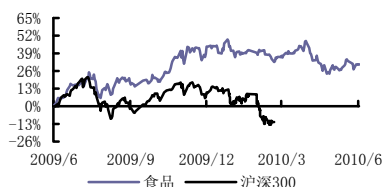


消费品及服务 - 食品

2010 年 6 月 24 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
食品	0.44%	-4.58%	30.86%
沪深 300	-0.37%	-15.79%	-10.55%

代码	名称	6m%	YTD	评级
002069	獐子岛	-19.52	0.00	增持
002220	天宝股份	-14.86	0.00	增持
002216	三全食品	34.61	0.00	增持
002304	洋河股份	40.45	0.00	增持
600298	安琪酵母	21.31	16.27	增持
600809	山西汾酒	2.26	4.65	买入
600519	贵州茅台	-22.4	—	买入

执业证书号: S1030209090564

梁希民

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

分析师申明

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

业绩增长明确, 相对估值不低

—食品饮料行业 2010 年下半年投资策略

评级: 强于大市

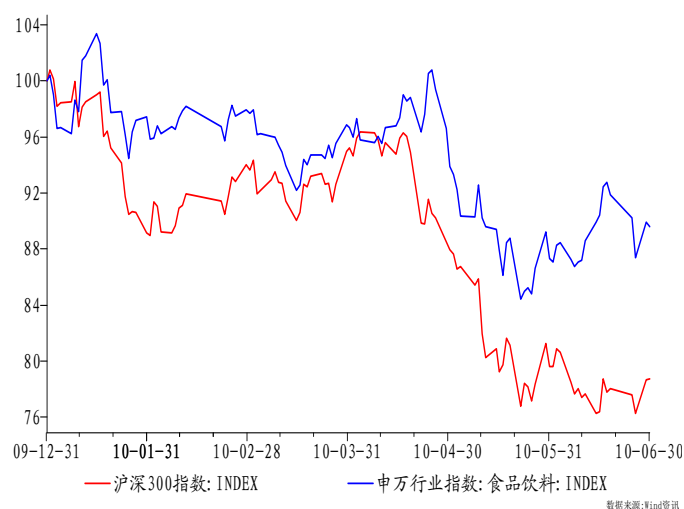
- **上半年食品饮料行业相对估值已处于高位。**截止到 6 月 22 日, 沪深 300 指数 2010 年累计涨幅-21.26%, 食品饮料行业涨幅-10.42%, 超越沪深 300 指数涨幅接近 11 个百分点。行业 PE 水平因股价下跌呈现下降趋势, 但其沪深 300 指数的估值之比仍然由 1.81 倍上升到 2.26 倍, 处于历史的相对高位, 而贵州茅台市盈率/沪深 300 成分股市盈率已下滑至 1.85 倍, 接近历史低点 1.45 倍的水平。
 - **食品饮料行业增长明确, 受益刺激消费政策。**2010 年政策着力点已转向“扩内需、调结构”。改善收入分配制度、完善农村流通网络、推动城市化进程等刺激消费的政策将有利于三四级城市及农村消费的增长, 并提升食品饮料行业的消费和升级。
 - **白酒行业: 超高端白酒增长放缓、次高端白酒出现井喷。**白酒 1-5 月的累计产量为 339 万吨, 同比增长 30.6%, 增速超过去年同期增幅 (20%)。从总体而言, 高端酒的增长放缓和中高端酒的高速增长预期已被市场提前反应, 因此呈现出高端酒的低股值和中高端酒的相对高估值。未来的市场表现则主要依赖于公司的经营业绩是否有超预期的可能, 从这一点来看, 贵州茅台、山西汾酒、古井贡等都存在投资的机会。
 - **葡萄酒行业: 产量增速恢复到接近 20% 的水平。**1-5 月葡萄酒累计产量为 39.39 万吨, 同比增长 18.5%, 增速较上年同期提升 16 个百分点。进口葡萄酒数量上升对国内酒企构成压力, 但因其品牌影响力和渠道建设上相对偏弱, 短期内对国内龙头企业威胁不大。从长期来看, 进口酒的进入有望加速市场培育进程, 做大葡萄酒市场蛋糕, 实现共荣发展。
 - **乳制品: 原奶价格持续上涨降低乳品企业的毛利率。**预计全年乳品销量增速将保持在 5-10% 之间。预计全年原奶价格将维持高位, 对乳品企业构成压力。
 - **下半年投资策略。**尽管食品饮料行业的相对估值已处于高位, 但相比于其他行业, 上市公司的经营业绩较为明确, 是市场上理想的避险品种。关注业绩增长明确, 相对估值较低的行业龙头, 以及因机制转型或新产品得到市场认同、经营业绩有望不断超预期的公司。给予贵州茅台、山西汾酒“买入”的投资评级, 獐子岛、天宝股份、洋河股份、安琪酵母、三全食品“增持”的投资评级。
- 风险提示。**农产品价格的波动可能增加企业的成本压力。

上半年食品饮料行业相对估值已处于高位

食品饮料行业走势超越大盘指数 11 个百分点。2010 年以来，大盘呈现盘整回落的走势，食品饮料行业跟随市场一起走低。截止到 6 月 22 日，沪深 300 指数 2010 年累计涨幅为-21.26%，食品饮料行业涨幅-10.42%，超越沪深 300 指数涨幅接近 11 个百分点。尽管龙头企业贵州茅台因业绩低于预期而出现大幅下滑走势，但周期性行业的调整似乎更为猛烈。从二级分类指数来看，所有食品行业指数均强于大盘，啤酒、调味品和乳品行业还呈现正收益。

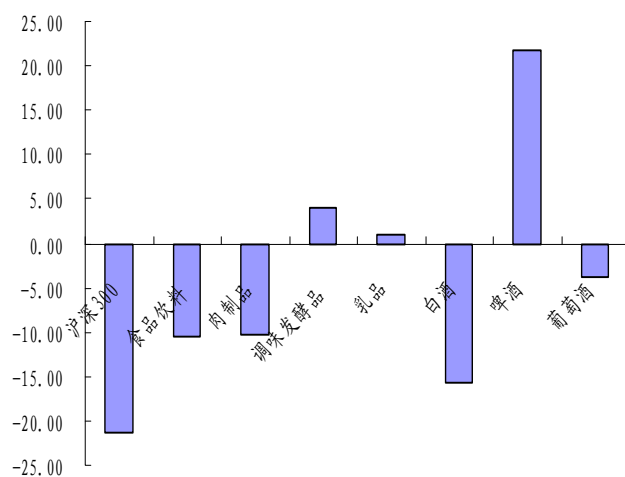
行业估值处于相对高位。尽管今年以来食品饮料行业 PE 水平因股价下跌呈现下降趋势，但其相对于沪深 300 指数的估值仍然由 1.81 倍上升到 2.26 倍。从历史经验来看，食品饮料行业整体市盈率保持在沪深 300 成分股水平的 2 倍左右，目前食品饮料行业的市盈率水平已处于相对高位，而个股贵州茅台市盈率/沪深 300 成分股市盈率已下滑至 1.85 倍，接近历史低点 1.45 倍的水平。

Figure 1 2010 年上半年食品饮料和沪深 300 走势



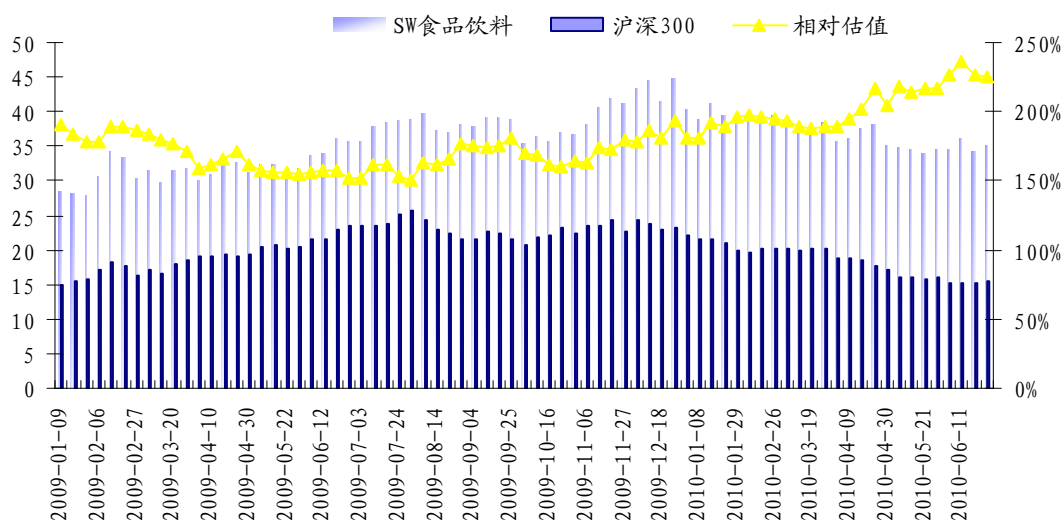
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 2 2010 年上半年食品饮料个子行业涨跌幅比较



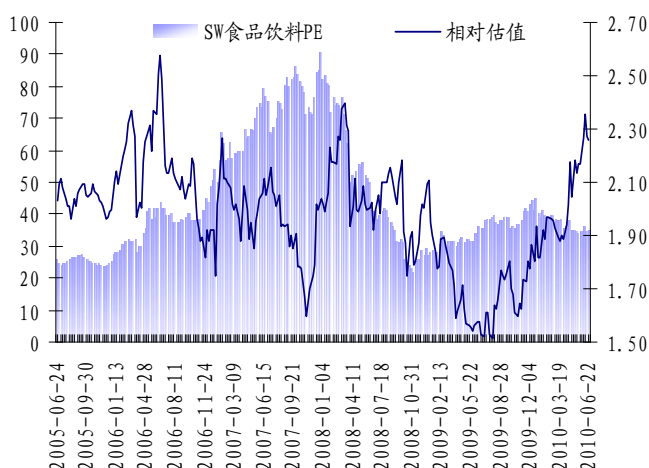
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 3 食品饮料行业与沪深 300 的估值比较



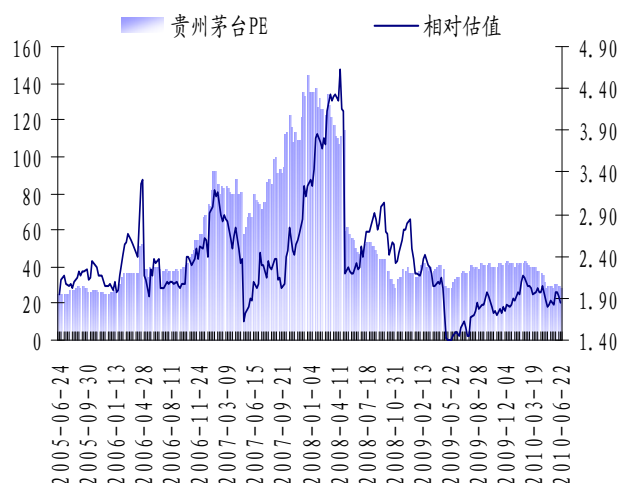
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 食品饮料行业相对估值接近高位



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 5 贵州茅台的相对估值水平接近历史低点

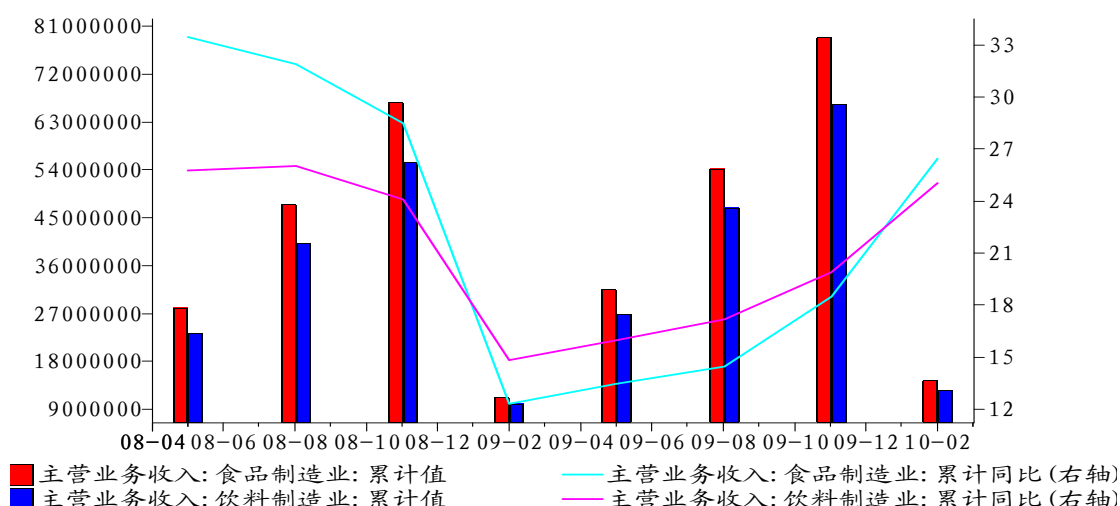


资料来源：WIND、世纪证券研究所

食品饮料行业增长明确，受益刺激消费政策

食品饮料行业增速持续回升。09 年以来，食品饮料的销售总额明显回升，到 2010 年 2 月，月度和累计销售总额同比增长均超过 25%，增长率重新回到 2007 年以前的高增长水平。居民消费的升级以及商务、政务活动的增多是行业快速回升的主要原因。

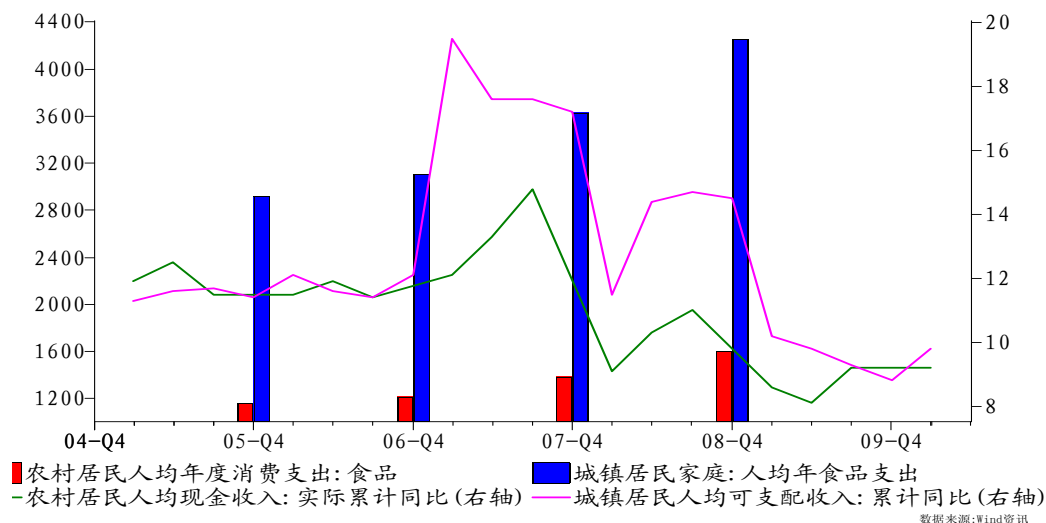
Figure 6 食品饮料行业销售收入和增长情况



资料来源: WIND、世纪证券研究所

刺激消费的政策将有利于行业的稳定增长。2010 年政策着力点已转向“扩内需、调结构”。改善收入分配制度、完善农村流通网络、推动城市化进程等刺激消费的政策将有利于三四级城市及农村消费的增长。09 年三季度,农村人均可支配收入增长首次赶超城镇,三四级城市及农村市场的启动,将提升食品饮料行业的消费和升级。

Figure 7 居民收入和食品性支出稳步攀升



资料来源: WIND、世纪证券研究所

消费升级带动中高端品牌产品的增长。研究发现,当居民的人均可支配收入达到 19000 元后,其平均消费倾向将出现大幅提升。我国 2008 年和 2009 年的平均城镇居民可支配收入为 15780 元和 17175 元,预计 2010 年将达到 19000 元,这预示着我国即将进入消费率提升阶段。跨国

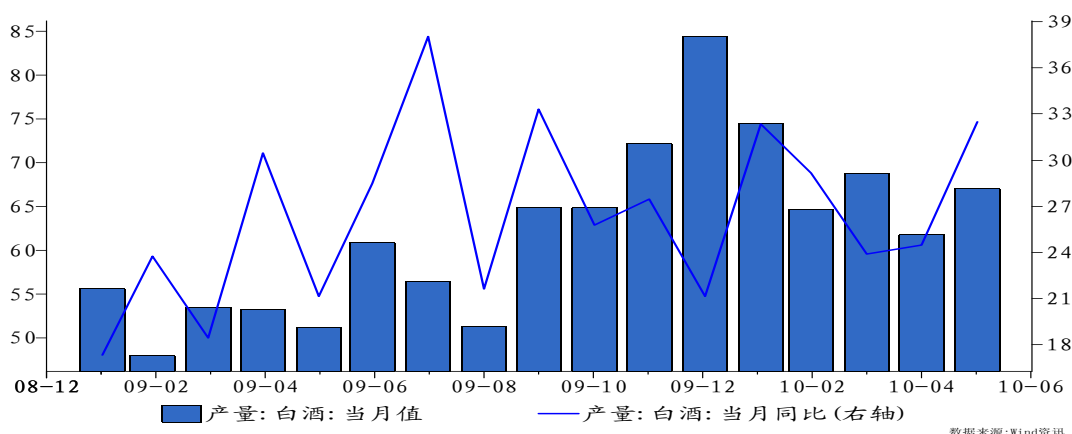
数据研究发现，消费升级将不断提高居民对可选消费品的拥有量。消费升级将带动食品饮料行业中高端品牌产品的消费需求。

白酒行业：次高端酒出现井喷

白酒产量增速继续上升，持续增长势头稳定。白酒 1-5 月的累计产量为 339 万吨，同比增长 30.6%，增速超过去年同期增幅（20%）。5 月产量为 67.2 万吨，同比增长 32.5%，恢复到 1 月份的增速水平，结束了 10 年 1-3 月增速逐月下降趋势。经济减速对白酒销售的负面影响已经基本消除。而 09 年下半年出台的严查酒后驾车和消费税征收办法改革等负面因素已被市场消化，预计 2010 年下半年不会新增负面信息，有利于维持行业的稳定。预计 2010 年白酒行业的销量增速将继续保持在 20% 以上。

Figure 8 白酒行业产量和增长率

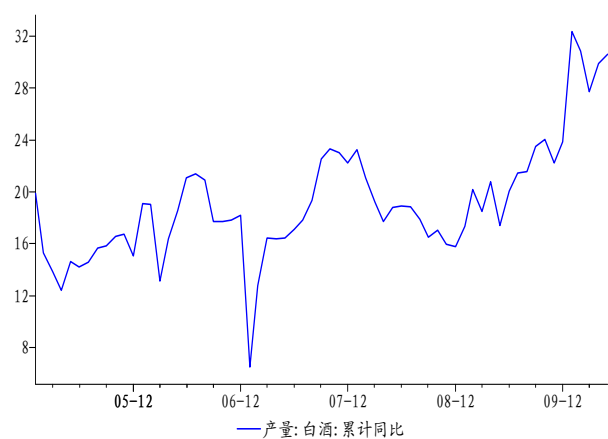
单位：万千升



资料来源: WIND、世纪证券研究所

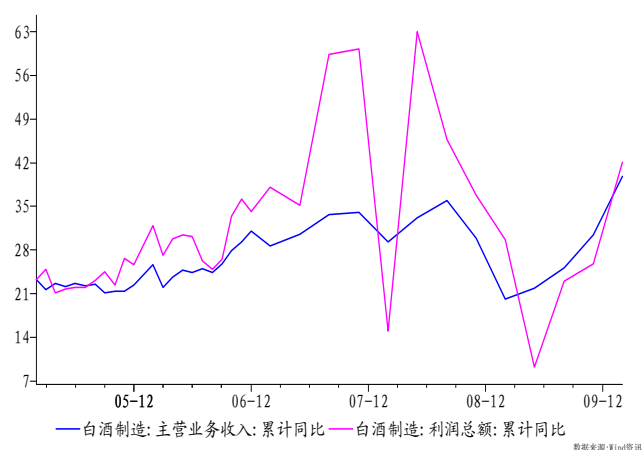
中高端白酒需求仍将保持旺盛的增长。近年来在社会消费结构升级的背景下，名优白酒生产企业调整产品结构和营销策略，注重开发适销对路的中高档产品，白酒行业产量、营业收入和利润总额均呈现明显增长。即使在经济减速的 08-09 年，白酒行业的收入增长也在 20% 左右。长期来看，随着收入水平提高以及外出用餐和商务、公务等活动不断增加，中高端白酒需求仍将保持旺盛的增长。同时，由于酿酒传统工艺难以完全机械化，以及气候、土壤、水资源等限制，中高端白酒的供给量难以迅速增长，白酒吨酒价格上升仍将是白酒行业增长的重要驱动因素。

Figure 9 近年来白酒行业产量增长情况



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 10 近年来白酒行业收入和利润增长情况

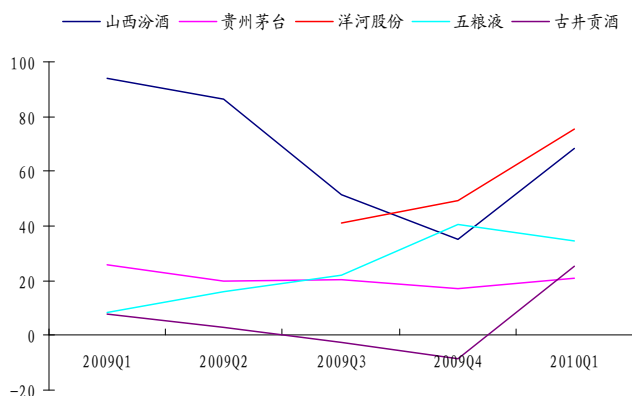


资料来源: WIND、世纪证券研究所

超高端白酒增长放缓、次高端白酒出现井喷。09 年全年，超高端白酒市场增长明显放缓，全年终端销售增长仅有 8%，而全国白酒行业销售收入增长达到 25%。超高端白酒销售增长明显落后行业平均。2010 年春节 period，700 元以上的超高端白酒销售首次下滑，全国超高端白酒销量平均下滑 15%。与此鲜明对比的是，200-500 元的白酒消费市场出现井喷。安徽省 09 年 200 元-500 元的次高端白酒消费增长 150%，江苏省增长 120%，湖北、河北、山东等多个省区也呈现快速增长的势头。

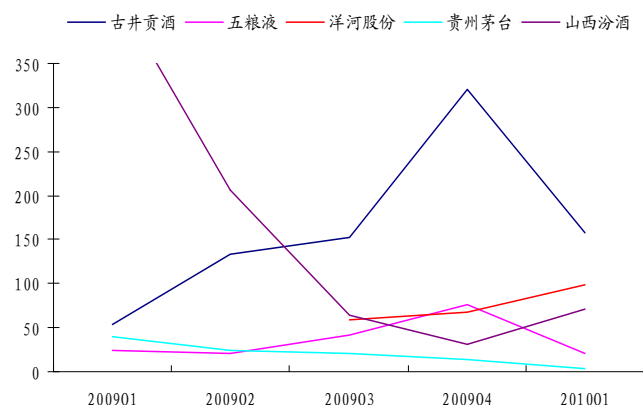
次高端白酒将逐步形成几个全国性的优势品牌。居民消费的升级和超高端白酒的迅速涨价为中高端白酒提供了市场增长空间。根据盛初咨询统计：200-500 元白酒市场规模 2009 年突破 200 亿，未来几年将突破 500 亿。目前，二线酒企仍处于群雄增霸的时期，洋河股份、山西汾酒和古井贡酒等公司通过市场营销和内部改革等有望突破地方区域形成全国性的优势品牌。

Figure 11 部分白酒企业收入增长情况



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 12 扣除非经常损益后的利润增幅



资料来源: WIND、世纪证券研究所

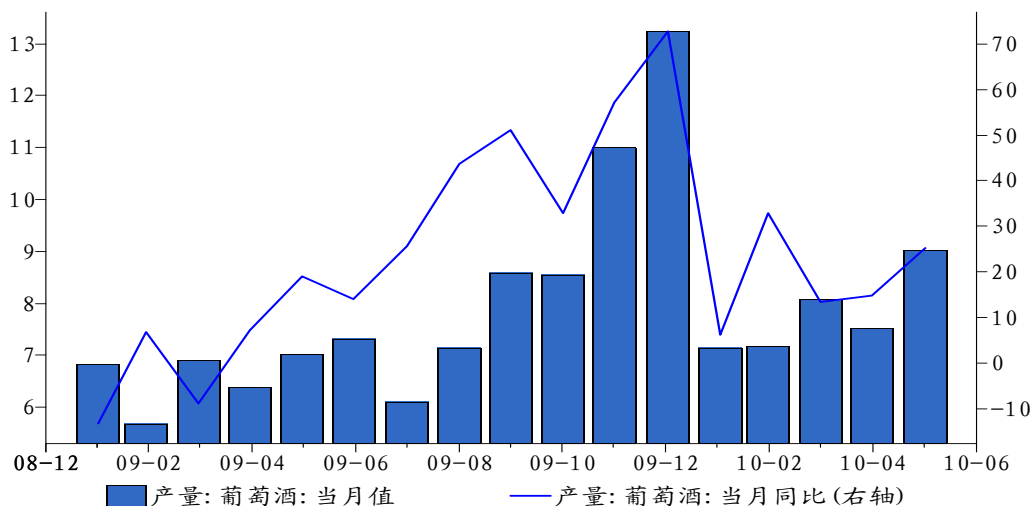
从总体而言，高端酒的增长放缓和中高端酒的高速增长预期已被市场提前反应，因此呈现出高端酒的低股值和中高端酒的相对高估值。未来的市场表现则主要依赖于公司的经营业绩是否有超预期的可能，从这一点来看，贵州茅台、山西汾酒、古井贡等都存在投资的机会。

葡萄酒行业：产量增速恢复到接近 20% 的水平

葡萄酒销售复苏势头稳定，产销量保持增长。1-5 月葡萄酒累计产量为 39.39 万吨，同比增长 18.5%，增速较上年同期提升 16 个百分点。葡萄酒的产量增速恢复到金融危机前的 20% 左右的水平。

Figure 13 葡萄酒月产量及增长率

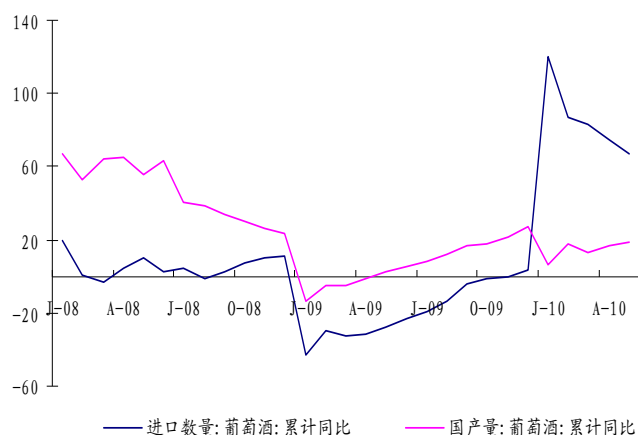
单位：万千升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

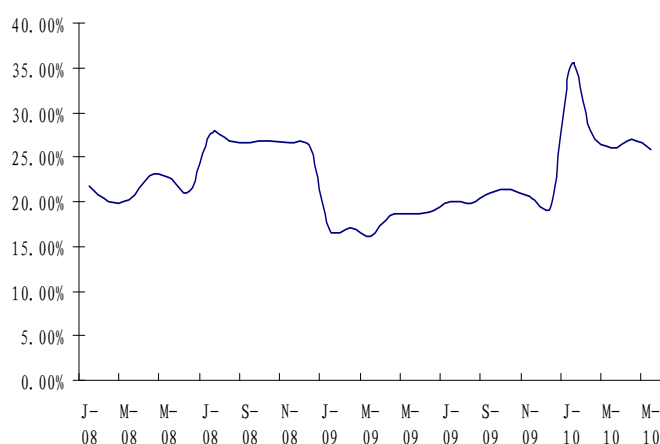
进口酒市场占有率已超过 20%。09 年，我国葡萄酒进口量逆势高增长，成为全球最具吸引力的市场。2010 年前 5 月，进口酒量达到 10.2 万千升，同比增长 66.9%，远超过国产酒增速（18.5%）。进口酒量/国产酒量已达到 25.8%。进口葡萄酒数量上升，对国内葡萄酒企业构成压力，葡萄酒终端价格有所下降。但与国内龙头公司相比，进口葡萄酒在品牌影响力和渠道建设上相对偏弱，短期内对国内龙头企业葡萄酒销售威胁不大。从长期来看，进口酒的进入有望加速市场培育进程，做大葡萄酒市场蛋糕，实现共荣发展。

Figure 14 进口酒的增长速度远超过国产酒



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 15 进口酒量与国产酒量之比已超过 20%



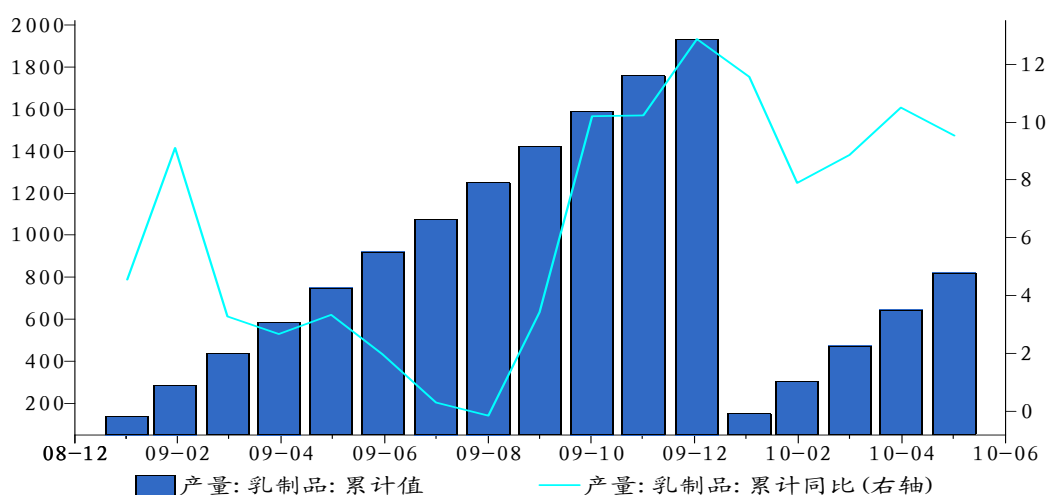
资料来源: WIND、世纪证券研究所

乳制品: 原奶价格持续上涨降低乳品企业的毛利率

1-5 月乳制品累计产量为 822 万吨, 同比增长 9.5%, 增速较上年同期提升 6 个百分点, 扭转了 1-2 月份产量增速下滑的势头。乳品需求回归正常水平。预计全年乳品销量增速将保持在 5-10% 之间。

Figure 16 乳制品产量及增长率

单位: 万吨

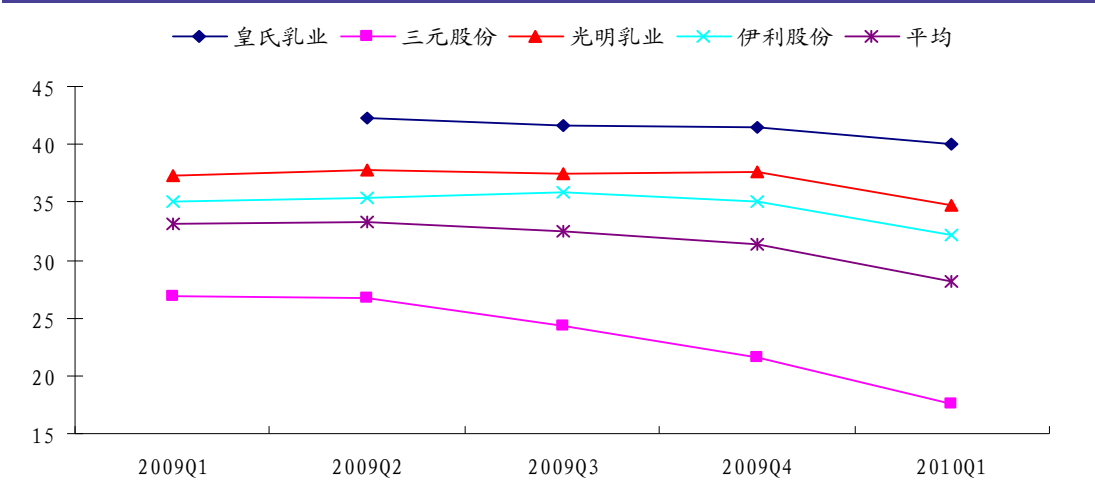


资料来源: WIND、世纪证券研究所

数据来源: Wind资讯

原奶价格持续上涨给乳品企业造成较大的成本压力。原奶价格自 09 年 4 季度开始回升, 目前依然维持升势。2010 年 4 月份我国主产区原奶收购价格为 2.79 元/公斤, 同比增长 14.8%, 环比增长 1.8%。原奶价格的持续上涨主要原因在于需求较去年同期回暖、饲料价格的上涨。一季度乳制品上市公司毛利率因此下降约 3 个百分点。预计全年原奶价格将维持高位, 对乳品企业构成压力。

Figure 17 上市公司毛利率自 09 年 2 季度以来持续下滑



资料来源：WIND、世纪证券研究所

食品饮料行业下半年投资策略
风

尽管食品饮料行业的相对估值已处于高位，但相比于其他行业，食品饮料公司的经营业绩较为明确，是市场上理想的避险品种。个股方面，关注业绩增长明确，相对估值较低的行业龙头，以及因机制转型或新产品得到市场认同等原因，经营业绩有望不断超预期的公司。给予贵州茅台、山西汾酒“买入”的投资评级，獐子岛、天宝股份、洋河股份、安琪酵母、三全食品“增持”的投资评级。

风险提示。成本上升可能带来经营压力。

Figure 18 食品饮料行业重点公司

股票代码	股票简称	评级及调整	当前价格	每股收益（元）			当前市盈率		
				09 年	10 年	11 年	09 年	10 年	11 年
002069	獐子岛	增持	29.72	0.455	0.66	0.82	65.32	45.03	36.24
002220	天宝股份	增持	19.48	0.385	0.58	0.8	50.60	33.59	24.35
002304	洋河股份	增持	153.33	2.79	4.2	5.69	54.96	36.51	26.95
002216	三全食品	增持	28.95	0.47	0.64	0.84	61.60	45.23	34.46
600298	安琪酵母	增持	35.80	0.77	0.99	1.24	46.49	36.16	28.87
600519	贵州茅台	买入	131.70	4.57	5.48	7.04	28.82	24.03	18.71
00809	山西汾酒	买入	44.36	0.82	1.41	1.89	54.10	31.46	23.47

资料来源：WIND、世纪证券研究所

贵州茅台（600519）

为何连续两个季度经营业绩低于市场预期？公司 2009 年第 4 季度和 2010 年一季度净利润增幅为-19.7%和 4%，明显低于市场预期。消费税和费用的提高造成净利润增幅明显低于收入增幅。

2010 年经营业绩是否有释放的可能？预收账款兑现即可大幅提高经营业绩。我们推算，公司一季度的 30.6 亿的预收账款中最少有 9.5 亿元可兑现为销售收入，对应贡献每股收益 0.42 元。同时，在管理层的人员更替已经完成以及股票价格下跌对管理层已造成心理压力的背景下，公司有维持赢利和股价稳定的动力。另外，公司在努力与国税部门沟通调低消费税。消费税问题的解决将可能是公司业绩释放的拐点。

未来经营业绩是否转入低增长？我们认为，近年茅台将以小幅放量和提高出厂价格缩小与终端价格的差价为主，大幅涨价的可能性减小。预计公司近三年的年均增速仍可达到 20%以上，低于 06-08 年的增速。但市场表现已充分体现了经营业绩放缓的预期。

盈利预测与投资评级。预计贵州茅台 10-12 年实现每股收益 5.48 元、7.04 元和 8.89 元，同比增长 19.9%、24.4%和 26.3%。如果考虑到超额预收账款的兑现释放，保守估计公司 2010 年的每股收益可由 5.48 元提高至 5.90 元。目前不利因素已被市场消化，而公司未来有释放业绩的动力和压力。从公司近两年的 PE 水平以及与沪深 300 指数的对比来看，目前的相对估值已接近低位。

风险提示：茅台酒产量和价格低于预期。

三全食品（002216）：

2010 年一季度公司实现营业收入 5.99 亿元，同比增长 21.8%，实现净利润 3710 万元，同比增长 20.8%，每股收益 0.2 元。

销售渠道结构调整导致毛利率和营业费率均呈现小幅下滑。公司一季度产品毛利率为 35.19%，同比下滑 1.75 个百分点；期间费率为 28.53%，同比下滑 1.08 个百分点，主要原因是经销商渠道销售占比提高所致。与竞争对手相比，公司商超渠道销售比例高，经销商渠道比例低。经销商渠道销售毛利率虽低，但渠道费用更低，目前经销商销售占比达到 50%

以上。预计未来随着销售渠道的调整，营业费率仍将小幅下降，同时，通过产品结构调整和渠道比例控制维持毛利率的相对稳定。

未来增长将受益于二三线城市的消费升级和募项目的达产。公司将通过一级城市的商超直销和二三线城市依靠经销商销售的策略实现销售额的快速提高。未来一线城市的增长将体现于商超单位面积销售额的提升，而二三线城市的增长将体现于销售覆盖区域的增加以及消费升级所带来的需求提升。募项目 11 万吨新增产能虽然在 09 年已投产，当年产能利用率不高（50%），预计 10 年随着市场需求恢复，郑州综合基地的产能利用率将提升。

盈利预测及投资评级。预计未来三年产能复合增速为 20%，毛利率将保持稳定（35%-38%），2010-11 年每股收益分别为 0.64、0.84 元，给予“增持”评级。

风险提示：销售拓展速度低于预期。

洋河股份（002304）：

公司近年经营业绩高速增长，产品提价、产品结构提升以及费用率的下降共同推升公司的盈利能力，2009 年和 2010 年 1 季度，净利润分别提高 68.5%和 98.7%。2010 年毛利率比上年中期提高 4 个百分点。

新投资项目将延续公司的增长动力。公司 5 月 11 日发布公告称，董事会审议并通过了《关于建设名优酒酿造技改二期工程的议案》、《关于建设 10 万吨名优酒陈化老熟技术改造项目的议案》。两大酒业项目总投资额 17.2 亿，投资项目预计产量规模和投资额均超过上市募投项目的两倍，投产时间刚好是前期项目产能完全释放后的第二年，即 2012 年。成为公司上市募投项目的延续。

收购双沟实现江苏省内白酒资源整合，有利于公司未来长期发展。双沟酒业近年发展迅速，双沟酒业的双沟珍宝坊的定价与蓝色经典相当，是蓝色经典在江苏的有力竞争者。洋河股份收购双沟酒业将降低竞争成本，预计双沟酒业 10 年为洋河股份增厚 EPS0.15 元，11 年全年合并增厚 0.34 元。

盈利预测与投资评级。在不考虑收购双沟酒业所带来的投资收益的情况

下，预计公司 2010-2012 年实现每股收益 4.00 元、5.15 元和 6.97 元，维持“买入”评级。

风险提示。新项目进度低于预期，白酒涨价幅度低于预期。

山西汾酒（600809）

内外部调整、改革跟进。09 年 10 月份汾酒集团高层完成换班，从 2010 年 2 月份开始，股份与集团干部队伍进行了调整，基本上所有分子公司所有部门干部岗位都进行了竞聘。同时聘请了盛初咨询为汾酒 2010-2013 战略服务提供商，意在为汾酒品牌、价格、市场的总体营销策划等方面进行合作。

山西汾酒近年表现出快速的增长势头。2009 年和 2010 年前 2 月，集团销售分别为 37.8 亿和 13 亿，同比增 15%和翻倍；2010 年集团公司主要着力于夯实基础、深度分销、加速发展。公司的中长期发展目标：2015 年销售 100 亿，2020 年销售 200 亿。通过销售体制改革，品牌地位逐步恢复，主导产品青花瓷和老白汾未来将继续增长；公司由被动营销转变为主动营销，将增加销售人员数量，深入开发县乡市场。

产品有继续提价可能，推动公司盈利能力提升。公司 09 年连续两次对青花瓷和老白汾进行提价，但由于 09 年所有产品的包装全部由公司生产提供，毛利率有所下降。与五粮液、贵州茅台、泸州老窖等公司的产品相比，老白汾的出厂价约为 88 元，而其他中档产品如老窖特曲的出厂价已经达到 120 元以上；而作为中高档产品的青花瓷提价后的出厂价格约为 330 元，而其他同档次产品的出厂价基本提高到 400 元以上，公司的产品价格仍有一定的提价空间。

杏花村资产有望注入公司，股权激励仍需等待。公司未来计划将集团作为投资主体，而将白酒资源集中到上市公司，我们认为公司杏花村资产有注入上市公司的可能，09 年其收入在 2-3 个亿。另一方面由于公司为国有企业，机制限制使得短期内股权激励政策较难实现。

盈利预测和投资建议。预计 2010 年和 2011 年可实现每股收益 1.35 元和 1.90 元，同比增长 64.6%和 40%，给予“买入”的评级。

风险提示。市场销量低于预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

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