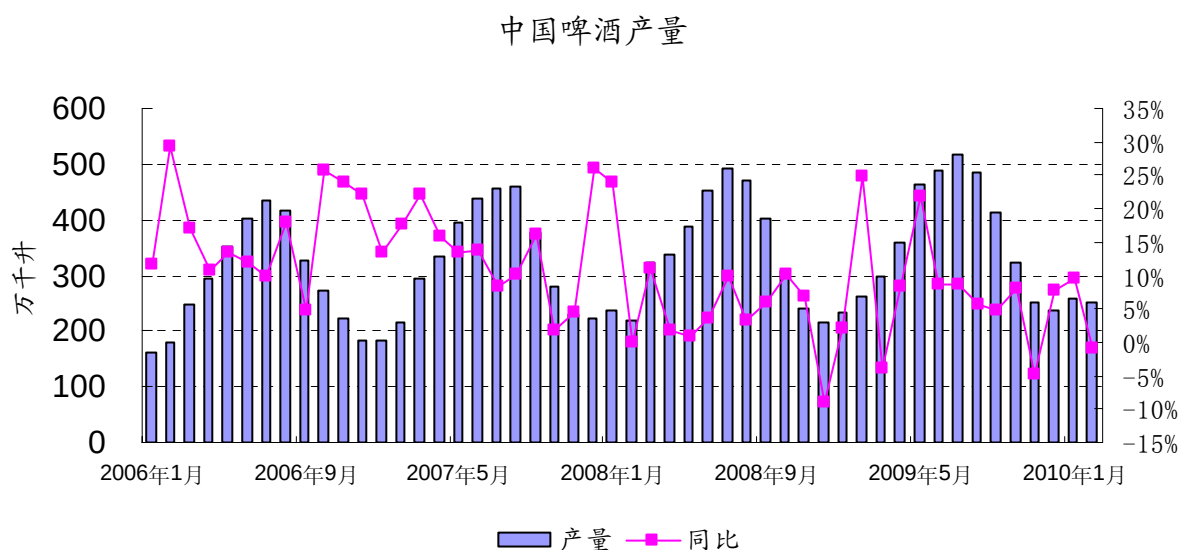
白酒行业由于超跌之后，白马股估值较便宜，可提前潜伏。两节期间的销售数据或可成为股价的触发因素。看好成长性高、即将收购双沟的洋河股份，超跌之后估值便宜、成长确定的贵州茅台。

未来两年内，二线白酒、中档白酒成长空间较大。2010年1、2月份白酒产量高速增长主要因为中低档酒增长态势良好。根据我们在成都糖酒会上某营销咨询机构得到的数据，09年安徽市场200-500元增长率150%，江苏增长120%。湖北09年15年白云边实现了100%的增长。09年200-500元的市场第一次突破200亿。我们认为，随着中档酒消费升级，弥补高档酒提价之后的市场空间，未来2年内区域中档酒企业将有较好的表现。

啤酒：大麦成本继续下滑，2010年盈利能力还有靓丽表现

啤酒进入消费淡季，销售缺乏亮点。1-2月份啤酒进入销售淡季，产量510.5万吨，同比增长4.2%。

图 7: 中国啤酒产量



数据来源：国家统计局

分区域情况来看，2010 年 1-2 月份，燕啤、兰州黄河的强势区域内蒙、广西、甘肃产量增速均高于行业平均水平。

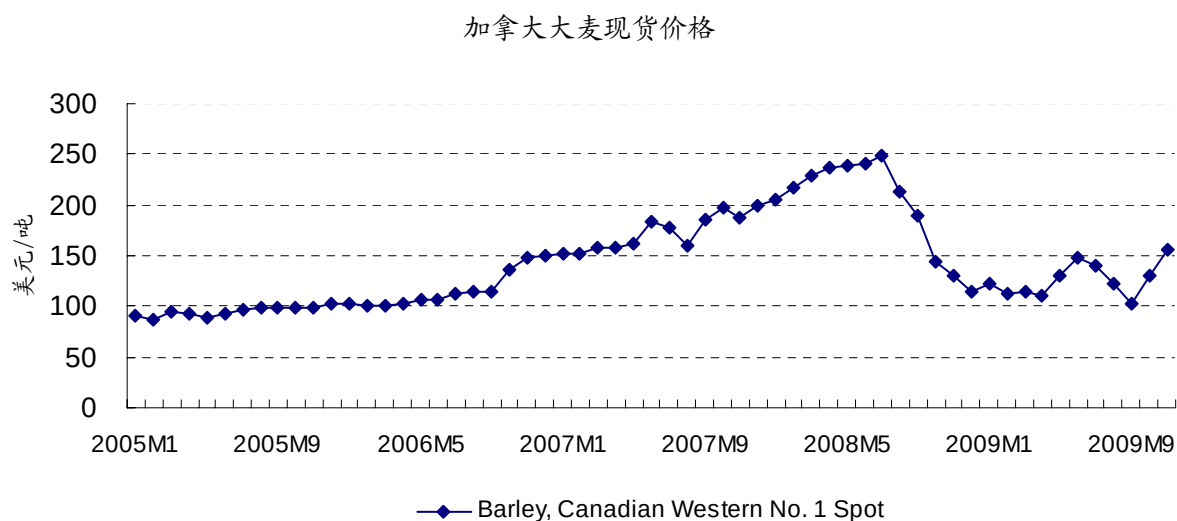
表 3: 分地区啤酒产量 单位：万吨

	2010.1		2010.2		2010.1-2		对应企业
	产量	同比	产量	同比	产量	同比	
山东	33.3	28.5	17.5%	-7.3%	62	4.6%	青岛啤酒
广东	18.0	18.8	10.2%	-1.9%	37	3.7%	
陕西	5.3	5.2	-16.9%	-31.6%	11	-24.9%	
北京	9.1	7.4	0.6%	2.3%	16	1.4%	燕京啤酒
内蒙	7.2	7.5	8.9%	14.4%	15	11.6%	
福建	11.9	9.6	-4.9%	-5.9%	21	-5.4%	
广西	10.4	9.9	6.5%	14.1%	20	10.1%	重庆啤酒
重庆	3.1	5.4	-17.4%	-5.2%	9	-10.0%	
甘肃	5.8	5.5	38.3%	0.5%	11	16.8%	

数据来源：国家统计局

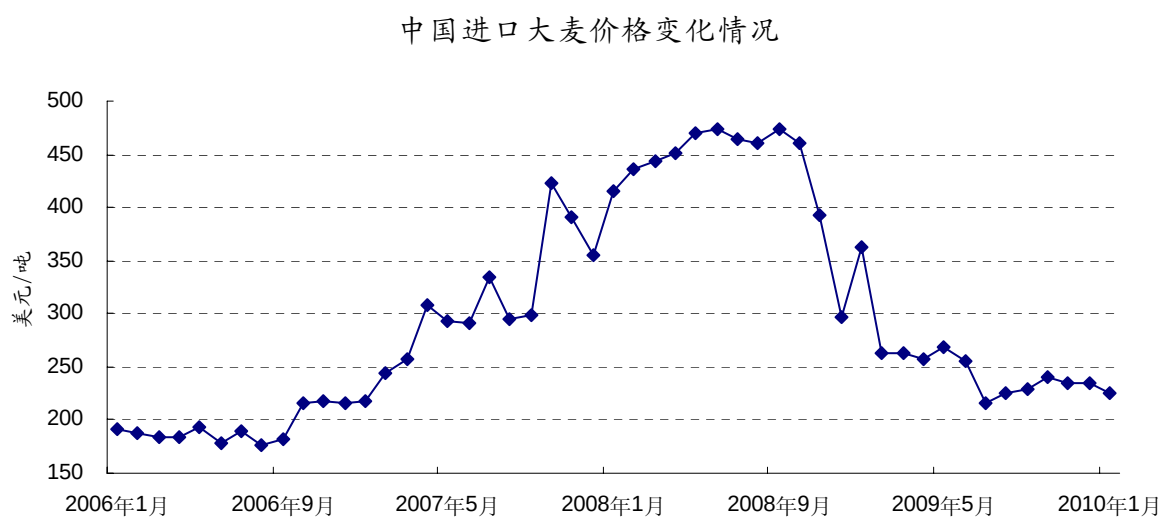
成本继续回落。加麦现货价格和中国进口大麦价格 1、2 月份继续回落，预计 2010 年啤酒企业的成本压力将继续减轻。

图 8: 加拿大大麦现货价格



数据来源: IMF

图 9: 中国进口大麦价格



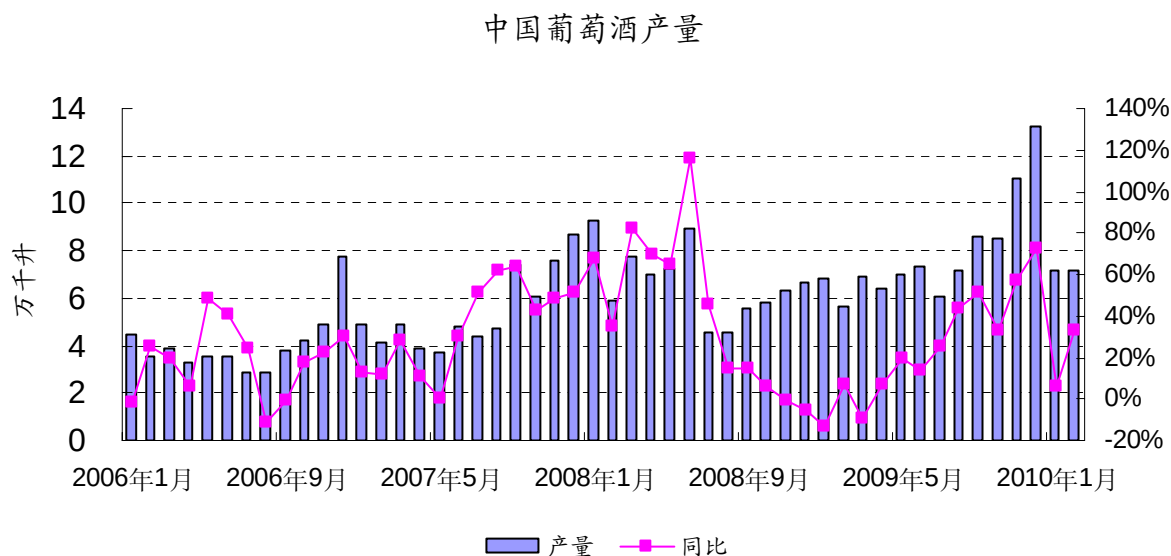
数据来源: IMF

啤酒行业盈利能力与原料成本的关联度很大。大麦1、2月份继续回落, 预计2010年啤酒企业的成本压力将继续减轻。由于09年上半年啤酒企业仍在消化高价大麦, 预计2010年业绩二季度业绩将有良好表现。

葡萄酒: 我们最看好的行业

葡萄酒1、2月份产量增速前低后高。1、2月份规模以上企业葡萄酒产量7.15万吨、7.18万吨, 同比增长6.1%、32.8%, 呈现前低后高的态势。

图 10: 中国葡萄酒产量



数据来源：国家统计局

表 4: 分地区葡萄酒产量 单位：万吨

	2010.1		2010.2		2010.1-2	
	产量	同比	产量	同比	产量	同比
山东	3.12	24.6%	2.50	-4.2%	5.62	9.9%
甘肃	0.09	6.7%	0.07	14.6%	0.16	10.1%

数据来源：国家统计局

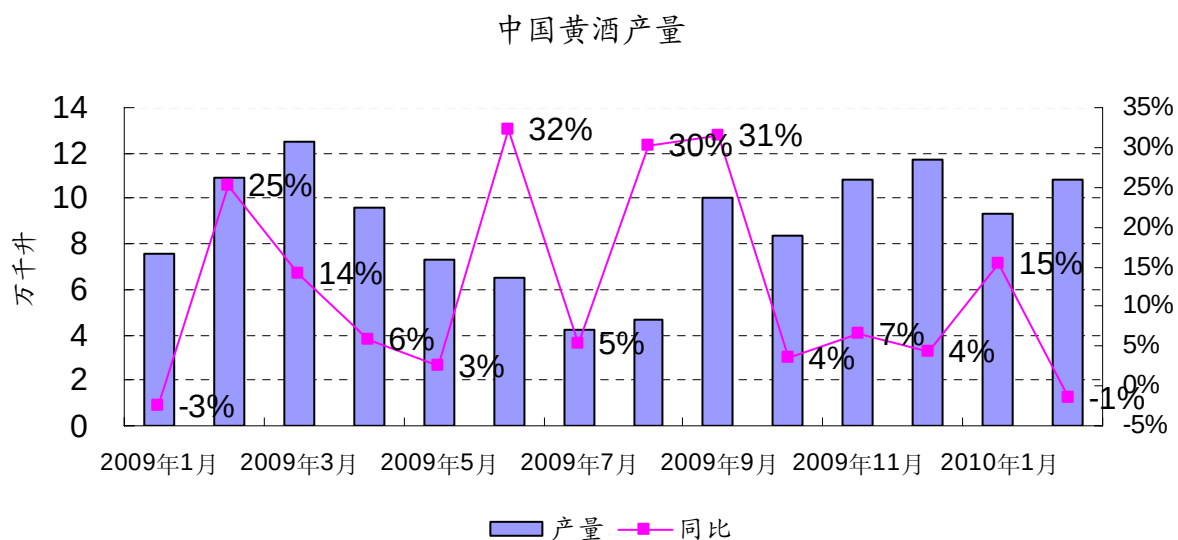
瓶装进口酒大幅增长，我们认为无须过于担心，可参考我们在2010年年度策略中的分析。据海关统计，2009年进口的瓶装葡萄酒9.1万千升，比2008年大幅增长58.31%，2L以上包装葡萄酒8万千升，同比减少24.11%。

我们从09年四季度开始将葡萄酒行业调整为最看好的行业。长期推荐逻辑不变：基数较低、成长空间大，代表健康消费的理念、未来成长的确定性高。继续推荐张裕，一季报有望实现较大幅度的增长，不断超越市场预期。

黄酒：销售低迷的态势短期内难有改观

1、2月份产量小幅增长。1、2月份规模以上企业黄酒产量20.2万吨，同比小幅增长5.7%。分区域看，1、2月份上海黄酒产量同比增长15.4%。浙江黄酒产量同比下滑2%。

图 11: 中国黄酒产量



数据来源: 国家统计局

表 5: 分地区黄酒产量 单位: 万吨

	2010.1		2010.2		2010.1-2	
	产量	同比	产量	同比	产量	同比
上海	1.5	23.4%	1.1	6.0%	2.7	15.4%
浙江	4.9	6.4%	6.0	-7.8%	10.9	-2.0%

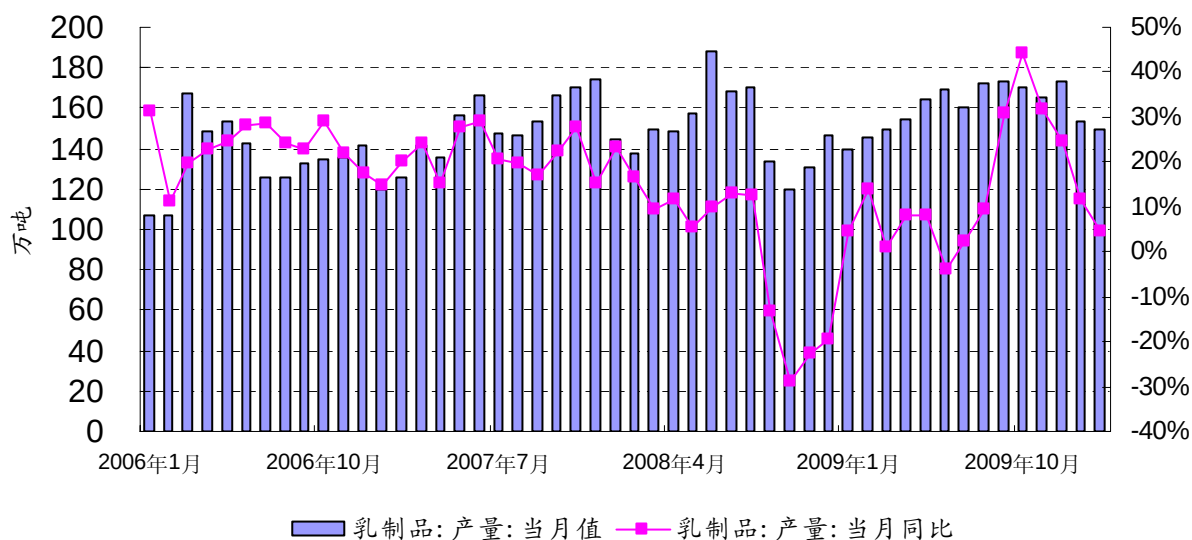
数据来源: 国家统计局

黄酒行业想象空间大,但现阶段缺乏强势企业、缺乏良好的品牌诉求点。在其他酒种的挤压之下,市场成长空间受限,销售低迷的态势短期内难有改观。

乳制品: 原奶价格上涨、成本压力增大

1、2月份规模以上企业乳制品产量为153.45、149.74万吨,液态乳127.22、127.87,同比小幅增长。与09年4季度相比,增速放缓。

图 12: 液体乳产量



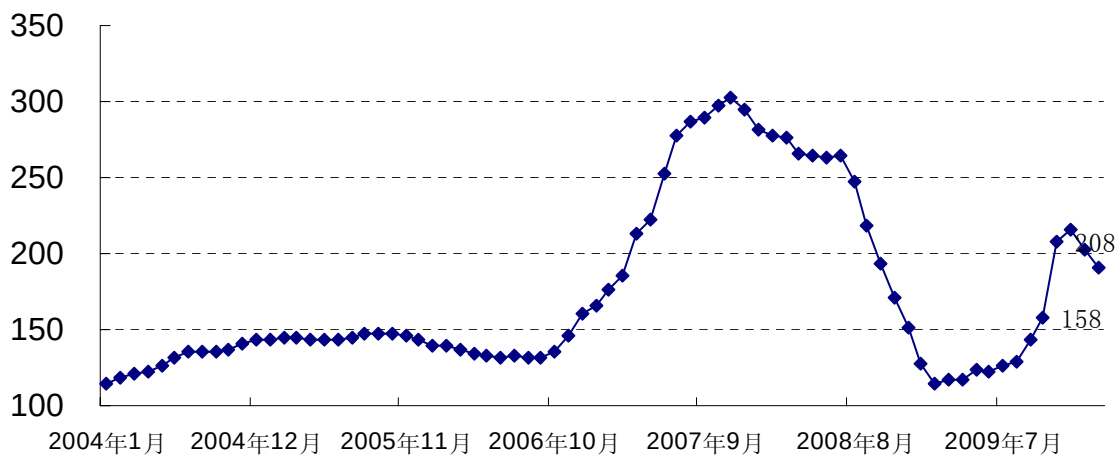
数据来源：国家统计局

国际乳制品价格回调。2010年1、2月份国际奶类价格指数小幅回调。国内11月份原奶价格与9月份相比明显上升。

国内原奶价格压力不减。至2月底，生鲜乳价格连续29周上涨，累计涨幅19.1%。

图 13: 国际奶类价格指数

联合国粮农组织奶类价格指数



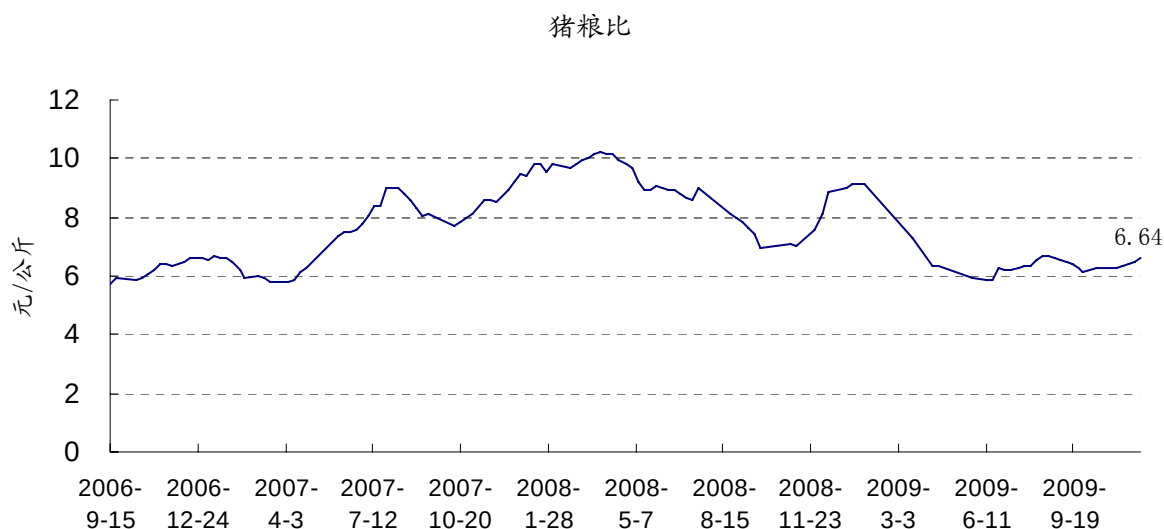
数据来源：国家统计局，Wind

2010年存在原奶价格上涨的压力，盈利能力将取决于相关企业的费用投入情况。现阶段仍最看好伊利股份，业绩弹性大。另外，也关注完成股权激励、激励问题得到解决的光明乳业。

肉制品：猪价上涨压力不大

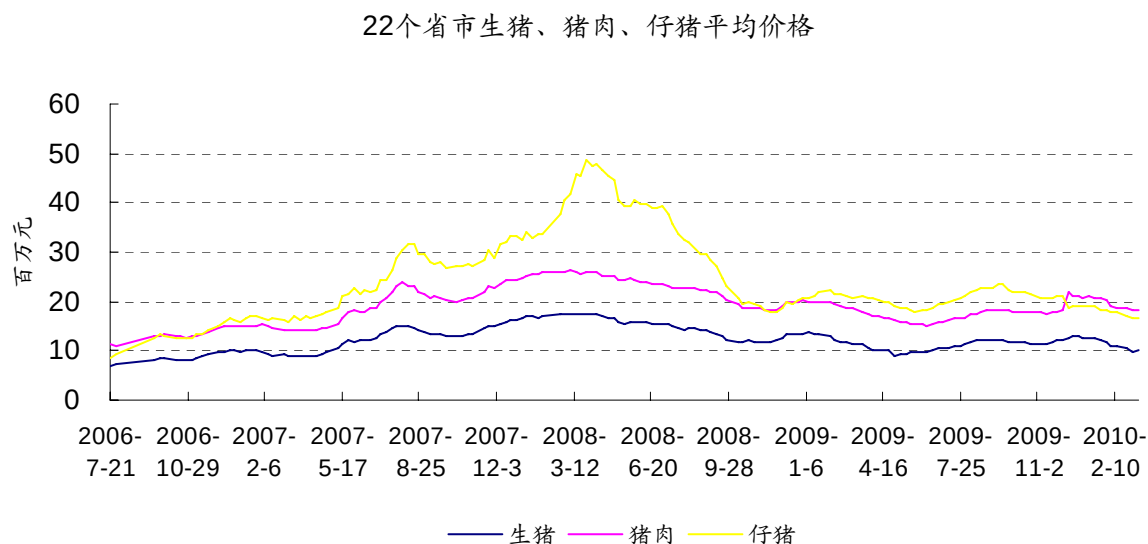
春节消费旺季过后，猪肉价格出现明显的回调，基本符合我们年前的预期。从春节至今，猪肉价格已经回调了18%。预计2010年上半年猪价还将继续下跌，下半年的猪价趋势需观测能繁母猪数量的变化情况。

图 14：猪粮比



数据来源：农业部

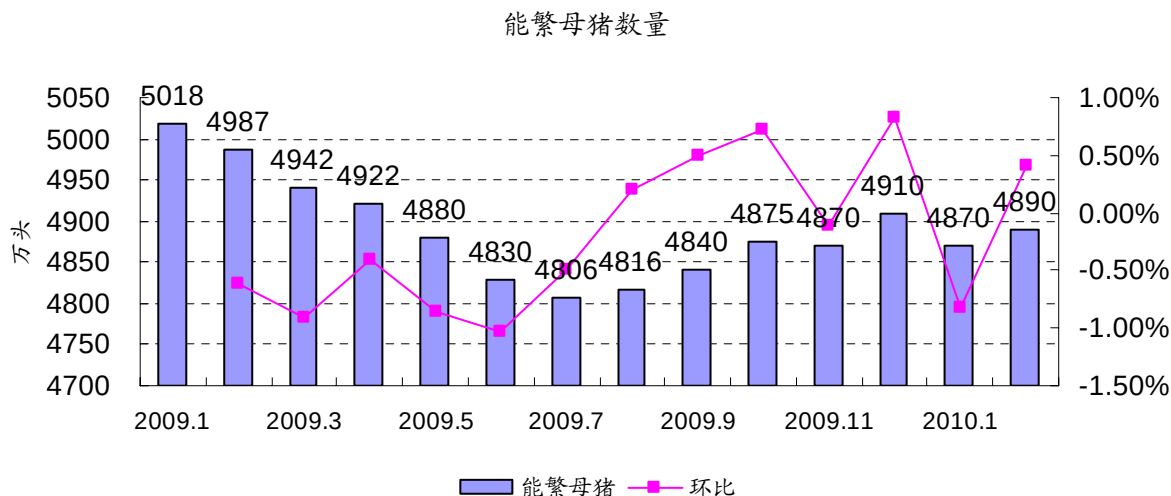
图 15：22个省市生猪、猪肉、仔猪价格



数据来源：农业部

2月份能繁母猪数量回升。据农业部畜牧业司监测，1、2月份我国的生猪存栏量小幅下跌，2月能繁母猪数量小幅回升。

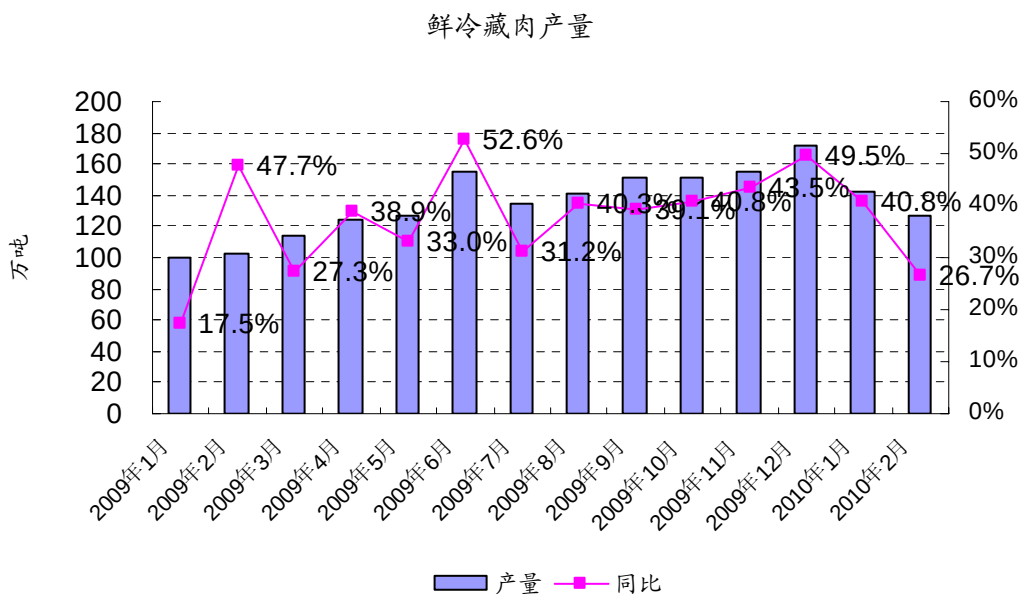
图 16: 2 月份能繁母猪小幅回升



数据来源：农业部

冷鲜肉代表了行业未来发展的趋势，2010 年 1、2 月份继续保持高速增长，行业同比增幅为 40.8% 和 26.7%。

图 17: 1、2 月份鲜冷藏肉产量



数据来源：国家统计局

二季度投资策略-长短结合、精选个股

随着二季度白酒、葡萄酒进入销售淡季，缺乏业绩上的催化剂，二季度行业总体大幅获得超额收益的能力减小，给予行业持有的投资评级。

对于食品饮料板块而言，3000点是一个很尴尬的点位。白马股估值合理，短期内业绩缺乏爆发力，需等待业绩的增长，收益率水平难以达到投资者的目标。而二线品种估值已高，进一步追入风险较高。

我们认为在当前的估值水平，很难出现09年股指单边上升的局面，因此建议投资者可以加大成长确定、估值较低的白马股的配置。

我们认为投资标的的选择可以考虑短期业绩爆发力和长期业绩成长的动力。

1. 短期业绩的爆发力看成本费用压缩、剥离亏损业务、管理层做业绩的意愿。如09年涨幅较高的安琪酵母、伊利股份、山西汾酒，业绩的爆发式增长主要来自于成本费用的下降。
2. 长期业绩成长动力主要看新市场的开拓和新产品的推出。如洋河股份蓝色经典的推出、泸州老窖1573的推出、贵州茅台年份酒和团购市场、张裕的解百纳和酒庄酒。

基于上述投资思路，二季度我们主要推荐3个品种：张裕A，洋河股份，安琪酵母，也提示投资者关注业绩可能出现拐点的品种：恒顺醋业、ST南方、双汇发展。

张裕A

投资要点：（1）葡萄酒行业能保持较快速度的增长。预计未来5年内销量可以保持15%的增长，主要理由：城市化趋势、健康消费理念深入人心、人均收入增长、中西部葡萄酒消费的培育。（2）公司对渠道的掌控能力强。小经销商运作模式有助于现有市场的深度开发，成长的确定性较强。（3）酒庄酒成为重要的利润增长点，预计09年该品种销量可实现40%的增长。（4）分区域看，华东地区正处于快速增长期，中西部地区增长潜力巨大。江浙沪09年实现8.5-9亿的销售收入，增幅超过30%，湖南、湖北实现40%的增长。（5）原料基地是短板，近期扩张速度较快，短板有望得到弥补，酒质继续提高。（6）2010年1月份收入同比增长20%多，1、2月份福建市场增速很快。

盈利预测和投资评级。预计09-11年实现每股收益2.080、2.698、3.479元，分别同比增长23%、30%、29%，给予“买入”的投资评级。

洋河股份

投资要点：（1）产品结构继续升级，毛利率提升，蓝色经典仍是收入增长的主要来源，其中蓝色经典的梦之蓝、天之蓝成为新的增长点。（2）09年省内外市场均高速增长，未来增长主要看省外市场。我们看好公司在省外的扩张，江苏的模式也可成功在省外进行复制。河南、山东、广东等区域缺乏强势的地产酒，也有利于公司在这些区域的扩张。（3）09年销售费用率上升，显示公司的市场投入加大，为公司未来持续成长奠定了基础。（4）09年公司白酒销售收入增幅位列白酒上市公司之冠，未来高速增长可期。

盈利预测和投资评级。预计10-12年实现每股收益3.776、4.953、6.376元，分别同比增长35%、32%、29%，给予“买入”的投资评级。

安琪酵母

投资要点：（1）09年增长态势良好，2010年仍在继续。09年产销量大幅增长，酵母产品应用的新领域取得突破，酿酒酵母、饲料酵母、保健品销售态势良好。2010年1、2月份继续保持良好的增长态势。（2）股权激励完成，高管和中层干部的积极性被释放，新的增发方案更有利于流通股东。完成股权激励之后，公司管理层和中层干部动力更足。另外，公司表示对于06年之后新入司、未获得股权的中层干部将尽快出台新的激励方案。（3）公司的成长空间还很大。面食酵母人均消费量与国外差距较大；国外市场拓展模式成熟、空间更大；面用酵母之外领域的新推广，如燃料乙醇、饲料酵母、保健品等。（4）预计竞争对手新产能投放，不会对公司构成较大威胁。从乐斯福、马利的初步意向看，可能在国际市场出货。公司渠道掌控能力优秀，服务能力强，竞争对手难以复制。（5）2010年糖蜜收购价格上涨，公司有多种方式应对，预计对业绩影响不大。

盈利预测和投资评级。2010-12年可实现EPS 1.13、1.39、1.75元，给予“买入”的投资评级。

我们也提示投资者关注近期业绩可能出现拐点的企业：

- （1）恒顺醋业，收购少数股东权益、聚焦主业，新产能逐步投产。
- （2）ST南方，芝麻糊业务销售态势良好、新产能2010年年初投放。
- （3）双汇发展，若关联交易得到解决，业绩将出现大幅增长。

表 6：食品饮料重点企业估值一览表 单位：元

	Price	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB	评级
张裕 A	68.3	2.70	3.48	32.8	25.3	19.6	13.6	买入
洋河股份	106.4	3.78	4.95	44.0	28.2	21.5	9.4	买入
安琪酵母	31.9	1.13	1.39	38.1	28.2	22.9	8.3	买入
泸州老窖	32.0	1.29	1.58	27.7	24.8	20.2	11.7	买入
贵州茅台	158.8	7.00	9.03	31.4	22.7	17.6	10.7	买入
五粮液	28.0	1.10	1.30	35.2	25.5	21.6	7.5	持有
燕京啤酒	20.2	0.74	0.83	36.6	27.4	24.4	3.3	买入
青岛啤酒	33.5	1.05	1.21	34.2	32.0	27.7	6.4	买入
金枫酒业	18.3	0.66	0.74	40.7	27.7	24.8	6.9	持有
伊利股份	29.2	1.04	1.26	36.7	28.2	23.2	7.0	买入
光明乳业	10.2	0.22	0.38	67.3	47.1	26.9	5.1	持有
双汇发展	50.5	1.86	2.12	34.6	27.1	23.8	11.5	买入

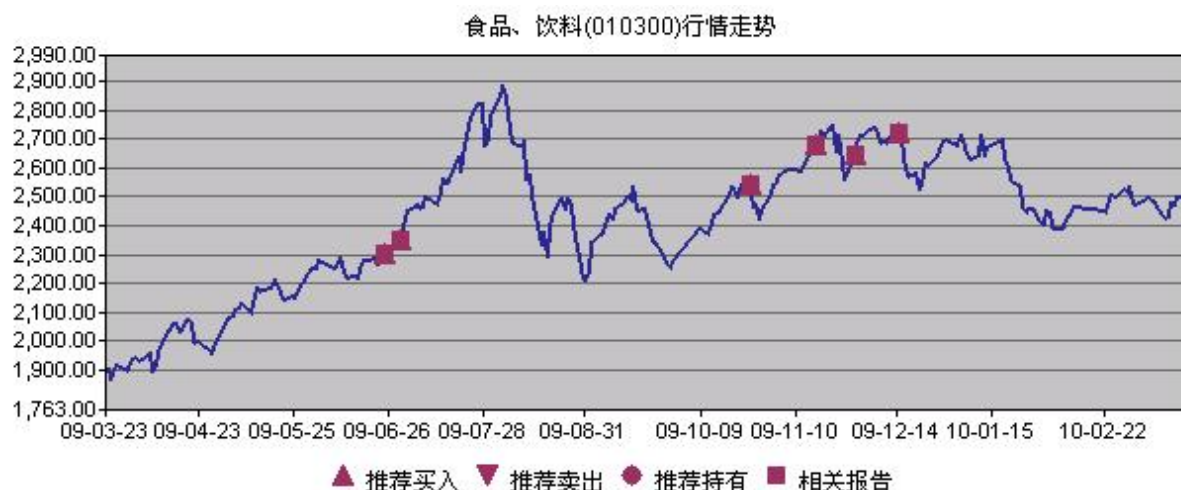
数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

高端白酒一季度业绩低于市场预期。进口葡萄酒的冲击超出我们的预期。原奶价格上涨，乳企成本压力大幅。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

食品、饮料(010300)	汤玮亮	2009-12-15
食品饮料行业 2010 年策略	汤玮亮	2009-11-30
食品、饮料(010300)	汤玮亮	2009-11-17
食品、饮料(010300)	汤玮亮	2009-10-26

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。