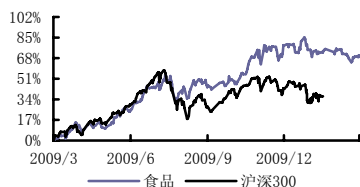


2010 年 3 月 25 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
食品	-2.19%	-4.78%	64.81%
沪深 300	0.99%	-4.72%	33.64%

代码	名称	6m%	YTD	评级
002069	獐子岛	115.34	0.00	买入
002220	天宝股份	60.33	0.00	增持
002304	洋河股份	0.00	0.00	买入
600298	安琪酵母	39.63	4.71	买入
600809	山西汾酒	21.86	-9.39	增持

相关报告

《食品饮料行业 2010 年投资策略》，2009.12

食品小组

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

分析师申明

食品小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业进入淡季，关注个股机会

—食品饮料行业 2010 年二季度投资策略

评级： 中性

- **一季度食品饮料行业指数走势先扬后抑，整体超越沪深 300 接近 2 个百分点。**从二级分类指数来看，除白酒和肉制品以外，乳品、调味品和啤酒等其他行业表现均强于大盘。食品饮料行业在 1 月份大盘走低的情况下，保持了较好的抗跌性，但在近一个月的市场表现却令人失望，食品饮料行业整体涨幅（-2.3%）落后于大盘（1.3%）。主要原因为节后白酒、葡萄酒消费步入淡季，价格出现回落；其他子行业也大部分进入淡季，缺乏刺激因素。
 - **行业估值处于合理水平。**从历史经验来看，食品饮料行业整体市盈率保持在 A 股整体水平的 2 倍左右，当估值倍数低于 1.5 时，全行业大多会在未来一段时间内表现强于大市。目前食品饮料行业市盈率与沪深 300 成分股市盈率之比达到 1.85 倍，相对估值维持在合理水平。
 - **白酒行业：次高端酒出现井喷。**1-2 月白酒产量增速为 30.84%，超过去年同期（20.2%），持续增长势头稳定。但超高端白酒因涨价过猛而导致增长明显放缓。与此鲜明对比的是，200-500 元的白酒消费市场出现井喷。次高端白酒成为白酒高端化运动的主体。
 - **葡萄酒行业：进口酒短期对国内行业龙头威胁不大。**1-2 月，葡萄酒的累积产量同比增长 18.01%，增速较去年同期上升 23.19 个百分点。行业随着经济景气的回暖而逐步复苏，增长势头稳定。进口葡萄酒数量上升对国内酒企构成压力，但因其品牌影响力和渠道建设上相对偏弱，短期内对国内龙头企业威胁不大。从长期来看，进口酒的进入有望加速市场培育进程，做大葡萄酒市场蛋糕，实现共荣发展。
 - **乳制品：产量增速有所下降。**1-2 月液体乳的累积产量增长 7.01%，增速较去年同期略有下降，乳品市场将进入较为平稳的增长期，预计全年销量增速将保持在 5-10% 之间。原奶价格对乳品企业的成本压力上升，但升幅不大。
 - **行业二季度投资策略。**二季度，食品饮料大部分子行业进入淡季，行业目前相对于沪深 300 估值基本合理，超越大盘走势的机会减少。但从个股方面来看，因机制转型或新产品得到市场认同等原因，部分公司的经营业绩有望超预期。推荐：獐子岛、天宝股份、洋河股份、安琪酵母、山西汾酒。
- 风险提示。**西南干旱可能会影响相关上市公司业绩及股价的波动。

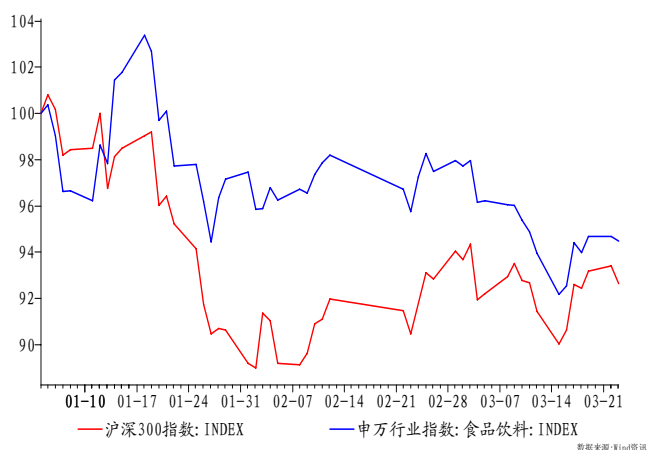
一季度食品饮料行业指数超越沪深 300 走势

食品饮料行业走势先扬后抑。2010 年以来，大盘呈现盘整回落的走势，食品饮料行业跟随市场一起小幅走低。截止到 3 月 23 日，沪深 300 指数 2010 年累计涨幅为-7.34%，食品饮料行业涨幅-5.53%，超越沪深指数涨幅接近 2 个百分点。从二级分类指数来看，除白酒和肉制品以外，乳品、调味品和啤酒等其他行业表现均强于大盘。

3 月份行业指数走势落后。食品饮料行业在 1 月份大盘走低的情况下，保持了较好的抗跌性，但在近一个月的市场表现却令人失望，食品饮料行业整体涨幅（-2.3%）落后于大盘（1.3%）。行业指数走势较差的主要原因为节后白酒、葡萄酒消费步入淡季，价格出现回落；其他子行业也大部分进入淡季，缺乏刺激因素。

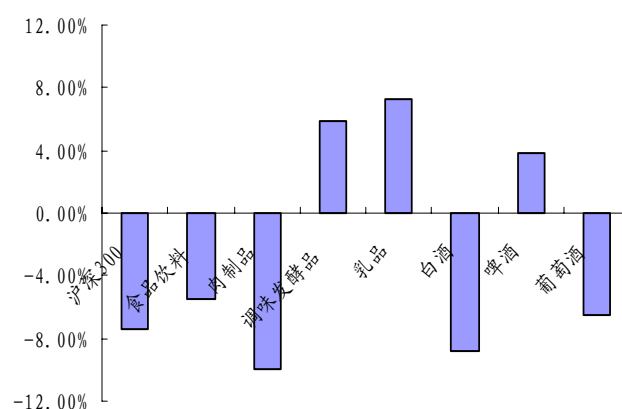
行业估值处于合理水平。09 年上半年，食品饮料的市盈率与沪深 300 成分股市盈率差维持在 10-15 倍的较低水平，行业涨幅滞后于大盘；但进入到 12 月份以后，估值差距已达到 20 倍的水平。尽管 2 月份以来，食品饮料行业涨幅滞后于大盘，行业市盈率有所回落，但其相对于沪深 300 的估值仍就处于高位，食品饮料行业的估值优势已不明显。从历史经验来看，食品饮料行业整体市盈率保持在 A 股整体水平的 2 倍左右，当估值倍数低于 1.5 时，全行业大多会在未来一段时间内表现强于大市。目前食品饮料行业市盈率与沪深 300 成分股市盈率之比达到 1.85 倍，相对估值维持在合理水平。

Figure 1 2010 年一季度食品饮料和沪深 300 走势



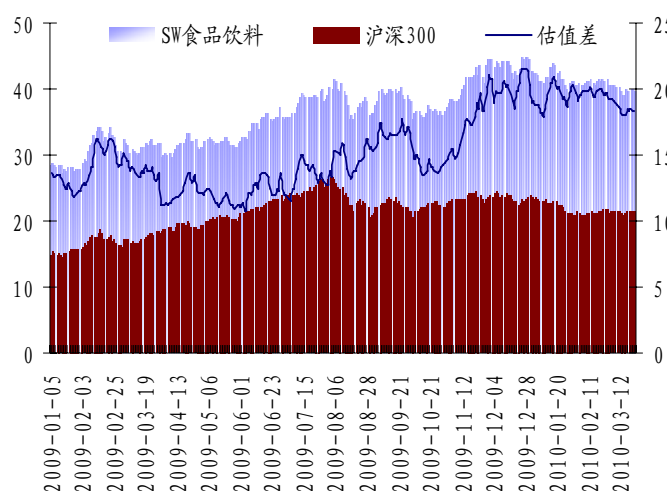
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 2 2010 年一季度食品饮料个子行业涨跌幅比较



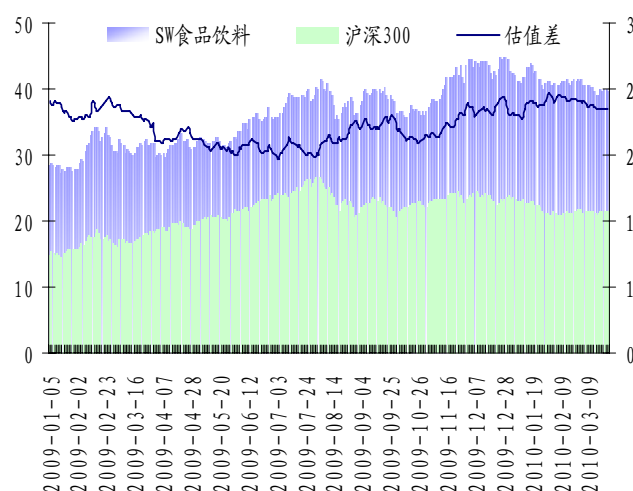
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 3 食品饮料市盈率相对沪深 300 差距维持高位



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 食品饮料行业市盈率/沪深 300 市盈率基本合理



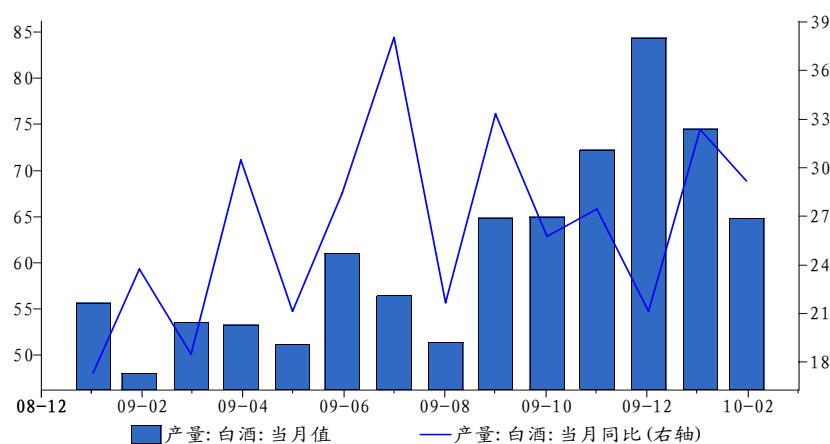
资料来源：WIND、世纪证券研究所

白酒行业：次高端酒出现井喷

白酒产量增速继续上升，持续增长势头稳定。白酒 1-2 月的累积产量 139.35 万吨，同比增长 30.84%，增速超过去年同期增幅（20.2%）。预计 2010 年白酒行业的销量增速将继续保持在 20%以上。

Figure 5 白酒产量和增长率

单位：万千升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

数据来源：Wind资讯

超高端白酒增长明显放缓。2010 年春节期间，700 元以上的超高端白酒销售首次下滑，全国超高端白酒销量平均下滑 15%。AC 尼尔森全国大卖场数据显示，春节期间 800 多元的茅台酒开始滞销，销售首次低于五粮液，价格较低的 43 度茅台则首次大幅增长。高端白酒中的茅台、五粮液因控量等原因尚能维持较好的销售，而品牌相对弱的国窖 1573、水井坊等 09 年的销售并不乐观。09 年全年，超高端白酒市场增长明显放缓，

全年终端销售增长仅有 8%，而全国白酒行业销售收入增长达到 25%。超高端白酒销售增长明显落后行业平均。

与此鲜明对比的是，200-500 元的白酒消费市场出现井喷。安徽省 09 年 200 元-500 元的次高端白酒消费增长 150%，江苏省增长 120%，湖北、河北、山东等多个省区也呈现快速增长的势头。次高端白酒成为白酒高端化运动的主体。根据盛初咨询统计：200-500 元白酒市场规模 2009 年突破 200 亿，未来几年将突破 500 亿。

超高端白酒的迅速涨价，为中高端白酒让出了市场，但因为市场转变的比较快，以汾酒、剑南春为代表的中高端全国品牌未能反映过来，做出相应调整，而洋河、郎酒等地方中高端品牌抓住机遇，迅速占领市场。以此为代表的洋河蓝色经典系列、郎酒、安徽口子窖等中高端白酒均呈现 100%以上的增长。

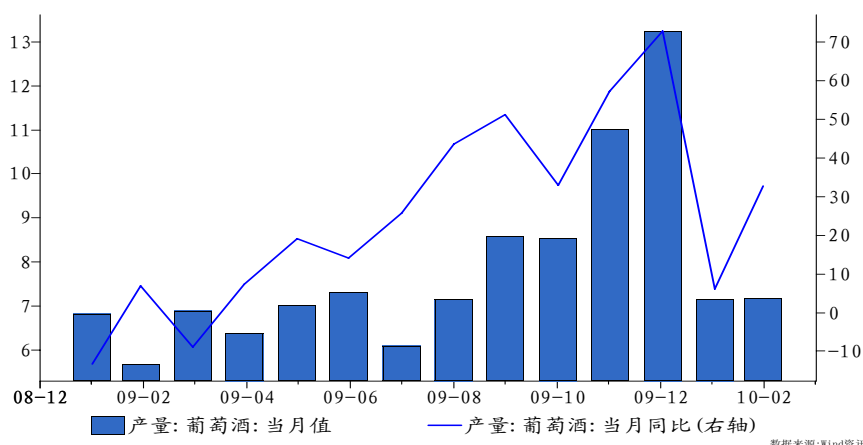
国内浓香型、酱香型品类的高端化已逐步完成，未来清香型品类的高端化趋势将逐步形成，同时将有一大批区域品牌高端酒也在迅速崛起。山西汾酒、洋河股份、郎酒、酒鬼酒等次高端品牌的增长趋势明显。

葡萄酒行业：进口酒短期对国内行业龙头威胁不大

葡萄酒销售复苏势头稳定，产销量保持增长。1-2 月，葡萄酒的累积产量为 14.33 万吨，同比增长 18.01%，增速较去年同期上升 23.19 个百分点。国内葡萄酒的销售随着经济景气的回暖而逐步复苏，行业增长势头稳定。

Figure 6 葡萄酒月产量及增长率

单位：万千升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

数据来源：Wind资讯

预计未来两年葡萄酒行业将持续保持较快的增长。09 年，我国葡萄酒进口量逆势高增长，成为全球最具吸引力的市场。很多产能过剩的国家，纷纷加快布局中国市场的步伐。进口葡萄酒的数量上升，对国内葡萄酒企业构成压力，葡萄酒终端价格有所下降。但与国内龙头公司相比，进口葡萄酒在品牌影响力和渠道建设上相对偏弱，短期内对国内龙头企业葡萄酒销售威胁不大。从长期来看，进口酒的进入有望加速市场培育进程，做大葡萄酒市场蛋糕，实现共荣发展。

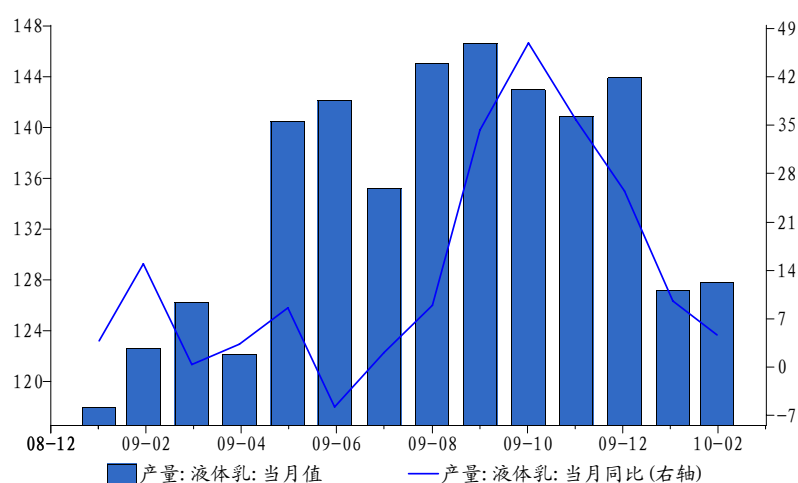
乳制品：产量增速有所下降

1-2 月，液体乳的累积产量为 255.09 万吨，同比增长 7.01%，增速较去年同期略有下降。行业增速有所下降，可能是原奶价格上涨导致乳制品促销减少。

国内的乳品市场已经基本从三聚氰胺事件的影响中恢复，2010 年乳品市场将进入较为平稳的增长期，预计销量增速将保持在 5-10%之间。原奶价格自 09 年 4 季度开始回升，近期上升速度有所减缓，预计 2010 年乳品企业的成本压力较 2009 年将有所上升，但升幅不大。

Figure 7 液体乳月产量及增长率

单位：万吨



数据来源: Wind资讯

资料来源: WIND、世纪证券研究所

食品饮料行业二季度投资策略

二季度，食品饮料大部分子行业进入淡季，行业目前相对于沪深 300 的估值也基本合理，超越大盘走势的机会减少。但从个股方面来看，因机

制转型或新产品得到市场认同等原因，部分公司的经营业绩有望超预期。推荐：獐子岛、天宝股份、洋河股份、安琪酵母、山西汾酒

风险提示。西南干旱可能会影响相关上市公司业绩及股价的波动。

Figure 8 食品饮料行业重点公司

股票代码	股票简称	评级及调整	当前价格	每股收益（元）			当前市盈率		
				09 年	10 年	11 年	09 年	10 年	11 年
002069	獐子岛	买入	51.79	0.91	1.17	1.38	56.91	44.26	37.53
002220	天宝股份	增持	29.5	0.77	0.95	1.21	38.31	31.05	24.38
002304	洋河股份	买入	107.74	3.04	3.8	4.91	35.44	28.35	21.94
600298	安琪酵母	买入	32.24	0.77	0.99	1.24	41.87	32.57	26.00
600809	山西汾酒	增持	38.41	0.99	1.41	1.89	38.80	27.24	20.32

资料来源：WIND、世纪证券研究所

獐子岛 (002069):

经营业绩高于市场预期。2009 年公司实现营业收入 15.13 亿元，较上年同期增长 50.2%，归属于母公司净利润 2.07 亿元，较上年同期增长 64.98%，实现每股收益 0.913 元，高于市场预期。

主导产品量价齐升。公司的水产养殖业和加工业营业收入同比分别增长 21.3%和 45.59%。主导产品虾夷扇贝、海参、鲍鱼等产品量价齐升，养殖业毛利率由上年的 47.3%提高到 54.1%，但由于加工业务与转口贸易业务占比增长，导致公司综合毛利率同比下降 2.17 个百分点。

未来两年公司业绩有望维持高增长。虾夷扇贝等海珍品价格有望维持或进一步提高。经济复苏对海产品的需求增加，而市场上虾夷扇贝等海产品因前两年的高死亡率导致养殖户积极性下降，09 年市场投苗总量下降，虾夷扇贝等海珍品短期难以放量，价格有望维持。公司养殖面积不断扩大、生态养殖效果显现，产能实现跨越式提升。

盈利预测与投资评级。在不考虑增发和送股对股本摊薄的影响下，预计公司 2010 年-2011 年实现每股收益 1.17 元和 1.38 元。自 09 年 11 月 16 日给予公司“买入”评级以来，公司股价已上涨 60%，目前的估值水平与可比上市公司基本相当。考虑到公司再融资可能促发利润释放以及高送转题材，继续给予公司“买入”评级。

风险提示：海珍品价格低于预期；公司海珍品产能释放低于预期；大非减持压力。

天宝股份（002220）：

业绩高于市场预期。2009 年公司实现营业收入 8.58 亿元，同比增长 34.9%，净利润 7579 万元，同比增长 12.1%，实现 EPS0.77 元，高于市场平均预期（0.60 元）。

传统业务水产品加工市场良好。09 年下半年尤其是 4 季度，公司水产品加工订单充足，出口价格稳定。预计公司全年水产品加工收入将达到 5.7 亿元，比上年同期提高 24%。预计未来公司将凭借其规模优势、安全卫生的质量管控及优质的客户资源等优势在竞争激烈的水产品出口加工市场稳步发展，

新业务大豆冰激凌和气调库项目实现销售突破。2009 年冰淇淋及气调库项目分别实现销售收入 2501 万元和 7201 万元，实现量产以来销售零的突破。两相业务是 08 年上市时的募投项目，曾被公司 and 市场寄予厚望，但由于技术应用不成熟及市场需要培育期等问题，大豆冰淇淋及气调库业务一直处于亏损状态。09 年上半年上述业务仅实现 78 万元和 30 万元的销售收入，毛利率为-300%和-280%，成为公司盈利的负担。09 年下半年，两相业务向实现盈利迈出了重要一步，预计 2010 年气调库和冰淇淋业务将扭亏为盈，并逐步发展成为公司重要的盈利增长点。

盈利预测及投资评级。预计公司 2009-2011 年将实现每股收益 0.77 元、0.95 元和 1.21 元，给予公司“买入”评级。

风险提示：新业务进展低于预期；水产品加工竞争加剧。

洋河股份（002304）：

业绩略高于市场预期。2009 年，公司实现营业收入 40.02 亿元，同比增长 49.21%；归属上市公司股东的净利润 12.53 亿元，同比增长 68.71%。实现每股收益 2.79 元，略高于市场预期（2.46 元）。在中高端白酒需求保持旺盛增长的背景下，公司积极开发新产品，加强市场开拓力度，蓝色经典系列等中高档产品的市场占有率逐年提高，从而实现了销售的高增长。

中高端白酒销量增长和销售价格提高是业绩增长的主要原因。净利润增长率超过主营收入主要得益于产品结构优化。高端白酒蓝色经典系列 2009 年收入增幅达 65.82%，而蓝色经典系列中的更高端产品梦之蓝和天之蓝收入同比增长 145.09%和 113.07%，成为公司销售新的增长极。公司中高端产品比重由 07 年的 66%提高到 09 年 86%。中高档白酒占比不断提高，带动了整体毛利率提高。09 年综合毛利率同比提高 6.12 个百分点至 58.47%。

未来三年公司产品仍将保持量价齐升的格局。募投项目将分别在 2010 年和 2011 年陆续投，每年可增加名优基酒 9,000 吨和中高档白酒 15,000 吨。而消费升级导致的白酒吨酒价格上升仍将是白酒行业增长的重要驱动因素。收购双沟酒业有望形成 1+1>2 的整合提升效应。

盈利预测与评级。预计公司 2010-2011 年的全面摊薄的 EPS 分别为 3.80 元 和 4.91 元。公司推出的每 10 股派发现金红利 8 元分配方案虽有些市场失望，但其仍具有高送配的能力和收购其它酒企的可能，维持“买入”评级。

风险提示。新项目进度低于预期，白酒涨价幅度低于预期。

安琪酵母（600289）：

净利润同比增长 101%。2009 年公司营业收入和归属于母公司的净利润分别同比增长 28.6%和 101.15%。净利润增长率达到收入增长率 3 倍以上，主要得益于公司规模效益所带来的毛利率的提高和成本费率的降低。

2009 年公司酵母产能增长 50%。主导产品酵母、酵母抽提物、生物饲料、营养健康产品均保持较好地增长。国际化进程继续推进，出口收入同比增长 53.65%，明显超过国内市场销售收入增长率。

销售毛利率同比上升 2.79 个百分点，营业费率和管理费率创五年来新低。由销售规模不断扩大而带来的规模效益显现，公司的盈利能力明显提高，期间费率同比下降 2.85 个百分点。

未来公司的经营规模及业绩仍将快速提高。随着 09 年投产项目的陆续达产，以及 2010 年下半年崇左三期 1.5 万吨酵母及深加工产能投产

(0.8 万吨酵母提取物、5000 吨酵母)、2011 年埃及基地 1.5 万吨酵母产能的建成, 公司未来业绩增长较为明确。公司 2010 年计划实现主营业务收入 20.6 亿元, 预计到 2015 年, 公司可望实现 50 亿元的销售收入, 年均增长超过 20%。

公司定向增发方案尚在进程之中。增发使得管理层利益与股东利益趋于一致, 有利于从机制上解决管理层激励问题, 预计增发可提升公司每股收益 0.08 元-0.10 元。

估值与评级。不考虑增发对业绩的影响下, 预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.99 元、1.24 元, 给予“买入”评级。

风险提示: 新建项目进程低于预期, 出口受阻及人民币升值等超预期

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.