



食品饮料

2010.05.12

防御，寻找可能的变化与高增长

——食品饮料 2 季度投资策略

	胡春霞	洪婷	许娟娟
	021-38676186	021-38676550	021-38676545
	huchunxia@gtjas.com	hongting@gtjas.com	xujuanjuan@gtjas.com
	S0880208060347	S0880108103684	S0880209110635

本报告导读：

分析了食品饮料各子行业的增长和未来发展变化，一线白酒和葡萄酒中张裕 A 的防御性强，二线品种更看重业绩增长能否实现，推荐伊力特。夏季啤酒有季节性机会。
摘要：

- 基于我们策略部同事们对 2 季度市场仍然不乐观的判断，以及食品饮料行业相对稳定的业绩增长预期，我们维持行业增持评级。推荐：张裕、伊力特、五粮液、山西汾酒、ST 伊利、燕京啤酒。
- 白酒行业产销量、净利润增速仍较快，产品结构和均价提升推动公司业绩增长。高档酒增速趋缓，中档白酒量价齐升。
- **一线白酒：低估值，安全边际高。**白酒的消费税阴影以及贵州茅台业绩稳定增长预期的改变对一线白酒的股价表现有较大的负面效应。不过目前茅台、五粮液、泸州老窖 PE 仅在 20 倍左右，接近历史最高水平，具有较高的安全边际。
- **二线白酒：高增长，高估值，业绩兑现将进一步推升股价。**2009 年发现和挖掘出现经营改善的二线白酒推动了板块的一大波行情，2010 年更关注应该是 2009 年改善故事中的业绩兑现了。推荐业绩能实现高增长的山西汾酒、古井贡、洋河股份，以及新疆政策下可能出现高速增长伊力特。
- **啤酒行业销量增长、均价上升、盈利能力增强，长期看好。**1 季度大麦成本同比大幅下降推动了行业和公司业绩的大幅增长。看好行业盈利能力的好转，等待行业利润爆发。目前龙头企业利润增长已经加速。长期看好青岛啤酒的成长，短期考虑到燕京啤酒今年发行可转债，存在业绩释放的动力，短期表现可能会更好。
- **葡萄酒：市场扩大造就公司发展空间。**葡萄酒市场蛋糕继续扩大，进口葡萄酒的冲击会影响国产葡萄酒销量增速，但是不会改变国内葡萄酒产量增长的大趋势。张裕 A 的稳定增长使之成为最好的避风港。
- **乳制品：行业复苏，竞争格局变化造就伊利股份增长。**三聚氰胺对乳制品销量的影响已经逐渐消散，行业已经基本恢复，行业竞争格局向有利于伊利股份的方向倾斜。原奶价格上涨可能对今年业绩有一定压力。伊利管理层行权问题是关注的焦点，行权后将推动公司积极性和业绩释放。
- **屠宰及肉制品行业集中度不高，未来发展空间大。**猪肉价格预计进入上升周期，2 季度可能出现季节性回落。长期看好双汇发展，资产注入将解决公司关联交易，不过股价可能会一步到位。

评级：

增持

上次评级：

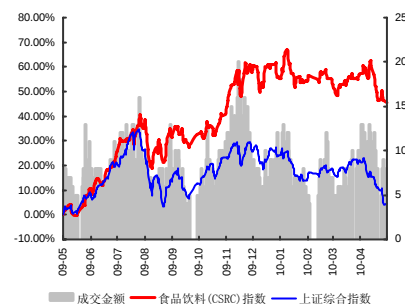
增持

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持

重点公司评级

贵州茅台	增持
泸州老窖	增持
五粮液	增持
张裕 A	增持
双汇发展	增持
青岛啤酒	增持
燕京啤酒	增持
山西汾酒	增持
古井贡	增持
伊利股份	增持
伊力特	增持
三全食品	谨慎增持
承德露露	谨慎增持
洋河股份	增持
国投中鲁	中性
恒顺醋业	谨慎增持



相关报告

食品饮料：《食品饮料销售火爆，已具备投资价值》

2010.04.07

食品饮料：《糖酒会热度持续，估值回落凸显投资价值》

2010.03.26

食品饮料：《白酒葡萄酒产量增速持续上升》

2010.03.21

食品饮料：《消费重启》

2009.11.30

食品饮料：《白酒葡萄酒持续上涨，液体乳增速提升明显》

2009.11.17

目 录

1. 主要观点.....	4
2. 白酒行业：机会与风险并存.....	4
2.1. 白酒产销量、净利润增速仍较快，产品结构和均价提升.....	4
2.2. 白酒行业增长中的变化：高档酒增速趋缓？中档白酒崛起.....	6
2.3. 贵州茅台一季度消费税率大涨给白酒业绩增长蒙上阴影.....	7
2.4. 一线白酒企业：低估值，安全边际高.....	8
2.5. 二线地方性白酒企业：高成长性弥补高估值.....	9
2.5.1. 业绩高增速将继续保持.....	9
2.5.2. 二线白酒重点上市公司分析.....	10
3. 啤酒：销量增长、均价上升、盈利能力增强.....	11
3.1. 啤酒销量稳步增加，集中度上升，行业盈利能力提升明显.....	11
3.2. 啤酒重点公司分析.....	13
4. 葡萄酒：市场扩大造就公司发展空间.....	14
5. 乳制品：行业复苏，竞争格局变化造就伊利股份.....	16
5.1. 行业恢复稳定增长，原奶价格上涨影响毛利.....	16
5.2. 竞争格局略有变化，向伊利股份所有倾斜.....	17
6. 肉制品：快消品看集中度上升.....	18
6.1. 猪肉价格预计进入上升周期，2 季度可能出现季节性回落.....	18
6.2. 行业销量稳定，龙头企业集中度提升空间大.....	19
7. 重点公司业绩预测与投资建议.....	21
图 1: 白酒 2009-2010 年累计产销量及增速变化.....	4
图 2: 白酒行业收入及净利润及增速变化.....	4
图 3: 白酒行业吨酒价格变动.....	5
图 4: 36 个主要城市白酒消费均价.....	5
图 5: 茅五泸高档白酒提价进程.....	5
图 6: 茅台、五粮液等高档酒的收入变化（百万元）.....	6
图 7: 洋河、山西汾酒和古井贡收入变化（百万元）.....	6
图 8: 茅台、五粮液和泸州老窖净利润变化（百万元）.....	6
图 9: 洋河、山西汾酒和古井贡净利润变化（百万元）.....	6
图 10: 白酒行业主营税金率变化.....	7
图 11: 主要白酒企业主营税金率变化.....	7
图 12: 茅台、五粮液、泸州老窖市值、PE 变化.....	9
图 13: 啤酒 2009-2010 年累计产销量及增速变化.....	12
图 14: 啤酒行业收入和净利润变化.....	12
图 15: 啤酒行业盈利能力变化.....	12
图 16: 啤酒长期销量和市场集中度变化.....	12
图 17: 进口大麦的量价变化.....	13
图 18: 啤酒行业吨酒价格和吨酒成本变化.....	13
图 19: 青岛啤酒和燕京啤酒收入及增速变化（亿元）.....	14
图 20: 青岛啤酒和燕京啤酒净利润及增速变化（亿元）.....	14
图 21: 青岛、燕京啤酒销量（万千升）和均价（元/吨）.....	14
图 22: 青岛、燕京啤酒毛利率和净利润率变化.....	14

图 23: 国内葡萄酒产销量及增速变化.....	15
图 24: 葡萄酒进口量及增长变化.....	15
图 25: 张裕、长城、王朝收入增长变化（亿元）.....	15
图 26: 张裕、长城、王朝净利润增长变化（百万元）.....	15
图 27: 我国液体乳月产量及同比增速.....	16
图 28: 我国液体乳月产量及同比增速.....	16
图 29: 我国主产区原奶收购价格.....	16
图 30: 大洋洲产全脂奶粉与脱脂奶粉的船边交货价格.....	16
图 31: 伊利和蒙牛的液态奶收入同比增速（%）.....	17
图 32: 带动蒙牛快速发展的 UHT 增速明显放缓.....	17
图 33: 生猪价格长期走势.....	19
图 34: 我国猪粮比（周）.....	19
图 35: 生猪存栏量.....	19
图 36: 屠宰及肉制品行业毛利率及税前利润率（%）.....	19
图 37: 我国肉制品累计产量及同比增速（万吨 %）.....	20
图 38: 我国屠宰及肉加工单季度收入及增速（亿元 %）.....	20
图 39: 屠宰及肉制品加工类上市公司的收入（万元）.....	20
图 40: 屠宰及肉制品加工行业和上市公司收入增速%.....	20
表 1: 二线白酒企业 2009-2010 年提价情况.....	5
表 2: 消费税率提高对主要白酒上市公司业绩的影响.....	7
表 3: 白酒行业的主要价格区间及该区间的产品.....	10
表 3: 乳制品行业龙头收入占比变化.....	17
表 5: 屠宰及肉制品龙头收入占比变化.....	20
表 6: 重点公司业绩预测与投资评级.....	21

1. 主要观点

食品饮料 1 季度销售情况都不错，并且我们预期 2 季度销售仍能保持较好的增速，虽然行业也存在一些不确定性的因素，但是基于我们策略部同事们对 2 季度整个市场仍然不乐观的判断，以及食品饮料行业相对稳定的业绩增长预期，我们仍然维持行业增持的评级。推荐排序为：张裕、伊力特、五粮液、山西汾酒、ST 伊利、燕京啤酒。

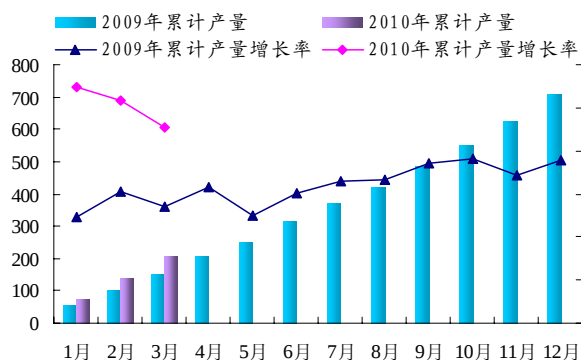
- **一线白酒：低估值，安全边际高。**白酒的消费税阴影以及贵州茅台业绩稳定增长预期的改变对一线白酒的股价表现有较大的负面效应。茅五庐中，我们认为今年五粮液具有相对的吸引力。
- **二线白酒：高增长，高估值，业绩兑现将进一步推升股价。**这两年二线白酒的销量增长、利润增速都非常高，2009 年，开始关注、发现和挖掘出现经营改善的二线白酒推动了板块的一大波行情，2010 年更关注应该是 2009 年改善故事中的业绩兑现了。推荐业绩能实现高增长的山西汾酒、古井贡、洋河股份，以及新疆政策下可能出现高速增长的伊力特。
- **啤酒：继续销量增长、集中度提升的故事。**啤酒行业的盈利能力在最近几年显著上升。继续看好龙头企业青岛啤酒、燕京啤酒的成长。今年青岛啤酒扩张产能和提高市场占有率可能会导致支出较大的增加，明年业绩增速应该更快。燕京啤酒转债发行可能促使公司利润释放，推荐。
- **葡萄酒：销量稳定增长的行业，强烈推荐稳定增长的张裕。**
- **乳制品：行业复苏，推荐竞争地位提升的 ST 伊利。**
- **肉制品：看好行业。双汇发展整体上市进行中，停牌。**

2. 白酒行业：机会与风险并存

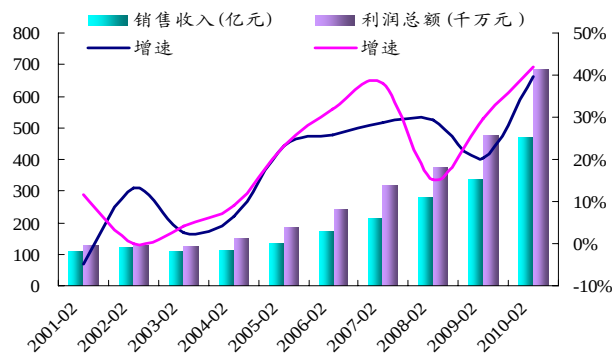
2.1. 白酒产销量、净利润增速仍较快，产品结构和均价提升

白酒行业继 2009 年产销量增长 23.82%，净利润增长 24%之后，今年继续实现较快增长：1-3 月产销量 208.19 万吨，同比增长 27.72%，1-2 月净利润为 684.9 万元，同比增长 42%，增速较去年同期都有较大的提高。

在居民收入增加，消费能力提高的背景下，不仅高档白酒近年来持续提价，2009 年以来中低档酒也出现了价格的普遍提升和产品结构向中高档产品倾斜的趋势，白酒整体的产品结构提升和涨价表现得十分明显。2009-2010 年行业的收入和净利润增速超过产销量增速表明行业仍处于消费升级和产品结构提升的阶段，2010 年 1-2 月行业的吨酒价格同比上升了 4.31%。36 个主要城市的白酒销售均价也保持提升。



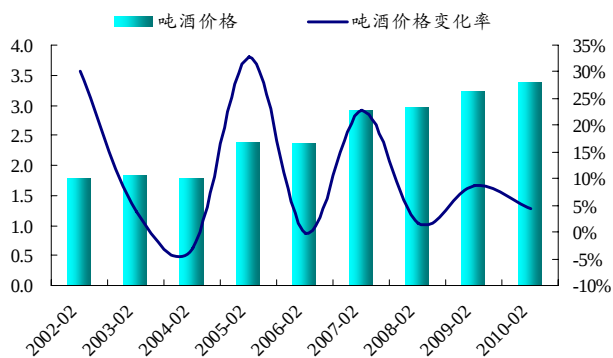
数据来源：WIND，国泰君安证券



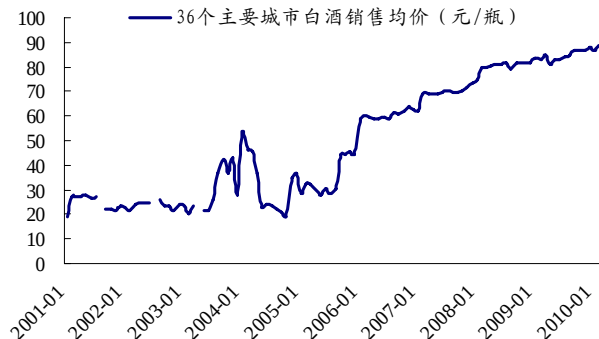
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 3：白酒行业吨酒价格变动

图 4：36 个主要城市白酒消费均价

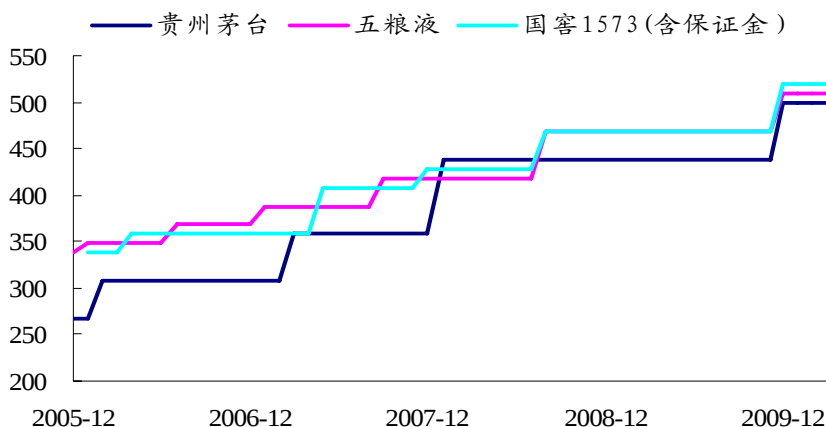


数据来源：WIND，国泰君安证券



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 5：茅五泸高档白酒提价进程



数据来源：国泰君安证券

表 1：二线白酒企业 2009-2010 年提价情况

公司	提价时间	提价幅度
山西汾酒	2009 年 6 月	老白汾提价 10%
	2009 年 12 月	老白汾、竹叶青提价 10%，青花瓷及以上产品提价 15%，
洋河股份	2009 年 12 月 14 日	大部分产品平均提价 5%
古井贡酒	2010 年 3 月	古井年份原浆系列酒提价 5-20%

伊力特

2010 年 3 月

产品提价幅度为 6-20%，平均提价幅度为 16%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

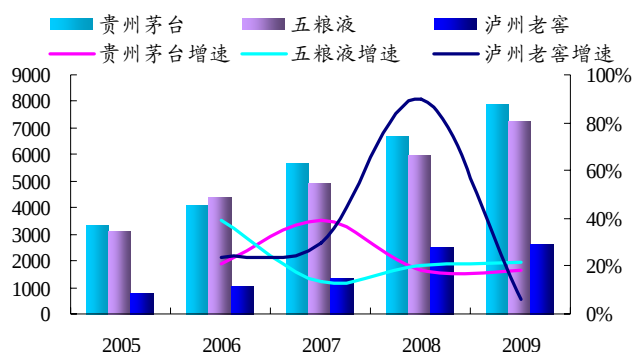
2.2. 白酒行业增长中的变化：高档酒增速趋缓？中档白酒崛起

经过近几年较为快速和频繁的量价提升，以及经济波动中政府招待费中支出的控制和酒后驾车严重处罚的影响下，2008、2009 年高档白酒市场销量的增长速度放缓，从部分主营高档产品的一线龙头白酒企业贵州茅台、五粮液和泸州老窖高档酒的收入和利润的变化中可以证明这一点。

目前国内高档白酒年消费量（指 400 元以上白酒）估计在 3 万多吨，主要是茅台、五粮液、国窖 1573、剑兰春、年份郎酒等，其中五粮液、茅台 2009 年销量增长都不大。根据贵州茅台公司的分析，公司认为，未来高档白酒年销量增长 2.5-3%，那么行业的收入、利润增长将更多的来自提价和产品结构的进一步高档化。在高档白酒销售已达目前规模的情况下，控量的奢侈品销量、收入增速放缓应该是趋势，不过利润的稳定增长应该还有可能持续一段时间。对于稳定、成熟的一线白酒企业，如果能有稳定的分红，对公司的价值应该是一中提升，我们期待这些公司在股东回报上能有更多改善。

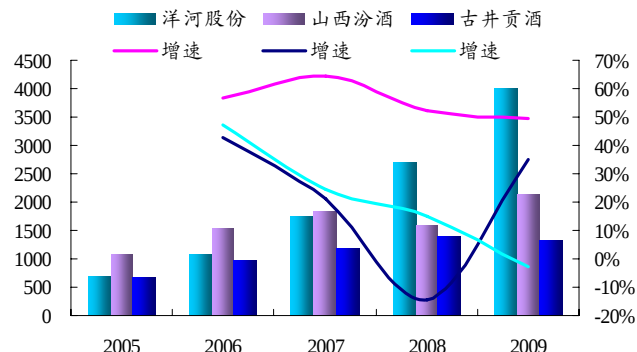
另一方面，随着各地区区域性开发投入的增加，以及政府增加中低收入居民收入以推动内需的政策推动，中低档酒市场迎来量价齐升，部分二线地方性白酒企业抓住这一契机，采取了针对中档酒市场推出新产品或者加强中档产品市场运作、提高中低档产品价格等一系列的措施，实现了业绩的快速增长，其中业绩增长最为亮眼的是洋河股份、山西汾酒和古井贡。

图 6：茅台、五粮液等高档酒的收入变化（百万元）



数据来源：WIND，国泰君安证券

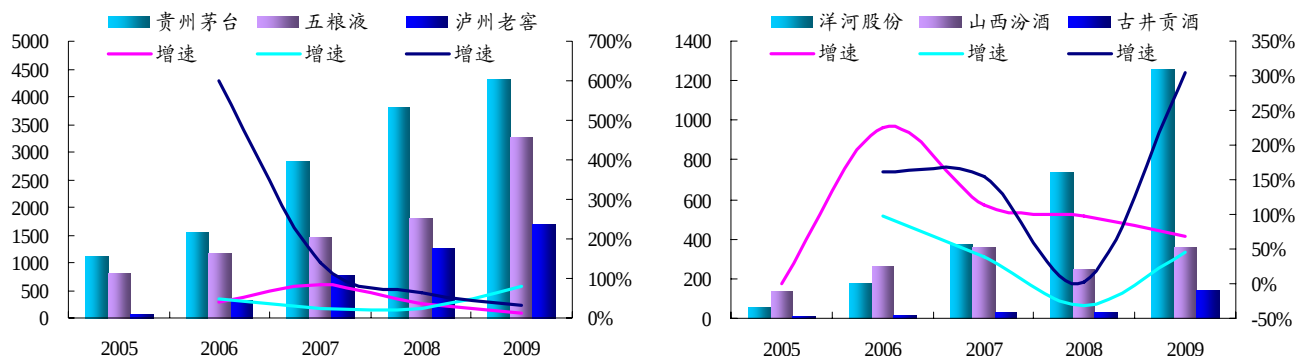
图 7：洋河、山西汾酒和古井贡收入变化（百万元）



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 8：茅台、五粮液和泸州老窖净利润变化（百万元）

图 9：洋河、山西汾酒和古井贡净利润变化（百万元）



数据来源: WIND, 国泰君安证券

数据来源: WIND, 国泰君安证券

2.3. 贵州茅台一季度消费税率大涨给白酒业绩增长蒙上阴影

去年8月开始政府颁布新政对白酒行业的消费税进行从严征收: 规定白酒企业从价税的征税税基必须达到公司实际销售产品价格的50%, 部分大型企业需要达到70%。由于新政之前大部分白酒企业通过建立销售公司等手段避税, 实际缴纳消费税偏低, 新政实施后部分企业开始调整从价税缴纳标准, 白酒行业2010年1-2月平均的主营税金率达到了7.01%, 较去年同期提升0.49个百分点。

由于产品结构的不同及对新政执行情况的不同, 09年4季度以来各白酒企业消费税率的变化也不同, 其中贵州茅台严格执行了新政, 今年1季度主营业务税金率达到了17.79%, 较去年同期上升了8个百分点; 而五粮液和泸州老窖由于产品结构的调整等原因, 主营业务税金率提升不高。

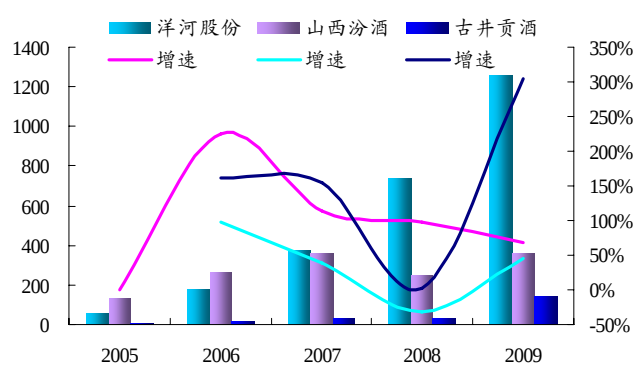
我们认为消费税从严征收对白酒行业带来的系统性风险可能尚未完全释放, 按照严格执行新政的贵州茅台17%左右的主营业务税金征税, 各白酒企业的业绩都会有不同程度的负面影响。不过根据我们与五粮液等公司的交流, 可能消费税率的上升短期也不会出现, 我们需要考虑其可能的负面影响, 但是也不用过于担忧。

图 10: 白酒行业主营税金率变化



数据来源: WIND, 国泰君安证券

图 11: 主要白酒企业主营税金率变化



数据来源: WIND, 国泰君安证券

表 2: 消费税率提高对主要白酒上市公司业绩的影响

	实际的主营业务税金率				按照 17% 的主营税率 征税而减少的净利润		对净利润的负面影响占 净利润的比例	
	2009H	2009Q4	2009	1Q2010	2009	1Q2010	2009	1Q2010
贵州茅台	7.54%	14.19%	9.73%	17.79%	-204	18	-4.73%	1.42%
五粮液	6.61%	8.52%	7.18%	8.06%	-708	-301	-21.81%	-19.79%
泸州老窖	5.34%	10.84%	7.41%	6.45%	-202	-115	-12.06%	-16.94%
水井坊	9.44%	12.61%	11.56%	10.00%	-55	-22	-17.19%	-20.89%
山西汾酒	16.82%	21.57%	17.18%	14.54%	73	-19	20.70%	-7.31%
古井贡酒	14.31%	13.56%	14.05%	14.96%	-35	-9	-24.69%	-11.50%
伊力特	11.29%	19.74%	14.57%	11.66%	18	-13	16.38%	-26.56%
老白干酒	17.08%	3.47%	13.20%	9.46%	-95	-14	-265.53%	-123.67%
金种子酒	10.11%	12.95%	10.96%	12.13%	-32	-12	-44.49%	-27.87%

数据来源：国泰君安证券

2.4. 一线白酒企业：低估值，安全边际高

在白酒消费旺季过后，受到 1 季度业绩低于预期以及贵州茅台消费税税率大幅上升的影响，贵州茅台、五粮液、泸州老窖股价至 5 月 7 日分别下降了 23.4%、19.0%、26.0%，跌幅都高于上证指数的 18%，仅五粮液略好于沪深 300 的跌幅（20.6%）。按照 2010 年预测的业绩计算，目前 PE 仅在 20 倍左右，已经接近历史最低的估值水平。考虑到白酒行业稳定的业绩和非常好的现金流，尽管目前这三家公司今年的业绩都有些不如人意，但是仍然值得推荐，安全边际高，是理想的防御性品种。考虑到这几个公司今年业绩增长都存在瑕疵，以及五粮液对市值考核的重视，相对而言，我们认为五粮液今年的投资机会更好一些，推荐。

● 五粮液：资产注入后透明度大幅增加

2009 年公司收购了集团旗下白酒相关的包装、物流公司，通过建立合资销售公司的方式取代了进出口公司的白酒销售，解决了与集团的绝大部分关联交易，报表上反映的公司透明度大大增加。（1）销售公司去年 7 月份后才合并报表，今年将继续增厚公司业绩，预计增加 EPS0.25 左右；（2）销售改善，预计高档酒销量增长 1000 多吨，去年底提价将在今年反映，今年中档酒销售也可能有较大增长；（3）市值考核推动业绩释放。

维持公司 2010-2011 年 1.28 和 1.60 元的业绩预测，增持，目前安全边际高，维持目标价 36 元。

● 贵州茅台：业绩可预测性差损害公司价值，短期大跌后安全性上升

对于贵州茅台的销售情况我们并不担心，目前可以获得的市場数据都表明公司销售情况非常好，即便今年销量增长达不到去年大家预期的 1000 多吨，提价和年份酒占比上升也足以维持业绩较好的增长。并且，目前公司出场价和一级批发价格之前仍存在 200 多元的价差，未来提价空间仍然很大。

但是，我们很郁闷的发现，多年年每年的年报分析总是有表述为：业绩

高于或者低于预期，业内报告普遍都是如此，充分说明了公司业绩的可预测性非常差，尤其是最近两年均为低于预期，这大大损害了公司的价值和形象。我们目前对公司的业绩预测仍是基于公司最近两年的经营和对预收款处理行为的分析上，应该是相当保守的，不排除公司由于管理层变动等原因出现业绩超出预期的可能。

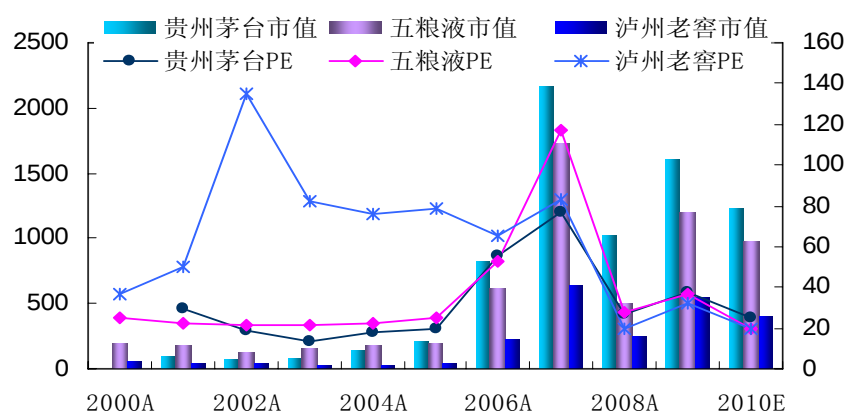
考虑到贵州茅台 1 季度主营业务税金率的大幅上升超预期，并且公司领导对消费税变化并没有明确的预期，我们下调了公司 2010、2011 年 Eps 至 5.11、6.08 元。年报、季报后公司估计大幅下挫，已经基本反映了业绩预期的下降，但是不排除市场信心不足导致 PE 进一步下降的可能，不过 20 倍左右的 PE 应该是保底的估值，目标价格 152 元，增持。

● 泸州老窖：销售平稳，股权激励方案影响今年业绩预期

泸州老窖的双品牌策略已见成效，在目前中低档白酒销量增长迅猛的时期，公司中档品牌的实力可以完全体现。不过，泸州老窖过快的提价进程对销量增长有些许负面影响。（1）泸州老窖国窖 1573 和老窖特曲的品牌崛起已经获得很大程度的认同，销售增长平稳。今年在五粮液、贵州茅台都要增量，以及国窖 1573 销量已经比较高的情况下，今年公司高档酒销量增长可能会受到些影响，不过公司中档酒品牌相对较强可以弥补部分高档酒的增速下降；（2）公司对销售渠道控制能力强；（3）管理层激励已经完成，2010 年将计入费用 1.09 亿元，2010 年的业绩基期可能影响公司业绩释放。

预计 2010、2011 年公司 Eps 分别为 1.45、1.95 元。目前估值仅 20 倍，增持。

图 12：茅台、五粮液、泸州老窖市值、PE 变化



数据来源：WIND，国泰君安证券

注：2010 年市场数据采用 5 月 7 日收盘数据和 2010 年预测收益

2.5. 二线地方性白酒企业：高成长性弥补高估值

2.5.1. 业绩高增速将继续保持

近几年部分二线地方性白酒企业业绩很多都实现了较快增长，我们认为

这些企业实现并保持高增长的主要原因有以下几点：

- **推出针对中档市场的产品，受益于中档白酒市场的量价齐升。**二线地方性龙头企业较为敏感地认识到中档白酒市场的增长机会，推出价位集中在 100-400 元之间的产品，实现业绩的快速增长。我们可以发现业绩增长较好的企业洋河、古井和汾酒的主要产品系列都集中于该价位区间。

表 3：白酒行业的主要价格区间及该区间的产品

价格区间	主要产品及品牌
400 元以上	贵州茅台、五粮液、国窖 1573，水井坊等
100-400 元	洋河蓝色经典，古井贡年份原浆，郎酒，老窖特曲，山西汾酒等
100 元以下	地产酒为主，包括金种子、老白干、伊力特等

数据来源：国泰君安证券

- **专注于市场的深度开拓。**与一线龙头企业不同，二线地方性企业的产品的品牌影响力稍逊，为在市场竞争中求得主动，该类公司最近两年努力开拓渠道，其中较为普遍的运用“1+1”（公司销售人员+经销商）的销售模式更为有效、深入的挖掘市场，同时提高了企业对市场和渠道的控制能力在竞争中取得先机。

2.5.2. 二线白酒重点上市公司分析

通过综合考虑各二线地方性企业的竞争优势和成长能力我们对地方性白酒企业的推荐顺序为伊力特、山西汾酒、洋河股份、古井贡酒。

- **伊力特：增长刚刚体现，新疆投资将进一步推动白酒增长。**

伊力特白酒主打产品是中档的大小老窖系列酒，主要销售集中在疆内和浙江。未来推动业绩增长的看点有三个：（1）白酒主业稳定发展，去年销量增长 18%，今年 3 月份平均提价 16%，预计 09、10 年利润增长 30%-40%，不考虑适用税率下降，09、10 年白酒 EPS0.34、0.47，税收下降到 15%的话，2010 年白酒 Eps 将达到 0.58；（2）煤化工业务 2011 年贡献利润 EPS0.1 元；（3）发展新疆经济政策可能出台，人口和居民收入都可能增加，公司白酒销量可能出现大的增加，所得税率存在下降的可能。

假设 10-12 年实际税率 33%、28%、27%，预期 Eps 为 0.34、0.58、0.72 元，如果税率 15%，则为 0.43、0.69、0.84 元，考虑到新疆投资将大幅增加和其他可能的优惠政策，给予公司 21 元目标价，增持。

- **山西汾酒：销售改革提高公司销售能力，来业绩持续增长力。**

汾酒自 2008 年开始对其销售体系进行改革，梳理产品线和市场，2009 年和 2010 年的业绩增速分别达到 45.55%和 61.46%。（1）梳理产品系列，营销逐步从被动营销转变为主动营销，开始进一步挖掘山西省内市场同时开拓省外市场。今年初在调整产品体系的同时公司还聘请了专业的营

销策划公司—北京盛初帮助公司进行营销策划和培训；（2）主力产品青花瓷和老白汾定价中高档，在山西省和周边地区的消费基础牢固，随着公司销售能力的提高将带领公司市场持续的增长；（3）公司最近两年连续对老白粉提价，未来仍然存在继续提价的可能。

预计公司 2010-2011 年的 EPS 为 1.35 和 1.90 元，目标价 50 元，增持。
存在收购集团销售公司股权的可能。

● **洋河股份：较强的销售能力和体制优势将推动公司成为行业第三。**

公司推出蓝色经典系列：海之蓝、天之蓝和梦之蓝进入中档白酒市场实现业绩的快速增长，2007-2009 年净利润的复合增长率达到 83%。（1）公司“1+1”的销售模式帮助公司较为快速的开拓市场，同时对市场也有一定的控制能力；（2）公司管理层和销售骨干持有公司股权，使得其与公司利益统一，体制的优势也将推动公司业绩持续增长；（3）2010 年公司在省内市场将继续产品结构的提升，省外将实现重点市场产销量的全面增长，业绩增速将超过 40%（4）公司收购双沟酒业，整合江苏省内资源，利好公司未来发展。

预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 4.00 和 5.68 元，目标价 153 元，增持。

● **古井贡酒：年份原浆酒推动业绩高增长**

古井贡酒是老八大名酒之一，具有深厚的历史和品牌积淀，曾 4 次入选全国名酒，在上世纪 90 年代一直位居白酒行业第三，古井原浆年份系列使得古井贡这个著名的历史品牌重焕光彩，其品牌的历史地位将继续推动年份酒销量增长。（1）古井年份原浆酒系列产品定位在中、高档市场，正好填补了 100-400 元的市场空档，增长潜力较大；（2）销售市场各个击破。2010 年细分安徽市场，省外市场重点突破。今年公司将安徽省细分为 19 个市场，实现“三通”，挖掘安徽省市场的增长潜力；省外市场公司加强在央视和凤凰卫视的广告投入，今年将在北京、广州、上海、南京和郑州等重点市场有所突破。

在公司销售势头增长迅猛和主要管理层并没有变动的情况下，董事长的更换短期内不会影响公司销售，管理层激励尚未落实给未来业绩高增长带来风险。预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 1.15 和 1.93 元，目标价 58 元，增持。

3. 啤酒：销量增长、均价上升、盈利能力增强

3.1. 啤酒销量稳步增加，集中度上升，行业盈利能力提升明显

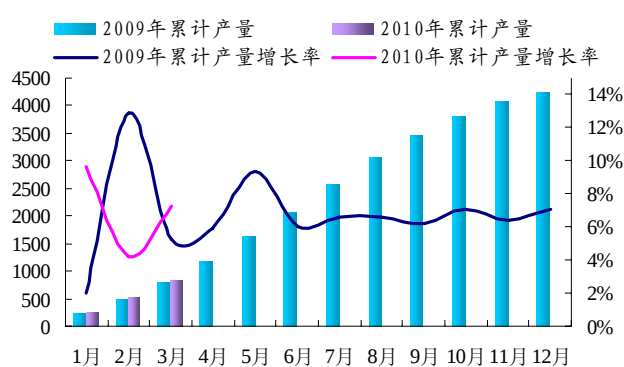
啤酒行业今年 1-3 月的累积产销量增速为 7.30%，较去年同期有所提升，自 2009 年以来啤酒行业的销量增速一直保持在 6-8%之间，预计今年啤酒销量也将实现稳定增长。

啤酒行业竞争仍然激烈，但是近年来呈现逐步缓和的趋势，这从 2008 年行业在成本推动下提价以及今年燕京啤酒在北京地区提价并没有引发价格战就可见一斑。我们分析原因主要是：行业集中度提高后几大企业对价格战已经能有比较一致的观点。目前啤酒行业的前 3、4 家企业与后面的企业的差距在逐渐拉大，而行业集中度的持续上升使得各大企业能够在竞争策略上形成默契。在目前国内还有很多省区市场没有完全强势品牌的情况下，可能未来几年 3 家大企业的竞争重心是占领跟多的区域市场，而暂时不会对同级别竞争对手的主导市场发动价格战。其结果可能是：在未来的几年中行业价格战减少，盈利能力提升。当然，在行业最终格局没有定下来之前，行业的竞争还是不会少的。

产品结构提升是行业吨酒价格上涨的主要原因。今年 1-3 月的吨酒价格较去年同期上升 6.46%。考虑到目前的竞争状况，预计未来两年结构调整仍是推动价格上涨的主力。

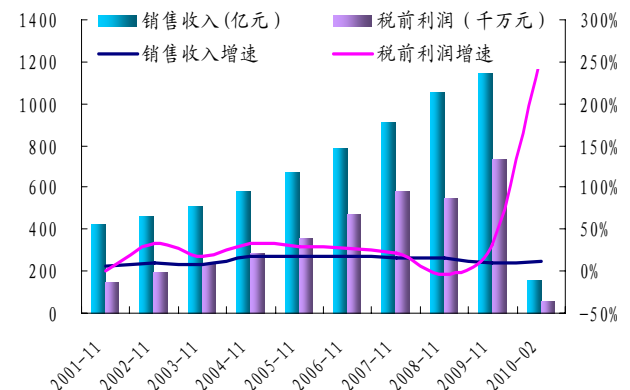
大麦成本下降对 2010 年啤酒行业的企业盈利增长锦上添花。进口大麦从 2008 年下半年开始大幅下降，自 2009 年开始就维持在 200-250 美元/吨左右，预计今年大麦价格不会有较大幅度的上升。吨酒价格的提升和大麦成本下降使得 1-2 月行业的毛利率提升 4 个百分点，行业税前利润同比大增 258%。行业盈利提升明显。

图 13: 啤酒 2009-2010 年累计产销量及增速变化



数据来源: WIND , 国泰君安证券

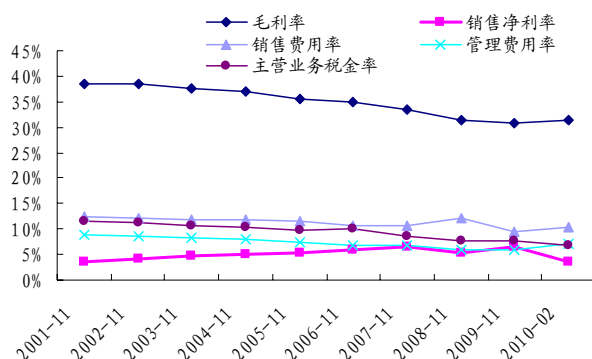
图 14: 啤酒行业收入和净利润变化



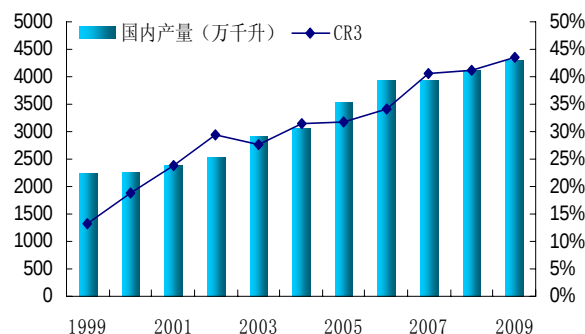
数据来源: WIND , 国泰君安证券

图 15: 啤酒行业盈利能力变化

图 16: 啤酒长期销量和市场集中度变化



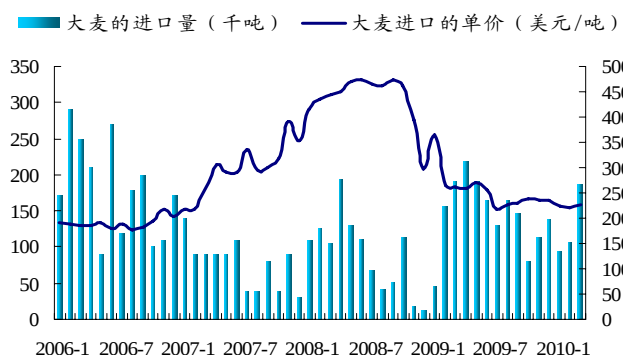
数据来源：WIND，国泰君安证券



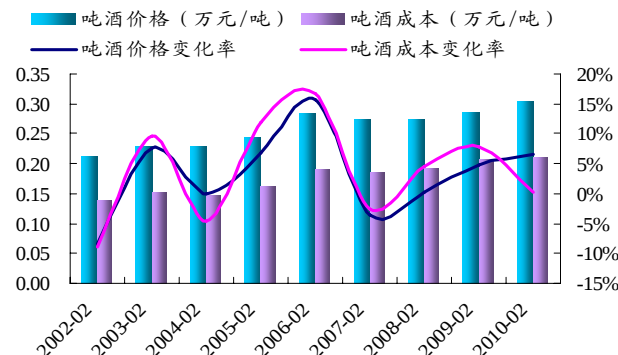
数据来源：WIND，国泰君安证券

图 17: 进口大麦的量价变化

图 18: 啤酒行业吨酒价格和吨酒成本变化



数据来源：CEIC，国泰君安证券



数据来源：WIND，国泰君安证券

3.2. 啤酒重点公司分析

我们看好啤酒龙头企业未来市场占有率提升和销量增长的空间，虽然行业和公司的利润爆发点还没有到来，但是青岛啤酒、燕京啤酒最近几年的业绩增长也已经比较快，值得重点关注和推荐。进入夏季后，啤酒行业、公司的销售、业绩都会比较不错，想必良好的销售状况和业绩也会对给股票价格形成正面刺激。

● 青岛啤酒：销售策略调整，长期业绩增长可见

青岛啤酒 2009 年实现啤酒销售 591 万千升，市场占有率达到 13.7%。公司主产品的品牌影响力比较强，在公司前几年大力发展主品牌的策略下，主品牌的占比已经超过 50%。1 季度成本下降推动业绩大幅增长 40%。（1）2010 年预期销量继续增长 8% 左右，主品牌占比继续上升推动产品价格上升；（2）公司销售策略今年可能会向副品牌倾斜，以期改变公司地区市场占有率不高的局面，首先可能是提高山东地区市场占有率，从而增强盈利能力。不过短期的影响是，公司消费费用支出会比较大；（3）09 年融资后，2010 年公司将新建和收购兼并部分产能，2011 年业绩增长有望更快。

我们分析认为，公司在可以预见的未来销售增长、盈利提升将推升公司

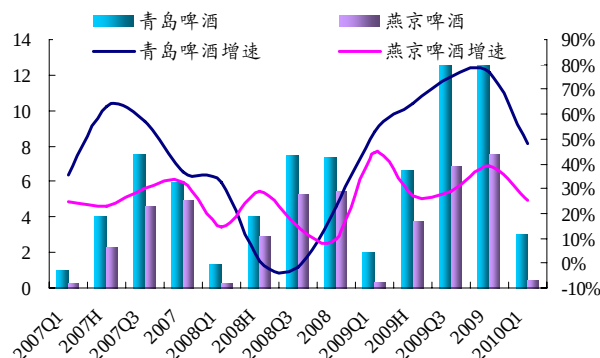
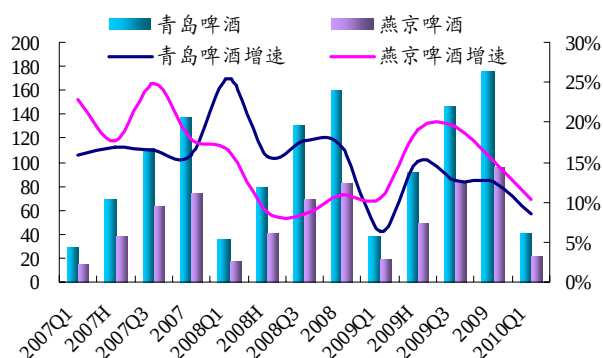
市值大幅提升，3 年内市值达到千亿的可能性还是很大的。预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 1.17 和 1.48 元，维持长期增持评级。

● 燕京啤酒：

公司今年仍然将继续进行品牌、产品和市场的三大结构调整。（1）发展 1+3 品牌，提升产品结构和产品价格，近年公司大麦成本下降也将推动盈利的增长。（2）市场方面公司以优势区域主导寻找周边的新开发区域。目前公司主要 3 个优势区域的盈利能力高已显而易见，按照公司集中优势，提升区域占有率从而提升盈利能力的策略，新开发出优势区域将大幅增强公司盈利。最近两年公司广东市场已近成为增长亮点之一；（3）今年公司将发行可转债融资可能促使公司释放业绩。

预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.78 和 0.97 元，目标价 24 元，给予增持评级。

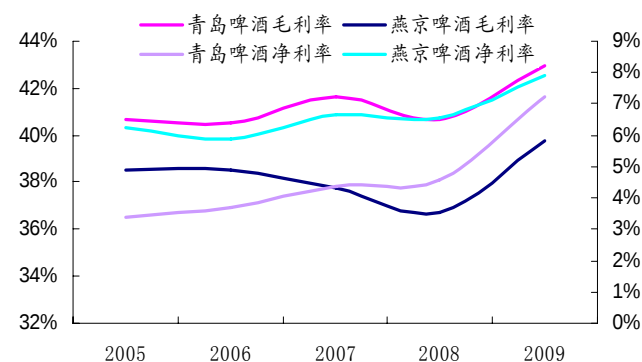
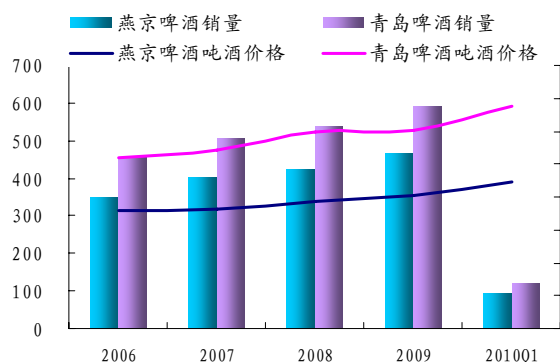
图 19：青岛啤酒和燕京啤酒收入及增速变化（亿元） 图 20：青岛啤酒和燕京啤酒净利润及增速变化（亿元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券

数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 21：青岛、燕京啤酒销量（万千升）和均价（元/吨） 图 22：青岛、燕京啤酒毛利率和净利润率变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

数据来源：公司公告，国泰君安证券

4. 葡萄酒：市场扩大造就公司发展空间

对于国内葡萄酒市场，我们的观点是：市场蛋糕还会继续扩大，在整个蛋糕扩大的情况下，进口葡萄酒的冲击会影响国产葡萄酒销量的增速，但是不会改变国内葡萄酒产量增长的大趋势。虽然说我国平均的葡萄酒销量已近达到 0.69 升，相对亚洲国家人均消费量来说已经不是很低，但是从最近几年国产和进口葡萄酒销量的增速看仍有很大的增长，在此数据支持下，我们短期内不会改变行业增长的基本观点。

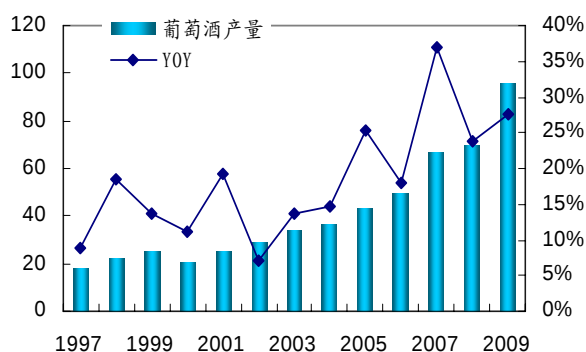
产品价格看，国内葡萄酒提价能力是比不上白酒，一方面是国内葡萄酒产品档次上主要集中在中低档，就算是龙头张裕，也是以中档产品居多，而葡萄酒的消费主要还是集中在商业活动和私人消费，对价格的敏感程度要高于高档白酒；另一方面，国内葡萄酒行业竞争比较激烈，还有进口葡萄酒在旁虎视眈眈，产品提价难度比较大。不过，这并不妨碍龙头企业凭借品牌优势提升产品结构，从而带来均价和盈利能力的上升。

● 张裕 A：稳定增长的预期使之成为最好的避风港

张裕已经多年维持了业绩的稳定增长，主要得益于品牌宣传和对销售渠道的建设与控制。公司管理层非常优秀，而且管理层与公司股东以利基本一致更加强了我们对管理层的信任和公司发展的信心。（1）销售渠道建设强，销量稳定增长；（2）产品结构调整提升毛利率，09 年公司继续提高高档酒的占比，在原材料成本大幅上升的情况下，总体毛利率增加了 1.38 个百分点。其中北京爱斐堡酒庄销量和价格都大幅增加，预计将成为 2010 年增长亮点之一；（3）2010 年公司投资将超过 5 亿元，主要是扩大北京爱斐堡酒庄规模，在咸阳新建一张裕酒庄，在 54 个城市购买销售用办公楼，这为公司未来产品结构提升和盈利增加提供了条件。

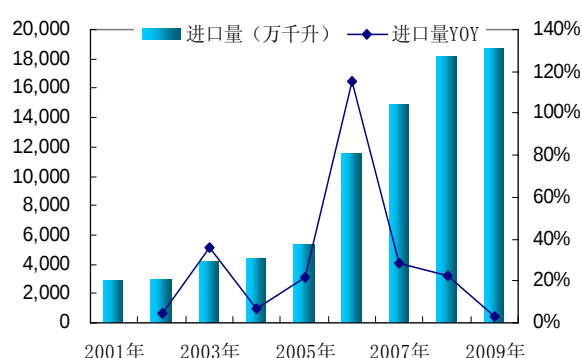
我们分析认为公司对恒丰银行 10 亿元的投资未来可能产生可观的收益，至少比存银行的收益应该要高一些。在公司维持较高分红比率的情况下，我们对此投资表示支持。预计 2010、2011 年公司 Eps 分别为 2.81、3.49 元，考虑到公司业绩的稳定性，我们认为投资张裕 A 的风险非常小，保守目标价格 90 元，增持，尚有 25% 的空间，尤其是对于风险厌恶型的投资者，我们强烈推荐。

图 23：国内葡萄酒产销量及增速变化



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 24：葡萄酒进口量及增长变化

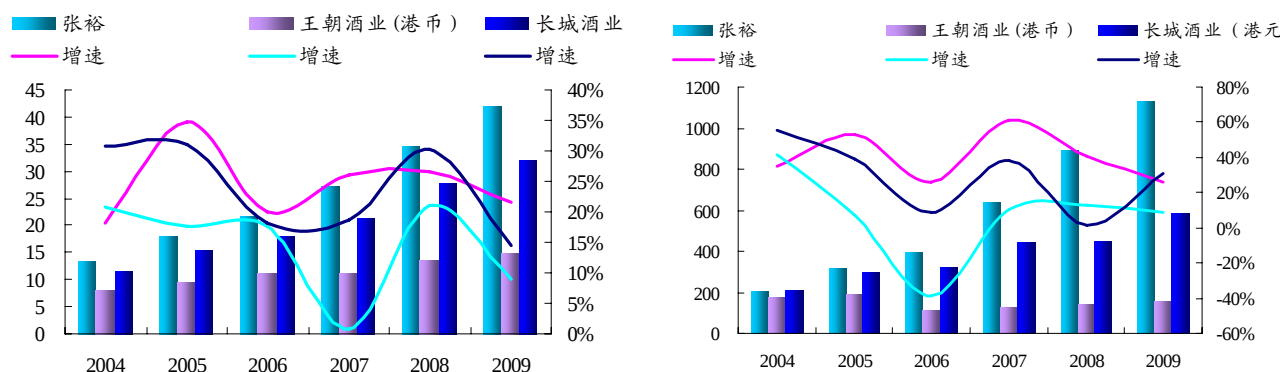


数据来源：WIND，国泰君安证券

图 25：张裕、长城、王朝收入增长变化（亿元）

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 26：张裕、长城、王朝净利润增长变化（百万元）



数据来源: WIND, 公司公告, 国泰君安证券

数据来源: WIND, 公司公告, 国泰君安证券

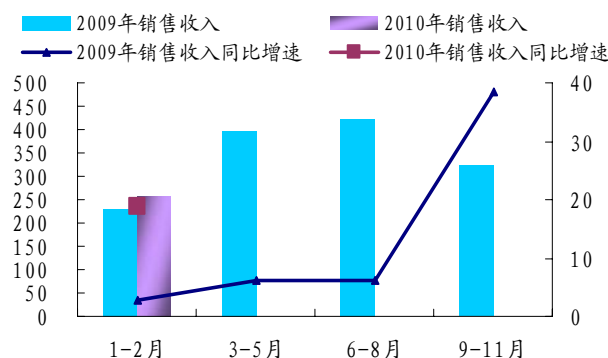
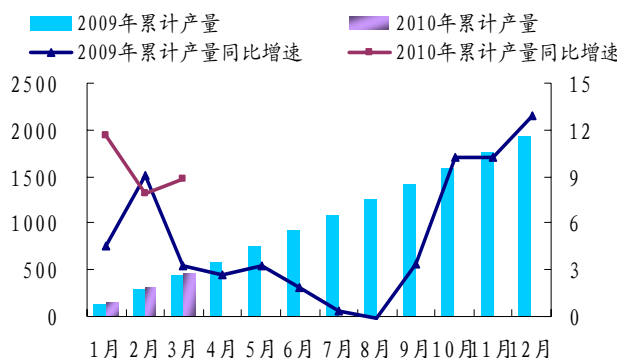
5. 乳制品: 行业复苏, 竞争格局变化造就伊利股份

5.1. 行业恢复稳定增长, 原奶价格上涨影响毛利

三聚氰胺事件的影响以及基本消除, 乳制品产量和收入增速逐步提升。2010 年 1-2 月份, 我国规模以上乳企累计收入和累计产量的同比增速分别为 18.6%、9.1%, 受产品提价和结构升级影响, 收入增速高于产量增速。2010 年 1-3 月份, 我国规模以上乳企生产乳制品 473 万吨, 同比增长 8.8%, 增速较 1-2 月份有所回升。

图 27: 我国液体乳月产量及同比增速

图 28: 我国液体乳月产量及同比增速



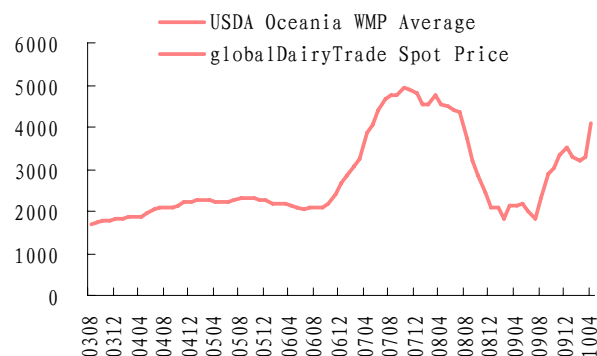
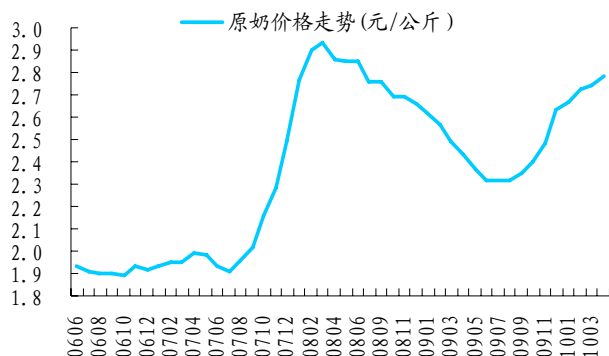
数据来源: 国家统计局、行业协会、国泰君安证券

数据来源: 国家统计局、行业协会、国泰君安证券

一季度, 乳制品上市公司毛利率均出现了 3 个百分点左右的下跌, 主要是因为成本的上升。目前国内原奶价格维持在高位, 预计夏季产奶量增加后原奶供应不足的局面有一定缓解, 原奶价格有可能出现季节性下跌, 但是考虑到原奶产量在三聚氰胺之后有所下降, 预计全年价格都将维持在较高的价位水平。

图 29: 我国主产区原奶收购价格

图 30: 大洋洲产全脂奶粉与脱脂奶粉的船边交货价格



数据来源：国家统计局、行业协会、国泰君安证券

数据来源：恒天然、国泰君安证券

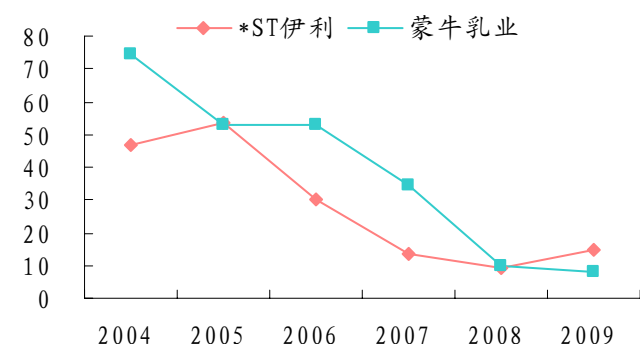
5.2. 竞争格局略有变化，向伊利股份有所倾斜

液体乳双寡头局面依旧，在液体乳市场，尽管蒙牛液体乳收入增速不断放缓，但依然是绝对龙头。2009年，蒙牛、伊利、光明、三元的液体乳销售收入分别为 227、165、75、19 亿元，伊利蒙牛双寡头垄断的局面在未来的 1-2 年内难以改变。不过 2009 年蒙牛乳业收入结构中权重最高的 UTH 增速明显放缓，导致公司收入同比增速仅为 7.7%，目前尚未见到新的产品能够带动公司快速发展。伊利 2009 年主要液体奶同比增速达到 14%。

伊利股份借助奶粉业务快速增长。2009 年伊利的奶粉收入为 39.6 亿元，比上年增长 7.3 亿元，而三元股份的新增固体奶收入仅为 4.8 亿元，可见伊利更多地填补了三元退出后的奶粉市场份额。

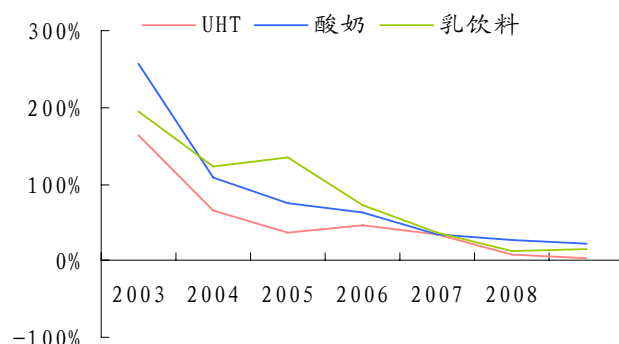
光明乳业未来 2-3 年将依靠在华东地区推广 UHT 带动公司增长，但仅仅是弥补了 UTH 上的短板，其巴氏奶的优势相对比较明显，但是巴氏奶由于受到冷链运输以及对保存条件的限制，以及保质期较短的缺点，行业增长相对比较慢，因此对公司收入增长贡献有限。

图 31: 伊利和蒙牛的液态奶收入同比增速 (%)



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券

图 32: 带动蒙牛快速发展的 UHT 增速明显放缓



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券

表 4: 乳制品行业龙头收入占比变化

收入行业占比	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
*ST 伊利	13%	14%	14%	16%	15%	14%	15%
蒙牛乳业	9%	12%	13%	16%	16%	16%	16%
光明乳业	13%	11%	8%	7%	6%	5%	5%
三元股份	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
CR2	22%	26%	27%	32%	31%	30%	31%
CR3	34%	36%	35%	39%	38%	35%	36%

数据来源：上市公司公告、国家统计局、国泰君安证券

注 1：2006-2009 行业收入仅公布 1-11 月份累计，我们用该数据/11*12 估算全年

● ST 伊利：行业竞争地位上升，未来净利率上升空间大

三聚氰胺事件之后，又逢蒙牛特伦苏添加成分受到质疑，伊利股份依靠较好的产品质量和事件应对，以及奶粉业务的优势，在行业中的竞争地位有所上升。（1）液态奶竞争中与蒙牛的竞争差距开始缩小，奶粉业务的增长将带动公司收入和盈利的增长；（2）公司股权激励费用已经摊销完毕，2010 年公司已将费用控制指标纳入预算考核体系，长期看公司销售费用率应该呈下降趋势；（3）公司股权激励已经授予，未来公司管理层利益与业绩变化更加紧密，将促进公司业绩增长。

公司管理层何时行权是市场普遍关心的问题，我们可以分析仅仅是，在 7000 万权证目前实值超过 20 元，即 1.4 亿差价空间的诱惑下，公司管理层不可能放弃行权，至于时间的问题，依靠外部的信息基本无法判断，如果今年能行权的话，公司业绩增长可能更快于我们的业绩预测。我们从长期的角度上是看好公司的业绩增长和公司发展的，因此给予推荐。预计公司 2010、2011 年每股收益分别为 1.23 元、1.63 元，增持。

6. 肉制品：行业集中度不高，发展空间大

6.1. 猪肉价格预计进入上升周期，2 季度可能出现季节性回落

饲料价格上涨，生猪存栏量处于历史低位，但猪肉消费进入淡季，预计二季度生猪价格回升空间有限，行业毛利率维持现有水平。2010 年西南地区特大旱灾阻碍了春作物播种，北方冬麦区持续低温对夏粮构成威胁，预计年内饲料价格将大幅上涨。2010 年以来，我国生猪价格持续下跌，4 月 7 日全国猪粮比价降至 5：1，连续 10 周低于盈亏平衡点，4 月份在政府收储政策作用下，生猪价格企稳回升，但猪粮比依然低于盈亏平衡点，生猪存栏处于较低位置。

2010 年 4 月份，生猪价格已有所回升，但考虑到二季度气温回升将抑制猪肉消费增长，预计二季度生猪价格上涨空间有限。2010 年 1-2 月份，随着生猪价格回落，行业毛利率较 2009 年 8-11 月份提升了 3.5 个百分点，结束了 2009 年的逐步回落趋势。基于我们对二季度生猪价格回升幅度不大的判断，肉制品行业毛利率变化幅度不大。

长期看，预计生猪价格将进入上涨周期。政府收储力度加大，饲料价格

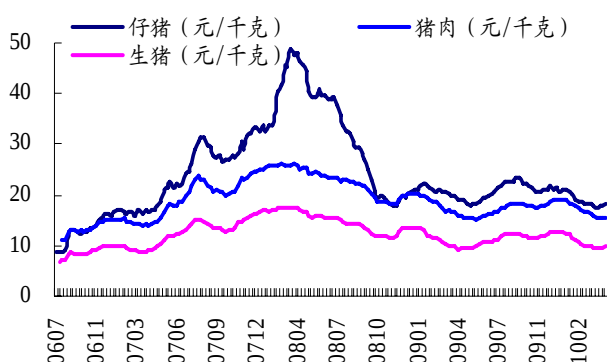
上涨，生猪存栏处于较低位置，以及3年周期理论，我们预计生猪价格将进入上涨周期。

1) 2010年以来，我国生猪价格持续下跌，4月7日全国猪粮比价降至5:1，连续10周低于6:1的盈亏平衡点。4月份在政府收储政策作用下，生猪价格企稳回升，但猪粮比依然低于盈亏平衡点，养殖场户生产积极性严重受挫，生猪存栏处于较低位置。

2) 2010年西南地区特大旱灾阻碍了春作物播种，北方冬麦区持续低温对夏粮构成威胁，预计年内饲料价格将大幅上涨。

3) 2008年4月生猪价格由高位回落，根据生猪价格3年周期的理论，2011年4月，生猪价格将再次达到阶段高点。

图 33: 生猪价格长期走势



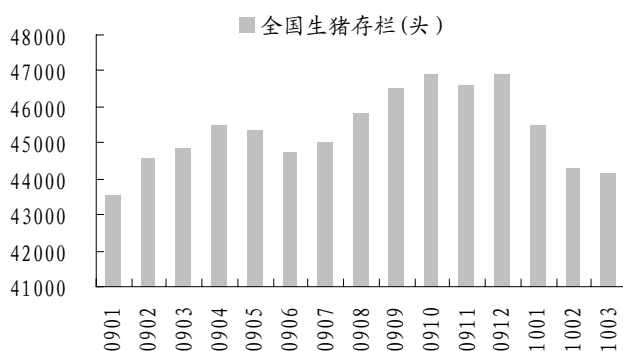
数据来源：国家统计局、行业协会、国泰君安证券

图 34: 我国猪粮比（周）



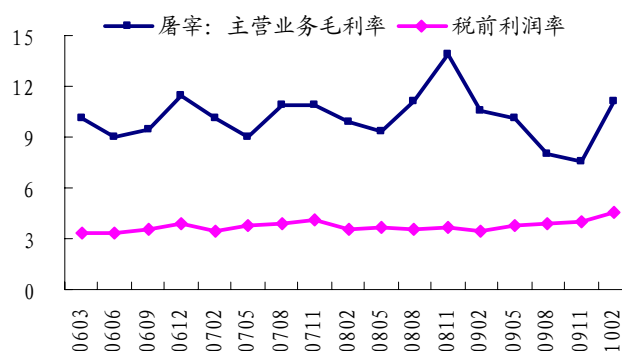
数据来源：国家统计局、行业协会、国泰君安证券

图 35: 生猪存栏量



数据来源：国家统计局、国泰君安证券

图 36: 屠宰及肉制品行业毛利率及税前利润率（%）

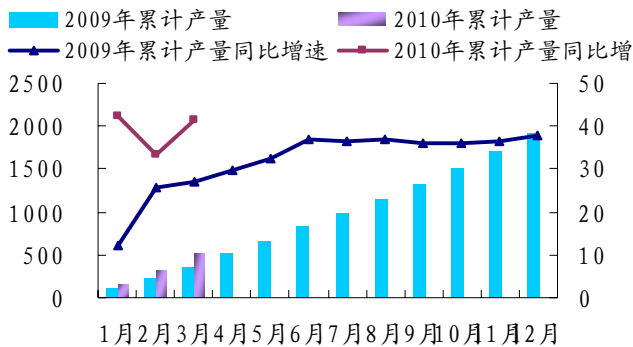


数据来源：Wind，国泰君安证券

6.2. 行业销量稳定，龙头企业集中度提升空间大

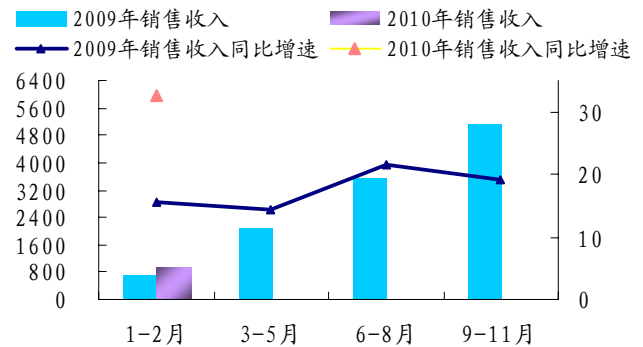
经济危机影响的消除和低基数效应推动肉制品行业的收入和产量高速增长：2010年1-2月份，我国规模以上屠宰及肉类加工行业累计收入和累计产量的同比增速分别为32.6%、33.5%。2010年1-3月份，我国鲜冷藏冻肉产量508万吨，同比增长41.5%，增速较1-2月份有所回升。2010年一季度收入和产量的高增速除了来自经济危机影响的消除，2009年一季度行业受经济危机影响、收入增速有所放缓亦有所贡献。

图 37: 我国肉制品累计产量及同比增速 (万吨 %)



数据来源：国家统计局、行业协会、国泰君安证券

图 38: 我国屠宰及肉加工单季度收入及增速 (亿元 %)



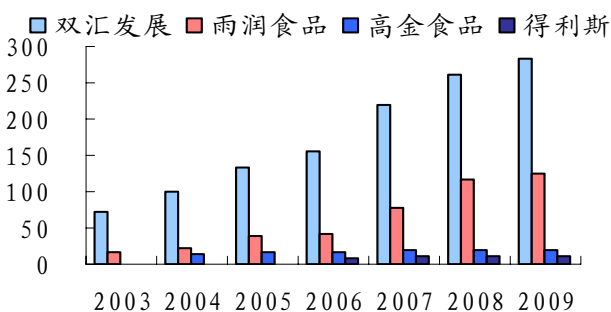
数据来源：国家统计局、行业协会、国泰君安证券

行业集中度较低、行业龙头增速将高于行业平均水平。2009 年屠宰及肉制品加工行业 CR2 为 7%，其中双汇发展和雨润食品的收入占比较高（2009 年分别为 5%、2%）。预计行业集中度将进一步提升，行业龙头收入增速将超过行业平均水平。

重点发展低温肉制品的公司发展前景较好。从国外肉制品品类的发展趋势看，低温肉制品的营养价值和口感远超过其他行业，未来发展速度将较快，目前重点发展低温肉制品的公司的公司的发展前景较好。

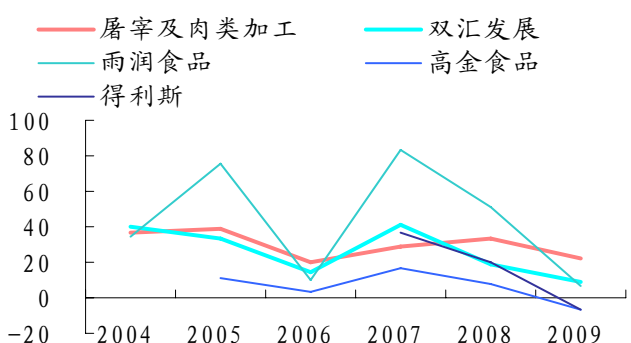
行业集中度提升和低温肉制品的发展对双汇的推动最大。产品规模方面，双汇发展和雨润食品的收入规模明显超过高金食品和得利斯；产品结构方面，双汇发展低温肉制品的收入规模是行业内最高的，公司尚有在建的低温肉产能，重点发展低温肉符合行业发展趋势；收入增速方面，2003-2009 年雨润食品、双汇发展的收入复合增速是行业内最高的（行业复合增速为 30%，双汇发展、雨润食品、高金食品、得利斯的复合增速分别为 26%、40%、6%、15%）。我们认为，双汇发展、雨润食品将从行业集中度提升和低温肉制品市场发展获益最大。

图 39: 屠宰及肉制品加工类上市公司的收入 (万元)



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券

图 40: 屠宰及肉制品加工行业和上市公司收入增速 %



数据来源：上市公司公告、国泰君安证券

表 5: 屠宰及肉制品龙头收入占比变化

市场占有率	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
双汇发展	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%
雨润食品	1%	1%	2%	2%	2%	3%	2%

高金食品	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
得利斯			0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
CR2	7%	8%	8%	7%	8%	7%

数据来源：上市公司公告、国泰君安证券销售交易总部

注 1：2006-2009 行业收入仅公布 1-11 月份累计，我们用该数据/11*12 估算全年

● 双汇发展：提升市场占有率，资产注入带来超预期收益

我们一直看好双汇发展未来的发展空间，公司管理层在管理和经营上的能力也为业内称道，关于公司的关联交易虽然之前一直并市场诟病，但是如果本次能实施完全的集团的资产注入，那么公司的透明度、管理层与流通股股东的一致性都将提升，并且公司年度业绩也将大幅高于我们之前的预期。行业集中度低，公司作为行业龙头未来发展空间大。

不考虑集团资产注入，预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 1.87、2.32 元。考虑资产注入，集团资产和公司资产基本对等，盈利能力基本相当，假设股本扩张 30%-50%，10、11 年 EPS 分别为 2.69、3.25 元，增持。目前公司已经停牌，考虑资产重组事宜，预计方案出台以后公司股价可能一步到位。

7. 重点公司业绩预测与投资建议

鉴于食品饮料行业相对稳定、可预期的业绩增长，以及目前总体估值已经不高，我们维持增持评级。品种上我们认为业绩增长预期比较明确的张裕是比较好的避险品种，预计 2010、2011 年 EPS 为 2.81、3.49 元，给予 2011 年 25 倍左右的 PE，目标价格 90 元，25%左右的市场空间。

推荐：张裕、伊力特、五粮液、山西汾酒、ST 伊利、燕京啤酒。

表 6：重点公司业绩预测与投资评级

	收盘价 20100507	市值 (亿)	EPS			CAGR		PE			PS	投资评级
			2009	2010E	2011E	09-11		2009	2010E	2011E		
贵州茅台	130.01	1227	4.57	5.11	6.08	15%		28.4	25.4	25.4	12.7	增持
泸州老窖	28.90	403	1.20	1.45	1.95	27%		24.1	20.0	20.0	9.2	增持
五粮液	25.66	974	0.86	1.28	1.60	36%		29.8	20.0	20.0	8.8	增持
山西汾酒	44.00	190	0.82	1.35	1.90	52%		53.7	32.6	32.6	8.9	增持
水井坊	22.40	109	0.65	0.88	1.10	30%		34.5	25.6	25.6	6.5	增持
洋河股份	140.00	630	2.70	4.00	5.68	45%		51.9	35.0	35.0	15.7	增持
张裕 A	72.28	381	2.14	2.81	3.49	28%		33.8	25.7	25.7	9.1	增持
青岛啤酒	35.99	486	0.95	1.17	1.48	25%		37.9	30.8	30.8	2.7	增持
燕京啤酒	21.15	256	0.51	0.77	0.97	38%		41.5	27.5	27.5	2.7	增持
金枫酒业	14.32	52	0.40	0.56	0.69	32%		35.8	25.7	25.7	5.5	谨慎增持
双汇发展	50.48	306	1.45	1.87	2.32	26%		34.8	27.0	27.0	1.1	增持
伊利股份	32.40	259	0.84	1.23	1.63	39%		38.6	26.3	26.3	1.1	增持
三全食品	27.30	51	0.97	0.63	0.77	-11%		28.1	43.3	43.3	3.5	谨慎增持

承德露露	36.67	70	0.80	1.27	1.59	41%	45.8	28.9	28.9	5.2	谨慎增持
国投中鲁	12.62	25	0.41	0.14	0.21	-28%	30.8	90.1	90.1	2.8	中性
古井贡酒	44.99	106	0.60	1.19	1.93	79%	75.0	37.8	37.8	7.9	增持

数据来源：WIND、国泰君安证券

作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

洪婷:

浙江大学金融学硕士，2007 年 7 月加入国泰君安研究所，目前从事食品饮料行业的研究工作。

许娟娟:

复旦大学经济学硕士，2007 年进入国泰君安证券，曾从事商贸零售行业研究，现从事食品饮料行业研究。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		