

食品饮料行业 2010 年中期投资策略

期待啤酒消费旺季的到来

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

分子行业投资机会

白酒。行业利润增速与 GDP 增速的关系十分密切, 根据 5 月份经济数据判断, 经济快速降温的可能性较大, 因此白酒行业下半年的利润增速放缓的概率较大。现阶段, 白马股估值较便宜, 部分品种 PE 估值水平已接近历史低位, 可提前潜伏。

啤酒。受天气等因素的影响, 4、5 月份销售增速缺乏亮点、停滞不前, 但随着 6 月 11 日世界杯的开幕, 6、7 月份啤酒销售增速有望回升。2010 年上半年大麦成本同比下滑, 下半年成本压力可能增加。通过分析行业的竞争态势, 我们认为啤酒行业已经进入了品牌竞争的阶段。华润雪花、青岛啤酒等行业垄断开始注重盈利, 而不是单纯的市场份额扩大。寡头垄断的格局正在形成, 行业盈利爆发式增长的时点渐行渐近。

葡萄酒。仍是我们长期最看好的行业。1-5 月份行业数据显示葡萄酒需求十分旺盛。

乳业。2010 年乳企成本压力增大, 国内原奶和国际乳制品价格均持续上升。行业的盈利能力将取决于相关企业的费用投入情况。

2010 年下半年投资策略

我们认为投资标的的选择可以考虑短期业绩爆发力和长期业绩成长的动力。结合上述投资理念和现阶段的市场环境, 我们认为下半年食品饮料板块存在以下投资机会:

- 随着消费旺季的到来, 啤酒行业获得超额收益的可能性较大。
- 关注估值处于低位的名白酒企业。
- 关注业绩超预期概率较大的安琪酵母和星湖科技。

下半年我们主要推荐 4 个品种: 青岛啤酒、泸州老窖、安琪酵母、星湖科技。

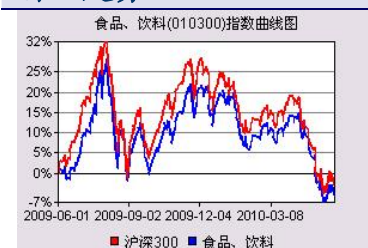
行业评级



前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-9.34%	-15.67%	-5.28%
沪深 300	-9.59%	-16.58%	-2.98%

目录索引

我们的最新观点	3
白酒：低估值下的投资机会	3
基本观点	3
行业近况和短期发展趋势	4
啤酒：消费升级趋势明显	6
基本观点	6
行业发展的长期趋势	6
行业近况和短期发展趋势	9
葡萄酒：依然是我们最看好的子行业	11
基本观点	11
行业近况和短期发展趋势	12
黄酒：销售低迷的态势仍难有改观	13
乳制品：原奶价格上涨、成本压力增大	13
基本观点	13
行业近况和短期发展趋势	14
2010 年中期投资策略	15
重点上市公司跟踪	16
泸州老窖	16
青岛啤酒	16
燕京啤酒	16
张裕 A	17
安琪酵母	17
星湖科技	17
风险提示	18

我们的最新观点

表 1: 2010 年中期各子行业最新观点

	评级	最新观点	推荐公司
白酒	买入	白酒行业利润增速与 GDP 增速的关系十分密切,根据 5 月份经济数据判断,经济快速降温的可能性较大,因此白酒行业下半年的利润增速放缓的概率较大。 现阶段,白马股估值较便宜,部分品种 PE 估值水平已接近历史低位,可提前潜伏。	泸州老窖
啤酒	买入	受天气等因素的影响,4、5月份销售增速缺乏亮点、停滞不前,但随着6月11日世界杯的开幕,6、7月份啤酒销售增速有望回升。 2010年上半年大麦成本同比下滑,下半年成本压力可能增加。 通过分析行业的竞争态势,我们认为啤酒行业已经进入了品牌竞争的阶段。华润雪花、青岛啤酒等行业龙头开始注重盈利,而不是单纯的市场份额扩大。寡头垄断的格局正在形成,行业盈利爆发式增长的时点渐行渐近。	青岛啤酒
葡萄酒	买入	葡萄酒,仍是我们长期最看好的行业。1-5月份行业数据显示葡萄酒需求十分旺盛。	张裕 A
黄酒	持有	黄酒,产量数据显示销售低迷的态势短期内难有改观。分区域看,1-5月份上海、浙江黄酒产量增速均低于行业平均水平。	无
乳业	持有	2010年乳企成本压力增大,国内原奶和国际乳制品价格均持续上升。行业的盈利能力将取决于相关企业的费用投入情况。	伊利股份
食品中间品	买入	推荐业绩超预期概率较大的安琪酵母和星湖科技。	安琪酵母、星湖科技

数据来源:广发证券发展研究中心

白酒:低估值下的投资机会

基本观点

行业发展的长期趋势

- 白酒是中国特有的酒种,品牌价值突出的名白酒具有消费垄断性,如茅台、五粮液、泸州老窖等,受益于通货膨胀,可视为资源股。
- 消费结构持续升级。高档白酒仍有提价空间;散装白酒逐步被品牌白酒取代;中档酒正在提价、放量,弥补高档酒提价之后的市场空间。
- 中西部是白酒的传统消费区域,现阶段经济步入高速成长期,如安徽、河南等,这也是近两年白酒消费量高速增长的原因。
- 未来两年内,二线白酒、中档白酒成长空间较大。

行业近况和短期发展趋势

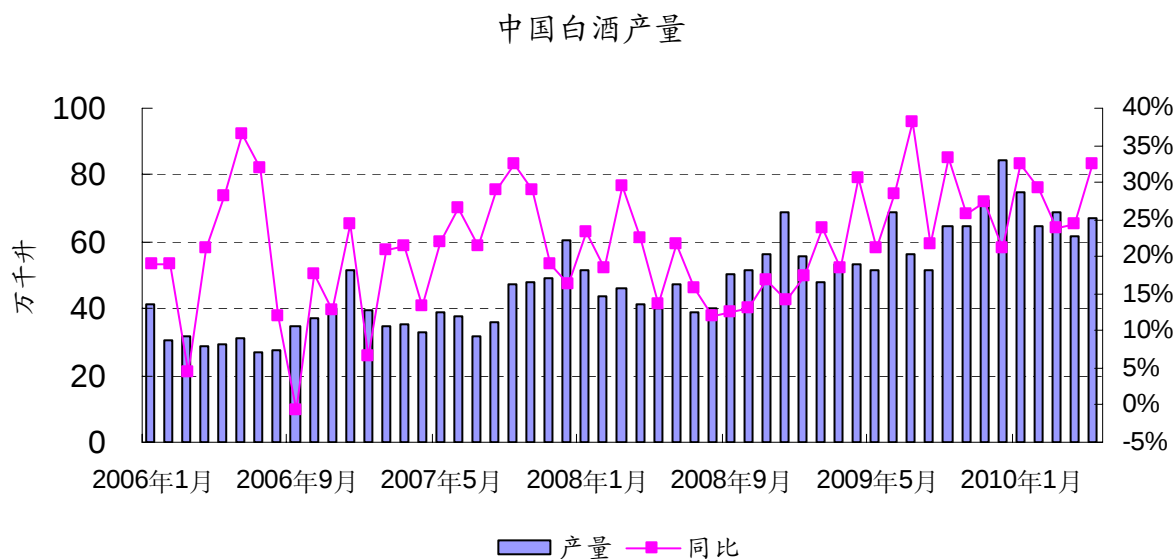
- 2010年1-5月份产量延续09年高速增长的态势。
- 根据5月份经济数据判断，经济快速降温的可能性较大，因此白酒行业下半年的利润增速放缓的概率较大。
- 现阶段，白马股估值较便宜，部分品种PE估值水平已接近历史低位，可提前潜伏。

行业近况和短期发展趋势

1-5月份产量延续09年高速增长的态势。1-5月份白酒产量338.6万吨，同比增长30.6%，延续09年高速增长的态势。5月份单月白酒产量67.1万吨，同比增长32.5%，淡季不淡。

我们在2季度策略报告中也提到，08-09年白酒产量高速增长源于产品结构的升级：（1）散装白酒逐步被品牌白酒取代，这些白酒计入统计局数据；（2）中档酒消费升级，弥补高档酒提价之后的市场空间；（3）中西部白酒的传统消费区域经济步入高速成长期，如安徽、河南等。

图 1：中国白酒产量



数据来源：广发证券发展研究中心

分区域的产量情况来看，1-5月份五粮液、泸州老窖所在四川省增速继续高速增长，贵州省白酒产量也结束了09年持续下滑的局面，开始恢复增长。

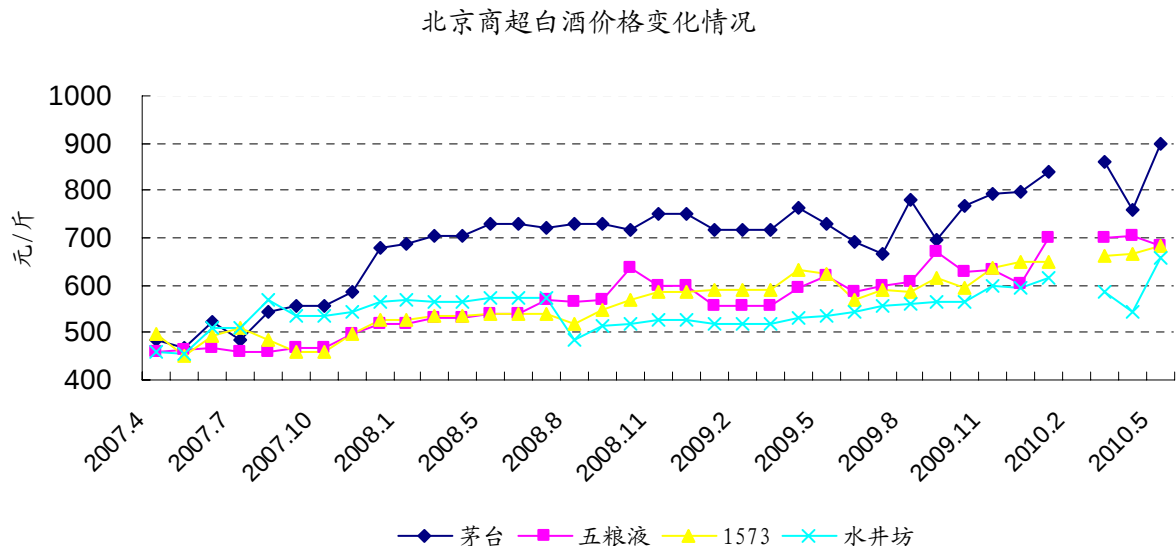
表 2：分地区白酒产量 单位：万吨

	2010.4		2010.5		2010.1-5	
	产量	同比	产量	同比	产量	同比
山西	1.11	20.0%	0.93	75.1%	5.44	16.2%
四川	14.08	31.6%	19.26	77.8%	85.35	52.7%
贵州	1.15	19.7%	1.21	35.1%	5.67	21.7%

数据来源：广发证券发展研究中心

根据糖酒快讯提供的北京商超白酒零售价变化情况，5月份北京地区53° 茅台终端价继续上升，已接近900元/瓶。2010年1-5月1573终端价稳步上升。水井坊近期调整了商超指导价，5月份终端价大幅上升，达到685元/瓶，预计对销售可能造成一定影响。

图 2：中国白酒产量

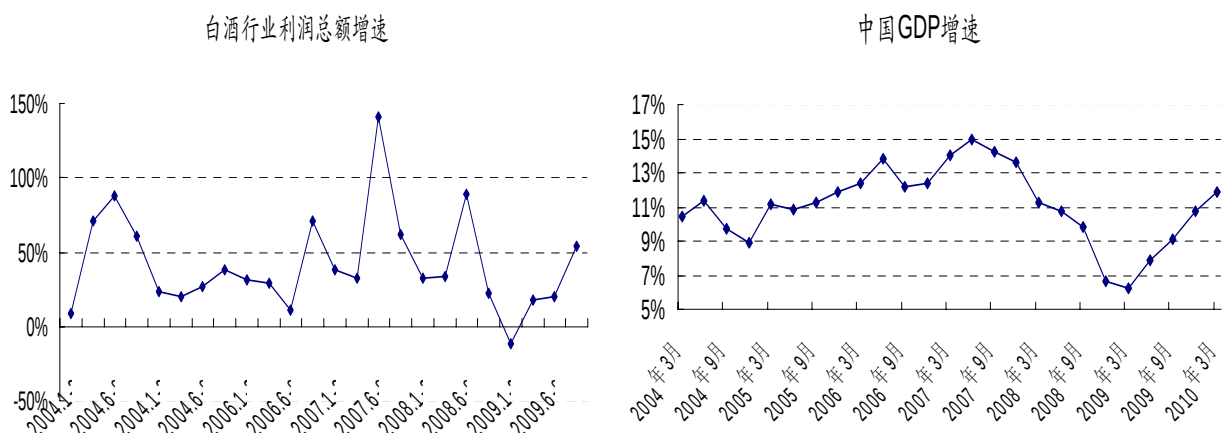


数据来源：糖酒快讯

我们分析季度GDP增速与白酒利润增速总额可以看出，当GDP增速加快之际，白酒行业利润水平加速上涨。而GDP增速放缓之后，白酒行业利润增速大幅放缓、甚至出现负增长。

根据5月份经济数据判断，经济快速降温的可能性较大，因此白酒行业下半年的利润增速放缓的概率较大。

图 3：白酒行业利润增速与GDP增速密切相关



数据来源：广发证券发展研究中心

啤酒：消费升级趋势明显

基本观点

行业发展的长期趋势：

- 行业需求稳步增长，总消费量、人均消费量仍有上涨空间。
- 消费结构持续升级，而且将成为最重要的影响因素。中国啤酒价格、盈利能力偏低，提升空间大。
- 行业竞争虽然激烈，但未来市场份额仍将持续向少数厂家集中。参考美国，中国啤酒行业正处于行业竞争的第二阶段。
- 预计未来5年内啤酒行业的产量增速在7、8%，相比以前大幅放缓。

行业近况和短期趋势分析

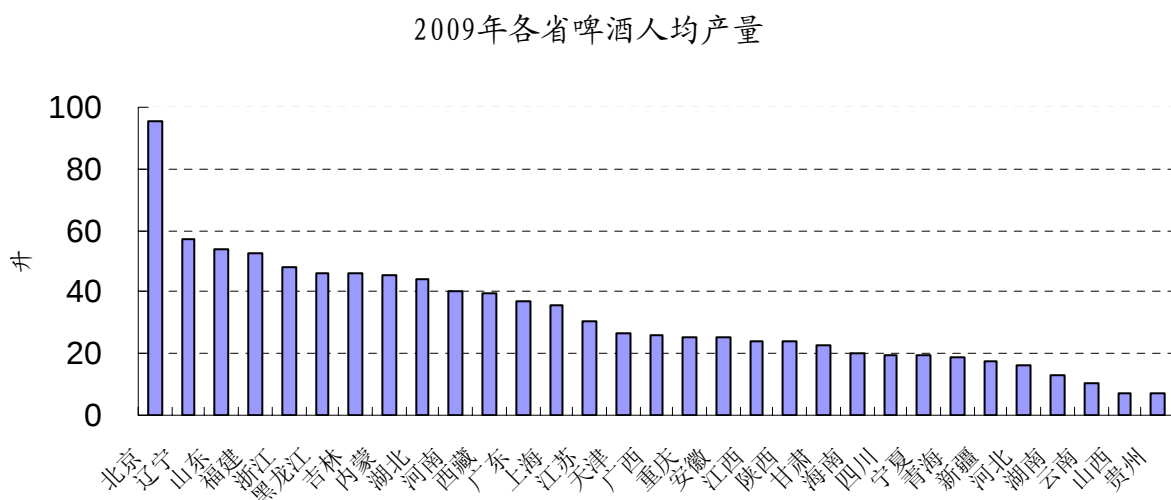
- 受天气等因素的影响，4、5月份销售增速缺乏亮点、停滞不前。但随着6月11日世界杯的开幕，6、7月份啤酒销售增速有望回升。
- 2010年上半年大麦成本同比下滑，下半年成本压力可能增加。
- 华润雪花、青岛啤酒开始追求盈利，而不是单纯的市场份额扩大。寡头垄断的竞争格局正在形成，行业盈利爆发式增长的时点渐行渐近。

行业发展的长期趋势

行业需求已步入稳定增长长期，预计未来5年内啤酒行业的增速在7、8%，相比过去20年大幅放缓。但总消费量、人均消费量仍有上升空间：

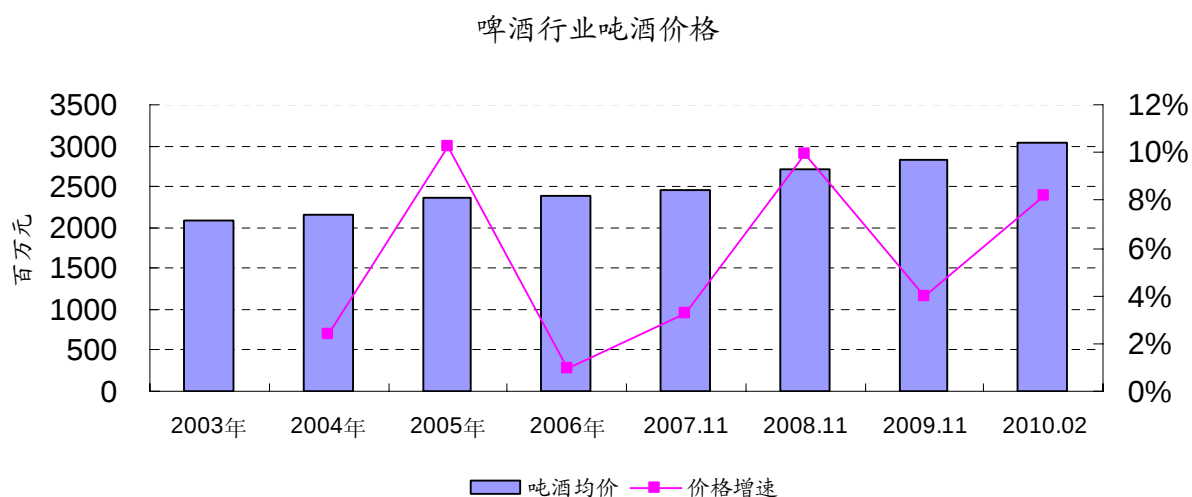
- 中国人口的持续增长和人均收入水平的提高，。
- 对比发达地区和城镇区域，欠发达地区和农村人均消费量仍有较大的提升空间。

图 4：2009年各省啤酒人均产量



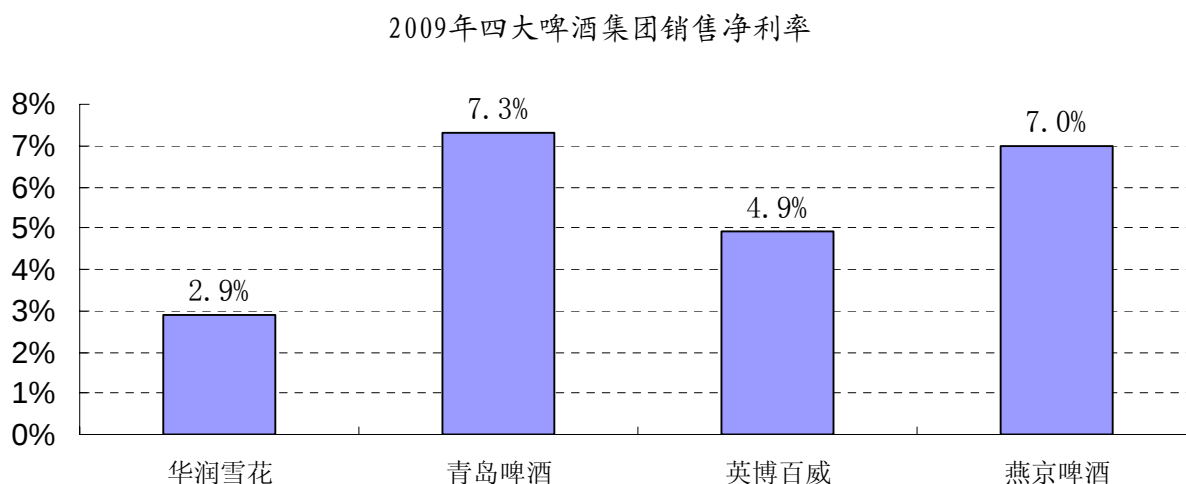
消费结构持续升级，未来将成为啤酒盈利能力最重要的影响因素。中国啤酒价格、盈利能力偏低，提升空间很大。啤酒价格提高、毛利率提高，将对销售净利率较低的啤酒企业盈利能力产生显著影响。

图 5：啤酒行业吨酒价格



数据来源：广发证券发展研究中心

图 6：四大啤酒集团销售净利率



数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：部分啤酒品种和价格 单位：元/瓶

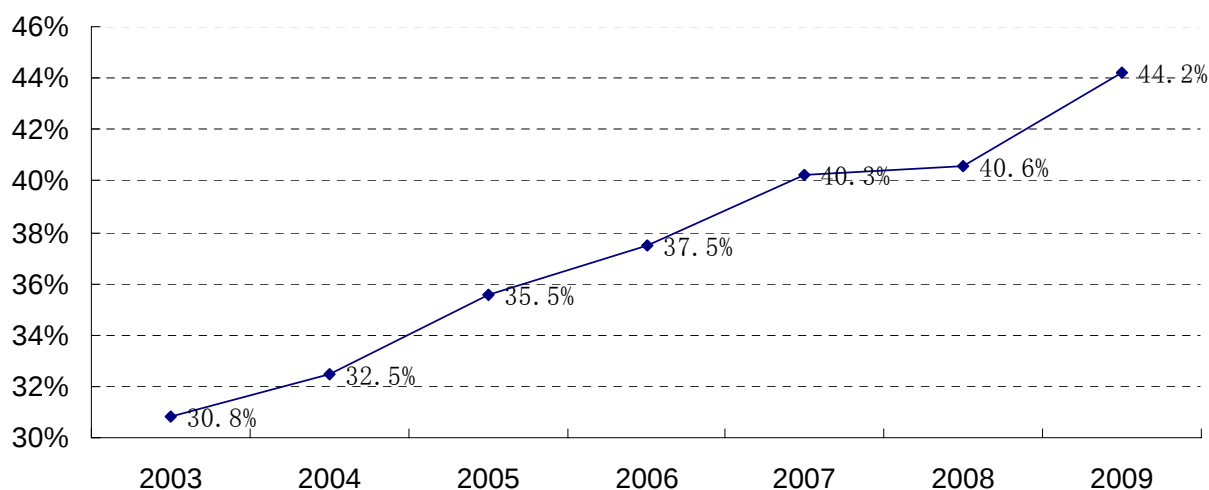
青岛啤酒	青岛大优	青岛纯生	青岛 2000	奥古特（易拉罐）
	4.5	6.7	3.9	8.5
燕京啤酒	燕京鲜啤	燕京纯生		
	3.9	4.8		
华润雪花	雪花天涯	雪花银标		
	4.3	5.38		

珠江啤酒	珠江金装	珠江纯生 10	珠江纯生 11	珠江新清爽
	3.6	4.8	4.9	3.2
百威英博	百威	哈啤		
	5	3.9		

数据来源：广州某商超调研数据

行业集中度持续提高，寡头垄断的市场格局正在形成、行业盈利爆发式增长的时点渐行渐近。03-09年青岛啤酒、燕京啤酒、华润雪花三家所占市场份额平均每年增长2.23%。09年青岛啤酒、燕京啤酒、华润雪花、百威英博占比重已达56%，四家销量增速9.4%，远高于行业4.7%的增幅。

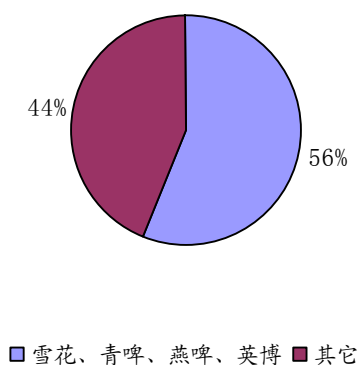
图 7：青岛啤酒、燕京啤酒、华润雪花三大集团啤酒销量所占市场份额



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 8：青岛啤酒、燕京啤酒、华润雪花、百威英博四大集团啤酒销量所占市场份额

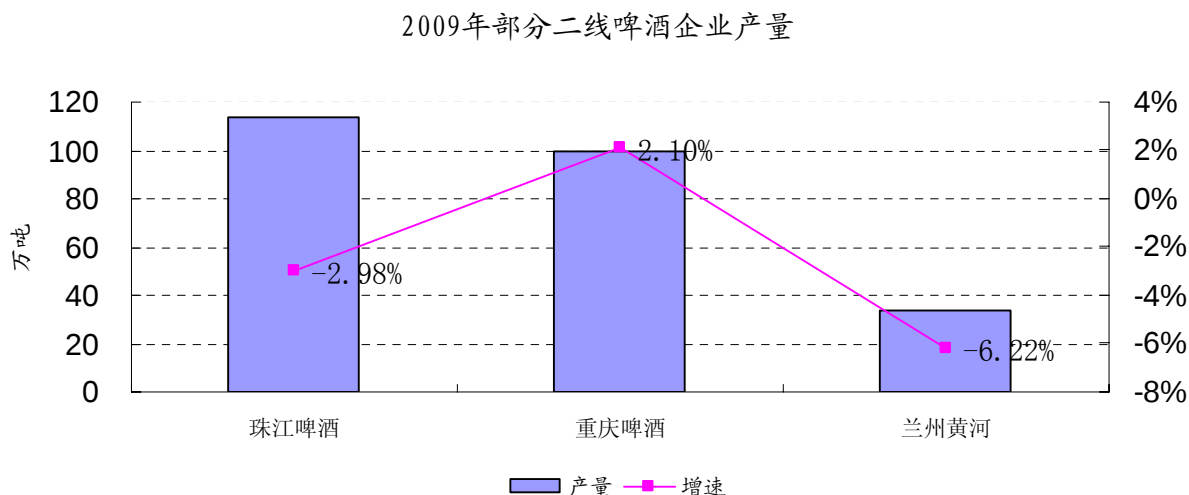
2009年前四啤酒企业占行业产量的比重



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

二线啤酒难以撼动龙头企业的垄断地位。分析09年部分二线啤酒上市公司，可以发现由于受到一线啤酒企业的挤压，产销量增速均低于行业平均水平。

图 9：部分二线啤酒企业 2009 年产量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

根据苏特赛的统计数据，2009年21个大中城市中，各品牌市场份额50%或50%以上的城市如下，四足鼎立的局面正在形成：

- 雪花-成都、大连、沈阳、南京、天津
- 青岛-济南、西安、深圳
- 燕京-北京、南宁、株洲
- 百威-福州、厦门

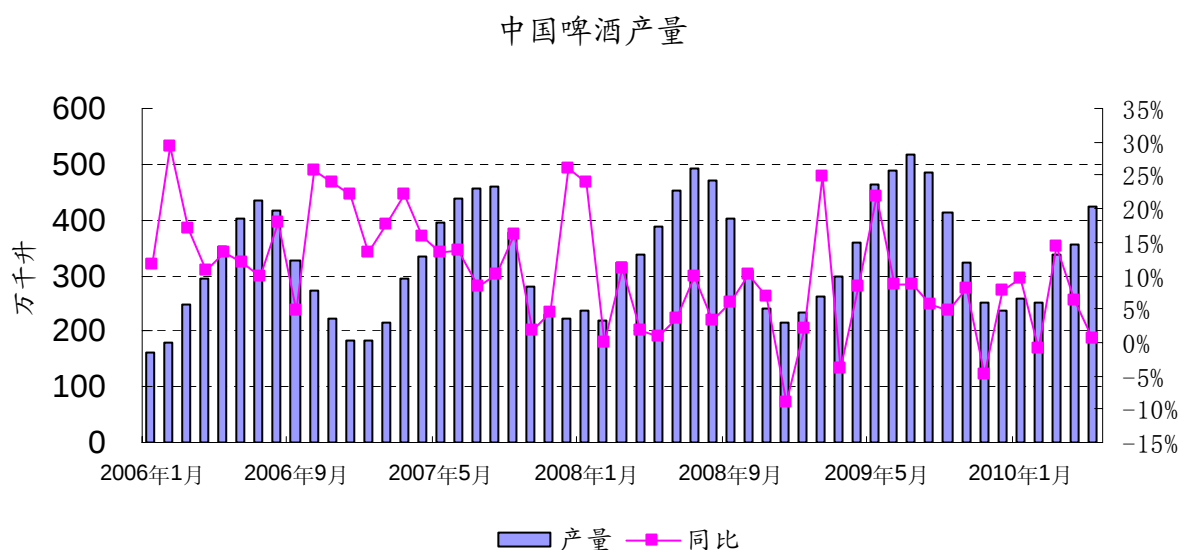
随着行业集中度的提高，我们可以看到啤酒企业开始更注重增长的质量，而不是单纯的市场份额扩大。华润雪花09年上半年已经开始战略转型，持续推出高端产品，牺牲利润换取市场的增长方式不可持续。青岛啤酒主品牌投入较大，保持了高速增长。百威英博09年虽然销量下滑了2.4%，但百威和哈尔滨两个分别增长12.1%、9.3%。

我们认为未来啤酒行业发展的主题是消费升级，相对白酒和葡萄酒，吨酒均价的提升对啤酒盈利能力的影响最为显著。综合考虑品牌影响力、行业的发展态势，青岛啤酒有望成为消费升级过程中最大的赢家。

行业近况和短期发展趋势

销售增速缺乏亮点。4、5月份啤酒产量356.7万吨、422.7万吨，同比增长6.2%、0.5%。1-5月份产量1615.5万吨，同比增长4.8%。销量增速无惊喜、缺乏亮点，预计与气温较低有关。随着6月11日世界杯的开幕，6、7月份啤酒销售增速有望回升。

图 10: 中国啤酒产量



数据来源：国家统计局

分区域情况来看，2010 年 1-5 月份，青啤、燕啤的强势区域山东、广东、内蒙、广西增速均高于行业平均水平，但北京、陕西、福建出现负增长。

表 4: 分地区啤酒产量 单位：万吨

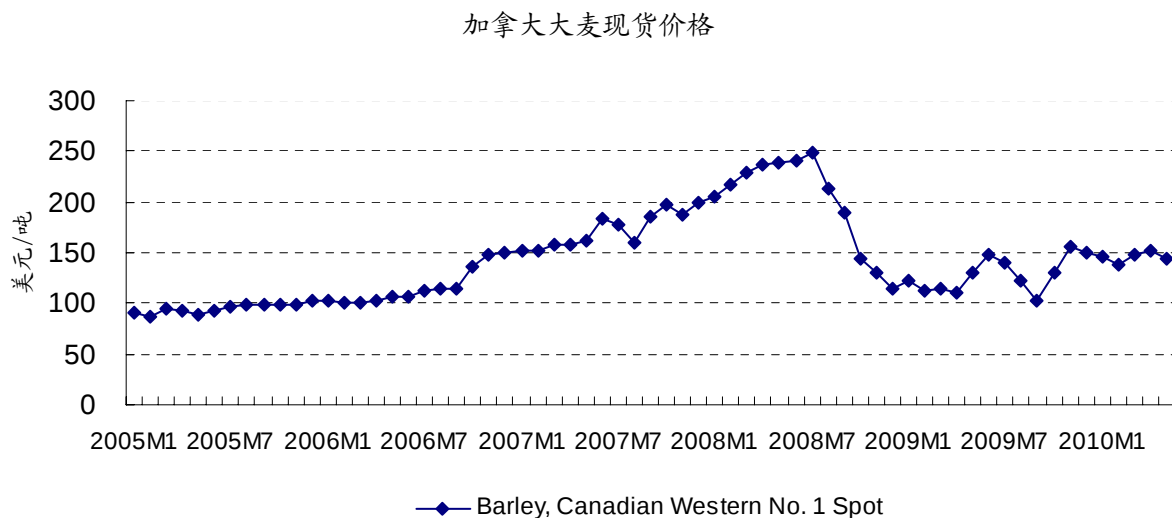
	2010.4		2010.5		2010.1-5		
	产量	同比	产量	同比	产量	同比	对应企业
山东	50.1	20.2%	59.1	28.2%	219.1	18.2%	青岛啤酒
广东	27.3	11.6%	33.7	1.4%	128.0	9.8%	
陕西	6.0	-15.6%	8.2	4.2%	33.0	-8.0%	
北京	13.0	-11.0%	18.1	-10.1%	57.3	-7.2%	燕京啤酒
内蒙	9.4	9.4%	10.1	-8.3%	44.0	10.5%	
福建	13.3	-18.8%	16.3	-12.9%	63.5	-9.5%	
广西	10.6	18.5%	11.8	19.0%	54.0	17.0%	重庆啤酒
重庆	5.1	-6.7%	6.4	1.1%	26.3	0.4%	
甘肃	6.3	0.2%	6.6	8.6%	29.6	7.9%	兰州黄河

数据来源：国家统计局

2010 年上半年大麦成本同比下滑，下半年成本压力可能增加。加麦现货价格 3、4 月份小幅回升，5 月份开始回落。进口大麦价格同比仍较低。

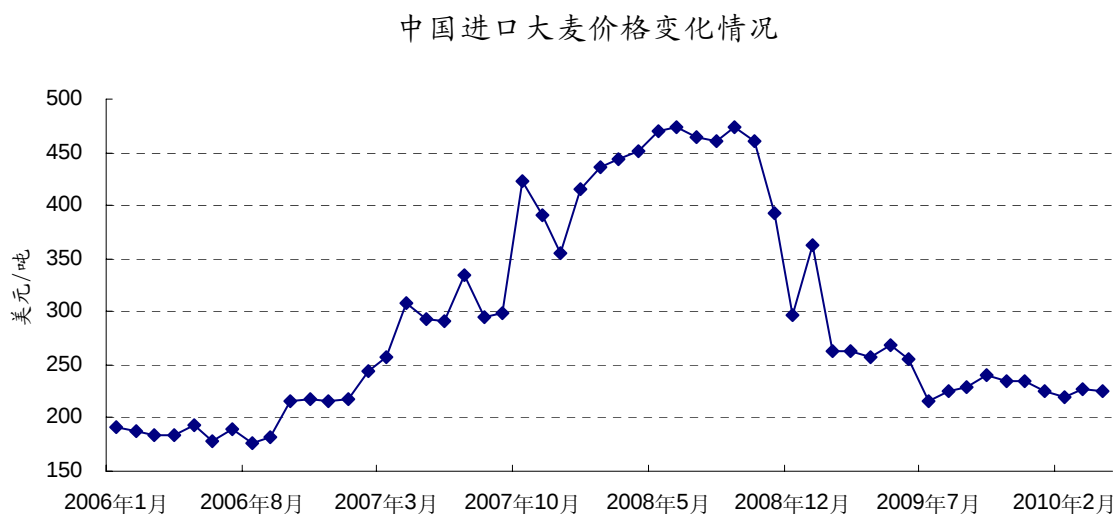
啤酒行业盈利能力与原料成本的关联度很大。由于 09 年上半年啤酒企业仍在消化高价大麦，预计 2010 年业绩二季度业绩将有良好表现。

图 11: 加拿大大麦现货价格



数据来源: IMF

图 12: 中国进口大麦价格



数据来源: 广发证券发展研究中心

葡萄酒: 依然是我们最看好的子行业

基本观点

行业发展的长期趋势:

- 人均消费基数较低、成长空间大。
- 代表健康消费的理念、未来成长的确定性高。
- 瓶装葡萄酒进口量虽然增速很快,但消费量占比仍较小,短期内不会对国内葡萄酒行业造成较大威胁。
- 预计未来5年内葡萄酒销量的增速在15%以上,保持高速增长。

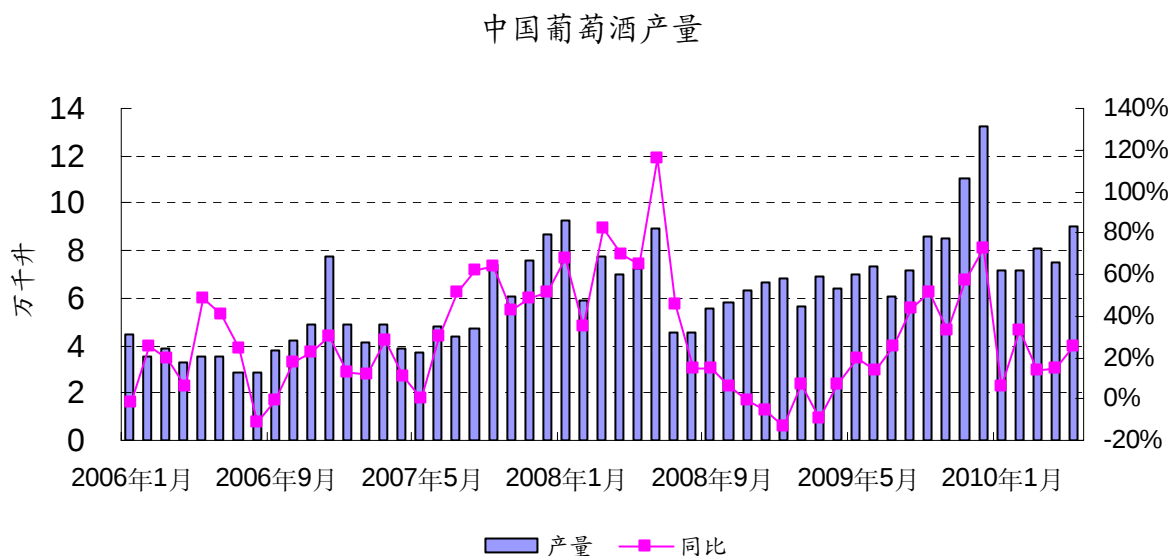
行业近况和短期趋势分析

- 葡萄酒1-5月份产量高速增长，增速仅次于白酒，加上进口葡萄酒，行业需求十分旺盛。

行业近况和短期发展趋势

葡萄酒1-5月份产量高速增长，增速仅次于白酒。4、5月份规模以上企业葡萄酒产量7.51、9.03万吨，同比增长14.9%、25.3%，5月份增速较快。1-5月产量增速为18.5%，仅次于白酒。

图 13: 中国葡萄酒产量



数据来源：国家统计局

分区域看，1-5 月份山东、甘肃产量增速低于行业水平，而天津、吉林、新疆则高于行业平均水平。

表 5: 分地区葡萄酒产量 单位：万吨

	2010.4		2010.5		2010.1-5		对应企业
	产量	同比	产量	同比	产量	同比	
天津	0.37	42.9%	0.31	6.7%	1.92	27.8%	王朝酒业
吉林	1.53	9.9%	2.84	85.7%	9.17	45.6%	通葡股份
山东	3.00	6.1%	2.99	9.1%	15.29	13.0%	张裕
甘肃	0.13	164.3%	0.08	-35.6%	0.51	15.0%	莫高股份
新疆	0.08	195.0%	0.08	68.7%	0.47	170.0%	st 中葡

数据来源：国家统计局

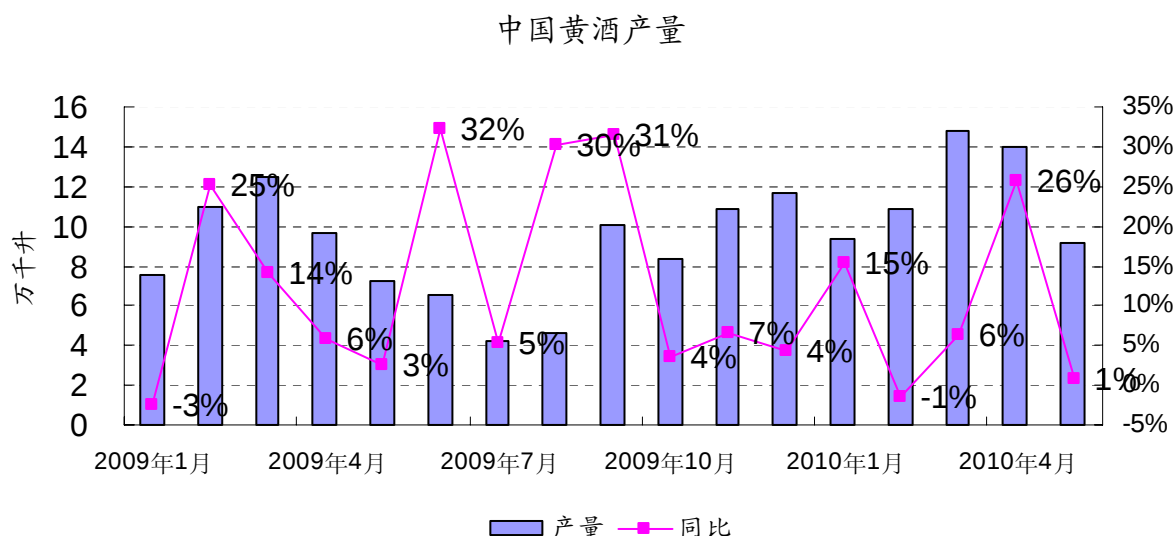
2L 以下瓶装进口酒大幅增长，我们认为无须过于担心，可参考我们在 2010 年年度策略中的分析。2010 年 1 季葡萄酒进口量为 5.52 万千升，其中瓶装酒 3.26 万千升，散装酒 2.26 万千升。1 季度瓶装酒进口量占中国葡萄酒消费量的比例大约为 13%，基数较小。

黄酒：销售低迷的态势仍难有改观

1-5月份产量增速无惊喜。1-5月份规模以上企业黄酒产量60.5万吨，同比增长12.5%。产量增速缺乏惊喜，销售低迷的态势仍难有改观。

分区域看，1-5月份上海黄酒产量同比增长7.9%。浙江黄酒产量同比下滑5.3%，均低于行业平均水平。

图 14：中国黄酒产量



数据来源：国家统计局

表 6：分地区黄酒产量 单位：万吨

	2010.4		2010.5		2010.1-5	
	产量	同比	产量	同比	产量	同比
上海	1.0	1.6%	0.6	-22.0%	5.2	7.9%
浙江	8.4	19.1%	4.8	-5.1%	34.5	5.3%

数据来源：国家统计局

乳制品：原奶价格上涨、成本压力增大

基本观点

行业发展的长期趋势：

- 乳业还有较大的成长空间，因为乳制品的营养价值不可替代、中国人均消费基数较低。
- 国家对乳业投入将持续加大，一方面提高农民收入、另一方面保障民众健康。
- 行业竞争格局并未因为三聚氰胺事件而改变：奶源格局未发生变化、草原型乳企体制上的优势仍然存在。

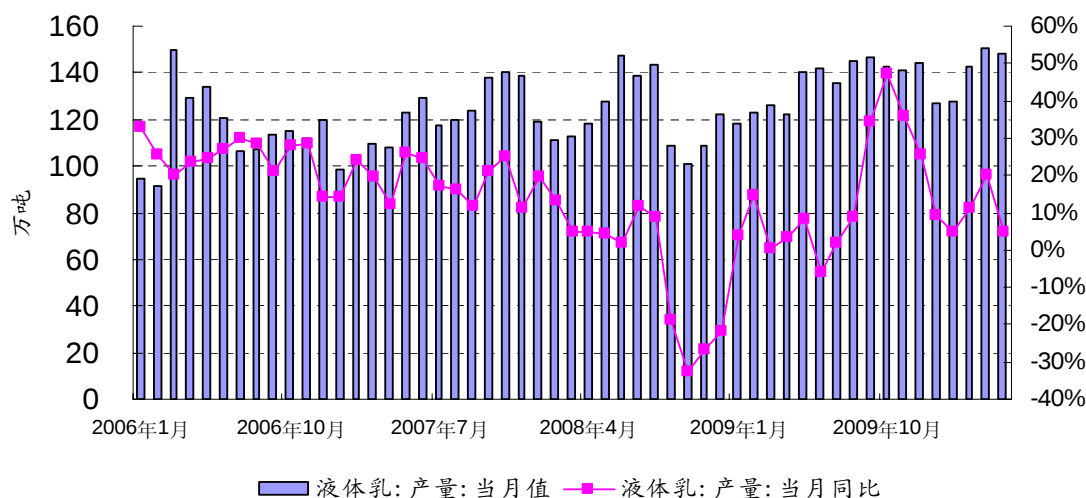
行业近况和短期趋势分析

- 4、5月份液体乳产量合计同比增长11.8%。
- 乳企成本压力增大。国内原奶和国际乳制品价格均持续上升。
- 行业的盈利能力将取决于相关企业的费用投入情况。

行业近况和短期发展趋势

5月份规模以上企业液态乳产量141.7万吨，增速4.6%，增幅较小。4、5月份液体乳产量合计同比增长11.8%。

图 15: 液体乳产量

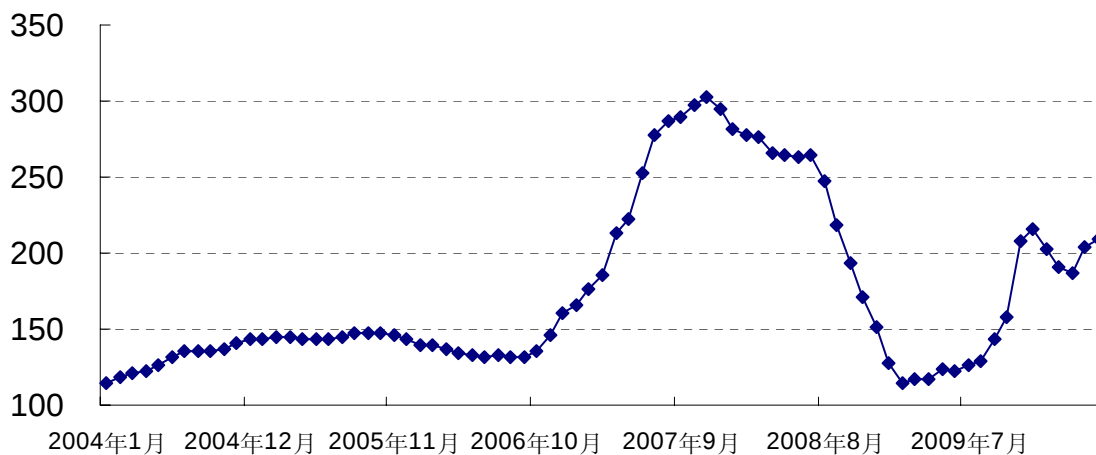


数据来源：国家统计局

国际乳制品价格回升。2010年1-3月份国际奶类价格指数小幅回调，4、5月份重新回升。

图 16: 国际奶类价格指数

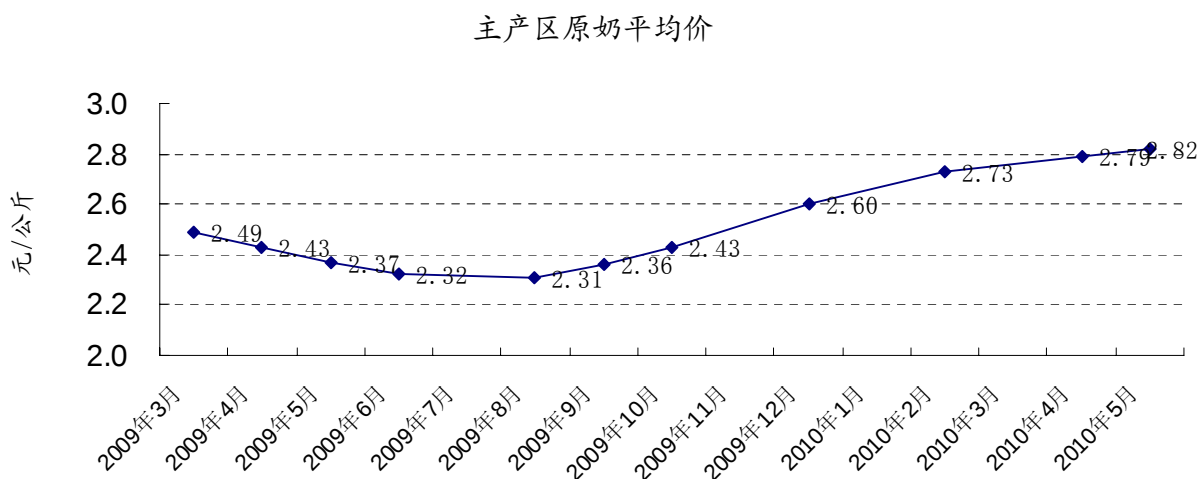
联合国粮农组织奶类价格指数



数据来源：广发证券发展研究中心

国内原奶价格压力不减。2010年5月主产区原奶平均价比2009年的最低点上涨了22%。

图 17: 主产区原奶平均价



数据来源: 广发证券发展研究中心

2010年存在原奶价格上涨的压力, 行业的盈利能力将取决于相关企业的费用投入情况。

我们近期在商超调研中发现, 伊利的促销力度较大, 预计2010年伊利的销售费用率仍将处于高位。

2010年中期投资策略

我们策略小组认为伴随着滞涨期和M1增速的下滑, 股市很难有较好的表现。而食品饮料板块作为传统的防御性板块, 则有望在下半年获得超额收益。

我们在二季度的投资策略中提出了“长短结合、精选个股”的选股理念: 短期业绩的爆发力看成本费用压缩、剥离亏损业务、管理层做业绩的意愿; 长期业绩成长动力主要看新市场的开拓和新产品的推出。投资标的的选择可以考虑短期业绩爆发力和长期业绩成长的动力。

结合上述选股理念和现阶段的市场环境, 我们认为下半年食品饮料板块存在以下投资机会:

- 随着消费旺季的到来, 啤酒行业获得超额收益的可能性较大。啤酒行业随着6月11日世界杯的开幕, 6、7月份啤酒销售增速有望回升, 推荐青岛啤酒。
- 关注估值处于低位的名白酒企业。现阶段白酒白马股估值较便宜, 部分品种PE估值水平已接近历史低位, 可提前潜伏, 推荐泸州老窖。
- 关注业绩超预期概率较大的品种, 如安琪酵母和星湖科技。

基于上述投资分析, 下半年我们主要推荐4个品种: 青岛啤酒、泸州老窖、安琪酵母、星湖科技。

重点上市公司跟踪

泸州老窖

投资要点：（1）**各品种销售态势良好**。2010年4、5月份销售情况延续了一季度的态势。2010年1-5月1573增长情况较好，特曲也能实现增长，但与1573相比有差距。（2）**柒泉模式逐步完善**。我们认为实施柒泉模式的好处有三个：加快扩张、控制渠道、节约费用，现阶段主要体现在节约费用。通过柒泉模式，可以减少不必要的投入、节约费用。做市场由大家监督，可加强费用的有效性，同时减少窜货、打假的成本。（3）**年份特曲酒发展潜力巨大**。特曲年份酒3月份春交会推出，5月8日正式开始招商，现只推出9年年份特曲，发展势头非常好，现已有回款。9年年份特曲商超目标零售价500多元，给经销商的利润很高。公司成立了专门的事业部来运作特曲年份酒，团队成员优秀、来自于多家知名企业。预计2012年开始年份特曲将成为重要的利润增长点。（4）**股权激励顺利推出将稳定军心，公司发展有望再次提速**。公司是第一家实现股权激励的老名酒企业，激励机制好于茅台、五粮液、汾酒等。虽然股权激励的条款不利于上市公司2010年业绩的释放，但从2010年1季度业绩看，公司并未刻意压低业绩。

盈利预测和投资评级。预计10-12年实现每股收益1.44、1.81、2.39元，其中华西证券每年稳定贡献EPS 0.22元，净利润分别同比增长21%、25%、32%。现阶段估值水平已接近历史低位，而随着年份特曲的推出、柒泉模式的完善，公司未来的成长还有望加速，继续给予“买入”的投资评级。

青岛啤酒

投资要点：（1）**消费升级、产品结构调整、主品牌比重继续提高，2010年吨酒价格将明显提升**。09年主品牌销量295万吨，同比增长22%，2010年1季度增长15%，延续了06年以来主品牌高速增长的态势，06-09年主品牌复合增长率高达20%以上。我们看好青啤产品战略，“1+1”替换“1+3”的发展思路有助于提高市场渗透能力，可以集中资源提升主品牌的影响力。预计2010年吨酒价格将有明显的增长，盈利能力将进一步提升。（2）**短期经营面临一定的压力，来自于副品牌销量下滑**。副品牌下滑情况较严重，可能与前几年投入较少有关，公司也已加大副品牌投入，预计下半年可以扭转颓势。5月份总体销量同比增长仅1%，29号之前还是下滑，30-31号向经销商压货，销售同比实现增长。1-5月份与1季度增速差不多。（3）**预计2季度大麦成本与上年同期基本持平**。（4）**虽然副品牌销售乏力，但盈利能力较强的主品牌增速较快，预计2010年利润仍可保持较快的增长**。

盈利预测和投资评级。预计10-11年实现每股收益1.28、1.59元，给予“买入”的投资评级。青啤是我们在啤酒行业现阶段最看好的投资品种，公司副品牌产量恢复增长之际，就是公司股价启动之时。

燕京啤酒

投资要点：（1）**1-5月份啤酒销量增幅很小，基本与去年同期持平**，

类似于青岛啤酒，其中广西、广东等地啤酒销量增幅较明显。（2）华北地区销售情况不佳，主要因为华北地区气候异常，气温较往年偏低。（3）受益于成本下降，利润增幅较大，预计上半年利润增幅达30-40%。

盈利预测和投资评级。预计10-11年实现每股收益0.75、0.89元，给予“买入”的投资评级。

张裕A

投资要点：（1）**业绩增长动力强劲**。解百纳、酒庄酒保持快速增长，华东和中西部地区都可实现高速增长。（2）分品种看，2010年解百纳增速较快，酒庄酒放缓、但未来有望恢复快速增长。2010年1季度解百纳有20%多的增长，而酒庄酒增速放缓、大约15%左右，主要因为卡斯特投入减小。预计未来随着新疆、宁夏等地新酒庄的建成，酒庄酒销量有望重新加速增长。（3）分区域看，华东地区正处于快速增长期，中西部地区未来增长潜力巨大。（4）原料基地是短板正在得到弥补。

盈利预测和投资评级。预计10-11年实现每股收益2.72、3.56元，我们认为张裕是食品饮料企业中成长确定性最好的品种之一，继续给予“买入”的投资评级。

安琪酵母

投资要点：（1）**2010年二季度继续保持良好的增长态势**。预计2010年4、5月份销售收入增长同比30%多。分品种看，面用酵母、酵母味素、饲用酵母保持了较快的增长，保健品增长情况一般。（2）**糖蜜成本虽然上涨，但费用控制得当，利润增幅有望高于收入**。预计2010年上半年毛利率水平将同比下降，低于09年同期38%的高位。但公司费用控制情况较好。新疆伊犁所得税水平也低于我们的预期。因此，预计上半年利润增幅高于收入。（3）**股权激励完成，高管和中层干部的积极性被释放**。完成股权激励之后，公司管理层和中层干部动力更足。

盈利预测和投资评级。2010-12年实现EPS 1.29、1.56、1.90元。我们认为随着定增的完成，安琪酵母的盈利能力有望不断超越市场预期，继续给予“买入”的投资评级。

星湖科技

投资要点：（1）**呈味核苷酸价格大涨，2010年仍可维持高位，业绩增长动力强劲**。呈味核苷酸需求快速增长，预计未来可保持20%的增幅。2010年呈味核苷酸供给增幅较小，价格继续高位运行。（2）**长远来看，行业竞争思路在发生变化，呈味核苷酸不会再回落至前期的低位**。核苷酸技术门槛较高、资金投入大，需享受较高的毛利率水平，此次涨价也是向真实价格回归。味之素、希杰也意识到星湖无法消灭，高涨的价格对行业有所触动，未来可能联手维护市场、竞争将趋于理性。（3）**广新集团入主之后，未来存在资产注入的预期**。根据公司规划，力争在3至5年内公司销售规模达50亿元，从09年年报的表述来看，公司也有意开辟新的发展领域，进入新的行业发展，如向有色金属新材料、房地产进军等。（4）**人用狂犬病疫苗拥有较好的市场前景**，公司鸡胚狂犬疫苗的优点是理论上不存在vero细胞存在的潜在的致癌可能，品质好于二代疫苗。

盈利预测与投资评级。预计2010-12实现EPS 0.77、0.77、0.94元(考虑增发完成之后的股本扩张)，传统业务贡献EPS 0.77、0.73、0.86元，给予“买入”的投资评级。

表 7：食品饮料重点企业估值一览表 单位：元

	Price	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
泸州老窖	28.9	1.44	1.81	20.1	16.0	8.2	买入
青岛啤酒	34.8	1.28	1.59	27.3	21.9	5.5	买入
安琪酵母	34.7	1.29	1.56	26.9	22.2	9.4	买入
星湖科技	11.3	0.77	0.77	14.7	14.7	4.1	买入
贵州茅台	132.3	5.50	6.80	24.0	19.5	7.9	买入
张裕 A	75.0	2.72	3.56	27.6	21.1	11.6	买入
燕京啤酒	20.8	0.75	0.89	27.6	23.4	3.5	买入
金枫酒业	11.9	0.66	0.74	18.0	16.1	5.0	持有
伊利股份	28.8	1.04	1.26	27.8	22.9	6.4	买入
光明乳业	7.9	0.22	0.38	36.6	20.9	3.9	持有
恒顺醋业	15.7	0.38	0.56	41.3	28.0	4.4	买入

数据来源：广发证券发展研究中心

注：灰色底色部分是我们本期重点推荐的品种

风险提示

白酒：行业下半年的利润增速可能放缓。

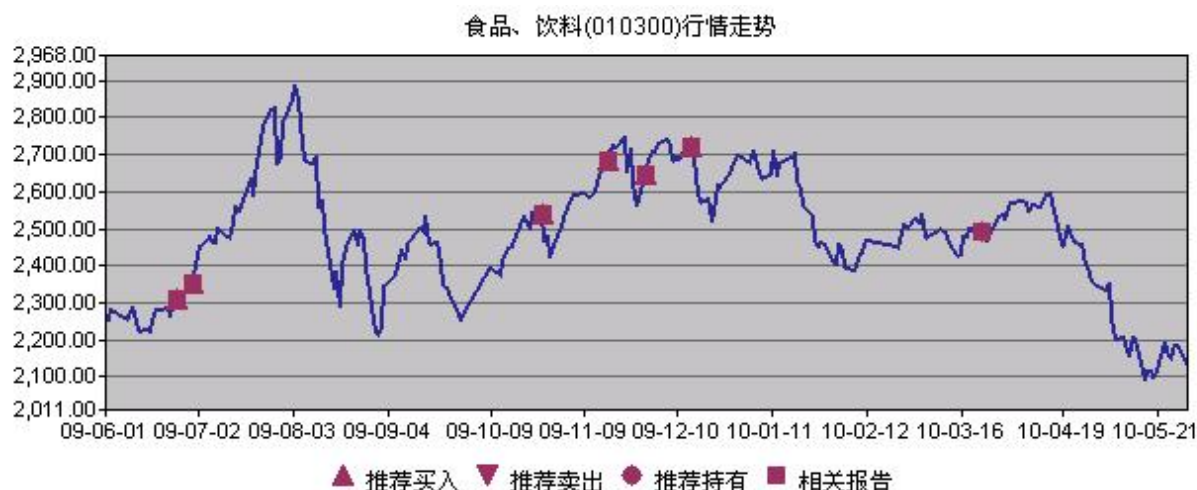
葡萄酒：进口酒的冲击可能超出我们的预期。

啤酒：销售低迷的态势下半年仍未有改观。

乳制品：原料成本上涨而销售费用率居高不下。

广发证券——行业投资评级说明

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



相关研究报告

食品、饮料(010300)	汤玮亮	2010-03-23
食品饮料行业 2010 年二季度投资策略	汤玮亮	2010-03-23
食品、饮料(010300)	汤玮亮	2009-12-15
食品饮料行业 2010 年策略	汤玮亮	2009-11-30

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

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

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

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