

推荐 (维持)

经济转型期，食品新阶段

2010 年 6 月 10 日

食品饮料业 2010 年中期投资策略

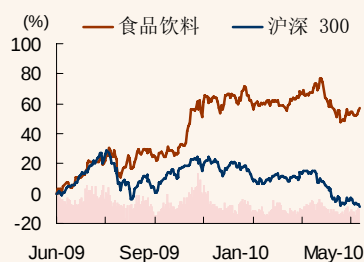
上证指数 2584

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	47	2.9
总市值 (亿元)	6346	3.2
流通市值 (亿元)	4862	3.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.3	-4.1	57.9
相对表现	5.3	22.5	66.1



相关报告

1、《食品饮料业 2010 年二季度投资策略-阳型企业阴型战术 阴型企业阳型战略》2010/4/15

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

董广阳 (研究助理)

0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

黄珺 0755-82943241

huangj@cmschina.com.cn
S1090208040189

本文对我们过去提出的财富流转图做了宏观层面的演绎，以解读当前这一结构转型的时代，以及新环境下食品饮料业发展性质的变化和节奏的变化。我们维持行业“推荐”评级，主要基于行业基本面的良好支持以及转型期市场对于消费品投资预期的提升。

- **财富流转与分配处于一个重要时期，食品饮料投资逐步进入新阶段。**从人口红利角度看财富流转，80、90 年代人口潮的人群开始进入工作，他们的消费倾向比上一代人更高，宏观上看将改变企业、政府和居民的投资、消费、储蓄的结构；富士康连跳、本田、现代供货商的罢工讨薪事件掀起了全国民工加薪的热潮，将引致对企业利润与员工报酬的重新分配，企业生产成本提升，促使产业从劳动密集向资本技术密集型升级，员工收入增长也促使社会消费的升级与内需的扩大。
- **行业维持“推荐”评级。**1) 社会从投资驱动型向消费拉动型转型，食品饮料行业受益于需求的增长更多、龙头公司受到人工成本上升的影响相对较小，行业发展将稳中向好；2) 虽然经济从转型到稳定估计仍需 1-2 年，但证券市场上对消费的乐观预期，可能使板块行情提早出现；3) 当前时刻行业有防御性，不过 7、8 月份如果市场反弹则板块未必能跑赢；4) 到年底时如以明年业绩做估值定位，股价将有一定上升空间。
- **行业配置方面，我们认为 6、7 月份仍以配置大众品为主，8、9 月份可布局高端品，四季度是消费旺季，可适当提前“备货”。**我们在 2 季度策略中建议 4 月份抓二线白酒的一季报尾巴行情后，转配大众品防御，如啤酒行业，6、7 月份还延续这一思路，并适当关注估值较低的一线白酒如茅台、老窖，继续持有或见机增持高速稳定增长、长期空间广阔的张裕、洋河、安琪酵母。啤酒行业看世界杯有没有交易性机会，双汇发展看集团资产注入的进程，伊利股份等待管理层期权行权，汾酒也有集团资产注入的预期，水井坊则有外资要约收购的套利机会，要看商务部批复情况。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
贵州茅台	140	4.57	5.66	7.34	30.7	24.8	9	强烈推荐-A
张裕 A	80	2.14	2.65	3.38	37.1	30.0	14	强烈推荐-A
泸州老窖	30	1.2	1.43	1.74	25.2	21.1	10	强烈推荐-A
五粮液	26	0.85	1.2	1.35	30.1	21.3	7	中性-B
双汇发展	50	1.5	1.87	2.27	33.7	27.0	10	强烈推荐-A
伊利股份	28	0.81	0.96	1.3	34.7	29.3	7	审慎推荐-A
安琪酵母	37	0.77	1.12	1.46	48.2	33.1	10	强烈推荐-A
青岛啤酒	36	0.95	1.14	1.41	37.9	31.6	6	审慎推荐-A
燕京啤酒	22	0.52	0.76	0.93	41.7	28.5	4	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、大消费时代如何来临——财富流转图的宏观演绎	4
1、财富流转图的宏观演绎	4
2、伴随财富流转与分配的高端和大众品消费特征	6
二、行业投资策略与部分重点公司简评	7
1、大众品：成本上涨，销售扩张	7
2、高端品：业绩有待释放 旺季前可“备货”	8
三、盈利预测与投资评级	10
附一：2010 年 1-4 月份行业产量价格数据	13
蒸馏酒	14
葡萄酒	17
啤酒	19
乳业	20
肉类行业	23
速冻米面食品和酵母制品	24
附二、部分集团公司协会数据，仅供参考	25

图表目录

图 1、中国 2003 年的人口结构	4
图 2、财富流转图	4
图 3、中国消费率持续降低而储蓄率和资本率持续增加	5
图 4...背后，企业和政府的储蓄率持续增加	5
图 5、...背后，企业收入和利润增长持续快于工资总额增速	6
图 6：食品饮料行业历史 <u>PEBand</u>	10
图 7：食品饮料行业历史 <u>PBBand</u>	10
表 3、各子行业 2010 年 1-4 月产量	13
图 8、全国白酒产量	14
图 9、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较总图（2010 年 5 月）	15
图 10、茅台酒、五粮液、国窖 1573、水井坊零售价格与出厂价格比较细图一	15
图 11、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图二	16
图 12、广东地区洋酒价格（截至 2010 年 2 月）	16
图 13、全国葡萄酒产量	17
图 14、葡萄酒价格指数走势（截止 2010 年 5 月，以 2004 年 1 月为 100）	17
图 15、我国进口原装葡萄酒量价情况（截止 2010 年 4 月）	18
图 16、我国进口散装葡萄酒量价情况（截止 2010 年 4 月）	18
图 17、我国进口原装散装葡萄酒量对比（截止 2010 年 2 月）	18
图 18、全国啤酒产量	19
图 19、澳大利亚大麦季度出口价格（离岸价）	19
图 20、加拿大温尼伯交易所大麦期货价格	19
图 21、我国进口大麦量价（截止 2010 年 4 月）	20
图 22、我国进口麦芽量价（截止 2010 年 4 月）	20
图 23、全国乳制品产量	20

图 24、全国液态奶产量	20
图 25、我国内蒙古原奶周价格（截至 2010.5）	21
图 26、我国内蒙古奶牛养殖毛利（截至 2010.3）	21
图 27、环太平洋地区乳品交易价格走势（截至 2010.5）	21
图 28、我国进口脱脂奶粉量价情况（截止 2010 年 4 月）	22
图 29、我国进口全脂奶粉量价情况（截止 2010 年 4 月）	23
图 30、全国鲜冷藏冻肉产量	23
图 31、山东鲜冷藏冻肉产量	23
图 32、四川鲜冷藏冻肉产量	23
图 33、河南鲜冷藏冻肉产量	23
图 34、全国仔猪、活猪、猪肉价格走势（截至 2010.4.2）	24
图 35、全国生猪养殖业毛利变化	24
图 36、全国生猪屠宰业毛利变化	24
图 37、全国速冻米面食品产量	24
图 38、河南速冻米面食品产量	24
图 39、全国活性酵母出口量价	25
图 40、全国、湖北、新疆活性酵母出口收入累计增速	25
表 1、龙头公司估值表	10
表 2、国际估值对照表	11
表 3、各子行业 2010 年 1-4 月产量	13
表 4、华北地区原奶收购价	21
表 5、伊利全国各地原奶收购价	21
表 6、欧洲各国原奶收购价	22
表 7、部分集团公司销售产值“累计增速”	25
表 8、部分集团公司销售产值“单月增速”	26

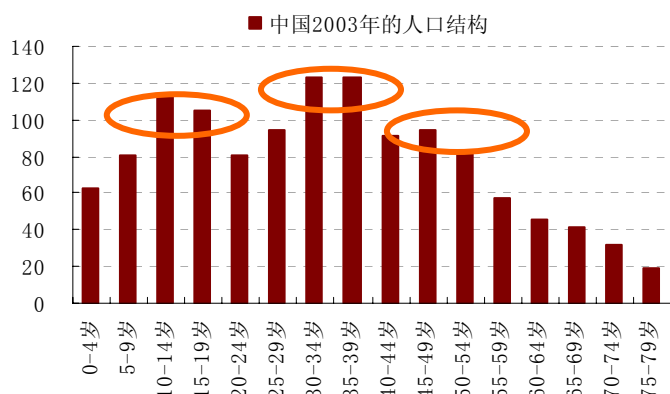
一、大消费时代如何来临——财富流转图的宏观演绎

富士康 12 连跳、本田罢工事件、现代供货商罢工等事件相继发生，劳资矛盾冲突愈演愈烈，其结果将是给中低收入劳动者的加薪，并引发国内全面的收入分配机制的变革。劳动者薪资的上升对产业的影响是增加了生产成本，使中国一些纯粹靠劳动密集的产业逐步退出，新一代受过更好教育的劳动力走入社会，使我国的产业顺利实现升级。劳动者薪资的上升、劳动者受教育水平的提升，另一方面将扩大国内消费、实现消费升级，预示着一个大消费时代的来临。中国社会已经走到一个转折的起点，由投资驱动型社会向消费驱动型社会的转型。

1、财富流转图的宏观演绎

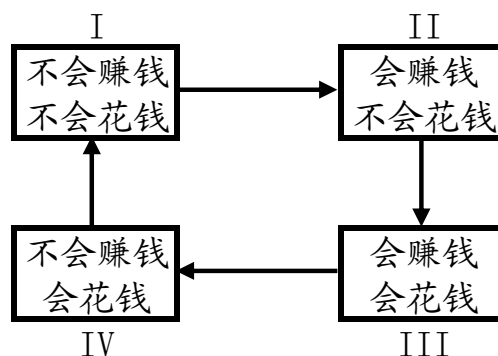
关于财富分配和流转，我们在《食品饮料业 2007 年中期策略－食品饮料业图谱第三卷（上）永远的奥古斯塔斯》2007/7/18 中提出过一个财富流转图模型，过去的研究我们从个体角度出发，去研究食品饮料各个行业在不同阶段的机会，其实从宏观的角度看财富流转图，对于消费研究更具启发性。

图 1、中国 2003 年的人口结构



资料来源：国家统计局，《中国统计年鉴》，招商研究

图 2、财富流转图



资料来源：招商证券研究

根据我们总结的财富流转图，人口第一高峰的人基本属于“阶段一”时期，他们工作时期物质相对匮乏、投资手段也相对匮乏，收入主要用于银行储蓄；人口第二高峰的人，相当多城镇人口进入“阶段二”，投资多元化，而消费倾向不高，因为年少时养成节约的习惯；第三次人口高峰在城镇中出生的人很多已经进入财富流转图的“阶段三”，他们赚钱意识强，消费倾向也高，不过由于刚刚进入工作阶段，消费能力受收入、财力的限制。目前社会主体以“会挣不花”的“阶段二”人群为主，“阶段三”的人群刚刚进入工作阶段。

财富流转图新解：从宏观的角度理解赚钱和花钱。宏观角度的财富即国民收入，赚钱即国民收入的积累，花钱即国民收入的支出，花钱有 2 种方式：消费和投资。赚和花的差额即为储蓄。财富流转图的指标：储蓄率和消费率、企业储蓄率和居民储蓄。影响财富流转的观察指标，即储蓄率和消费率之间的转换，企业储蓄和居民储蓄（居民消费）之

间的转换。从个体的角度我们很难观察，但从宏观的角度，我们可以考察不同阶段的国家这些指标正处于怎样的阶段。

让我们重新以此解释四个环节：

不会赚钱不会花钱：国民收入积累基础薄弱，财富积累方式贫乏，产出仅仅供应基本的生活需求，产品供应甚至需要计划化；对应解放后至改革开放的 40 年；

会赚钱不会花钱：财富积累方式多样，国民收入积累加快，但财富大部分都转化为储蓄形式，尤其在追求效率和规模发展的目标下，财富分配到企业盈利和劳动者收入的比例相当不平衡，所以总体上看，会赚钱，因为国民总财富和总储蓄不断增加，但不会花钱，因为一是劳动者工资少，而且居民自由投资的途径少，二是收入和消费支出预期之比始终偏低。这里结构性的问题是，企业、政府赚的钱要远快于居民所得，他们的花费主要用于投资，由此导致了真正的花钱没有起来。对应的正是改革开放以来 30 年。

会赚钱会花钱：企业盈余和劳动者收入之比严重失衡，企业盈余不断扩大多用于投资，而投资的边际效应不断减弱，劳动者收入偏少但自由投资途径增加，收入和支出预期之比提高，边际效应提高。这种失衡的唯一调整方向，必然是企业盈余和劳动者收入的再分配，我们正站到这个前途光明、眼前充满激荡的拐点上。转过拐点就是会赚钱会花钱的阶段。科技和教育的投入将在这一阶段产生重要效果，因此国民财富的积累继续提升。但这个阶段也将经历至少 30 年的过程，起点是 80、90 后群体进入工作，2040 年左右中国第一波婴儿潮（1965 - 75 年出生）带来的社会保障压力消失之时或是该阶段中的关节点，但未必是终点。

不会赚钱会花钱：国民财富积累到一定程度而增长几乎停滞，但消费水平达到高点难以回落，结果是社会财富的逐渐消耗。该过程的特点即是负债消费，这种特点的累计效应是企业 and 居民储蓄持续不足，负债消费终因债务危机而崩溃，最终导致回到既不会赚钱（赚钱的资本不足）又不会花钱（没钱可花）的新一轮。这个现象目前在欧美某些国家已经显现了。

图 3、中国消费率持续降低而储蓄率和资本率持续增加

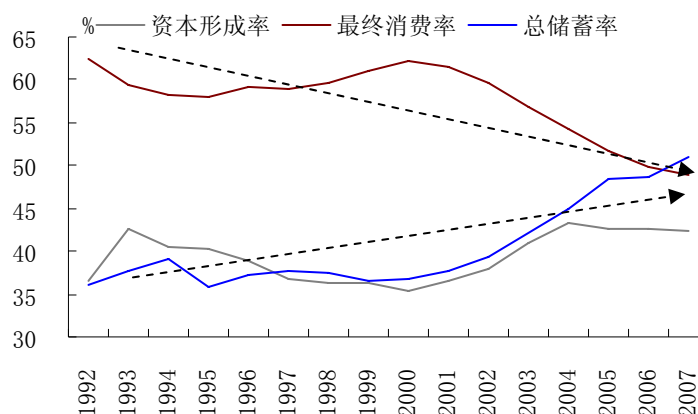


图 4...背后，企业和政府的储蓄率持续增加

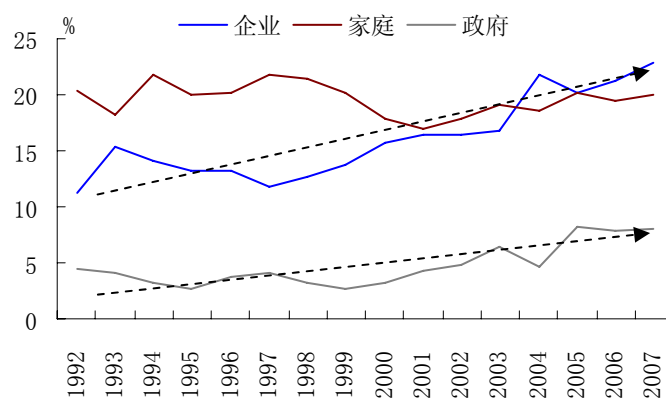
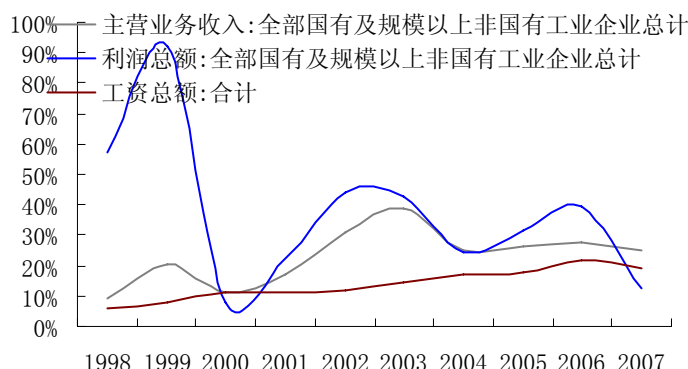


图 5、...背后，企业收入和利润增长持续快于工资总额增速



资料来源：国家统计局，招商证券研究

2、伴随财富流转与分配的高端和大众品消费特征

高端品讲求品味忠诚度，高端品靠差异化、小众化的诉求来抓住消费者；大众品讲求消费习惯忠诚度，大众品通过媒体轰炸挤占消费者的心智空间，让消费成为一种习惯。

会赚钱不会花钱的阶段：高端品与大众品的主要消费群体存在消费能力和消费认知的差异，导致高端品和大众品的发展阶段差异，我们认为在会赚钱不会花钱的阶段，政府盈余、企业盈利较多，催化了公费者、先富者（即高端品消费群体）的消费意识，是高端品逐步品牌化的阶段，首先是个百花齐放的市场，但逐步的消费行为会聚焦到具有良好品牌底蕴的老名酒身上，茅台、五粮液、泸州老窖、张裕是典型代表。大众品整体上还处于价格混战格局，消费者对价格的敏感性非常高，但逐步的消费者会更关注品质、品牌（品牌力建立在消费行为的羊群效应基础之上）。

会赚钱会花钱阶段：1）高端品进入品牌型阶段，消费出现明显的偏好。中高档白酒、红酒仍将是政商务消费主力。白酒越喝越好，中档酒随后于高端酒向品牌型发展。葡萄酒普及面进一步提高，国产酒品质不断提升后竞争力加强。2）大众品进入品牌化阶段，软饮料、啤酒、乳业、肉类、休闲食品、调味品、食品配料和添加剂等行业品牌溢价提升，产品功能细分后出现结构升级。

社会转型对投资的影响：经济主导转型后，消费板块的投资节奏由滞后市场转向领先。投资驱动型经济，我们认为消费滞后于经济 3-6 个月左右的时间，这在实践中也得到证实；但我们判断未来 1、2 年的转型期，由于投资型需求吸引力下降，对收入提升预期引起的消费预期，很可能导致消费品板块滞后时间会逐步减少，到消费驱动型时代，消费将领先于经济，美国市场就是明显的消费领先经济。

二、行业投资策略与部分重点公司简评

行业继续维持“推荐”评级。1) 主要是行业在下跌市中体现防御性，有相对收益；2) 行业是目前转型期少数几个能看得到相对稳定增长的行业，受人工成本上升的影响最小；3) 虽然转型到稳定估计仍需 1-2 年，但市场对于经济从投资主导向消费主导的预期，或将乐于提早反应；4) 10 年末将以 11 年业绩衡量目标价，有一定安全边际。

配置方面，我们认为 6、7 月份仍以配置大众品为主，8、9 月份可布局高端品，四季度是消费旺季。行业具备抗跌性，但市场反弹时则有可能跑输。我们在 2 季度策略中建议 4 月份一季报尾巴行情后，转配大众品防御，市场表现予以配合。我们认为 6、7 月份仍应侧重防御，配置大众品如啤酒为主（推荐肉制品的双汇，但一直在停牌），适当关注调整较多的一线白酒贵州茅台、泸州老窖，继续持有或见机增持高速稳定增长、长期空间广阔的张裕、洋河、安琪酵母等。8、9 月份中秋旺季前，布局高端品，10 年春节滞后而 11 年春节相对提前，4 季度同比会有明显提升，高端品和大众品平衡配置。（行业相关数据图表见附录）

1、大众品：成本上涨，销售扩张

啤酒：迎来销售旺季，而啤酒大麦等原料成本仍然处于低位，基本面有支撑，又适逢世博会、亚运会及世界杯皆在夏季举行，行业题材较为丰富，青岛啤酒和燕京啤酒仍然值得配置。值得关注的是，青啤 09 年通过权证行权所募资金目前尚未做出重大投资，公司帐上现金已达到 63.6 亿元，未来动作令人期待。燕京啤酒将通过发行可转债筹资不超过 11.3 亿元投资五个项目，重庆啤酒呈现华润雪花与嘉士伯争抢股权之事，惠泉啤酒外部竞争环境改善，其在福建的竞争力能否崛起将看本夏季的考验，观点请参考我们 2 季度策略报告。

乳业和肉制品：刺激因素相对较小，原奶成本自 09 年下半年以来涨幅大，对行业利润形成威胁，加剧中小企业困境（无奶可收又被迫涨价）。世博会对伊利仍是不小的刺激。肉制品消费淡季，后续还面临猪价上涨压力，我们认为肉类企业应趁淡季加大冻肉储备。

发酵企业：7、8 月份生产淡季，为旺季更好生产一般会有停产检修，导致旺季来临前供应紧张，价格有支撑，适当关注。原料成本（如玉米淀粉、糖蜜等）涨幅较大，看谁的消化能力强。

重点公司点评

伊利股份（600887）：考虑到管理层期权尚待行权，业绩释放动力不强，我们于 4 月 27 日 1 季报点评中适时“调降”评级，其后股价出现较大幅的下跌，摘*ST 帽后股价有较好反弹，这都在我们预料之中。公司目前市值仅为 224 亿元，以 10 年 300 亿收入计 PS 仅为 0.75，市值已仅有蒙牛的 3/5，以 11 年 EPS1.3 元估值，PE 也仅有 21.6 倍，已经具有良好的投资价值。但股价太高将阻碍管理层行权意愿，我们只能静等股价回落、管理层行权。参见《ST 伊利（600887）-收入增长尚可，成本压力加大》2010/4/27。

双汇发展 (000895): 我们自去年底、今年初持续多篇报告强烈推荐,意在推动公司治理问题的解决,实现管理层与流通股东的利益一致化。作为中国最优秀的肉类加工企业,解决治理问题利在长远。目前来看,进程符合预期。尽管公司复牌事宜一拖再拖推迟至7月8日,但公司6月29日将再次召开股东大会,说明资产注入方案与机构投资者沟通已有初步结果,最终以多少倍PE注入取决于双方的商量与博弈。我们在1季报点评中略作了不同PE下注入的增厚效应预测,期待将来资产注入能带来50%以上的股价升幅空间。投资者可参阅我们09年以来的公司报告。

安琪酵母 (600298): 安琪酵母股价自去年初至今一路上行,绝对收益可观,这得益于市场对公司认知和认可度的提升。我们认为这个一家可以tenbagger的公司,自发掘出来后就一直强烈推荐。基本面方面,公司的酵母销量增速实际明显高于09年,酵母抽提物继续维持高增速,出口事业部的酵母出口量目前已经赶超国内,唯因出口价格较低导致收入和利润尚不及。上述因素可以抵消糖蜜成本上涨的影响。增发方案已获证件会有条件通过后,我们建议投资者坚定持有,股价回调择机增持。

星湖科技(600866): 收入利润主要来源于I+G。I+G产业空间大,10gI+G混配150g味精提鲜度相当于1000g味精;与韩国希杰分享国内I+G的蛋糕;公司在现有6000吨产量基础上,明年再投产4000吨;产品技术门槛高,国内除希杰在上3000吨产能替代自身进口品(实际只增1000吨左右产量),只有梅花味精在筹划2000吨项目,可能年底投产。股票估值不到15倍,值得关注。不足之处在于大股东、管理层偏好多元化;另一重要产品苏氨酸受制于原料成本高,将来不利于与北方对手竞争。

2、高端品:业绩有待释放 旺季前可“备货”

8月份起高端品有如下因素促动: 1) 消费税对利润增速的影响消失,三季度业绩预期有所好转; 2) 正值9月份中秋旺季前的备货期,经销商、终端对高端品开始造势,包括放风涨价预期,全年节日较09年提前,能强化市场氛围; 3) 行业届时将以11年业绩估值,寻找股价提升空间。

重点公司点评

贵州茅台 (600519): 公司最坏的预期已经过去,我们判断6、7月份有绝对收益也得到印证。1) 公司削峰留出来的预收帐款开始释放,最新的情况是公司开始将经销商1-4月份的票都开出了。2) 我们从经销商和商超看到变化,过去缺了1、2个月的货,近期则明显放量了,终端价格仍然维持在820元的水平; 3) 预收账款不确认让1季度很难看,但也有好处,因为1季度的消费税率太高,与其他公司如此不协调,风险完全释放; 公司表示将与政府协商消费税过高的问题,则未确认的预售款或将有更多的利润。4) 公司股东大会的沟通情况比4月底要好,董事会也已完成换届,集团在130以下增持托底。我们预计半年报的增速可能仍然不高,但全年趋势上今年价升量增、经营情况越来越好,也即增速逐季走高没有问题。年底以11年业绩20-25倍估值,我们维持目标价170元不变。请参阅《贵州茅台(600519)-集团增持托底股价,税负降低不无可能》2010/5/31。

泸州老窖 (000568): 2010 年是公司管理层股权激励行权的前一年, 对业绩要求并不高。正好也作为公司营销的调整年、基础年, 营销调整的重点, 一是从投入上按照过去销售收入比例投入转变为重点市场重点投入; 二是加强央视等媒体的品牌营销投入; 三是计划 2 年内在全国开设 400 家专卖店。调整也带来部分经销商尤其是大经销商的不满和放弃, 部分地区市场增速的放缓或停滞。我们认为这点并不可怕, 而且也表明公司将具有更强话语权的厂商关系。关键是要把思路理清, 1573 更高端的产品开发应该更有系统性, 老窖特曲从过去快速提价以追求成为商务第一用酒的思路, 转变为目标用年份特曲和特曲分别占据中高不同价格档的思路, 重点资源投向如何规划, 让谁成为商务第一用酒, 这些方面公司倒是应该学习后起之秀的洋河。有分歧才有机会, 我们认为老窖在 30 元以下是价值投资者的良好建仓时机。

张裕 (000869): 行业还有巨大空间是基础, 为了与进口酒争抢市场, 公司抓住了行业最重要的两个方向, 一是在酒庄酒和解百纳为主的中高档产品体系, 二是抓住两头, 上游加大葡萄园基地建设, 下游加强深度分类营销, 确保公司具有持续高速增长的能力和竞争力。09 年下半年以来集团的销售产值和收入、利润数据一直向好 (见附录二)。建议投资者长期持有并在回调时增持。请参阅《糖酒会见闻录 (2010 春季成都) 之七 - 张裕 A (000869) 全国战略, 分类营销》2010/4/7。

五粮液 (000858): 公司目前积极与投资者沟通, 对自身关联交易解决的推进, 以及对目前品牌体系仍然不够理想的反思值得赞赏。解决关联交易后的下一步是经营方面的改善规划, 一是强化重点品牌尤其是自主品牌; 二是理顺渠道利益, 厂商共同维护终端价格体系, 但开发品牌不断, 各种度数的五粮液价格混乱等问题迫切需要解决。前期银基的品鉴会上永福酱酒零售价达 680 元, 我们认为偏高了, 而且难以再有价格提升空间。整体上公司 10 年目前为止并没有明显的放量状态, 但可以预期 1 季度 20% 的业绩增速应为全年低点。请参阅《五粮液 (000858) - 短期业绩有待释放, 长期改善需要耐心》2010/5/17。

洋河股份 (002304): 洋河的产品线规划、品牌规划和销售执行体系在白酒业内最为完整有效 (我们在公司的新股报告中对其各层面做了深度剖析, 10 年 2 季度策略报告里对其的系统性营销与其他企业做了更多比较), 这得益于公司管理层对行业本质的深刻理解, 良好的股权结构是业绩和股价齐飞的保证。公司业绩增速快, 天之蓝已开始发力, 后续进一步提升双沟控股权是必然 (从长期看, 在政府产业整合背景下, 双沟另外两家股东宿迁市国有资产投资有限公司和宿迁中德金源商贸有限公司所持股权也理应全部整合进入洋河股份)。我们期待公司通过产能建设弥补快速发展带来的基酒不足问题, 在这方面与市场进一步敞开沟通。如此则有望重现中小板当年苏宁电器的辉煌。请参阅《洋河股份 (002304) - 关注产业整合、产品结构及产能扩张》2010/5/31。

山西汾酒 (600809): 公司后续还有几点值得期待。1) 公司表示已明确集团与股份的定位: 集团逐步改变为投资型主体, 把经营资源向上市公司集聚, 把上市公司做大, 建立现代企业的流程与规范; 2) 集团所持销售公司 40% 股权有可能在适当时候做些调整。3) 请盛初咨询对产品、价格、市场做全面规划, 今年完成员工竞聘上岗、扩募销售人员, 准备深度分销。4) 业绩释放有保留。见《山西汾酒 (600809) - 渠道下沉初试点,

业绩释放有余力》2010/5/19。

水井坊 (600779): 主要是套利题材。DIAGEO 欲控股集团, 提出对股份公司有 21.45 元的要约收购价, 高于目前收购价。商务部能否批准是关键, 我们认为通过可能大。产业政策限制外资收购中国名酒, 公司通过出让全兴酒厂的控股权, 把本是中国名酒称号的全兴品牌放出来, 而留在股份的水井坊品牌是后来营销打造的品牌, 没有中国名酒称号, 不妨碍外资控股。DIAGEO 开始促公司销售转型, 加大渠道, 在成都试点, 有利公司经营改善, 然我们对外资企业能否做好政务消费的公关尚有疑虑。仅以酒业业绩看, 目前 PE30 倍已经不低。参阅《糖酒会见闻录 (2010 春季成都) 之四-水井坊 (600779) 销售转型孕育发展》2010/4/1。

三、盈利预测与投资评级

表 1、龙头公司估值表

	名称	投资评级	市值	股价	每股盈利				P/E				08-11EPS 复合增长	PEG
					08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E		
高端 阳型	贵州茅台	强烈推荐-A	1322	140	4.03	4.57	5.66	7.34	35	31	24.8	19	22.1%	1.39
	张裕 A	强烈推荐-A	419	80	1.70	2.14	2.65	3.38	47	37	30.0	24	25.7%	1.44
	泸州老窖	强烈推荐-A	421	30	0.91	1.20	1.43	1.74	33	25	21.1	17	24.1%	1.04
	洋河股份	审慎推荐-A	686	152	1.83	2.79	4.65	6.50	83	55	32.8	23	52.6%	0.62
	金枫酒业	审慎推荐-A	54	15	0.57	0.40	0.60	0.78	26	37	24.8	19	11.0%	3.38
	五粮液	中性-B	975	26	0.48	0.85	1.20	1.35	53	30	21.3	19	41.2%	0.73
	古越龙山	中性-B	70	11	0.18	0.14	0.13	0.15	61	79	85.0	74	-5.9%	-
大众 阳型	山西汾酒	审慎推荐-B	186	43	0.57	0.82	1.20	1.53	75	52	35.8	28	39.0%	1.35
	双汇发展	强烈推荐-A	306	50	1.15	1.50	1.87	2.27	44	34	27.0	22	25.4%	1.32
	伊利股份	审慎推荐-A	225	28	-2.11	0.81	0.96	1.30	-	35	29.3	22	-	-
	安琪酵母	强烈推荐-A	101	37	0.39	0.77	1.12	1.46	96	48	33.1	25	55.9%	0.86
	青岛啤酒	审慎推荐-A	486	36	0.53	0.95	1.14	1.41	68	38	31.6	26	38.6%	0.98
	燕京啤酒	审慎推荐-A	263	22	0.38	0.52	0.76	0.93	57	42	28.5	23	34.8%	1.20
	光明乳业	中性-B	86	8	-0.27	0.12	0.20	0.23	-	69	41.4	36	-	-

资料来源: 招商证券研究, 注 1: 皆为 6 月 8 日收盘价; 注 2: 泸州老窖业绩中包含华西证券收益, 我们预测 10、11 年酒类业绩分别为 1.23 元、1.54 元; 注 3: 洋河股份中包含收购双沟后业绩, 我们预计 40%股权下双沟 10-11 年增厚 0.15 元, 0.35 元; 注 4: 阳型是销售半径大公司, 阴型是销售半径小公司

图 6: 食品饮料行业历史PEBand

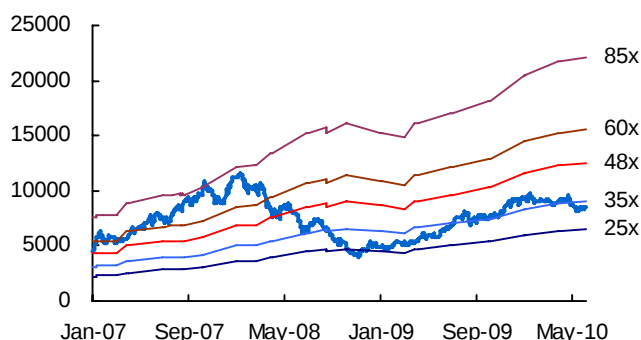
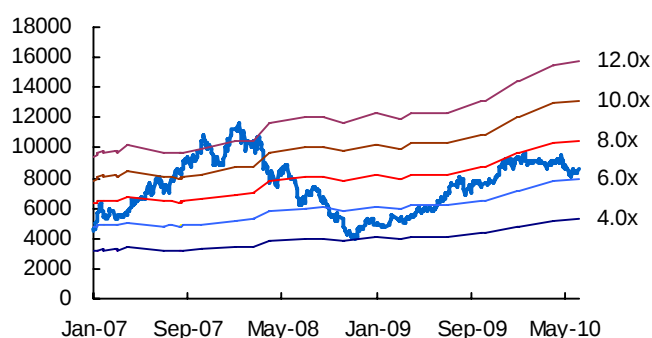


图 7: 食品饮料行业历史PBBand



说明: 1、资料来源于招商证券研发中心; 2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数; 3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和; 4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

表 2、国际估值对照表

	名称	国别	滚动 PE	PE10	PE11	PB	市值	营收	ROE	利润率 %	月市值 变动%
酒类 (不含啤酒)	DIAGEO	GB	17.4	14.8	13.4	6.9	38335	15038	48.3	17.4	0.7
	贵州茅台	CH	30.3	23.3	19.0	8.4	19362	1278	33.5	49.4	7.8
	PERNOD-RICARD	FR	17.2	15.6	13.6	2.0	18975	9899	13.6	13.1	0.4
	五粮液	CH	27.8	20.9	17.5	6.2	14278	1512	25.3	31.4	0.1
	BROWN-FORMAN	US	18.3	17.7	16.7	4.3	8241	2481	24.6	17.5	0.7
	泸州老窖	CH	23.1	21.0	17.2	8.5	6226	592	43.3	41.4	4.5
	洋河股份	CH	50.1	36.0	25.7	13.5	10038	580	38.8	31.7	8.8
	张裕	CH	27.0	22.4	18.6	10.0	5571	578	40.4	28.6	1.7
	THAI BEVERAGE	TH	16.0	14.4	13.3	2.7	4878	3148	19.2	9.8	-3.5
	CONSTELLATION	US	9.5	9.2	8.4	1.4	3358	3365	4.4	3.0	-5.7
	CAMPARI GROUP	IT	18.9	14.5	13.2	2.5	2881	1406	13.7	13.6	12.9
	REMY COINTREAU	FR	26.3	22.8	18.9	2.1	2473	1017	9.1	12.1	10.5
	UNITED SPIRITS	IN	N/A	26.4	19.9	5.2	3283	1198	-18.3	-7.5	1.1
	山西汾酒	CH	40.6	31.8	23.4	9.7	2725	260	22.8	20.0	-2.3
	TAKARA HOLDINGS	JN	20.2	20.0	19.5	1.0	1066	2054	4.9	2.5	-4.3
	水井坊	CH	28.5	24.9	21.6	5.9	1380	217	21.9	21.7	-13.9
	金枫酒业	CH	38.1	25.3	19.4	5.2	796	133	15.5	16.1	3.9
	古越龙山	CH	73.9	47.4	35.9	3.5	1027	103	5.9	10.8	-4.9
	王朝酒业	HK	24.0	20.3	17.2	2.0	479	191	8.8	10.5	3.4
啤酒	AB INBEV	BE	16.0	14.9	12.7	2.4	74810	36758	17.5	12.5	8.6
	SABMILLER	GB	22.1	14.9	13.0	2.2	42896	14195	10.8	13.5	0.3
	HEINEKEN	NE	16.8	14.3	12.4	3.2	24017	20500	20.7	6.9	4.0
	KIRIN HOLDINGS	JN	23.0	19.5	15.0	1.1	12727	24384	5.2	2.2	-9.4
	GRUPO MODELO	MX	23.6	20.0	18.3	2.8	16296	6074	12.7	10.5	0.2
	CARLSBERG	DE	16.7	14.6	12.3	1.2	11502	11121	6.6	6.1	13.3
	FOSTER	US	28.4	15.9	14.5	2.9	8885	3356	11.6	9.8	6.0
	MOLSON COORS	JN	11.6	12.5	11.4	1.1	7825	3032	11.0	23.8	0.6
	ASAHI BREWERIES	AU	14.6	13.9	12.6	1.2	7910	15758	8.7	3.2	-6.0
	青岛啤酒	CH	37.8	29.8	24.9	5.9	6660	2600	17.5	7.1	0.0
	燕京啤酒	CH	41.4	29.9	25.2	3.6	3843	1225	8.8	7.5	2.6
非酒 精饮 料	COCA-COLA	US	15.9	14.8	13.6	4.7	117198	30990	30.1	22.0	-3.6
	PEPSICO	US	16.5	14.8	13.3	4.7	99553	43232	41.2	13.8	-4.4
	FOMENTO ECON	MX	18.0	17.2	13.6	2.5	14818	14621	13.2	5.0	2.6
	汇源果汁	CH	29.8	27.4	21.6	1.4	1018	415	5.0	8.2	-3.7
	承德露露	CH	35.6	39.5	29.8	10.0	1105	193	22.6	10.5	8.3
肉类 加工	HORMEL FOODS	US	14.3	14.3	13.5	2.4	5379	6534	16.6	5.2	0.4
	TYSON FOODS	US	11.9	9.1	9.1	1.4	6604	26704	-11.5	-2.0	-5.9
	双汇发展	CH	N/A	27.8	23.2	N/A	N/A	4141	34.2	3.2	N/A
	雨润食品	CH	20.4	19.0	15.9	4.4	5016	1789	25.7	12.6	0.9
	SMITHFIELD FOODS	US	N/A	N/A	9.0	1.0	2763	12488	-6.8	-1.5	-2.1
	SANDERSON FARM	US	9.8	9.5	9.1	2.0	1208	1790	21.0	4.6	1.1
乳业	NESTLE	SZ	20.7	16.5	15.2	3.8	168772	92905	20.9	10.4	6.8
	UNILEVER	NE	17.5	15.3	14.0	5.1	81464	55531	30.6	8.5	5.5
	KRAFT FOODS	US	13.8	13.9	12.2	1.4	49375	40386	12.5	7.5	-5.8
	DANONE	FR	15.6	16.3	14.6	2.0	32613	20892	12.4	9.1	5.1
	SAPUTO	CA	17.3	16.1	14.4	3.1	5789	5191	15.5	4.8	7.0
	PARMALAT	IT	8.5	16.1	16.3	1.0	3950	5529	17.2	13.1	4.7
	YAKULT HONSHA	JN	30.4	29.4	24.8	1.8	4502	3134	6.2	4.6	-1.7
	DEAN FOODS	US	7.9	9.8	8.6	1.4	1882	11158	25.2	2.2	-29.1

	名称	国别	滚动				市值	营收	ROE	利润率 %	月市值变动%
			PE	PE10	PE11	PB					
	蒙牛乳业	HK	29.1	22.8	18.7	4.0	5042	3763	17.1	4.3	3.4
	伊利股份	CH	33.9	27.1	21.1	6.3	3287	3545	20.8	2.7	-13.3
	光明乳业	CH	62.1	38.9	33.9	4.0	1263	1159	6.0	1.5	-14.9
其他	GENERAL MILLS IN	US	15.7	16.1	14.9	4.0	24734	14691	22.9	8.9	7.0
	KELLOGG	US	15.7	14.9	13.6	9.2	20361	12575	65.2	9.6	1.2
	HJ HEINZ	US	15.6	14.4	13.4	7.6	13918	10418	59.4	8.2	-2.1
	康师傅控股	CH	31.5	27.7	22.4	7.9	12384	5081	28.7	7.5	-5.5
	统一食品	CH	18.9	17.5	15.2	2.1	1951	1333	11.6	7.7	6.9
	中国食品	HK	21.2	16.2	12.8	2.2	1546	2170	10.7	3.4	-17.9
	安琪酵母	CH	43.0	34.6	26.9	9.5	1475	245	22.1	12.6	2.2
	三全食品	CH	55.4	44.1	34.4	5.4	767	210	9.9	6.2	2.7
	思念食品	CH	8.8	7.6	6.7	0.5	219	274	5.8	9.1	-13.5

资料来源：BLOOMBERG，注：分类别按市值降序排列；市值、主营收入的单位统一为百万美元；主营收入、利润率、ROE 数据统一为最近财政年度数据；PE、PB 数据按 6 月 8 日价格计算

附一：2010 年 1-4 月份行业产量价格数据

注：国家统计局 10 年 1-2 月份食品饮料行业产量数据请参阅《食品饮料业 2010 年 2 季度策略-阳型公司阴型战术 阴型公司阳型战略》2010/4/15。

白酒产量增速维持高位，四川、江苏迅猛。1-4 月累计增速达到 29.9%。川酒维持高速，累计增长 46.2%，江苏增速达 58.1%，贵州增速 18.8%，山西增速 8.9%，安徽、河北增速个位数，湖北湖南增速达 30%以上。

葡萄酒产量 1-4 月累计同比增长 16.6%。山东累计增速 14.0%，略低于上月的 16.9%，天津加速增长 32.1%，新疆增速 205.1%（绝对数仍然很小），河北增速 22.4%。

黄酒增速略有加快，主产区上海、浙江增速不及非主产区。全国黄酒行业 1-4 月累计增速 14.6%，浙江增速由上月 1.9%提高到 6.8%，上海增速达到 13.4%，比上月略低。

啤酒 1-4 月增速 6.8%，较上月 7.3%略下降。燕京优势区域，广西地区增速 16.1%，但北京、福建增速下降 5.8%，7.9%，青啤优势地区，山东、广东增速为 14.8%，12.6%，陕西下降 11.4%。

软饮料产量稳定增长。1-4 月全国累计增速为 20.2%，其中果蔬汁增速 30.4%，瓶装水增速 16.5%，精制茶 23.0%。

乳业产量稳步增长，但内蒙下降明显。1-4 月份乳制品累计增速 10.5%，液态奶累计增速 11.2%，较上月略有提高。内蒙古 1-4 月乳制品和液态奶累计增速为-16.8%和-17.7%，较上月已经明显改善；黑龙江乳制品和液态奶累计增速为-9.9%和-10.0%，环比也有改善；上海 1-4 月乳制品和液态奶累计增速为 3.8%和 3.6%，略低于上月。

鲜冷藏冻肉产量增速继续保持高位。1-4 月全国累计增速为 39.9%，其中山东增速 43.9%，四川增速 29.9%，河南增速 11.5%。全国冷鲜肉和冻肉 1-4 月累计增速分别为 34.9%和 38.3%。

速冻米面食品稳定增长。1-4 月全国累计增速为 22.9%，其中河南增速 25.4%，环比略有加快。

表3、各子行业2010年1-4月产量

白酒			葡萄酒			黄酒		
	产量	增速		产量	增速		产量	增速
全国	271.1	29.9%	全国	30.3	16.6%	全国	51.4	14.6%
四川	65.6	46.2%	山东省	12.3	14.0%	上海	4.6	13.4%
贵州	4.4	18.8%	天津市	1.6	32.1%	浙江	29.7	6.8%
			新疆区	0.4	205.1%			

乳制品			液态奶			啤酒		
全国	产量	增速	全国	产量	增速	全国	产量	增速
全国	644.5	10.5%	全国	551.5	11.2%	全国	1195.7	6.8%
内蒙古	110.8	-16.8%	内蒙古	100.7	-17.7%	北京	39.2	-5.8%
黑龙江	50.8	-9.9%	黑龙江	33.6	-10.0%	广西	41.2	16.0%
上海市	13.4	3.8%	上海市	11.7	3.6%	福建	47.2	-7.9%
鲜冷藏冻肉			速冻米面食品			山东	404.2	17.3%
全国	产量	增速	全国	产量	增速	广东	92.5	12.6%
全国	712.2	39.9%	全国	93.2	22.9%	陕西	24.8	-11.4%
山东	164.0	43.9%	河南	70.2	25.4%			
四川	122.6	29.9%						
河南	70.0	11.5%						

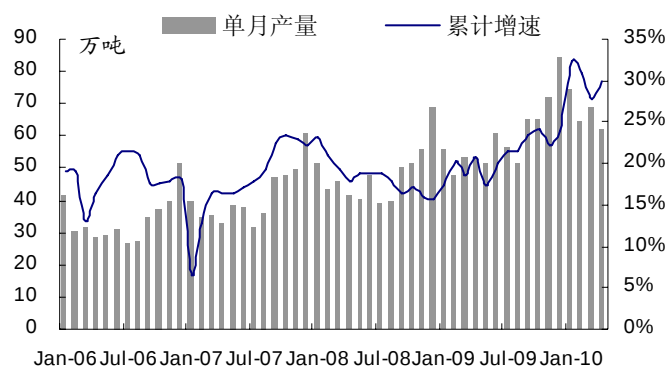
单位：万吨

资料来源：国家统计局，注：乳业中伊利、蒙牛看内蒙古、黑龙江，光明乳业看上海；白酒中五粮液、泸州老窖看四川，贵州茅台与贵州省产量增速差异大，实际上贵州产量的降低更有利于茅台；啤酒中青岛啤酒看山东、广东、陕西，燕京啤酒看北京、广西、福建；葡萄酒中张裕看山东，王朝看天津，新天国际看新疆。不过产量数据对于大众品（啤酒、乳业、肉类）行业更重要，对于高端品（白酒、红酒、黄酒）意义不大，仅作参考。

蒸馏酒

白酒产量

图 8、全国白酒产量



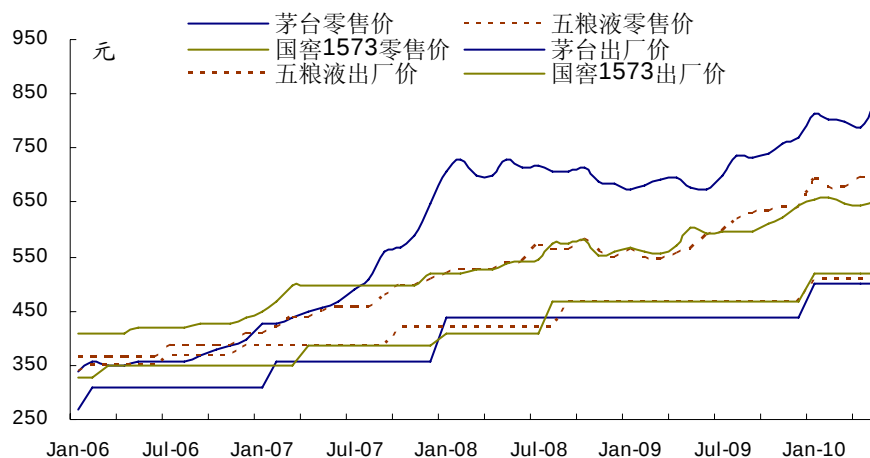
资料来源：国家统计局

白酒价格

高端白酒终端价基本稳定。春节后高端白酒一批价和终端价都略有回落，但幅度小。

价格图解读方式主要有纵横两方面：

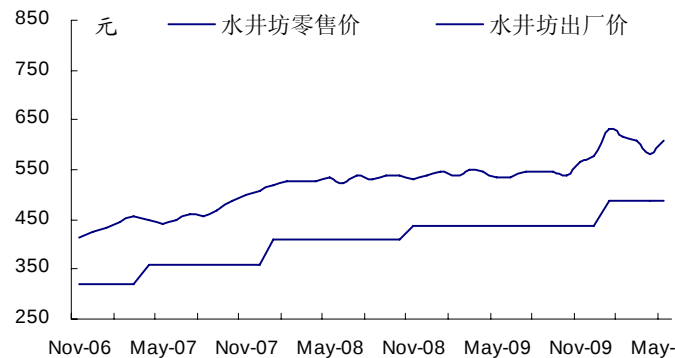
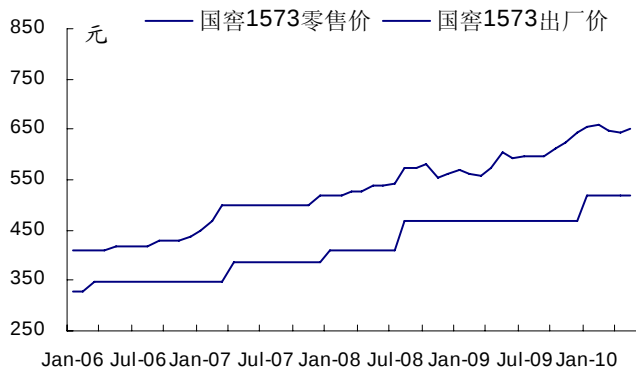
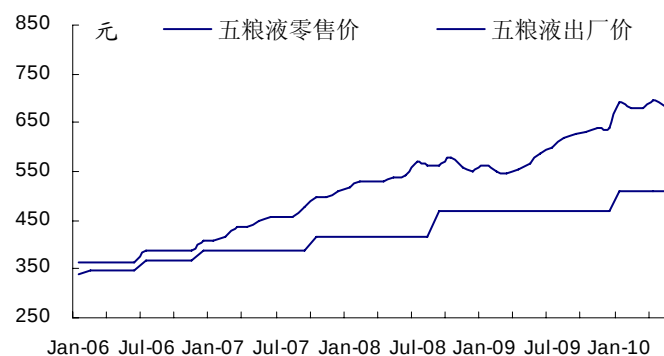
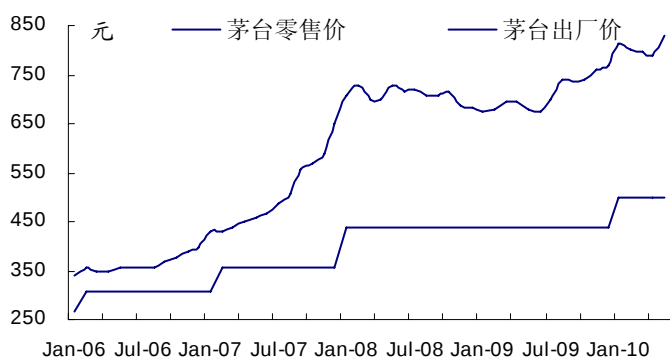
图 9、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较总图（2010 年 5 月）



资料来源：招商证券研究，注：茅台元旦提价尚未在图中显示

纵比：同一品种零售价格与出厂价格相对照。一可观察其价差情况，把握公司的提价空间，二可观察二者涨跌变化谁先谁后，是出厂价格提高来推动零售价格上涨，还是零售价格先行上涨腾出出厂价格上调的空间；

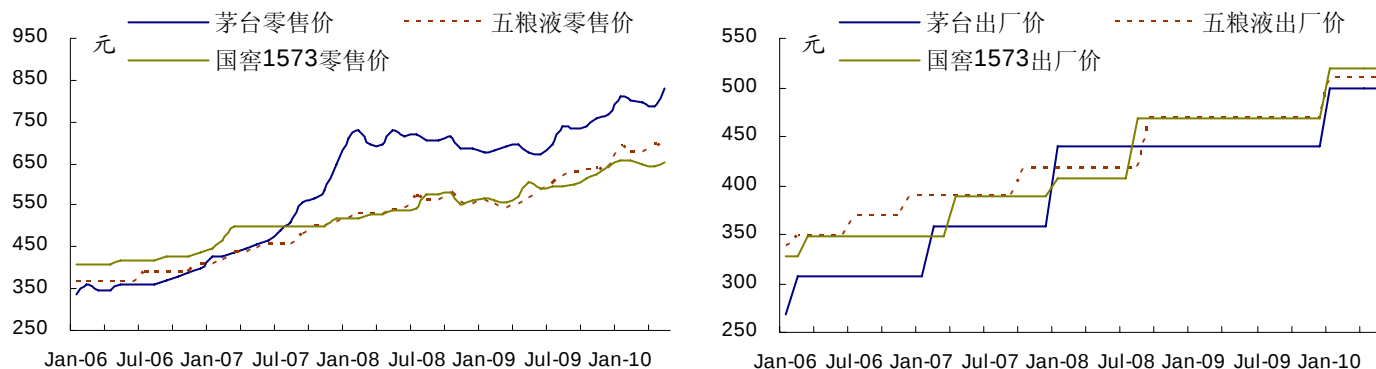
图 10、茅台酒、五粮液、国窖 1573、水井坊零售价格与出厂价格比较细图一



资料来源：招商证券研究

横比：三酒品零售价格横向比较、出厂价格横向比较。零售价格反映市场供求关系，零售价格高低（配合上销量）能反映各酒种的品牌竞争力。出厂价格是团购客户能拿到的价格。

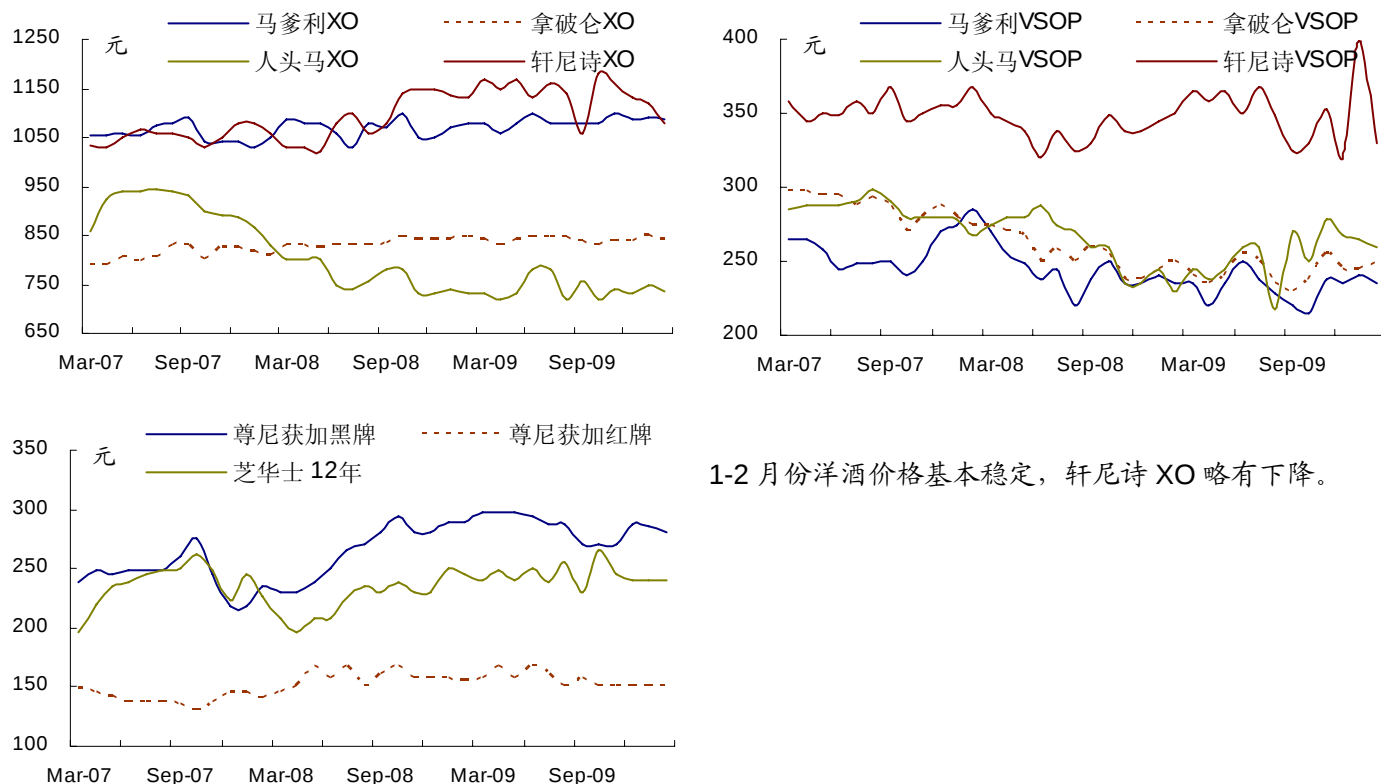
图 11、茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图二



资料来源：招商证券研究

洋酒价格

图 12、广东地区洋酒价格（截至 2010 年 2 月）



1-2 月份洋酒价格基本稳定，轩尼诗 XO 略有下降。

资料来源：招商证券研究，注：数据是下月 1 日统计

葡萄酒

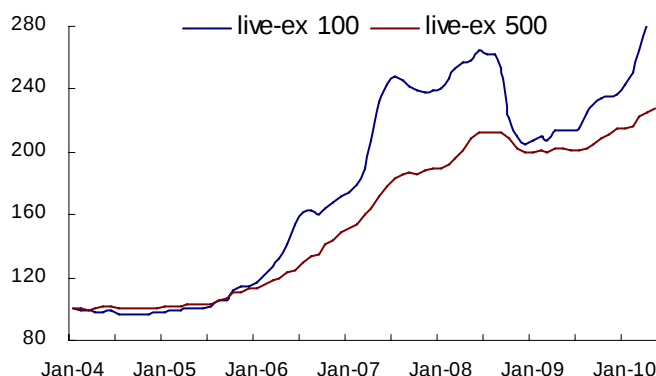
图 13、全国葡萄酒产量



资料来源：国家统计局

海外高端葡萄酒价格指数正快速上涨。Liv-ex 葡萄酒价格指数是葡萄酒收藏界最重要的指数，以法国波尔多产区葡萄酒为主要成分。该指数自 09 年企稳以来，近期正快速上升。Liv-ex100 指数 10 年 5 月份为 293.6，环比上升 4.4%，同比上升 37.2%。Liv-ex500 指数为 227.5，环比上升 1.3%，同比上升 12.3%。

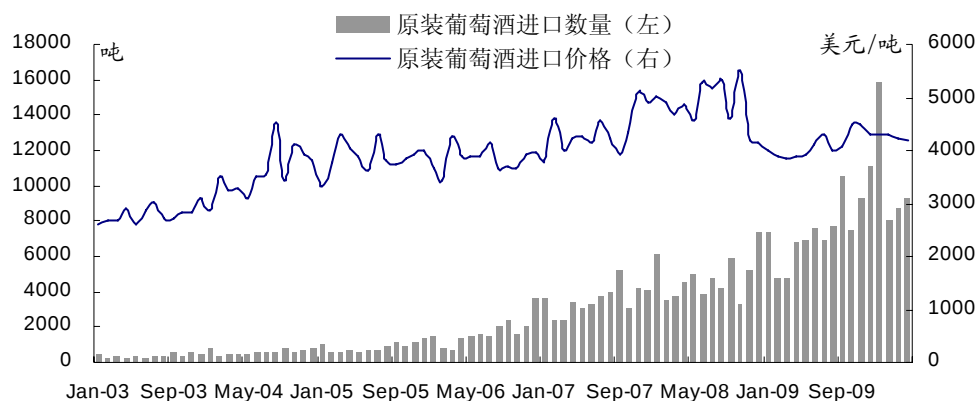
图 14、葡萄酒价格指数走势（截止 2010 年 5 月，以 2004 年 1 月为 100）



资料来源：http://www.liv-ex.com/pages/static_page.jsp?pagelid=100

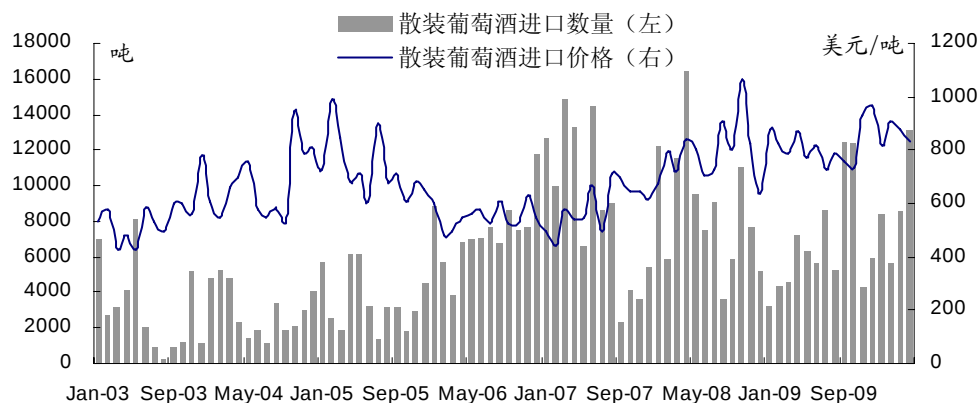
1-4 月进口葡萄酒价格平稳，数量继续大增，4 月份散装酒大幅超过原装酒进口量。请参阅我们近期报告《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之八-进口葡萄酒：西风东渐》2010/4/8。10 年 1-4 月进口原装葡萄酒量同比增长 76.4%，价格同比上升 8.7%，进口散装葡萄酒量同比增加 84.5%，价格同比上升 1.2%，原装酒价格约是散装酒的 5 倍。

图 15、我国进口原装葡萄酒量价情况（截止 2010 年 4 月）



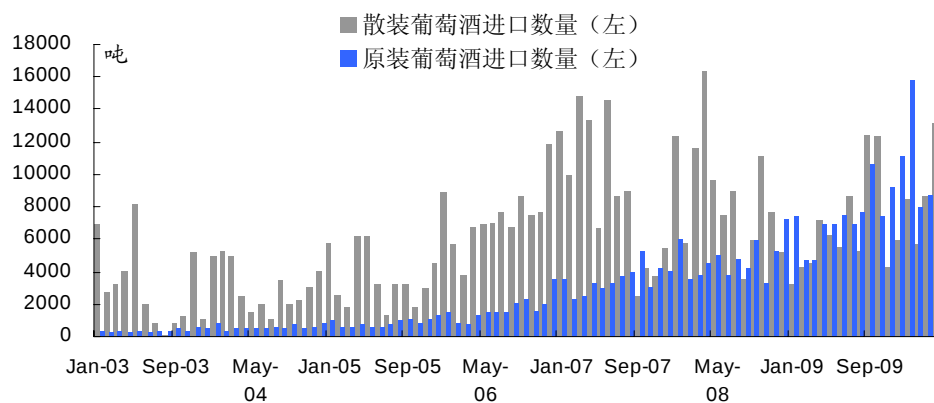
资料来源：国家海关总署

图 16、我国进口散装葡萄酒量价情况（截止 2010 年 4 月）



资料来源：国家海关总署

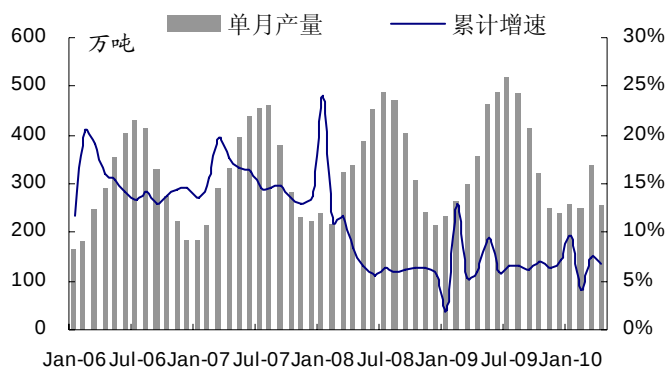
图 17、我国进口原装散装葡萄酒量对比（截止 2010 年 2 月）



资料来源：国家海关总署

啤酒

图 18、全国啤酒产量



资料来源：国家统计局

图 19、澳大利亚大麦季度出口价格（离岸价）

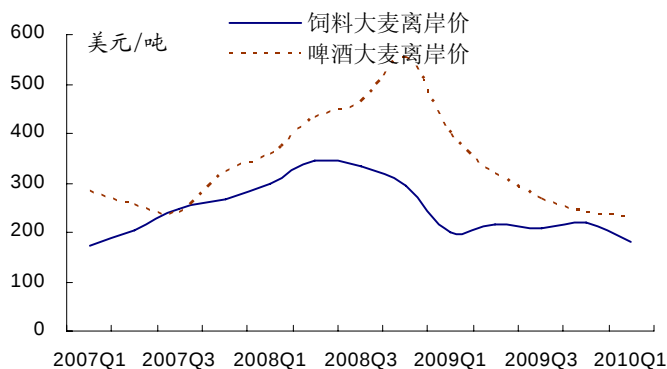


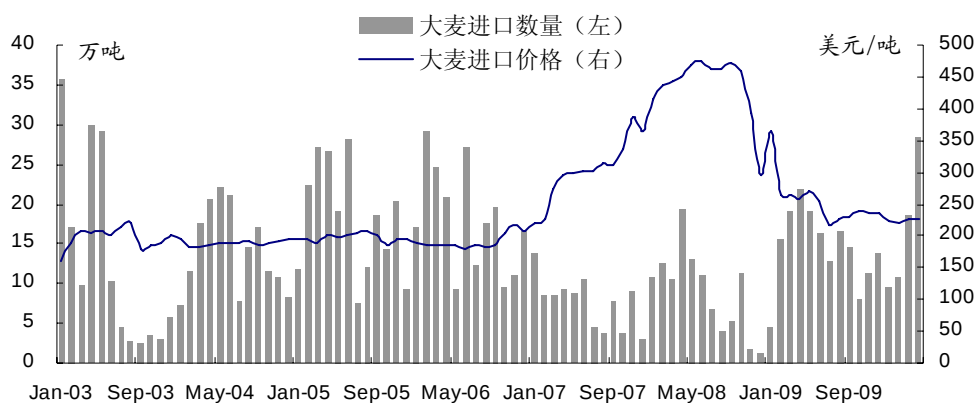
图 20、加拿大温尼伯交易所大麦期货价格



资料来源：澳大利亚小麦局（价格有一定滞后），BLOOMBERG，招商证券

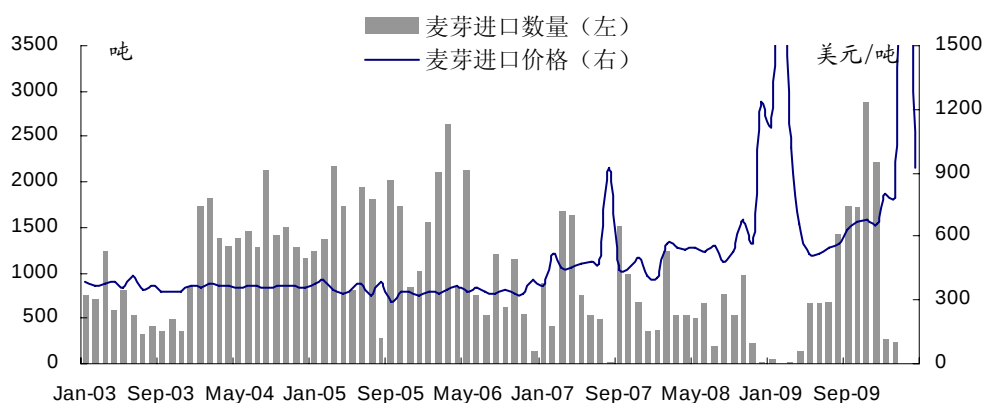
1-4 进口大麦量同比增长 10.2%，价格继续处于低位。1-4 月我国大麦进口量累计增速 10.2%，进口价格下跌 16.3%。4 月份大麦进口价格 226 美元/吨，同比下跌 13%，进口量同比增 30%。加拿大期货价格仍处低位，而澳洲小麦局预计未来两年澳洲大麦产量都将维持在 800 万吨水平，我们预计短期啤酒企业的成本尚不足忧。

图 21、我国进口大麦量价（截止 2010 年 4 月）



资料来源：国家海关总署

图 22、我国进口麦芽量价（截止 2010 年 4 月）

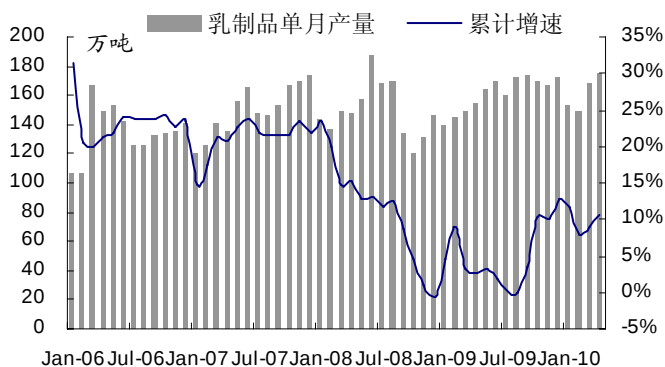


资料来源：国家海关总署

乳业

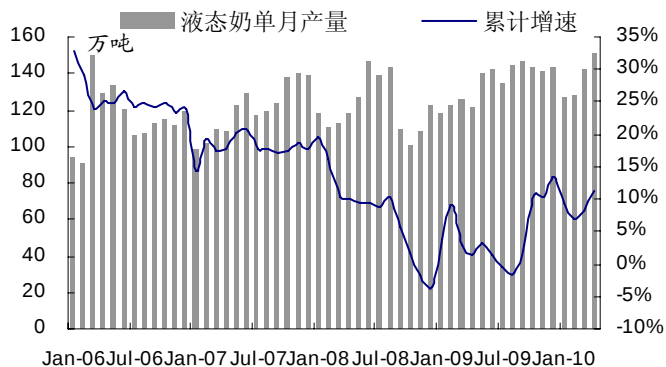
产量

图23、全国乳制品产量



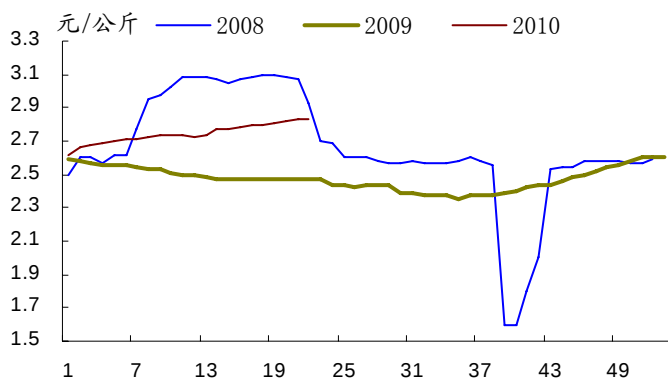
资料来源：国家统计局

图24、全国液态奶产量



资料来源：国家统计局

图25、我国内蒙古原奶周价格（截至2010.5）



资料来源：农业部

图26、我国内蒙古奶牛养殖毛利（截至2010.3）

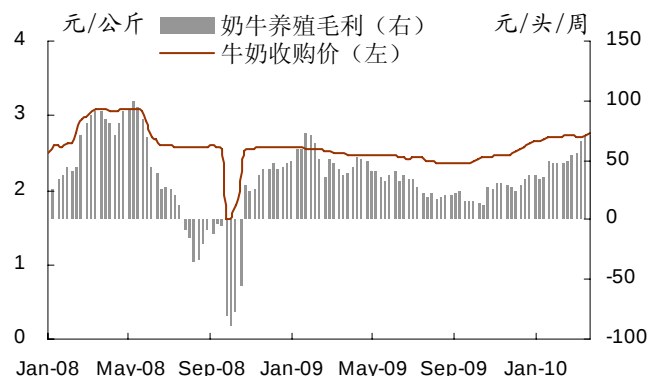
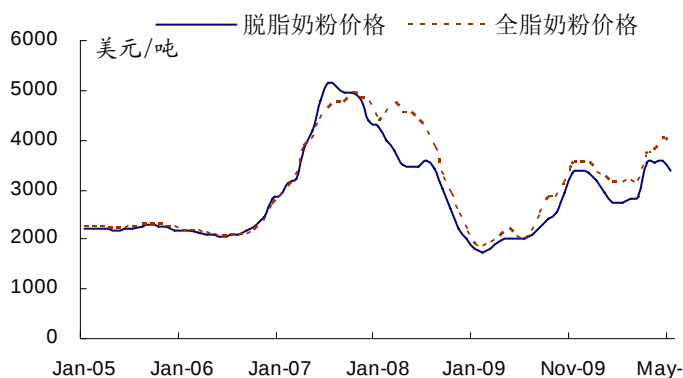


图27、环太平洋地区乳品交易价格走势（截至2010.5）



资料来源：USDA

表4、华北地区原奶收购价

牛场名称	收购方	1月	2月	3月	4月	5月
北京某奶牛场	三元	3.1	3.25	3.2-3.3	3.15	3.15
天津某奶牛场	蒙牛	3.6	3.4-3.6	3.45	3.91	3.91
河北廊坊某奶牛场	伊利	2.8-3.1	2.95	3	3.3	2.9
内蒙古呼和浩特某牛场	蒙牛	3.73	3.4	3.4	3.4	3.4
山西大同某奶牛场	蒙牛	3.58	3.58-3.6	3.6	3.58-3.6	3.55-3.58

资料来源：招商证券研究 注：以上价格为牛场结算价格，不包括奶站和运输费用，单位为：元/公斤

表5、伊利全国各地原奶收购价

地区	4月	3月	2月	交售单位	存栏（头）
河北某奶牛场	3.3	3	2.95	伊利	1600多
山东某牛场	3.2	3.2	3.1	伊利	3000
湖北某奶牛场	3.2	3.59	3.58	伊利	800
陕西某牛场场	3.7	3.5	3.55	伊利	4500
宁夏某奶牛场	3.55	3.55		伊利	500
甘肃某奶牛场	3.4	3.3		伊利	1200
新疆某牧场	3.6	3.5		伊利	2400
平均	3.42	3.38	3.30		

资料来源：招商证券研究注：以上价格为牛场结算价格，不包括奶站和运输费用，单位为：元/公斤

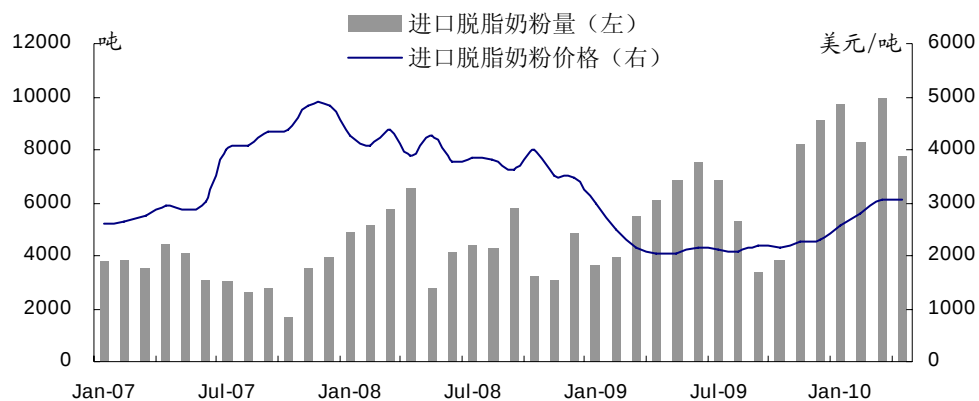
表 6、欧洲各国原奶收购价

国家	4 月	3 月	2 月
德国	2.3-2.4	2.4	2.4
荷兰	2.9	2.9	2.9
法国	2.8-3.0	2.7	2.7
英国	2.9	2.9	2.8
意大利	3	3	3.1
瑞典	3.1	3.2	3.2
挪威	4.5-5.0	4.5-5.0	4.5-5.0
波兰	4		
爱尔兰	2.5		
丹麦	2.7		
比利时	2.6-2.7		

资料来源：招商证券研究 注：以上价格为牛场结算价格，不包括奶站和运输费用，单位为：元/公斤

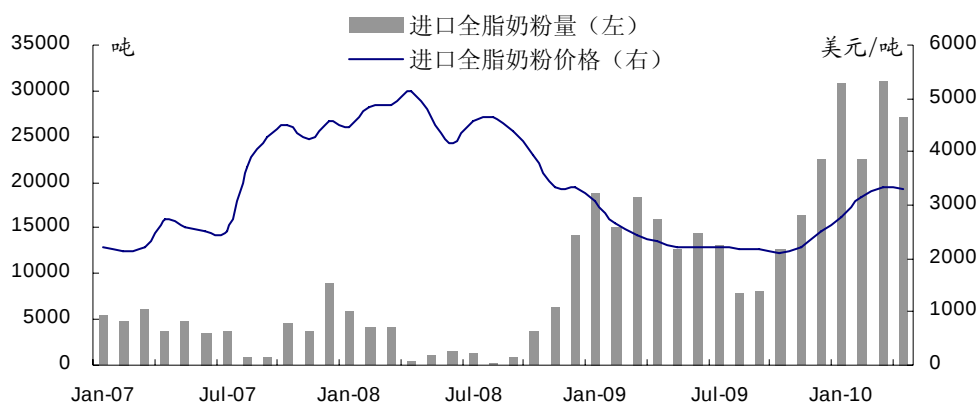
进口奶粉量维持高位，价格继续走高，国内原奶价格继续上涨，企业成本压力大。1-4 月进口奶粉量继续高速增长，脱脂奶粉和全脂奶粉分别同比增长 87%和 64%，吨价为 3075 美元和 3307 美元，较最低位时涨幅已接近 50%。环太平洋乳品交易价格 5 月上旬再创新高。国内原奶价格自 2009 年 9 月起一路上涨，5 月底十省主产区奶农出场价格在 2.83 元，企业收购价基本在 3.3 元以上，成本压力显著。

图 28、我国进口脱脂奶粉量价情况（截止 2010 年 4 月）



资料来源：国家海关总署

图 29、我国进口全脂奶粉量价情况（截止 2010 年 4 月）



资料来源：国家海关总署

肉类行业

图 30、全国鲜冷藏冻肉产量

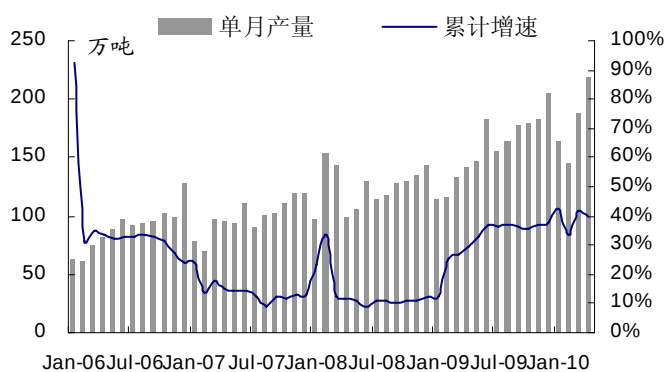


图 31、山东鲜冷藏冻肉产量

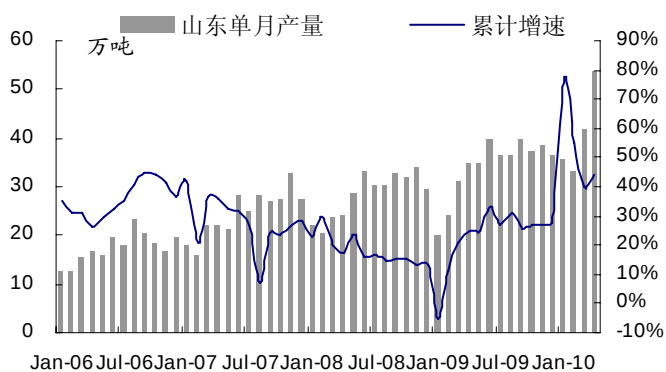


图 32、四川鲜冷藏冻肉产量

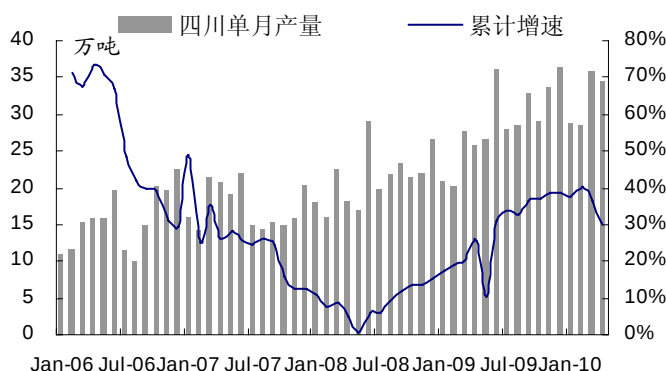
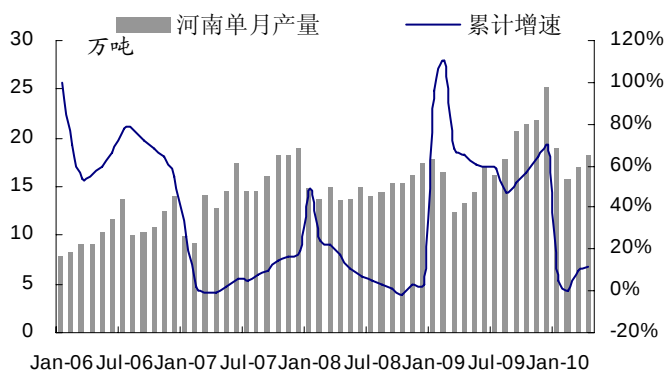


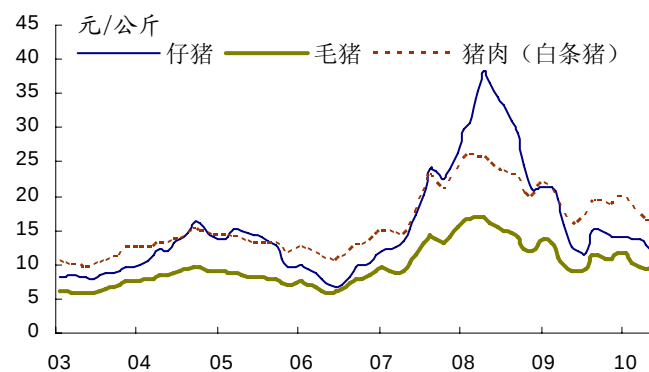
图 33、河南鲜冷藏冻肉产量



资料来源：国家统计局，注：08 年增速是统计局直接公布值，09 年起产量增速值是冷鲜藏肉和冻肉量追溯加总后的比值

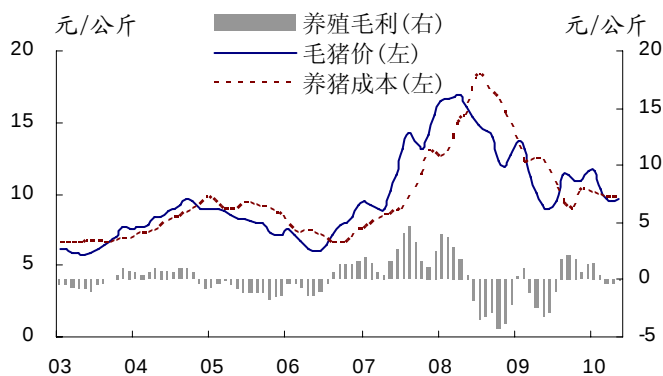
4 月小幅反弹后，5 月猪肉价格又出现下跌，主要原因为国内放开美国、波兰等国的猪肉进口，不过我们认为继续下跌为短期走势，生猪存栏已开始明显下降，政府收储也在有序进行，维持对猪肉价格平稳上涨的判断。

图 34、全国仔猪、活猪、猪肉价格走势（截至 2010.4.2）



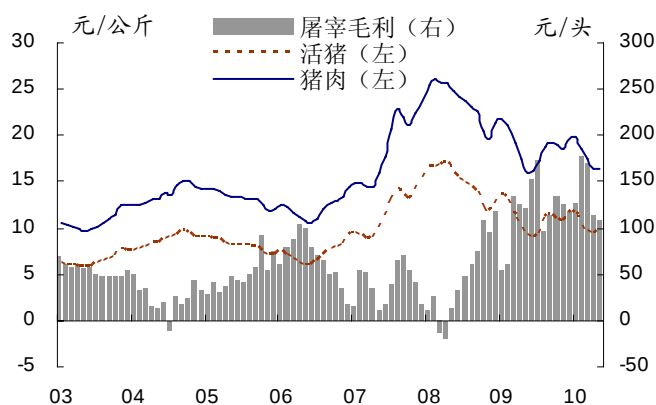
资料来源：农业部

图 35、全国生猪养殖业毛利变化



资料来源：农业部、招商证券研发中心

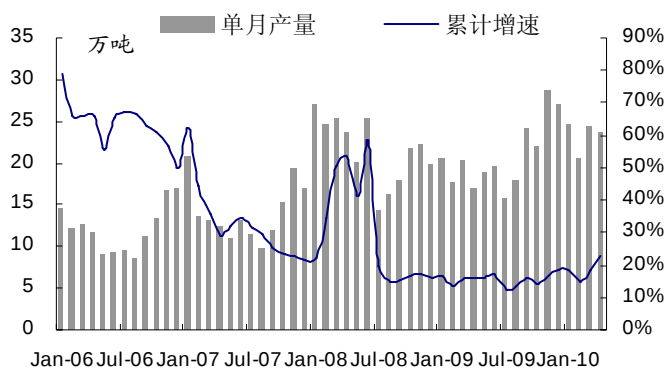
图 36、全国生猪屠宰业毛利变化



注：我们弃用业内广泛使用的猪粮比数据

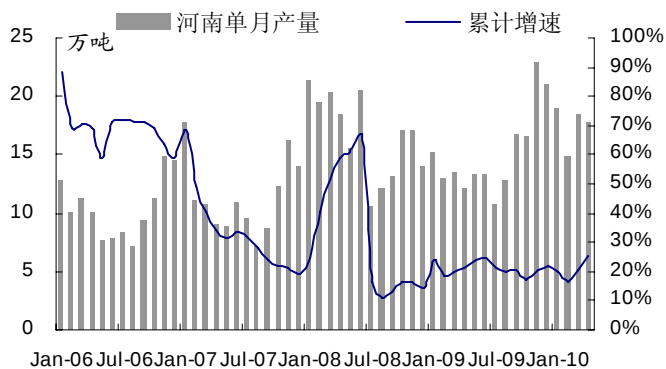
速冻米面食品和酵母制品

图 37、全国速冻米面食品产量



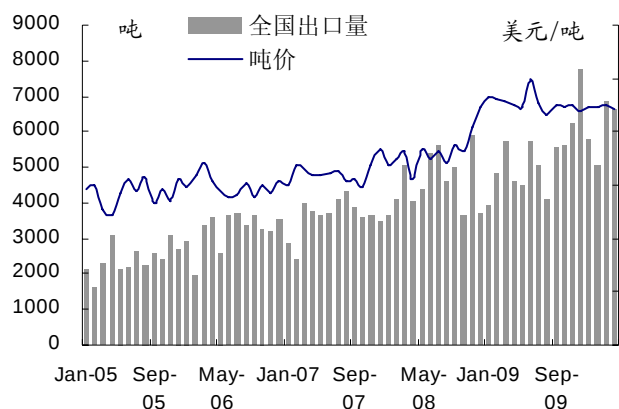
资料来源：国家统计局

图 38、河南速冻米面食品产量



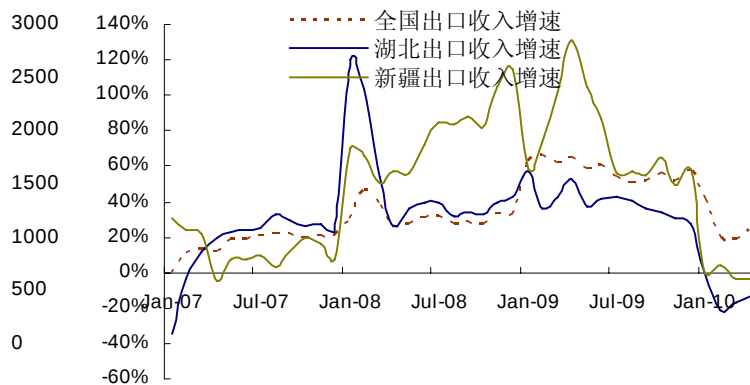
资料来源：国家统计局

图39、全国活性酵母出口量价



资料来源：国家统计局

图40、全国、湖北、新疆活性酵母出口收入累计增速



资料来源：国家统计局

速冻米面食品增速有所提高，酵母出口环比有所回升。全国活性酵母出口在2、3月份增速接近20%，4月份累计增速23.9%，有所回升。

附二、部分集团公司协会数据，仅供参考

注：1-2月集团公司收入利润和销售产值数据请参阅《食品饮料业2010年2季度策略-阳型公司阴型战术 阴型公司阳型战略》2010/4/15。

工业销售产值增速

表7、部分集团公司销售产值“累计增速”

	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Feb-10	Mar-10	Apr-10
白酒	25.64%	27.37%	27.86%	33.39%	36.14%	36.40%
贵州茅台	19.01%	17.10%	14.17%	20.45%	27.27%	30.70%
山西汾酒	45.95%	40.82%	27.49%	70.34%	61.99%	60.80%
伊力特	20.48%	19.68%	20.65%	19.06%	18.58%	21.72%
西凤酒	77.95%	70.62%	59.87%	111.49%	75.84%	76.43%
老白干	12.69%	19.97%	26.37%	27.99%	28.92%	28.76%
葡萄酒	14.69%	16.45%	20.72%	30.72%	30.24%	31.12%
张裕	-2.79%	2.12%	8.36%	77.60%	79.40%	75.42%
王朝	-18.48%	-16.15%	-3.30%	-10.59%	-9.45%	-19.67%
ST中葡	-17.04%	-25.68%	-26.16%	-71.70%	-73.31%	-55.51%
通葡股份	-24.51%	-25.60%	-26.26%	3.31%	9.46%	-4.99%
沙城长城	14.00%	11.57%	8.39%	22.36%	-15.43%	-15.60%
烟台长城	45.79%	41.94%	39.21%	17.81%	55.77%	48.26%
烟台威龙	15.02%	13.90%	11.62%	0.07%	0.08%	-1.44%
啤酒	11.45%	10.82%	11.54%	10.28%	13.65%	10.69%
青啤山东	15.61%	14.86%	13.75%	24.30%	24.92%	20.32%
燕京北京	11.61%	10.72%	11.08%	7.49%	8.80%	-7.94%

敬请阅读末页的重要说明

	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Feb-10	Mar-10	Apr-10
珠江广东	-18.97%	-18.48%	-17.19%	-38.39%	-0.51%	0.32%
雪津福建	-12.54%	-12.18%	-12.33%	7.99%	9.81%	2.92%
燕京漓泉	29.40%	29.01%	28.08%	22.68%	25.98%	25.26%
燕京惠泉	7.92%	6.52%	6.61%	-25.44%	-17.45%	-21.72%
重啤重庆	8.74%	8.87%	10.64%	2.44%	11.38%	3.06%
华润沈阳	28.56%	26.50%	21.74%	10.20%	10.56%	9.54%
啤酒花	28.46%	26.61%	19.09%	18.60%	-45.20%	-0.94%
西藏发展	51.20%	49.78%	49.71%	3.35%	5.97%	6.33%
乳业	11.12%	12.85%	13.70%	21.75%	20.75%	19.58%
光明（母）	9.18%	9.49%	10.48%	21.65%	18.61%	21.04%
完达山	29.81%	29.46%	32.20%	5.49%	-0.09%	10.90%
肉制品	18.39%	19.28%	19.41%	30.98%	32.01%	31.20%
双汇发展	-0.04%	1.22%	1.58%	18.88%	18.68%	17.16%
调味品	20.28%	20.79%	21.47%	25.84%	30.73%	31.85%
恒顺醋业	11.75%	11.95%	3.77%	51.84%	42.79%	35.78%
软饮料	18.58%	19.54%	19.56%	19.72%	21.38%	24.43%
承德露露	-21.90%	-19.50%	-6.56%	98.96%	86.16%	87.13%

资料来源：招商证券研究、行业协会

表 8、部分集团公司销售产值“单月增速”

	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Feb-10	Mar-10	Apr-10
白酒	22.49%	42.55%	30.45%	41.47%	40.01%	36.64%
贵州茅台	-28.02%	-5.74%	-4.60%	31.38%	63.30%	48.57%
山西汾酒	57.98%	-5.78%	-40.10%	17.63%	40.79%	54.60%
伊力特	10.48%	13.29%	70.55%	19.35%	17.61%	32.70%
西凤酒	119.68%	25.71%	6.77%	53.60%	13.99%	78.71%
老白干	865.79%	384.71%	167.82%	131.55%	32.33%	17.90%
葡萄酒	28.57%	28.66%	37.13%	25.53%	29.26%	34.37%
张裕	8.93%	55.25%	-16.21%	50.08%	82.80%	62.14%
王朝	-27.84%	6.24%	65.63%	-12.42%	-6.14%	-55.33%
ST 中葡	44.99%	-78.88%	-30.14%	-76.90%	-75.10%	6.22%
通葡股份	8.54%	-42.60%	-31.47%	204.82%	48.17%	-58.23%
沙城长城	118.41%	-7.98%	-12.01%	4.73%	-55.73%	-16.26%
烟台长城	13.88%	12.70%	13.37%	120.59%	96.12%	36.00%
烟台威龙	-16.99%	0.58%	-17.21%	0.09%	0.10%	-5.27%
啤酒	7.54%	10.68%	26.99%	8.06%	17.62%	6.55%
青啤山东	20.10%	3.17%	-0.93%	20.22%	26.12%	8.50%
燕京北京	11.38%	-7.61%	18.50%	25.59%	10.94%	-11.54%
珠江广东	-16.59%	-11.12%	-1.13%	-44.63%	46.35%	2.46%
雪津福建	-15.57%	-7.18%	-14.45%	14.82%	13.53%	-9.59%
燕京漓泉	27.48%	23.57%	8.39%	33.46%	32.62%	23.24%
燕京惠泉	-6.31%	-17.03%	8.51%	10.61%	3.23%	-32.36%
重啤重庆	-10.37%	11.87%	59.75%	19.18%	14.08%	-15.00%
华润沈阳	11.29%	1.97%	-20.34%	32.12%	11.23%	6.75%
啤酒花	54.28%	0.84%	-43.33%	27.87%	-120.79%	21.17%
西藏发展	21.01%	37.13%	49.07%	2.99%	11.66%	7.60%
乳业	47.76%	36.16%	21.23%	16.55%	18.03%	18.31%
光明（母）	44.41%	13.13%	25.62%	15.99%	12.97%	28.74%
完达山	19.95%	26.31%	55.37%	28.87%	-11.60%	37.35%

敬请阅读末页的重要说明

	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Feb-10	Mar-10	Apr-10
肉制品	22.85%	24.54%	19.64%	23.57%	33.97%	28.64%
双汇发展	18.60%	15.45%	5.64%	-6.68%	18.29%	12.77%
调味品	27.33%	24.97%	25.08%	21.49%	37.78%	34.55%
恒顺醋业	43.67%	13.87%	-38.64%	164.18%	25.74%	15.38%
软饮料	29.24%	27.86%	20.16%	10.17%	37.78%	30.40%
承德露露	-45.20%	71.13%	179.86%	204.33%	35.11%	98.08%

资料来源：招商证券研究、行业协会

产品销售收入与工业销售产值的联系与区别：销售收入核算的对象、价格、方法与工业销售产值（现行价）一致，区别在于核算范围的不同，1）销售收入一般以是否完成销售即收到货款为依据，包括上期销售在本期收到的货款，不包括本期已销售但未收到的货款，因此遵循的是以产品的实现为计算原则；而工业销售产值反映的是企业的实物运动，以所有权是否转移为原则，因此不论是否收到货款，都按本期实际销售量计算。2）工业销售产值既包括对外销售的产品和劳务，也包括向本企业内非物质生产部门提供的产品和劳务；而产品销售收入不包括向本企业内非物质生产部门提供的产品和劳务。

参考报告：

1. 《恒顺醋业（600305）-销售网络开始编织 战术战略尚需升级》2010/6/3
2. 《洋河股份（002304）-关注产业整合、产品结构及产能扩张》2010/5/31
3. 《贵州茅台（600519）-集团增持托底股价，税负降低不无可能》2010/5/31
4. 《山西汾酒（600809）-渠道下沉初试点，业绩释放有余力》2010/5/19
5. 《五粮液（000858）-短期业绩有待释放，长期改善需要耐心》2010/5/17
6. 《洋河股份（002304）-扩张产能，整合双沟，引领苏酒振兴》2010/5/11
7. 《贵州茅台（600519）-见面会未达预期，情绪泄始成真底》2010/4/30
8. 《ST 伊利（600887）-收入增长尚可，成本压力加大》2010/4/27
9. 《贵州茅台（600519）-消费税侵蚀利润，基本面相当稳健》2010/4/26
10. 《双汇发展（000895）-资产注入进行时，静待业绩增厚效应》2010/4/26
11. 《泸州老窖（000568）-染泉模式发挥效用，年份特曲运筹帷幄》2010/4/23
12. 《山西汾酒（600809）-改革崛起关键之年》2010/4/21
13. 《安琪酵母（600298）-成长与价值兼备，长持与短投皆宜》2010/4/20
14. 《洋河股份（002304）-业绩高增彰显价值，收购双沟锦上添花》2010/4/20
15. 《食品饮料业 2010 年二季度投资策略-阳型企业阴型战术 阴型企业阳型战略》2010/4/15
16. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之八-进口葡萄酒：西风东渐》2010/4/8
17. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之七 - 张裕 A（000869）全国战略，分类营销》2010/4/7
18. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之六-郎酒：群郎所过_所剩无几》2010/4/6

19. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之五 - 山西汾酒（600809）新模式培训提升经销商业务能力》2010/4/5
20. 《贵州茅台（600519）-业绩跌眼镜，预收创新高》2010/4/2
21. 《酒鬼酒（000799）-人事地震，潜龙勿用》2010/4/2
22. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之四-水井坊（600779）销售转型孕育发展》2010/4/1
23. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之三 - 金种子酒（600199）终端制胜的典范》2010/3/30
24. 《黑牛食品（002387）-躬耕者，有其田》2010/3/29
25. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之二 - 酒鬼酒（000799）招商引资过亿元》2010/3/29
26. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之一 - 古井贡酒（000596）五年大发展，市值扩三倍》2010/3/22
27. 《安琪酵母（600298）-新年迎来开门红，利润提升手段多》2010/3/8
28. 《双汇发展（000895）-议案被否，公司宜给予合理对价》2010/3/8
29. 《水井坊(600779)-DIAGEO 控股尘埃落定》2010/3/2
30. 《洋河股份（002304）-未来增长仍看省外扩张与结构提升》2010/2/9
31. 《安琪酵母（600298）-年报是持续高成长的宣言》2010/2/8
32. 《食品饮料业 2010 年 2 月月报-布局一季报行情》2010/2/2
33. 《金枫酒业（600616）-开启石库门，笑迎天下客》2010/1/24
34. 《光明乳业（600597）-股权激励方案点评》2010/1/21
35. 《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2010/1/7
36. 《沱牌曲酒（600702）-取舍之间 方显智慧》2010/1/6
37. 《食品饮料业-关注世博会主题投资机会》2010/1/5

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。