

食品饮料行业（2010年6月）► 2010年06月02日 ► 行业投资组合研究报告

迎接世博世界杯个人消费品投资机会

谨慎推荐

核心观点:

- 基于2010年全年投资策略的月度投资组合决策的总体逻辑是，遵循细分行业月度销售景气度周期等因素，参考宏观经济政策等因素对不同消费品的影响程度的差别，综合市场情绪进行决策。从全年角度和消费旺季转换角度来看，个人消费品特别是乳品和啤酒行业将成为本月份相对领跑品种。
- 个人消费品第二、三季度相对热度当仁不让，特别指出的是乳品龙头公司有望发生事件性机会；政商务消费品行业则进入消费淡季。啤酒消费旺季即将开始，6月份世界杯将助推主题投资，乳品肉制品等个人消费品周期性更为淡化，从投资角度来讲，有助于相关板块的二级市场表现；政商务消费品消费旺季已经过去，且未来半年内仍然是淡季。因此本月继续重点选择乳品和啤酒板块。行业数据也支持上述投资思路，乳品行业全年吨产品价格和产量增长率分别为9%和10%、销售收入增长率20%；啤酒行业全年吨酒价格、产量和销售收入增长率分别有望达到3%、7%和10%左右；白酒行业四年以来当月增速环比首次连续下滑。
- 上月份投资组合回报落后行业指数7个百分点，我们进行深刻反思。分析投资组合各个股票上月份涨跌幅表现，显示我们对伊利摘帽进程期望过高，加之市场气氛奇怪，组合中重配的*ST伊利（600887）当月大幅下跌13%，直接拉低了投资组合的业绩表现。
- 主要风险因素。月度销售数据低于市场普遍预期；个股事件性机会久拖不决，可能影响投资组合短期内表现；二季报远低于市场普遍预期。
- 目前时点伊利股份（600887）将成为一年内唯一具有超额收益的大市值投资品种（请参看4篇公司深度报告）；本月投资组合全部配置个人消费品：乳品70%、啤酒30%。乳品继续纳入伊利股份（600887），啤酒纳入青岛啤酒（600600）和燕京啤酒（000729），三者CAGR09-11为（59%,27%,31%）。

月度投资组合:

股票名称	股票代码	权重(%)	股价(元)	EPS (元)			入选投资组合理由
				2009A	2010E	2011E	
600887	伊利股份	70%	28.73	0.81	1.51(假设上半年行权)	2.06	事件性机会概率大
600600	青岛啤酒	20%	34.55	0.93	1.21	1.51	接近消费旺季，业绩稳定增长确定性高
000729	燕京啤酒	10%	20.71	0.52	0.76	0.89	接近消费旺季，存在高弹性概率

资料来源：中国银河证券研究所

分析师

董俊峰 王国平

执业证书编号：S0130200010339

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8780

博客: http://dongjunfeng.blog.cnstock.com

相关研究

1. 2010年5月食品饮料行业投资组合：迎接个人消费品投资机会 10.05.04
2. 2010年4月食品饮料行业投资组合：历史性伊利股份（600887）投资机会到来 10.04.01
3. 2010年3月食品饮料行业投资组合：撤离政商务消费品 转向个人消费品 10.03.01
4. 2010年2月食品饮料行业投资组合：政商务消费品选白酒 个人消费品定乳品 10.2.6
5. 2010年食品饮料行业报告：个人消费品判断题 政商务消费品选择题 09.12.31
6. 食品饮料行业2008年第四季度投资策略：把握巅峰相对机会 静观估值水平变化 08.10.06
7. 产业逻辑投资线路图——俊峰品牌渠道评级体系——快速消费品（食品饮料为主）行业研究模型 06.11.15

投资概要:

本月投资逻辑与投资思路:

投资组合继续取决于对各上市公司一季度业绩推导全年水平的判断。个人消费品行业整体相对投资机会持续，且机会较大；政商务消费品仍然是价值股。其主要理由如下但不限于此：

(1) 乳品上市公司特别是伊利股份，摘帽应该是铁定的事情，另外事件机会有望来临。我们认为，一季度业绩高低，不能影响全年行业唯一超额收益品种的判断，当然业绩的释放进度取决于事件机会发生时间；

(2) 政商务消费品消费旺季已经过去，各类消费限制性政策对政商务消费品未来增量业绩走向影响深远。市值占比巨大的高端白酒板块如走弱，将拉低行业指数的表现；

(3) 足球世界杯有望助推主题投资机会，啤酒消费旺季即将开始，从投资角度来讲，有助于相关板块的二级市场表现。

我们把啤酒行业业绩成长性确定性高的青岛啤酒(600600)和高弹性的燕京啤酒(000729)纳入本月投资组合。

乳品行业存在巨大的投资机会，随着2010年产销情况和事件机会的逐步明朗，市场将改变目前的分歧，我们继续把基本面分歧最大的伊利股份(600887)纳入本月份投资组合，同时认为，公司是今年食品饮料行业大市值上市公司唯一具有超额收益的投资品种。

估值与组合投资建议:

从全球角度来看，与上个月相比，A股个人消费品龙头青岛啤酒(600600)、伊利股份(600887)和双汇发展(000895)等PE继续明显高于政商务消费品龙头，这种排序接近多年来一直与欧美市场类似的情况，即CONSTELLATION、PERNOD-RICARD等公司PE相对较低，而可乐、通用磨坊食品等公司PE相对较高；(2) A股行业龙头公司PEG处于全球食品饮料龙头上市公司中低位；(3) A股龙头公司EV/EBITDA不明显高于大部分其他市场公司。

考虑到政商务消费品龙头如一线白酒公司在后续季度消费景气度情况，我们认为个人消费品相对投资机会更大，因此我们继续看好本月个人消费品市场表现，特别指出的是伊利股份各项情况进展仅存在时间上的不确定性，因此从未来一年来说，将成为唯一超额收益投资品种。

股票权重说明:

(1) 乳品行业配置70%，综合考虑基本面和市场因素，纳入伊利股份(600887)，配置100%，即本月份投资组合70%；

(2) 啤酒行业配置30%，综合考虑销售旺季的逐步推进、业绩弹性、基本面预期和市场因素，纳入青岛啤酒(600600)，配置67%，即本月份投资组合20%；燕京啤酒(000729)配置33%，即本月份投资组合10%。

组合表现的催化剂:

个股事件性机会发生被市场认可；二季报业绩或同业收购超市场预期。

主要风险因素:

二季报远低于市场预期；个股事件性机会久拖不决。

目 录

一、上月投资组合回顾与讨论.....	1
(一) 上月投资组合表现落后行业指数6.95个百分点.....	1
(二) 需要改进的方面：对一线白酒龙头表现期望过高.....	1
二、本月投资逻辑与投资思路.....	3
(一) 本月投资逻辑.....	3
(二) 行业面情况分析：各子行业表现良好.....	3
三、组合投资与股票权重说明.....	9
(一) 估值水平全球同行对比.....	9
(二) 投资组合与权重说明：全部配置个人消费品.....	10
伊利股份（600887）：超越预期 迎接历史机遇.....	11
青岛啤酒（600600.SS）：利润导向转变下的超预期.....	14

插 图 目 录

图 1：上月投资组合表现.....	1
图 2：上月投资组合品种回报贡献度.....	1
图 3：投资组合品种表现.....	2
图 4：100 亿元市值以上主板上市公司回报.....	2
图 5：上月食品饮料上市公司回报.....	2
图 6：啤酒当月产量增速快速回升（%）.....	4
图 7：啤麦价格从高点回落（中间值：美元/吨）.....	4
图 8：2010 年啤酒吨酒价格和销售收入增长率分别有望达到 3%和 10%左右.....	4
图 9：2010 年啤酒毛利率同比提高、吨利润大幅提升（百分点，元/吨）.....	5
图 10：白酒当月产量增速继续保持较高水平（%）.....	5
图 11：2010 年白酒吨酒价格增长率和销售收入增长率有望达到 0%和 20%左右.....	6
图 12：白酒毛利率大幅回落、吨利润小幅提高（百分点，元/吨）.....	6
图 13：液体乳当月产量增速恢复良好（%）.....	7
图 14：乳制品当月产量增速恢复良好（%）.....	7
图 15：液体乳及乳制品 2010 年吨产品价格和销售收入增长率分别有望达到 9%和 20%左右.....	7
图 16：液体乳及乳制品毛利率同比持平、吨利润有望稳步回升（百分点，元/吨）.....	8

表 格 目 录

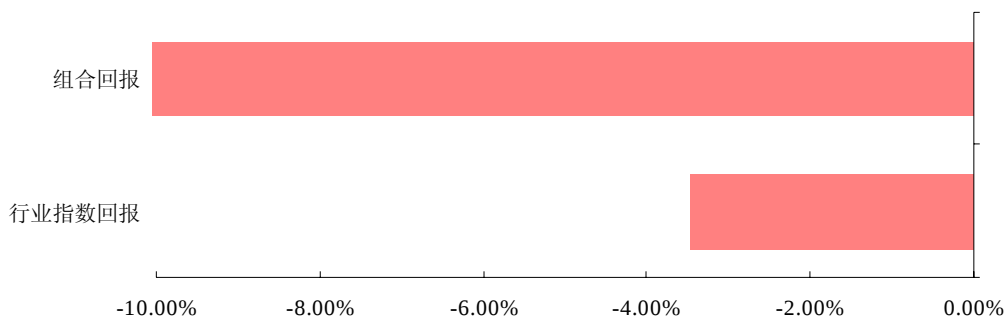
表 1：上月投资组合.....	1
表 2：全球上市公司估值（倍）.....	9
表 3：投资组合品种投资参考.....	10
表 4：伊利股份财务报表预测.....	12
表 5：青岛啤酒财务报表预测.....	15

一、上月投资组合回顾与讨论

(一) 上月投资组合表现落后行业指数 6.95 个百分点

上月份我们给出的食品饮料行业月度投资组合回报为-10.41%，行业指数回报为-3.46%，投资组合表现落后行业指数 6.95 个百分点。

图 1：上月投资组合表现



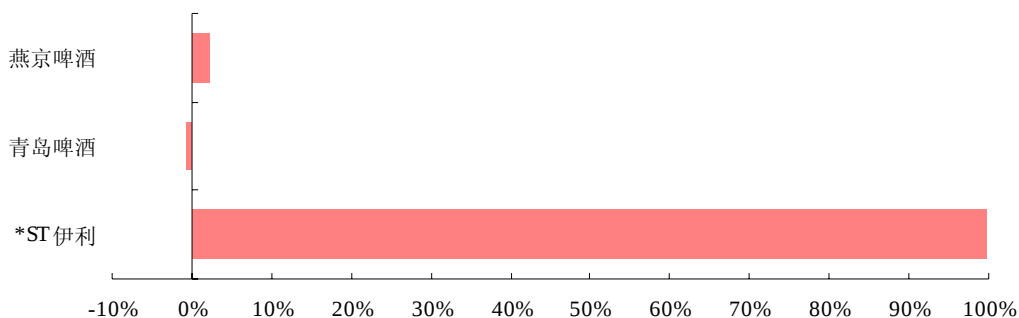
资料来源：中国银河证券研究所

表 1：上月投资组合

股票名称	股票代码	权重 (%)	涨跌幅	EPS (元)			入选投资组合理由
				2009E	2010E	2011E	
*ST 伊利	600887	70%	-13.36%	0.81	1.51	2.06	事件性机会概率大
青岛啤酒	600600	20%	-3.17%	0.93	1.21	1.51	接近消费旺季，业绩稳定增长确定性高
燕京啤酒	000729	10%	-5.00%	0.52	0.76	0.89	接近消费旺季，存在高弹性概率

资料来源：中国银河证券研究所

图 2：上月投资组合品种回报负贡献度



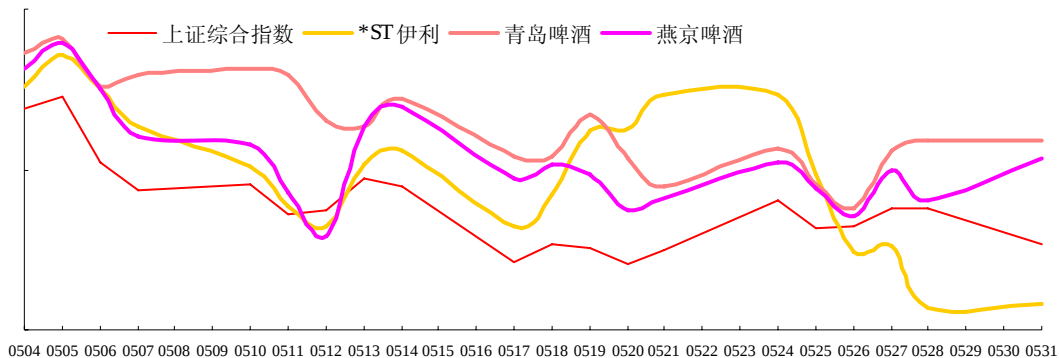
资料来源：中国银河证券研究所

(二) 需要改进的方面：对伊利摘帽进度期望过高

从表 1 投资组合各个股票当月涨跌幅表现来看，显示了我们对于伊利摘帽进度期望过高，加

之市场气氛奇怪，组合中重配的*ST 伊利（600887）令人大失所望，其当月大幅下跌 13.36%，直接拉低了投资组合的业绩表现，当然令人欣慰的是青岛啤酒和燕京啤酒仍然跑赢了上证综合指数，如图 5 所示。

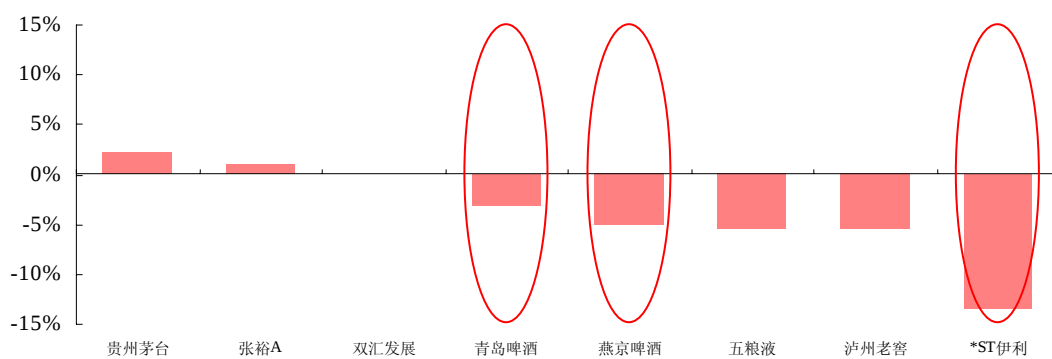
图 3：投资组合品种表现



资料来源：中国银河证券研究所

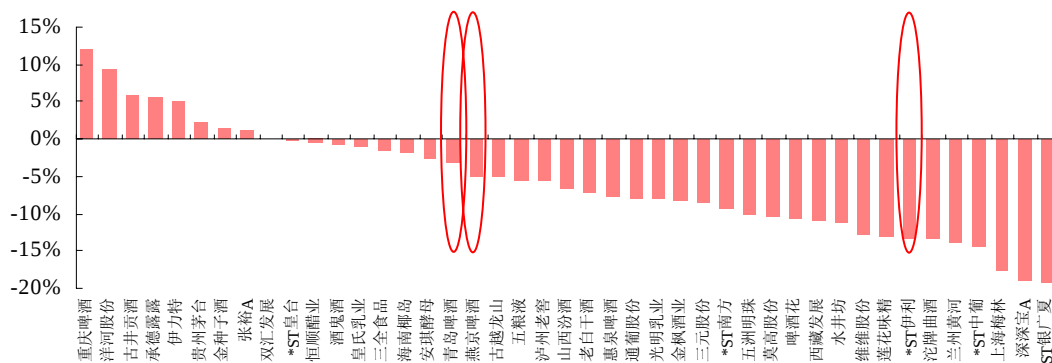
整体来说，由于我们基本上在大市值上市公司里面挑选组合品种，因此可选的数量有限，像中小板小市值题材股品种没有纳入投资组合。

图 4：200 亿元以上市值以上主板上市公司回报



资料来源：中国银河证券研究所

图 5：上月食品饮料上市公司回报



资料来源：中国银河证券研究所

二、本月投资逻辑与投资思路

（一）本月投资逻辑

本月份的食品饮料行业投资组合,继续取决于对各上市公司一季度业绩推导全年水平的判断。

我们认为,本月份的个人消费品行业整体相对投资机会持续,且机会较大;政商务消费品仍然是价值股。需要指出的是二三线白酒属于个人消费品。

其主要理由如下但不限于此:

(1) 乳品上市公司特别是伊利股份,摘帽应该是铁定的事情,另外事件机会有望来临。我们认为,一季度业绩高低,不能影响全年行业唯一超额收益品种的判断,当然业绩的释放进度取决于事件机会发生时间;

(2) 政商务消费品消费旺季已经过去,且未来半年内也仍然是淡季。新版《机动车驾驶证申领和使用规定》2010年4月1日起正式实施,“饮酒后驾驶机动车一次记12分”;另外北京四部门下发通知,对于酒驾超过两次、酒后驾驶公车的公务员,将视情节轻重给予免职、辞退等处理。这些信息将对政商务消费品未来增量业绩走向影响深远,因此市值占比巨大的高端白酒板块如走弱,将拉低行业指数的表现;

(3) 足球世界杯有望助推主题投资机会,啤酒消费旺季即将开始,从投资角度来讲,有助于相关板块的二级市场表现。

我们把啤酒行业业绩成长性确定性高的青岛啤酒(600600)和高弹性的燕京啤酒(000729)纳入本月投资组合。

特别指出的是,乳品行业存在巨大的投资机会,随着事件机会的逐步明朗,市场将改变目前的分歧,我们继续把基本面分歧最大的伊利股份(600887)纳入本月份投资组合,继续认为公司是一年内食品饮料行业大市值上市公司唯一具有超额收益的投资品种。

（二）行业面情况分析：各子行业表现良好

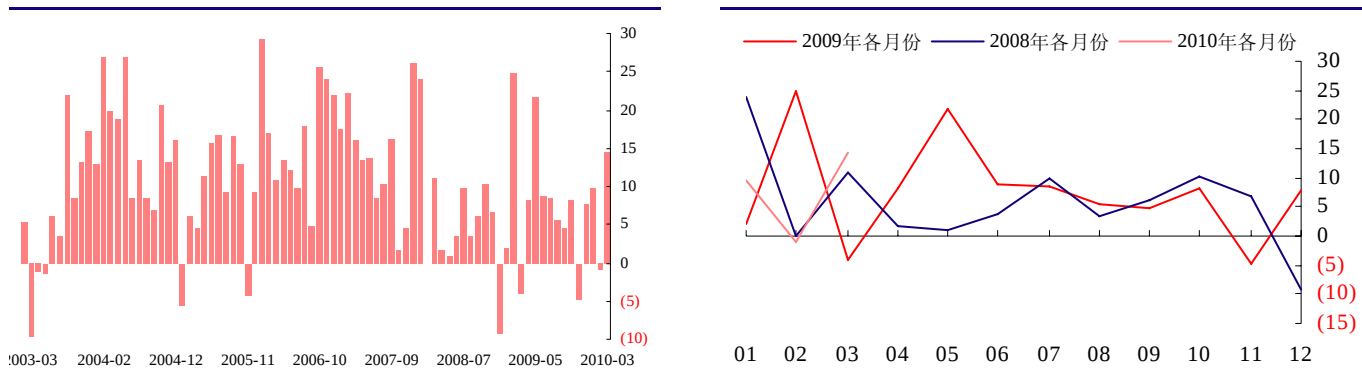
按最终消费群分类,我们将食品饮料行业分为个人消费品和政商务消费品行业,其中中高端白酒和葡萄酒等为政商务消费品,其它为个人消费品。2010年度食品饮料行业仍将保持连年增长的良好发展趋势,原因是驱动因素没有发生本质改变。不过,国际国内宏观经济的微妙变化将对食品饮料消费市场产生重大影响,各子行业将面临不同的挑战和机遇。

1、啤酒：消费增速表现较好

进入2009年后,啤酒行业增速稳定性表现远好于政商务消费品,产量方面表现较好。我

们对比如图 6 右图可看出除了基数因素，还存在着内生消费增长良好现象。

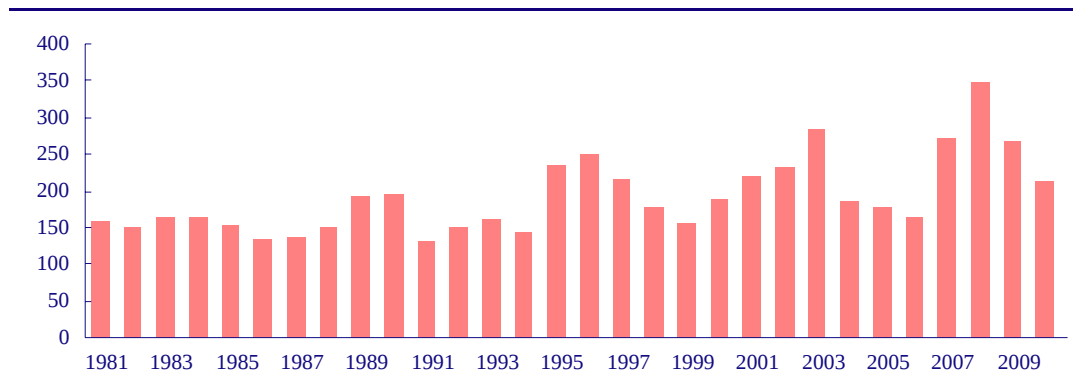
图 6：啤酒当月产量增速快速回升（%）



资料来源：中国银河证券研究所，WIND

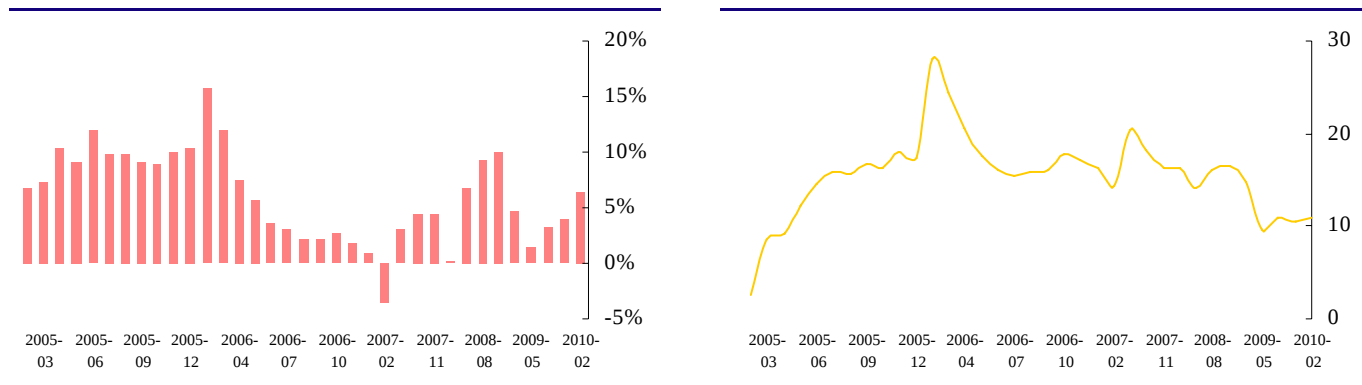
随着商品牛市开始调整引发的农产品市场调整，啤酒大麦价格持续回落，近期已经下降到 2006 年的水平，预计此后即使商品市场持续反弹，啤酒大麦价格持续反弹到 260 美元/吨以上，也能够直接释放行业成本压力，如图所示。

图 7：啤酒价格从高点回落（中间值：美元/吨）



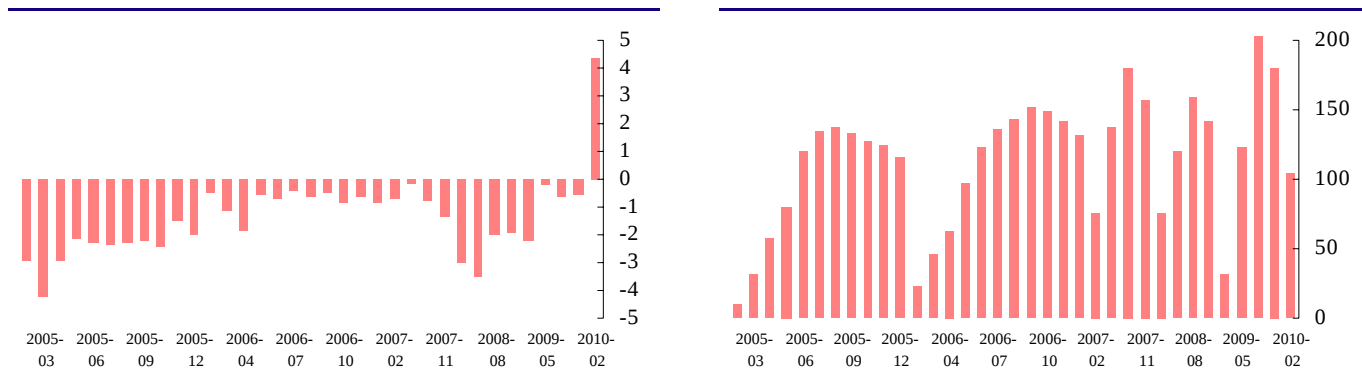
资料来源：中国银河证券研究所，Bloomberg

图 8：2010 年啤酒吨酒价格和销售收入增长率分别有望达到 3%和 10%左右



资料来源：WIND

图 9: 2010 年啤酒毛利率同比提高、吨利润大幅提升 (百分点, 元/吨)



资料来源: WIND

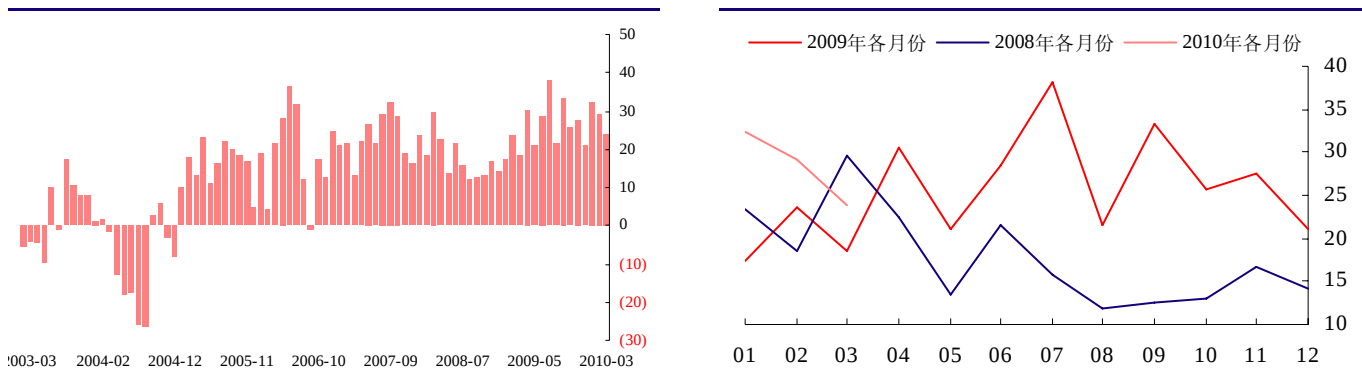
展望 2010 年, 啤酒行业各项经济指标将较近年来有所提高。随着原材料平均成本略下降, 以及结构调整的概率较大, 因此综合判断吨酒价格、产量和销售收入增长率分别有望达到 3%、7% 和 10% 左右、毛利率、吨酒利润和行业利润率将同比持平。

2、白酒行业: 四年来当月增速环比首次连续下滑

高中端白酒是典型的政商务消费品行业, 近年来增速突出; 作为个人消费品的中低端白酒在宏观经济减速时反倒有望表现大大好于近年来傲视群酒的高中端白酒, 特别是受益于消费降级的地产酒市场。我们预计经销商节后消化库存的动力较足, 生产商出货量将减速。总之, 未来几年 GDP 增速等关键因素能否产生实质性变化, 将决定政商务消费品市场的景气度水平和能否回归高速增长通道。

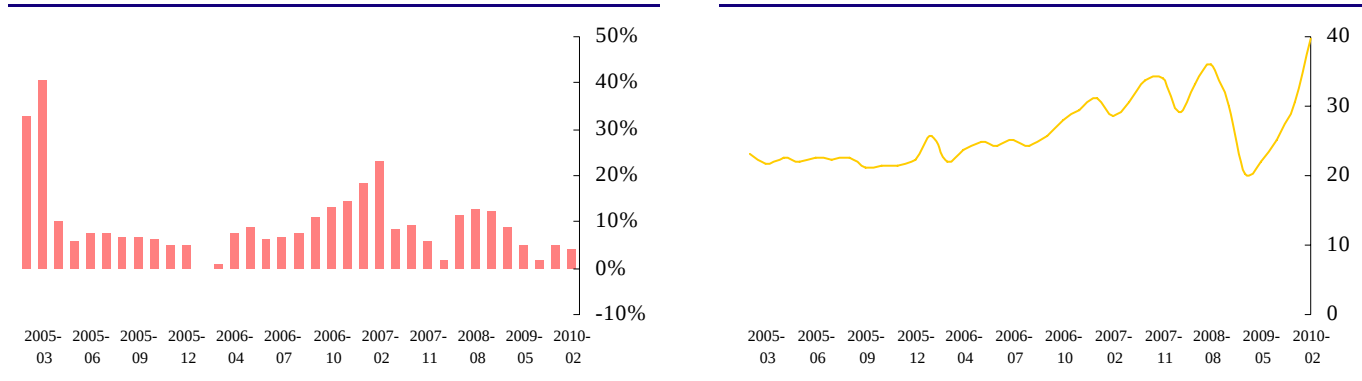
产量方面表现较好。去年全年呈盘升态势, 下半年增速更是全面超越前年, 体现了中高端白酒的良好景气度, 今年数据仍然挺好, 但第一季度当月增速连续下滑的情况与往年不同。

图 10: 白酒当月产量增速继续保持较高水平 (%)



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

图 11: 2010 年白酒吨酒价格增长率和销售收入增长率有望达到 0%和 20%左右



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

图 12: 白酒毛利率大幅回落、吨利润小幅提高 (百分点, 元/吨)



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

我们认为白酒行业 2010 年不会重现往年量价齐升局面, 高端白酒产品除了消费税因素外的直接提价, 虽然仍然存在着随着宏观经济好转未来进行再次直接提价的概率, 但却不能顺利放量, 另外更重要的是中低端品牌占比提高, 因此综合判断吨酒价格增长率为 0%左右、产量增长率和销售收入增长率均有望达到 20%、毛利率下降到 33%左右水平, 吨酒利润和利润率将回归到 2006 年的水平。

3、液体乳及乳制品: 恢复且提升趋势明显

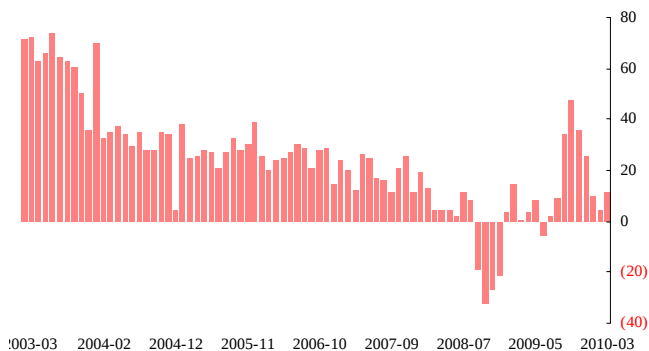
三聚氰胺事件不利影响持续时间在半年以上, 乳品行业在 2009 年全面恢复, 建议投资者密切关注行业的发展动向。

产量方面恢复较好, 2009 年喇叭口现象明显, 上半年同比增速对比仍然不分伯仲, 但 9 月份以来凸显喇叭口现象, 从全年角度来看, 乳制品与液体乳增速旗鼓相当。

出现喇叭口现象后, 原材料价格大幅上涨, 进口奶粉和原奶收购价格齐飞, 因此行业压力

增大，但随之即来的龙头公司策略变化，将有助于缓解乳品行业成本压力，更何况今年以来大包粉价格下降和最近一段时间原奶价格稳定。

图 13: 液体乳当月产量增速恢复良好 (%)



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

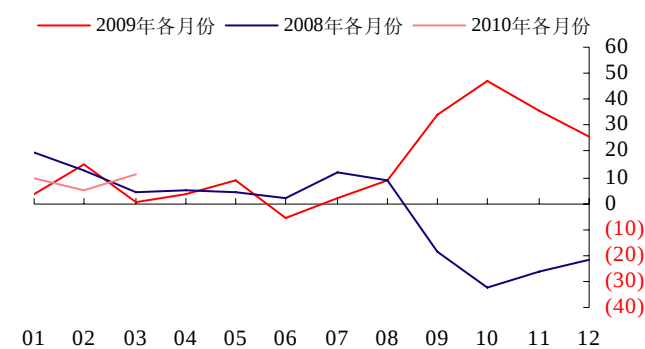
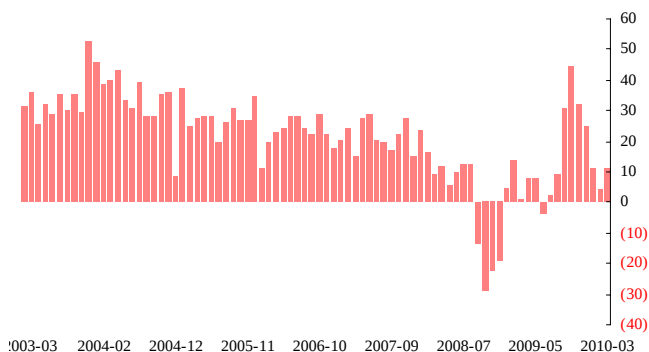


图 14: 乳制品当月产量增速恢复良好 (%)



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

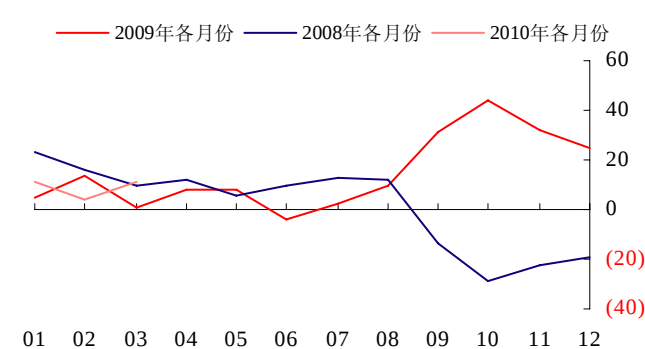
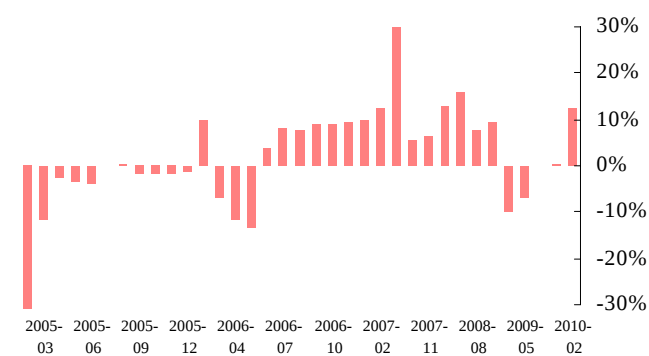


图 15: 液体乳及乳制品 2010 年吨产品价格和销售收入增长率分别有望达到 9% 和 20% 左右



资料来源: WIND

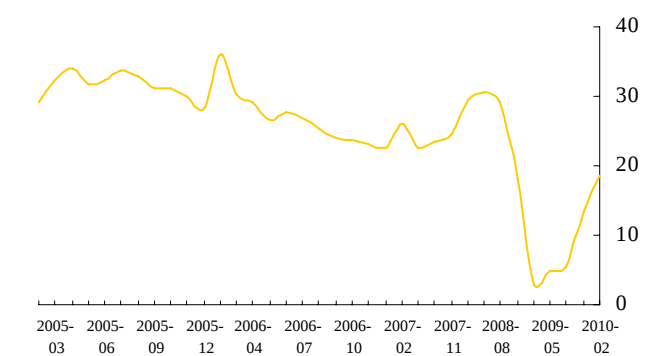


图 16: 液体乳及乳制品毛利率同比持平、吨利润有望稳步回升 (百分点, 元/吨)



资料来源: 中国银河证券研究所, WIND

展望 2010, 我们认为行业已经恢复且发展趋势向好, 吨产品价格和产量增长率分别为 9% 和 10%、销售收入增长率 20%、毛利率稳定在 25% 左右水平, 吨产品利润和行业利润率将创 2005 年以来次新高。

三、组合投资与股票权重说明

(一) 估值水平全球同行对比

表 2: 全球上市公司估值 (倍)

公司	货币	股价 (元)	市值 (百万元)	EV/EBITDA		PE			CAGR (08-11)	PEG	ROE	PB	总资产 周转率	股息收益率 (%)
				09E	10E	09E	10E	11E						
青岛啤酒	CNY	34.55	45083	15	13	29	24	20	48%	0.6	17.5	5.7	1.3	0.46
青岛啤酒股份	HKD	36.65	51446	15	13	31	27	22	46%	0.7	17.5	5.3	1.3	0.50
伊利股份	CNY	28.73	22965	14	11	27	22	17	27%	0.8	20.8	6.4	1.9	0.00
蒙牛乳业	HKD	23.2	40303	12	10	27	22	20	16%	1.3	17.1	4.1	2.0	0.69
张裕 A	CNY	75.99	36861	19	16	29	24	20	31%	0.9	40.4	11.7	0.8	1.59
五粮液	CNY	24.86	94368	13	11	20	17	15	51%	0.4	25.3	6.0	0.6	0.61
贵州茅台	CNY	131.88	124468	14	11	22	18	15	28%	0.8	33.5	7.9	0.5	0.90
双汇发展	CNY	50.48	30591	17	13.5	28	23	19	32%	0.9	34.2	9.7	5.5	1.98
联合酒业	INR	1224	153,727	15.7	13.9	26	20	15	36%	0.7	-18.3	5.1	0.5	0.16
乐天	KRW	788000	974,916	N/A	N/A	19	16	15	7%	2.8	4.1	0.7	0.7	0.32
朝日啤酒	JPY	1527	738,436	7.5	7.3	14	13	12	11%	1.3	8.7	1.2	1.1	1.38
百事	USD	62.89	101,424	10.1	9.0	15	14	12	16%	0.9	41.2	4.7	1.1	3.05
可口可乐	USD	51.4	118,582	11.2	9.9	15	14	13	18%	0.9	30.1	4.8	0.7	3.43
卡夫	USD	28.6	49,864	9.5	8.7	14	12	11	11%	1.3	12.5	1.5	0.6	4.05
通用磨坊	USD	71.23	23,632	9.6	9.0	15	14	13	12%	1.3	22.9	3.8	0.8	2.75
星座	USD	16.66	3,551	8.4	8.0	10	9	8	11%	0.8	4.4	1.4	0.4	0.00
喜力	EUR	35.06	20,195	8.5	7.5	14	12	11	94%	0.2	20.7	3.2	0.7	1.85
保乐利加	EUR	61.82	16,313	13.8	12.5	16	14	13	10%	1.6	13.6	2.0	0.3	0.79
达能	EUR	42.02	27,226	11.1	10.3	16	15	13	7%	2.2	12.4	1.9	0.6	2.86

资料来源: Bloomberg

从全球角度来看,与上个月相比,A股个人消费品龙头青岛啤酒(600600)、伊利股份(600887)和双汇发展(000895)等PE继续明显高于政商务消费品龙头,这种排序接近多年来一直与欧美市场类似的情况,即CONSTELLATION、PERNOD-RICARD等公司PE相对较低,而可乐、通用磨坊食品等公司PE相对较高;(2)A股行业龙头公司PEG处于全球食品饮料龙头上市公司中低位;(3)A股龙头公司EV/EBITDA不明显高于大部分其他市场同行业公司。

考虑到政商务消费品龙头如一线白酒公司在后续季度消费景气度情况,我们认为个人消费品相对投资机会更大,因此我们继续看好本月个人消费品市场表现,特别指出的是伊利股份各项情况进展仅存在时间上的不确定性,因此从未来一年来说,将成为唯一超额收益投资品种。

(二) 投资组合与权重说明：全部配置个人消费品

从下而上分析，按本文投资逻辑，我们看好个人消费品，投资组合品种全部纳入个人消费品大市值龙头公司：

(1) 乳品行业配置 70%，综合考虑基本面和市场因素，我们纳入一只：

伊利股份（600887）——一年内唯一超额收益投资品种；

(2) 啤酒行业配置 30%，综合考虑足球世界杯主题、销售旺季的逐步推进、业绩弹性、基本面预期和市场因素，我们纳入两只：

青岛啤酒（600600）——长期投资价值相对最高，连续稳定成长概率大，配置 67%；

燕京啤酒（000729）——业绩高弹性的概率，赋予市场高预期，配置 33%。

表 3：投资组合品种投资参考

股票名称	股票代码	权重 (%)	基准股价 (元)	EPS (元)			已流通 A 股市值(亿元)	总市值(亿元)
				2009E/A	2010E	2011E		
600887	伊利股份	70%	28.73	0.81	1.51	2.06	209	230
600600	青岛啤酒	20%	34.55	0.93	1.21	1.51	96	467
000729	燕京啤酒	10%	20.71	0.52	0.76	0.89	104	251

资料来源：中国银河证券研究所

伊利股份 (600887): 超越预期 迎接历史机遇

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	21658.6	24323.5	30039.6	36618.2	43209.5
EBITDA(百万元)	-1242.1	1241.1	2119.4	2617.9	3371.0
净利润(百万元)	-1687.4	647.7	1209.3	1647.0	2280.2
摊薄 EPS(元)	-2.11	0.81	1.51	2.06	2.85
PE(X)	-	35.5	19.0	13.9	10.1
EV/EBITDA(X)	-	17.7	9.4	6.9	4.7
PB(X)	7.1	6.2	4.6	3.4	2.5
ROIC	-25.4%	9.3%	19.5%	22.4%	24.6%
总资产周转率	2.0	2.0	2.2	2.4	2.4

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

1) 我们延续 2005 年 7 月 23 日行业深度报告《乳品行业: 至少 3 倍增长空间——从全球看中国》观点, 判断未来液体乳市场消费量至少增长 1 倍, 行业销售收入 CAGR08-15 为 6.2%;

2) 三大业务销售年全面恢复, 市场份额的提高将促使销售收入 CAGR08-11 和 CAGR08-15 分别达到 17% 和 14%。按收入计算, 2015 年公司市场份额将从 2009 年的 14% 提高到 23%, 我们保守判断 2023 年达到 30%, 对应的销售收入分别为 539 亿元和 998 亿元;

3) 毛利率不一定出现下降拐点, 其实净利率更重要。2009 年公司毛利率在 36% 左右, 主要源于 (1) 产品结构调整见效, 高毛利高端液体乳和奶粉业务占比提高; (2) 原奶价格同比降幅较大, 均价维持在 2.5 元左右; (3) 三聚氰胺事件和竞争对手战略导向变化后, 行业价格促销战出现放缓迹象等因素; 2010 年随着 (1) 奶粉提价 10%、(2) 液体乳个位数提价, 和前述 (1) 和 (3), 毛利率可稳定在一定水平上;

我们与市场不同的观点:

行业大市值股在年内表现平平, 因此行业指数表现乏味。公司将成为年内 200 亿元以上大市值唯一具有超额收益投资品种。

公司估值与投资建议:

考虑到公司销售恢复的高确定性和业绩充分展现概率, 我们继续给予公司推荐的投资评级; 基于对公司的估值假设及与同行业上市公司的对比, 我们认为公司具备良好的相对投资价值和长期绝对投资价值。

股票价格表现的催化剂:

事件题材出现。

主要风险因素:

主要不确定因素是特定事件的发生时点。

表 4: 伊利股份财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2774.4	4113.5	5080.1	6192.7	8047.9	营业收入	21658.6	24323.5	30039.6	36618.2	43209.5
应收票据	23.0	1.0	1.2	1.5	1.8	营业成本	15849.1	15778.1	19522.7	23801.9	27723.2
应收账款	197.0	218.0	273.2	333.0	473.5	营业税金及附加	121.5	108.8	108.1	131.8	155.6
预付款项	283.9	568.8	921.3	1351.1	1851.7	销售费用	5532.4	6496.1	7539.9	9154.6	10802.4
其他应收款	83.1	91.6	113.1	137.9	162.7	管理费用	1915.4	1191.0	1318.7	1501.3	1771.6
存货	2020.4	1835.7	2271.3	2769.2	3225.4	财务费用	14.5	22.4	104.2	52.2	12.8
其他流动资产	36.0	2.8	2.8	2.8	2.8	资产减值损失	295.7	76.9	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	516.0	386.8	386.8	386.8	386.8	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	5007.2	5109.2	4729.9	4499.0	4327.4	投资收益	20.0	15.1	20.0	20.0	20.0
在建工程	258.2	226.6	163.3	331.6	415.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	1.6	1.2	1.2	1.2	1.2	营业利润	-2050.0	665.4	1465.9	1996.4	2763.9
无形资产	224.7	265.2	238.7	212.2	185.7	营业外收支净额	94.4	146.5	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	10.2	1.9	1.7	1.5	1.4	税前利润	-1955.6	811.9	1465.9	1996.4	2763.9
资产总计	11780.5	13152.1	14514.6	16550.4	19413.8	减: 所得税	-218.9	146.6	212.6	289.5	400.8
短期借款	2703.0	2684.9	1486.2	615.3	0.0	净利润	-1736.7	665.3	1253.3	1706.9	2363.2
应付票据	300.5	358.7	443.9	541.2	630.3	归属于母公司的净利润	-1687.4	647.7	1209.3	1647.0	2280.2
应付账款	2867.7	3406.8	4157.6	5068.9	5904.0	少数股东损益	-49.3	17.6	44.0	59.9	82.9
预收款项	1284.6	862.1	862.1	862.1	862.1	基本每股收益	-2.11	0.81	1.51	2.06	2.85
应付职工薪酬	298.6	692.7	692.7	692.7	692.7	稀释每股收益	-2.11	0.81	1.51	2.06	2.85
应交税费	-382.6	-242.8	0.0	0.0	0.0	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	1024.5	1193.3	1193.3	1193.3	1193.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	11.9%	12.3%	23.5%	21.9%	18.0%
长期借款	54.6	109.7	259.7	359.7	459.7	EBIT 增长率	-1411.8%	-142.6%	106.8%	30.9%	35.9%
预计负债	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0	净利润增长率	8432.2%	-138.4%	86.7%	36.2%	38.4%
负债合计	8552.9	9442.2	9551.4	9880.2	10380.4	盈利性					
股东权益合计	3227.6	3709.9	4963.3	6670.2	9033.4	销售毛利率	26.8%	35.1%	35.0%	35.0%	35.8%
现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	-7.8%	2.7%	4.0%	4.5%	5.3%
净利润	-1737	665	1253	1707	2363	ROE	-52.3%	17.5%	24.4%	24.7%	25.2%
折旧与摊销	518	492	569	589	614	ROIC	-25.42%	9.30%	19.47%	22.40%	24.58%
经营活动现金流	183	2029	2200	2416	2863	估值倍数					
投资活动现金流	-910	-715	-80	-480	-480	PE	-13.6	35.5	19.0	13.9	10.1
融资活动现金流	1715	-98	-1153	-823	-528	P/S	1.1	0.9	0.8	0.6	0.5
现金净变动	988	1215	967	1113	1855	P/B	7.1	6.2	4.6	3.4	2.5
期初现金余额	1772	2774	4113	5080	6193	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	2760	3990	5080	6193	8048	EV/EBITDA	-18.9	17.7	9.4	6.9	4.7

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司为国家520家重点工业企业和国家八部委首批确定的全国151家农业产业化龙头企业之一，公司下设液体乳、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部，所属企业130多个，生产“伊利”牌雪糕、冰淇淋、奶粉、酸奶等1000多种产品，均通过了国家绿色食品发展中心的绿色食品认证。伊利雪糕、冰淇淋连续13年产销量居全国第一，伊利超高温灭菌奶产销量连续多年在全国遥遥领先，伊利奶粉、奶茶粉产销量自2005年起即跃居全国第一位。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 3.5
优势	获得“中国驰名商标”，市场占有率连续多年位居行业前列，奶粉和雪糕、冰淇淋业务领先竞争对手	分值：4.0
劣势	液体乳市场占有率低于竞争对手	分值：3.0
机会	食品安全问题频发，消费大环境变化和健康理念日益深入人心	分值：4.0
威胁	国内外品牌进一步提升行业竞争激烈程度	分值：3.5

注：分值1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.5
供应商力量	原材料方面价格影响力一般	分值：3.0
新进入壁垒	品牌和渠道形成了较大壁垒	分值：4.0
客户力量	客户谈判力量还可以	分值：3.5
替代产品	替代品几乎不存在	分值：4.0
竞争对手	行业竞争激烈，国内外对手抢占市场份额	分值：3.5

注：分值1-5，越高越好；+表示未来好转，-号表示未来变差



青岛啤酒 (600600.SS): 利润导向转变下的超预期

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	16023.4	18026.1	20351.5	23322.8	27054.4
EBITDA(百万元)	1772.6	2259.4	3311.6	3720.3	4305.3
净利润(百万元)	699.6	1253.3	1692.8	2100.3	2555.9
摊薄 EPS(元)	0.53	0.93	1.21	1.51	1.83
PE(X)	67.3	38.8	29.6	23.9	19.6
EV/EBITDA(X)	26.3	19.9	13.0	11.1	8.9
PB(X)	7.3	5.7	4.5	3.9	3.3
ROIC	9.9%	12.8%	13.2%	13.8%	14.6%
总资产周转率	1.33	1.32	1.26	1.26	1.30

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

通过品牌整合进行促使吨酒价格稳步提升、深耕基地市场、销售量随着规模扩张快速提高等驱动因素, 促使公司利润导向型情况下的业绩稳步提高;

主要假设条件: 2010 年公司“1+3”品牌销量占比超过 96%, 主品牌销量占比为 50%, 同时基本上完成区域销售“1+1”品牌的整合, 即“青岛啤酒+一个第二品牌”的品牌区域销售格局; 2010 年产品结构升级因素促使吨酒名义价格提高 3.7%。

我们与市场不同的观点:

(1) 品牌战略; (2) 公司发展战略; (3) 组织结构; (4) 经营管理等中长期影响因素是公司长期投资价值的基础, 也是我们认为公司是快速消费品行业中最具长期投资价值的上市公司的关键依据。我们认为, 内部管理能力的提升更能够支持公司的长期投资价值, 去年财务数据显示, 北京地区九年来首次盈利, 就是一个标志性事件。

公司估值与投资建议:

近期 A 股价格低于 H 股价格, 一反近年来常态, 考虑到公司的长期确定性成长概率, 同时鉴于看好 2010 年业绩再超预期表现前景, 因此我们给予“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

二季报业绩超市场预期; 收购事件发生。

主要风险:

高端产品和一线城市销售量变动有可能影响对公司的盈利预测; 啤酒等原材料价格飞涨提高成本压力。

表 5: 青岛啤酒财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2393.5	5351	8767	10504	13728	营业收入	16023.4	18026	20351	23322	27055
应收票据	9.1	11	12	14	16	营业成本	9509.0	10285	11427	13177	15151
应收账款	81.5	93	185	212	296	营业税金及附加	1424.1	1547.3	1746.9	1889.1	2191.4
预付款项	225.5	139	43	-67	-194	销售费用	2972.0	3484.4	3663.3	4198.1	4869.8
其他应收款	138.4	133	150	172	200	管理费用	902.1	998.1	1221.1	1399.4	1623.3
存货	2756.3	1877	2086	2405	2765	财务费用	45.6	62.9	-19.8	-33.2	-42.1
其他流动资产	55.3	10	-43	-110	-194	资产减值损失	179.1	67.9	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	34.4	153	153	153	153	公允价值变动收益	24.6	-1.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	5540.4	5525	4840	4601	4031	投资收益	-27.1	10.1	140.6	266.3	338.3
在建工程	108.2	99	225	712	406	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0	0	0	0	营业利润	988.9	1588.7	2453.3	2958.2	3599.9
无形资产	937.5	1088	979	871	762	营业外收支净额	119.2	150.6	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	7.2	10	9	8	7	税前利润	1108.1	1739.3	2453.3	2958.2	3599.9
资产总计	12532.2	14867	17546	19613	22115	减: 所得税	374.3	440.2	686.9	769.1	936.0
短期借款	414.9	153	0	0	0	净利润	733.8	1299.1	1766.4	2189.1	2663.9
应付票据	147.0	90	100	115	132	归属于母公司的净利润	699.6	1253.3	1692.8	2100.3	2555.9
应付账款	1208.4	1058	1159	1337	1537	少数股东损益	34.2	45.8	73.6	88.7	108.0
预收款项	340.8	271	192	102	-3	基本每股收益	0.53	0.93	1.21	1.51	1.83
应付职工薪酬	284.9	524	524	524	524	稀释每股收益	0.53	0.93	1.21	1.51	1.83
应交税费	317.7	467	467	467	467	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	1887.2	2253	2253	2253	2253	成长性					
其他流动负债	0.0	0	0	0	0	营收增长率	16.9%	12.5%	12.9%	14.6%	16.0%
长期借款	15.9	28	28	28	28	EBIT 增长率	14.0%	40.7%	34.0%	16.0%	21.1%
预计负债	0.0	0	0	0	0	净利润增长率	25.3%	79.2%	35.1%	24.1%	21.7%
负债合计	6114.6	6304	6354	6674	7060	盈利性					
股东权益合计	6417.6	8563	11192	12940	15055	销售毛利率	40.7%	42.9%	43.9%	43.5%	44.0%
现金流量表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	4.4%	7.0%	8.3%	9.0%	9.4%
净利润	734	1299	1766	2189	2664	ROE	10.9%	14.6%	15.1%	16.2%	17.0%
折旧与摊销	557	548	1019	1061	1086	ROIC	9.91%	12.7%	13.2%	13.8%	14.6%
经营活动现金流	1509	3361	2897	3079	3492	估值倍数					
投资活动现金流	-854	-910	-209	-934	238	PE	67.3	38.8	29.6	23.9	19.6
融资活动现金流	442	472	729	-409	-506	P/S	2.9	2.7	2.5	2.2	1.9
现金净变动	1097	2923	3417	1736	3225	P/B	7.3	5.7	4.5	3.9	3.3
期初现金余额	1335	2394	5351	8767	10504	股息收益率	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%
期末现金余额	2432	5316	8767	10504	13728	EV/EBITDA	26.3	19.9	13.0	11.1	8.9

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司前身青岛啤酒厂成立于 1903 年 8 月，已具有百年历史。公司率先在全国掀起了购并浪潮，成为中国啤酒业行业整合潮流的引导者。目前，公司在国内 18 个省、市、自治区拥有 50 家左右啤酒生产厂和麦芽生产厂，构筑了遍布全国的营销网络，基本完成了全国性的战略布局，啤酒生产规模、品牌价值、产销量、市场占有率、出口及创汇等多项指标均居国内同行业首位。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	食品饮料行业唯一世界级品牌，国内高端产品销量第一，行业中战略经营能力屈指可数，治理结构良好	分值：4.5
劣势	低端产品提价能力较弱且受成本涨价因素影响大	分值：3.0
机会	酒类饮品低度化趋势，健康理念日益深入人心，2009 年奥运会	分值：4.5
威胁	行业竞争激烈	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	除了大麦特别是进口大麦无绝对价格控制力，其他方面占据一定有利地位	分值：3.0
新进入壁垒	品牌和区域市场形成了较大壁垒	分值：4.0
客户力量	客户基本上不具备谈判力量	分值：4.5
替代产品	存在饮料、葡萄酒、白酒等替代品	分值：4.0
竞争对手	行业竞争激烈造成提价谨慎，资金力量强的对手快速抢占市场份额	分值：3.0

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差



评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908