

价值与成长的抉择

——2010 年食品饮料行业中期策略

2010 年 7 月 2 日 星期五

食品饮料行业分析师

卢媛媛

证书编号: S0630208010054

021-50586660-8635

lyy@longone.com.cn

报告联系人: 徐玲玲

021-50586660-8634

xll@longone.com.cn

投资要点

- 今年上半年大盘大幅下挫,截止 6 月 4 日,沪深 300 较年初下调了 22.37%,虽有小幅反弹,但仍难改单边下跌的走势。相比之下,食品饮料行业指数虽也出现 11.43%的跌幅,但整体较沪深 300 平滑,且跑赢大盘 11 个点。整体来看,食品饮料行业的走势较沪深 300 指数震荡较小,比较平滑,且上半年跑赢大盘 11 个点,表现了较强的防御性特征。
- 对今后农产品价格的判断,我们认为大米、面粉、糖、蔬菜等农产品价格主要受供需影响,今年气候反常,北方大旱,南方冬寒夏涝,今年粮食产出很可能打破连续 6 年丰收的形势,因此价格不排除进一步上涨。猪肉价格,有一定的滞后,但是农作物价格上涨不可避免的将传导到饲料价格上,猪肉价格有触底回升的可能性很大。另外,政府态度是重要的考虑因素,今年下半年面临强通胀预期,原材料有较强的上涨助力,再加上房产政策调控,游资涌动。若政府不出面调控,则原材料价格上涨幅度可能较大。因此,下半年食品饮料行业的成本压力是明确存在的,毛利率将略有下降。
- 我们选取的时间区间是 1999 年至今,期间行业 PE 峰值为 61.81 倍,最低值为 20.77 倍,平均值 36.61 倍,截止到 2010 年 6 月 10 日行业整体 PE 为 29.81 倍,可以看出食品饮料行业目前处于一个相对略低的估值水平。以平均 PE 来计算,全年股价平均至少有 20%左右的上升空间。
- 消费品行业由于其业绩较周期性行业平稳以及较高的分红率,国内外行业均较指数有一定的溢价。我们选取了行业中质地相对优良的 15 家公司,并编制行业指数与申万 300 指数比较,我们发现 2000 年到 2009 年行业相对大盘的平均溢价为 2.24 倍,最高溢价 4.88 倍,最低溢价 0.84 倍。今年上半年大盘股跌幅较大,受大盘股 PE 下调的影响整个市场的 PE 有所下降。截至 2010 年 6 月 10 日行业相对大盘的溢价为 1.61 倍,较 09 年年底有所上升,但仍处于历史低位。

- 下半年我们更看好一线白酒股，特别是对中档价位白酒率先走入全国市场的企业。首选个股是泸州老窖和五粮液，其次，我们看好估值相对较低的伊利股份和燕京啤酒。最后，在针对二线白酒的成长性和营销效率的分析中，我们也建议关注成长空间较大且营销效率较高的山西汾酒。

6.21 价格	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	09PS	评级
五粮液	0.86	1.26	1.56	30.75	20.89	8.97	增持
泸州老窖	1.20	1.44	1.74	24.91	20.75	9.54	增持
张裕 A	2.14	2.63	3.38	36.32	29.55	9.76	增持
伊利股份	0.85	1.06	1.38	34.85	27.94	0.97	增持
双汇发展	1.50	1.85	2.18	33.65	27.29	1.08	增持
燕京啤酒	0.55	0.66	0.78	39.45	32.88	2.77	增持

数据来源：东海证券研究所

目录

1. 上半年回顾	5
1.1 行业整体情况	5
1.2 各子行业表现	5
1.3 主要原材料价格走势	6
1.4 各子行业重大事件	8
2. 目前估值及与历史估值比较	9
2.1 行业目前估值判断	9
2.2 行业估值相对大盘的溢价水平	10
3. 下半年投资逻辑	11
3.1 一线白酒PK二线白酒	11
3.2 快速消费品企业营销效率分析	15
4. 投资策略:	18

图形目录

图 1、食品饮料行业与沪深 300 走势	5
图 2、大米价格走势图	7
图 3、面粉价格走势图	7
图 4、豆油价格走势图	7
图 5、猪肉价格走势图	7
图 6、大白菜价格走势	7
图 7、白糖价格走势	7
图 8、加拿大alberta啤酒大麦期货走势	7
图 9、黄豆价格走势	7
图 10、豆粕、玉米及猪饲料价格走势	8
图 11、上半年主产区（10 省）生鲜乳周平均价格曲线	8
图 12、历年行业PE水平走势	10
图 13、食品饮料行业相对大盘溢价率	11
图 14、COMEX黄金期货连续价格（1998 年至今）	12
图 15、CBOT玉米期货连续价格（2000 年至今）	13
图 16、53° 茅台酒零售价与出厂价走势图	14
图 17、五粮液 52°出厂价走势图	14

表格目录

表 1、食品饮料行业绝对涨幅与沪深 300 绝对涨幅的比较	5
表 2、各子行业与沪深 300 绝对涨幅比较（截止到 6 月 11 日）	6

表 3、近一年二线白酒二级市场表现及估值情况	11
表 4、近一年一线白酒二级市场表现及估值情况	12
表 5、茅台酒提价历程表	13
表 6、高端洋酒价格和储藏年限	14
表 7、各地名酒的产量占比情况	15
表 8、各白马企业营销效率情况	17
表 9、各白马企业营销效率情况（续）	17
表 10、二线公司营销效率情况（续）	18
表 11、各子行业的市场概况	18
表 12、个股估值情况	19

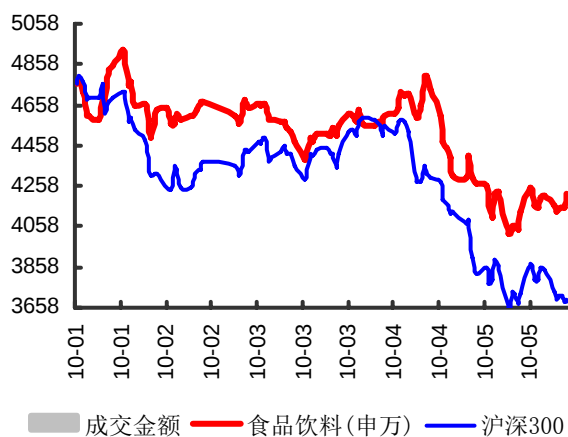
1. 上半年回顾

今年上半年大盘大幅下挫,截止 6 月 4 日,沪深 300 较年初下调了 22.37%,虽有小幅反弹,但仍难改单边下跌的走势。相比之下,食品饮料行业指数虽也出现 11.43%的跌幅,但整体较沪深 300 平滑,且跑赢大盘 11 个点。下面我们将分四个部分对 09 年做个归纳总结。

1.1 行业整体情况

整体来看,食品饮料行业的走势较沪深 300 指数震荡较小,比较平滑,且上半年跑赢大盘 11 个点,表现了较强的防御性特征。

图 1、食品饮料行业与沪深 300 走势



数据来源: Wind 资讯、东海证券研究所

表 1、食品饮料行业绝对涨幅与沪深 300 绝对涨幅的比较

月份	食品饮料行业 绝对涨幅	沪深 300 绝对涨幅	食品饮料相对 沪深 300 涨幅
1	-2.83	-9.36	6.53
2	0.35	2.42	-2.07
3	-1.53	1.95	-3.48
4	-5.91	-8.32	2.41
5	-3.44	-9.59	6.15
合计	-11.43	-22.37	10.94

数据来源: Wind 资讯、东海证券研究所

1.2 各子行业表现

除了制糖业之外,各子行业自年初以来均出现较大的相对涨幅,其中啤酒、乳业子行业表现相对平稳。充分反应其弱周期特性,行业增长较稳定。特别是重庆啤酒表现强势,其股权转让给予市场较大的想象空间,自年初以来的涨幅

高达 67.85%。目前股权确定转让于嘉士伯，收购价格溢价于收购前一日收盘价 8%，嘉士伯对重啤的重视程度可见一斑；另外调味发酵品行业也表现不俗，超越大盘 34.09%。其中贡献最大的当属安琪酵母和恒顺醋业，绝对涨幅分别为 27.60%和 28%。

值得注意的是，二线白酒行业上半年的整体表现较好要好于一线白酒，主要原因在于二线白酒行业业绩增长幅度较大，超预期效应明显，相比之下一线白酒增长势头仍然强劲但大多数都已经被市场的预期消化，股价相对也比较坚挺。但是目前二线白酒的估值较高，相比来看，一线白酒股更具有估值优势。

葡萄酒行业由于主要市场集中于沿海发达国家，自金融危机开始出现了较大幅度下滑，但从去年中期开始葡萄酒产量呈现一个快速复苏的态势，每月均以两位数的速度增长，今年上半年继续沿袭了上升走势，1-5 月葡萄酒总产量为 38.95 万吨，同比增长了 18.68%。我们看好行业广阔的市场发展空间，请投资者关注张裕 A（000869）优良的管理能力和富余资金的投向。

表 2、各子行业与沪深 300 绝对涨幅比较（截止到 6 月 11 日）

子行业名称	自年初以来的绝对涨幅	沪深三百绝对涨幅	相对涨幅
白酒	-13.47	-22.84	9.37
啤酒	23.26	-22.84	46.10
葡萄酒	-2.71	-22.84	20.13
古越龙山	15.57	-22.84	38.41
乳品	2.85	-22.84	25.69
肉制品	-5.57	-22.84	17.27
制糖	-27.12	-22.84	-4.28
食品综合	3.06	-22.84	25.90
调味发酵品	11.25	-22.84	34.09
软饮料	-9.49	-22.84	13.35

数据来源：Wind 资讯、东海证券研究所

1.3 主要原材料价格走势

图 2、大米价格走势

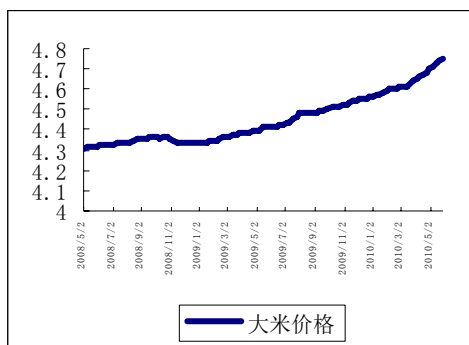


图 3、面粉价格走势

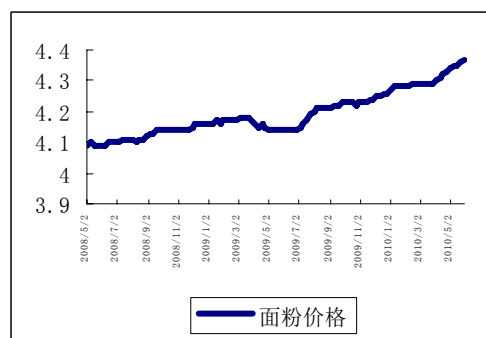


图 4、豆油价格走势

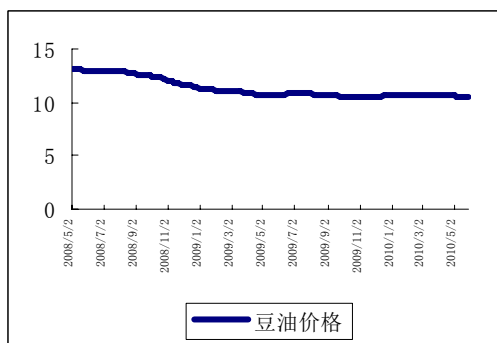


图 5、猪肉价格走势

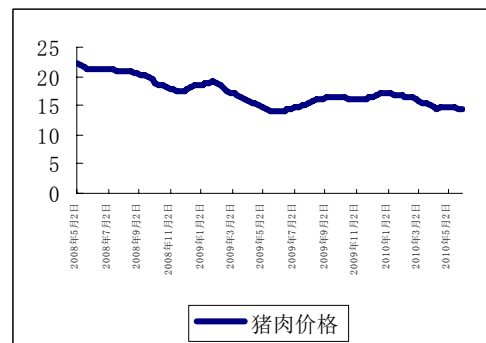


图 6、大白菜价格走势

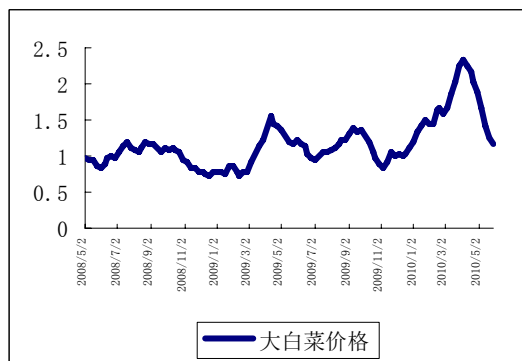


图 7、白糖价格走势

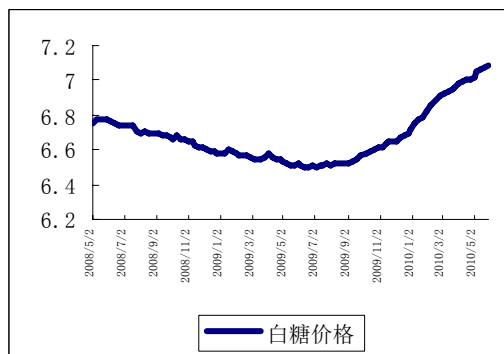


图 8、加拿大 alberta 啤酒大麦期货走势



图 9、黄豆价格走势

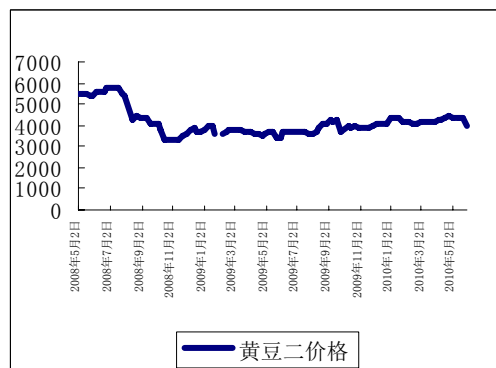


图 10、豆粕、玉米及猪饲料价格走势

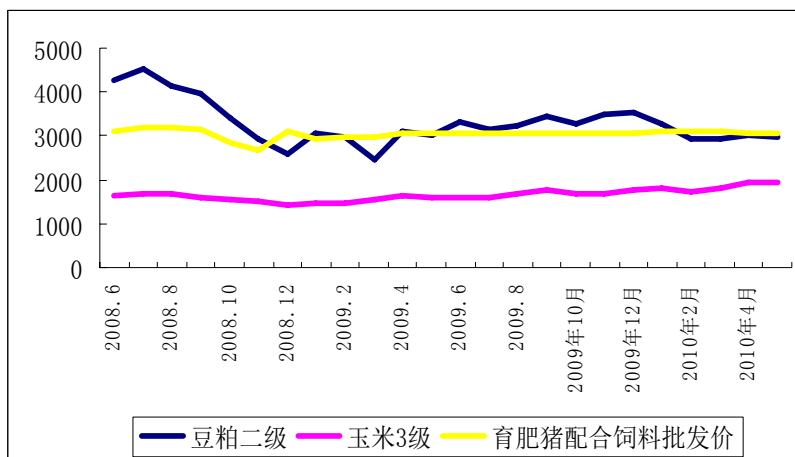
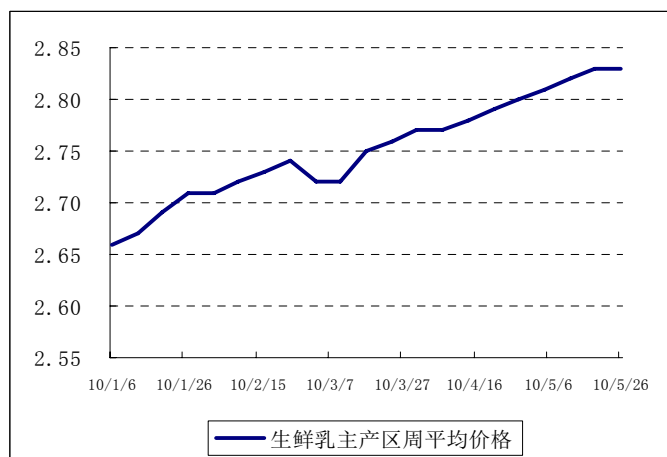


图 11、上半年主产区 (10 省) 生鲜乳周平均价格曲线



数据来源: 商务部、Wind 资讯、东海证券研究所

上半年原材料价格走势涨跌互现。面粉、大米、白糖的价格稳步上升, 分别较年初上涨了 2.34%、4.17%和 5.51%。而猪肉价格自年初见顶以来持续下滑, 目前较年初的下跌幅度已达 15.28%, 逼近猪粮比警戒线。

对今后农产品价格的判断, 我们认为大米、面粉、糖、蔬菜等农产品价格主要受供需影响, 今年气候反常, 北方大旱, 南方冬寒夏涝, 今年粮食产出很可能打破连续 6 年丰收的形势, 因此价格不排除进一步上涨。猪肉价格, 有一定的滞后, 但是农作物价格上涨不可避免的将传导到饲料价格上, 猪肉价格有触底回升的可能性很大。另外, 政府态度是重要的考虑因素, 今年下半年面临强通胀预期, 原材料有较强的上涨助力, 再加上房产政策调控, 游资涌动。若政府不出面调控, 则原材料价格上涨幅度可能较大。因此, 下半年食品饮料行业的成本压力是明确存在的, 毛利率将略有下降。

1.4 各子行业重大事件

◆ 啤酒——重啤易主

重庆啤酒 (集团) 有限责任公司与嘉士伯啤酒厂香港有限公司于 2010 年 6 月 9 日签订了附生效条件的股权转让协议, 重啤集团拟将其持有的本公司 12.25% 的股权以人民币 40.22 元/股的价格, 计 23.85 亿元, 转让给嘉士伯香港。股权转让完成后, 嘉士伯香港与其关联公司嘉士伯重庆有限公司将共同持有本公司 29.71% 的股权, 为本公司第一大股东。重啤集团持有本公司 20% 的股权, 为本公司第二大股东。

点评: 收购价格高于 9 日收盘价近 9%, 显示了嘉士伯对公司和行业前景的

信心。西南地区是嘉士伯的销售优势区域，此举亦加强了公司在西南地区的布局。短期内对公司各方面影响甚小。

◆ 糖业——西南大旱

我国是仅次于巴西和印度的世界第三大产糖国，其中云桂两省占据了我国近 80% 的产量。然而云桂为此次西南大旱的重灾区，截至 3 月 23 日广西防汛抗旱指挥部统计，全区有 13 个市出现旱情，农作物受旱面积 1164.83 万亩，其中，轻旱 753.84 万亩，重旱 366.98 万亩，干枯 44.01 万亩；水田缺水 213.78 万亩，旱地缺墒 428.55 万亩

点评：09/10 榨季糖产量为 1075.16 万吨，同比减少了 10%，供给偏紧，而每年糖类支出以在 5% 的速度稳步增长，且随着可支配收入水平的提高果汁饮料、饼干、蛋糕、酸奶等食品的消费量也会逐渐增加，从而带动糖类的需求。因此今年糖价有一定的上涨动力，请投资者适当关注。

2. 目前估值及与历史估值比较

2.1 行业目前估值判断

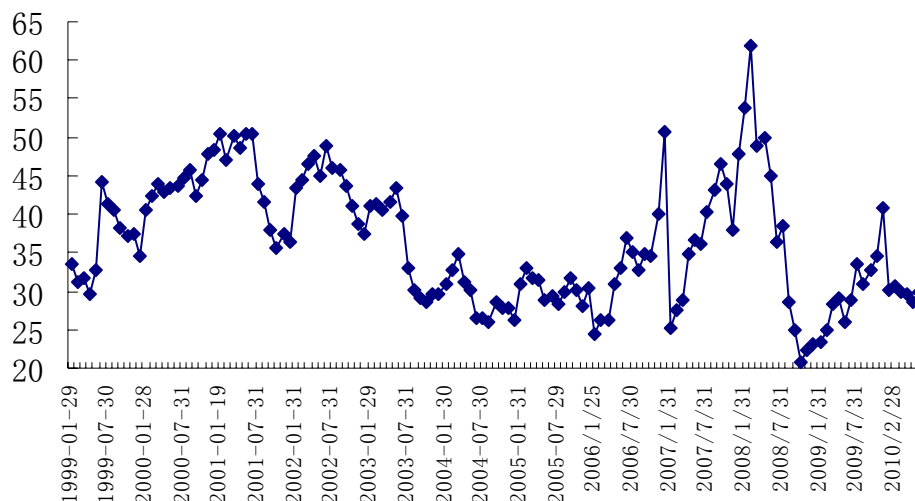
今年上半年大盘出现了较大幅度的调整，而食品饮料在大盘调整期表现了较强的防御性特征，下面我们对行业目前的估值水平做一检测，由此对实际操作进行参考。

由于行业业绩差异较大，我们仍然沿用了前几期策略的计算方法，选取行业 15 只业绩相对优良的股票作为样本，且 PE 计算以当期价格除以当期每股收益为准。我们选取的时间区间是 1999 年至今，期间行业 PE 峰值为 61.81 倍，最低值为 20.77 倍，平均值 36.61 倍，截止到 2010 年 6 月 10 日行业整体 PE 为 29.81 倍，可以看出食品饮料行业目前处于一个相对略低的估值水平。

结合之前的研究成果，我们认为食品饮料行业的操作选时十分重要。我们的基本结论是：大部分公司在整个周期内是跑赢大盘的，跑输大盘的企业多数为多元化经营和自身有问题的企业。另外，在指数上升阶段大部分企业的超额收益为负，在高位盘整阶段略超指数，在下降阶段超额收益较高，在低位盘整阶段和反弹阶段倾向于补跌，在熊市后期大幅跑赢大盘。可以说，食品饮料行业股价和业绩特征都是比较温和的。在上升期，整体行业业绩不如周期性行业的弹性大，因此跑输大盘，在下降期由于业绩预期下降温和而跑赢大盘，在盘整期由于市场整体估值下移而补跌。因此对大盘趋势的判断十分重要。

对于大盘走势判断的理由我们在这里不再赘述，基本判断是震荡平衡市，也就是看平。这类似 2002-2004 年的情况，在此阶段行业最高、最低、平均 PE 分别为 48.9、26.1 和 36.3 倍，有上下浮动 30% 的空间。以平均 PE 来计算，全年股价平均至少有 20% 左右的上升空间。

图 12、历年行业 PE 水平走势

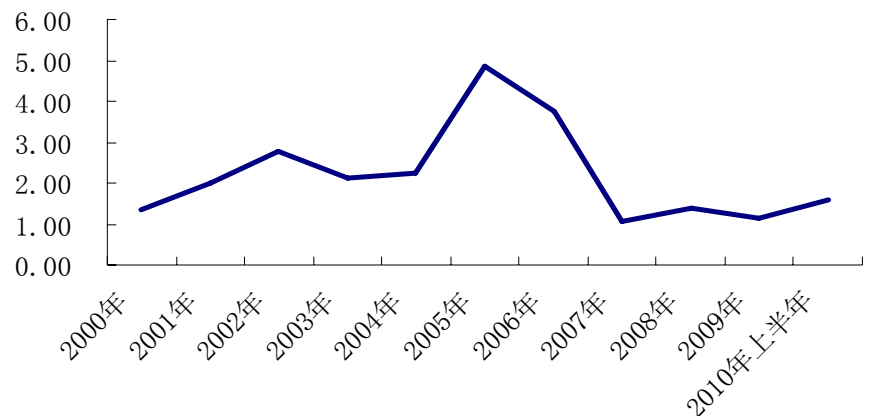


数据来源：东海证券研究所

2.2 行业估值相对大盘的溢价水平

消费品行业由于其业绩较周期性行业平稳以及较高的分红率，国内外行业均较指数有一定的溢价。我们选取了行业中质地相对优良的 15 家公司，并编制行业指数与申万 300 指数比较，我们发现 2000 年到 2009 年行业相对大盘的平均溢价为 2.24 倍，最高溢价 4.88 倍，最低溢价 0.84 倍。今年上半年大盘股跌幅较大，受大盘股 PE 下调的影响整个市场的 PE 有所下降。截至 2010 年 6 月 10 日行业相对大盘的溢价为 1.61 倍，较 09 年年底有所上升，但仍处于历史低位。

图 13、食品饮料行业相对大盘溢价率



数据来源：东海证券研究所

综合以上两个方面，我们认为下半年食品饮料行业股价是温和上涨的，其表现基本略微跑赢大盘。

3. 下半年投资逻辑

3.1 一线白酒 PK 二线白酒

今年上半年行业走势的一大特点就是白酒行业出现了分化，一线白酒成了拖累行业指数的子行业，二线白酒却连创新高其表现令人诧异。以下两表分别例举了一些一线和二线白酒企业的估值。二线白酒 10、11 年预测 PE 高达 45.6、31.6 倍，而一线白酒 10、11 年的预测 PE 只有 22.1、18.7 倍。二线白酒 10、11 年的估值分别是一线白酒的 2.1、1.7 倍。

表 3、近一年二线白酒二级市场表现及估值情况

证券代码	证券简称	一年 涨跌幅(%)	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
600559.SH	老白干酒	105.86	0.2600	0.4400	0.4966	47.92	58.30	51.65
600702.SH	沱牌曲酒	11.93	0.1595	0.2075	0.3172	67.94	58.46	38.24
600199.SH	金种子酒	245.43	0.2700	0.2551	0.4008	12.15	44.41	28.27
000799.SZ	酒鬼酒	8.47	0.1900	0.2756	0.5317	65.26	48.80	25.30
600197.SH	伊力特	91.59	0.2500	0.3744	0.5626	33.76	43.19	28.74
000596.SZ	古井贡酒	171.02	0.6000	1.1053	1.6037	27.29	40.14	27.67
600809.SH	山西汾酒	95.80	0.8200	1.3500	1.9010	27.67	32.91	23.37
002304.SZ	洋河股份	83.71	3.0400	4.1764	5.5271	28.92	38.67	29.22

数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

表 4、近一年一线白酒二级市场表现及估值情况

证券代码	证券简称	一年 涨跌幅	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
000858.SZ	五粮液	47.00%	0.855	1.2582	1.5609	21.17	21.15	17.05
600519.SH	贵州茅台	4.89%	4.5700	5.8114	7.1732	28.94	23.87	19.34
600779.SH	水井坊	29.58%	0.6600	0.8400	0.8797	23.30	23.73	22.66
000568.SZ	泸州老窖	18.58%	1.2000	1.4405	1.7442	21.08	20.82	17.19

数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

我们认为一线白酒和二线白酒的估值差距只要是由于成长性的不同造成的，以下部分我们将围绕着一线白酒和二线白酒的成长空间展开。

3.1.1 一线白酒的涨价空间

一线白酒自 2003 年以来的快速发展，主要靠量价齐升。高档白酒的市场空间相对较小，因此未来一线白酒的主要增长应关注于价格的上涨空间。

我们认为高档白酒有别于一般的消费品，其具有投资保值属性。俗话说“陈年美酒”也就是说高档白酒有抵御通货膨胀的投资作用，其品质价值随着时间增加而增值。实际情况也确实如此：茅台、五粮液等名酒价格 2000 年以来快速增长，其出厂价都有 2 倍以上的增幅。高档白酒是否仍有涨价空间呢？

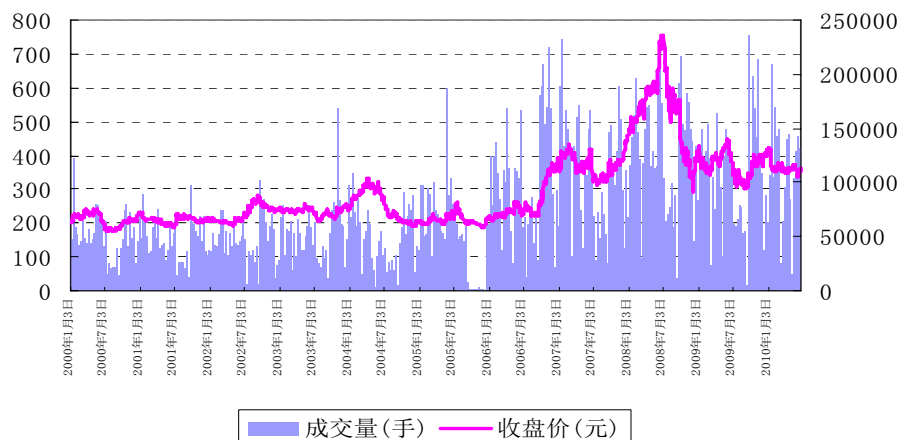
首先和金价相比，黄金价格由 2000 年的 284 美元/盎司上涨到目前 1263 美元/盎司的高价，涨幅 4.45 倍。其次，以玉米为代表的农产品价格由 2000 年的 201 美元上涨到目前的 367 美元，涨幅 1.83 倍。从目前宏观形势看，去年各国救市政策效用逐渐显现，短期由于经济仍在复苏阶段，救市政策带来的流动性还未显现，但是长期通货膨胀的预期愈来愈强。因此下半年投资品和资产价格有望进一步提升。

图 14、COMEX 黄金期货连续价格（1998 年至今）



数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

图 15、CBOT 玉米期货连续价格（2000 年至今）



数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

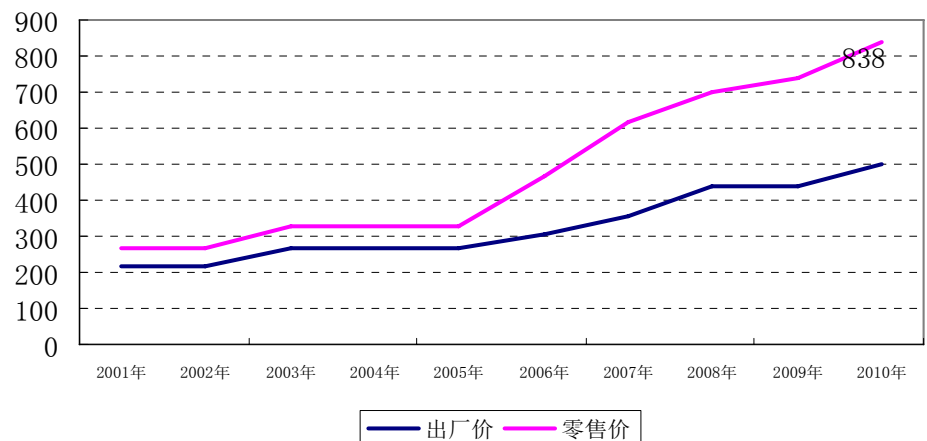
接下来我们回顾一下白酒企业的涨价历程：茅台从 2001 年的 218 元/瓶上涨到目前 499 元/瓶，涨价幅度 2 倍多，零售价由 2000 年 250 元上涨到目前 820 元，上涨 3.28 倍；五粮液最大销售商银基发展的公告中，五粮液系列酒平均售价 2006 至 2008 三个财政年度分别上涨 43.6%、63.7%、41.5%合计上涨 3.33 倍，五粮液平均成本 2006 至 2008 年三个财政年度分别上涨 33.3%、32.3%、6.8%合计上涨 1.88 倍，五粮液出厂价由 2001 年的 248 上涨到目前的 509 元，上涨 2.05 倍，零售价由 2006 年的 360 元上涨到目前 700 元左右，上涨幅度 1.94 倍。与黄金价格比较，十年来一线白酒的出厂价涨幅远低于黄金价格，零售价与黄金价涨幅相仿；与农产品价格比较，一线白酒的出厂价涨幅略高于农产品价格。

表 5、茅台酒提价历程表

提价时间	高度酒 (元/瓶)	提价幅度 (元/瓶)	低度酒 (元/瓶)	提价幅度 (元/瓶)
2001 年 8 月	218	40	148	20
2003 年 10 月	268	50	198	50
2006 年 2 月	308	40	228	30
2007 年 4 月	358	50	258	30
2008 年 1 月	439	81	298	40
2010 年 1 月	499	61	338	40

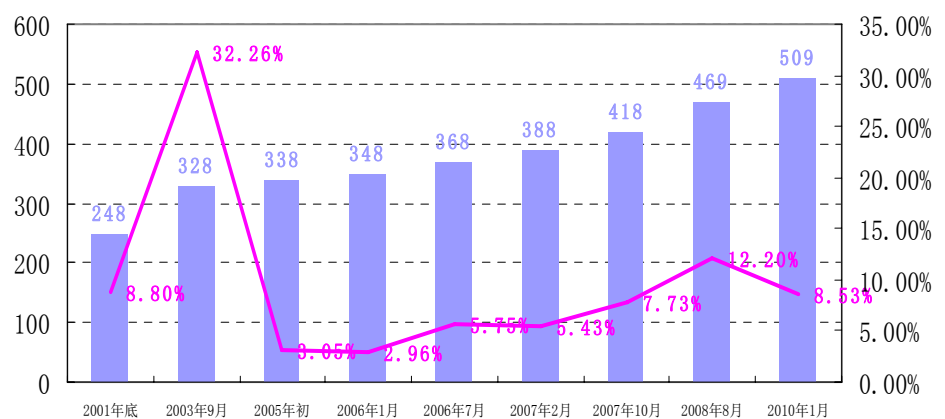
数据来源：东海证券研究所

图 16、53° 茅台零售价与出厂价走势图



数据来源：东海证券研究所

图 17、五粮液 52° 出厂价走势图



数据来源：东海证券研究所

我们认为 2003 年开始的白酒涨价过程是对多年来白酒价格低迷的补涨。这个阶段的涨价是迅速的脉冲式的，接下来可能是一个自然式的小幅增长。下文我们将比较洋酒的价格，探讨未来白酒价格走势。

表 6、高端洋酒价格和储藏年限

单价：元		储藏年限
皇家礼炮	940	威士忌、21 年以上
人头马 X0	1280 (700ml)	干邑、10-37 年的储存
轩尼诗 X0	980	干邑、40 年
马爹利 X0	1380 (700ml)	干邑、40-45 年

数据来源：东海证券研究所

由于我国的白酒包装一般为 450ml 左右，则高端洋酒折成 450ml 的价格与国内高端白酒的价格相差无几，另外从贮藏时间来看，**高端洋酒的贮藏时间更**

长，可见我国高端白酒的零售价提价空间已比较有限。但是白酒的出厂价与零售价的价差仍然丰厚，出厂价提升还有潜力。

但是从估值的角度来看，目前一线白酒公司更有优势，另外，一线白酒公司具有更加成熟的管理团队、销售模式和丰富的现金流，较二线白酒而言业绩增长更具有确定性和安全边际。

3.1.2 二线白酒增长空间

二线白酒的增长主要来源于产品结构的升级和销量的扩充。企业通过改制，完善企业治理机制，进一步激发了管理层动力，加速了销量快速提升。二线白酒自 09 年开始的快速增长更得益于销售基数低，市场分散。二线白酒多是区域性白酒龙头，如果所在地区白酒企业规模普遍较小，市场集中度较低，就为一些企业创造了快速发展的机会。其次，原来一些二线白酒企业拥有品牌沉淀，但是由于各种原因市场开拓动力不足，可以说是徒有其名，企业改制后，管理层动力充分发挥，利用好过去积累下的品牌积淀，在短期内迅速增长完全可以实现。另外，如果区内市场集中度比较高后，如开发省外市场，势必需要大量的财力投入，以目前二线白酒公司的实力恐怕难以承受。因此我们认为对二线白酒的挑选应该注重其生存环境和品牌积淀。结合估值情况，我们认为山西汾酒、古井贡酒和金种子酒是比较好的选择。

表 7、各地名酒的产量占比情况

地区	公司名称	销量: 吨 2009 年	地区总产量: 吨 2009 年	产量占比
北京	顺鑫农业-牛栏山二锅头	106000	180,249.21	58.81%
安徽	金种子酒	16000	290,285.44	5.51%
安徽	古井贡酒	25000	290,285.44	8.61%
四川	五粮液	100000	1,559,368.15	6.40%
四川	泸州老窖	74300	1,559,368.15	4.76%
江苏	洋河股份	85500	364,851.06	23.43%
贵州	贵州茅台	17200	152,704.68	11.26%
贵州	董酒	10000	152,704.68	6.55%
贵州	习酒	11000	152,704.68	7.20%
山西	山西汾酒	12850	99,005.97	12.98%
新疆	伊力特	21200	50,625.24	40.00%

数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

3.2 快速消费品企业营销效率分析

延续上期策略，我们采用了单位销售费用支持的销售收入的方法对国内各大企业做了一下定量的分析。所谓单位销售费用支持的销售收入，也就是对用销售收入的变化量除以销售费用的变化量。如果数值为正说明增加销售费用能

够提高销售收入，如果数值为负则说明销售收入与销售费用没有直接正向关系，结合经济学原理来说也就是该企业生产产品有很强的垄断性和定价能力，我们对茅台的计算结果正说明了这一点。如果计算数值小于等于 1 则说明营销没有效率，企业支出大于收入，要么面临市场饱和的情况，企业没有必要增加营销力度，要么说明企业的营销策略失败。如果计算数值说明大于 1，则说明营销有效率，销售费用支持了更多的销售收入。

单位营销费用支持的 销售收入	区间	说明	实际意义
	$x < 0$	营销无意义	市场垄断，产品定价能力极强，如贵州茅台。或成为社会负担无用的产品
	$x > 0$	营销费用可以带来更多的销售收入 营销支出大于带来的	
	$0 < x \leq 1$	销售收入，营销没效率 营销支出带来更多的	市场已经饱和或企业营销策略失败
	$x > 1$	销售收入，营销有效 率	市场还未饱和和企业营销策略成功

我们依照以上方法对青岛啤酒、伊利股份、泸州老窖、五粮液、张裕、贵州茅台、蒙牛乳业和康师傅等上市公司做了定量的分析。

从下表和下图中我们总结了几点规律：

- 1、 尽管啤酒企业市场占有率缓慢增加，但行业整体规模仍然不断扩大，另外各企业优势地区逐渐巩固，青岛啤酒和燕京啤酒的数据都表明二者的单位营销费用支持的销售收入都远大于 1，说明其营销卓有成效，因此没有理由在现在削减费用。燕京啤酒的费用利用效率高于青岛啤酒。
- 2、 乳业的市场集中度是最高的，其单位营销费用支持的销售收入虽然大于 1，但成逐年下降的趋势，特别是 2008 年发生三聚氰胺事件后。但我们认为，未来乳业的增长除了农村市场外，更重要的是依靠产品创新，前些年蒙牛的特仑苏高端奶和优酸乳都创造了不错的增长业绩。在细分市场上的突破是关键，因此乳品企业也没有理由在现在削减费用。值得注意的事伊利的营销效率有所提高。
- 3、 白酒行业的营销弹性是最大的，知名高端白酒企业已经形成绝对的行业垄断优势，特别是贵州茅台其单位营销费用支持的销售收入连续 3 年为负值而且数额较大。因此从这个角度说其他企业再想进入高端市场的壁垒是十分高的。
- 4、 中低档白酒的行业竞争还属于初级阶段。中低档白酒特别是中档白酒的区域性特征要远胜于啤酒和奶业。由于中低档白酒的售价偏低其快速消费品行业特征也十分显著。因此，中档白酒能否出现全国性品牌的不确

定性仍然很大。这个行业机会与风险并存，我们认为不排除未来有企业能够分享抢占全国市场带来的高速增长。那些资金雄厚、战略清晰、有先占优势的企业是首选。

- 5、二线白酒的营销效率非常不稳定。由于其销量基数小，未来 2-3 年的高速增长仍有可能持续。洋河的表现最为突出，汾酒表现也较为稳定。
- 6、康师傅在方便面、茶饮料方面都市场排名第一，这两个产品的市场占有率都在 50% 上下波动。但从单位营销费用支持的销售收入来看，其营销仍然是有效率的。这说明中国的消费品市场容量实在是巨大。

表 8、各白马企业营销效率情况

公司名称	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
青岛啤酒	5.13	1.21	0.18	3.76	3.85	5.42	6.86	7.09
燕京啤酒	21.84	24.12	59.88	31.57	8.25	6.63	25.38	5.26
伊利股份	22.01	9.40	14.76	2.18	3.90	6.69	4.05	3.40
泸州老窖	Na	9.06	1.65	104.21	1.94	2.56	0.76	24.58
五粮液	Na	3.59	14.35	4.44	4.62	4.68	-3.26	6.65
贵州茅台	Na	Na	Na	Na	5.78	6.78	5.39	2.72
张裕	Na	Na	Na	Na	1.27	6.36	5.72	-11.87
蒙牛乳业	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
康师傅	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	4.51

数据来源：东海证券研究所

表 9、各白马企业营销效率情况（续）

公司名称	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010/1q
青岛啤酒	4.20	7.04	6.06	4.55	3.14	7.22	3.91	2.04
燕京啤酒	7.72	10.68	7.66	7.73	8.17	12.68	6.84	1.76
伊利股份	4.70	5.11	4.72	5.57	5.30	1.42	2.77	4.94
泸州老窖	5.80	1.64	6.37	-8.62	17.25	5.43	-42.63	-5.23
五粮液	3.09	-0.31	2.08	6.92	0.31	5.59	11.69	7.69
贵州茅台	9.92	54.04	9.26	8.93	-95.19	-35.41	16.00	-14.68
张裕	7.01	2.08	3.02	29.96	4.56	2.95	3.33	3.50
蒙牛乳业	Na	7.68	7.92	6.12	5.50	2.26	3.95	Na
康师傅	4.37	3.63	11.66	4.49	5.23	4.99	2.72	Na

数据来源：东海证券研究所

表 10、二线公司营销效率情况（续）

公司名称	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年一季报
洋河股份	39.66	10.43	7.39	13.07
沱牌曲酒	-8.99	-0.91	2.22	-3.87
酒鬼酒	-1.13	1.55	3.88	2.75
金种子酒	2.48	-2.66	7.55	-8.85
山西汾酒	2.13	4.95	10.37	4.06
古井贡酒	5.12	5.95	-0.36	1.79
莫高股份	2.02	-5.36	-23.84	-16.55

数据来源：东海证券研究所

表 11、各子行业的市场概况

子行业	竞争力	概要	关注公司	评级
白酒	品牌	市场地位稳固，治理结构调整后，增长可期。	五粮液、泸州老窖	推荐
葡萄酒	品牌 管理	迎合“健康消费”理念，行业基数小，行业整体稳定增长。	张裕	推荐
啤酒	品牌 管理	快速消费品，行业进入激烈竞争阶段，局部地区发展空间大。	青岛啤酒 燕京啤酒	推荐
黄酒	品牌 管理	行业基数小，区域性特征明显，业绩爆发的可能性较低	古越龙山	中性
乳业	品牌 管理	快速消费品，原料价格上涨，成本压力显现，产业链长，产品升级，行业发展空间仍然较大。	伊利股份	谨慎 推荐
肉类加工	品牌 管理	行业进入快速发展期，原料价格下跌，产品升级，行业发展空间很大	双汇发展 三全食品	推荐

数据来源：东海证券研究所

4. 投资策略：

由以上分析我们认为明年农产品价格将稳步回升，快速消费品行业毛利率将有所下滑，另外，企业营销费用下降的可能性较小，行业业绩整体存在一定的压力，估值偏高，仅部分个股存在事件性机会。

下半年我们更看好一线白酒股，特别是对中档价位白酒率先走入全国市场的企业。主要理由有：1、看好中档白酒的行业增长，其行业发展还处于培育的初级阶段，行业的全国整合刚刚开始；2、一线白酒企业其高档白酒产品可以为其提供稳定的利润来源，有效支持中档白酒产品在全国的扩张；3、二线

白酒企业往往刚刚改制，企业资金实力弱，打开全国市场的最初阶段需要大量费用投入，因此业绩未必会有所体现；4、率先布局企业有全国市场经验，在渠道布局上有先发优势。因此我们认为下半年食品饮料行业首选个股是泸州老窖和五粮液，其次，我们看好估值相对较低的伊利股份和燕京啤酒。

最后，从针对二线白酒的成长性和营销效率的分析，我们也建议关注成长空间较大且营销效率较高的山西汾酒。

表 12、个股估值情况

6.21 价格	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	09PS	评级
五粮液	0.86	1.26	1.56	30.75	20.89	8.97	增持
泸州老窖	1.20	1.44	1.74	24.91	20.75	9.54	增持
张裕 A	2.14	2.63	3.38	36.32	29.55	9.76	增持
伊利股份	0.85	1.06	1.38	34.85	27.94	0.97	增持
双汇发展	1.50	1.85	2.18	33.65	27.29	1.08	增持
燕京啤酒	0.55	0.66	0.78	39.45	32.88	2.77	增持

数据来源：东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

卢媛媛, 4 年从业经验, 同济大学金融学硕士。

徐玲玲, 上海财经大学经济学硕士。

重点跟踪公司: 泸州老窖、五粮液、伊利股份、双汇发展、三全食品、顺鑫农业、新希望、金枫酒业等。

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122