

食品饮料行业四季度投资策略

顺应短期行业趋势、挖掘长期成长潜力

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

2010 年 4 季度投资策略

2010 年食品饮料行业总体涨幅较大。但随着 4 季度的到来, 市场开始参考 2011 年 PE, 很多优质企业估值水平并不高, 持续成长的食品饮料行业有望继续获得超额收益, 维持对行业“买入”的评级。

我们对食品饮料各个子行业 4 季度发展趋势和投资机会的判断:

白酒, 4 季度出厂价上调的预期十分强烈, 关注成长潜力大的企业。

随着出厂价整体的涨价潮渐行渐近, 短期内对股价可形成正面的刺激, 预计 4 季度白酒行业股价仍有较好的表现。分析销售费用率和销售净利率水平, 老白干酒、古井贡酒、山西汾酒、水井坊、酒鬼酒均存在较大的提升空间。若结合销售收入增速分析, 销售体制改革效果初显的水井坊是现阶段较好的投资标的。看好销售体制改革之后存在业绩反转预期的水井坊和估值仍有提升空间的泸州老窖。

乳制品, 需求旺盛, 成本压力有望减轻。7、8 月份行业销售情况很好, 现阶段国内乳企的成本压力已达高位、未来原料成本压力有望减轻, 4 季度市场有望上调行业 2011 年的盈利预测。看好伊利股份, 2011 年有望迎来业绩的拐点

葡萄酒, 成长确定性最好的子行业。我们长期最看好的子行业, 4 季度仍可一如既往保持稳健的增长。张裕稳健依旧, 3 季度收入增幅预计与上半年差不多, 但估值已高, 短期不做推荐。

啤酒, 销售旺季增速快, 成本上涨压力大。近期销售情况很好, 但 2011 年大麦可能出现较大幅度的上涨, 需密切留意。短期内看好青岛啤酒, 进入销售旺季之后主品牌增速较快, 2010 年产能快速扩张。

黄酒, 销售低迷的态势仍难有改观。行业还处于打基础的阶段, 缺营销、缺传播, 企业不敢贸然投入, 短期还难有改观。

综合上述分析, 4 季度我们主要看好白酒和乳制品行业。

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: 2011 年大麦原料价格存在上涨的压力。

乳制品: 出现行业性的食品安全事件。

行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	1.41%	6.20%	-4.84%
沪深 300	-0.04%	4.43%	-6.57%

目录索引

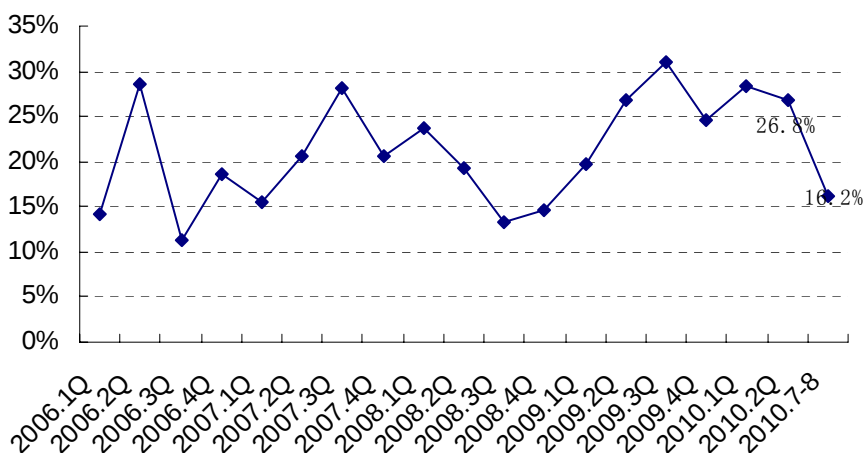
一、白酒：提价预期强烈、关注长期成长潜力	3
（一）4 季度白酒出厂价上调的预期十分强烈	3
（二）寻找白酒企业的成长空间	5
二、黄酒-销售低迷的态势仍难有改观	8
（一）产量增速不快，利润增速较慢	8
（二）行业想象空间大，还处于打基础阶段	9
三、啤酒-销售旺季增速快，成本上涨压力大	11
四、葡萄酒-成长确定性最好的子行业	14
五、乳制品-需求旺盛，成本压力有望减轻	15
六、投资策略和重点公司	17
七、风险提示	18

一、白酒：提价预期强烈、关注长期成长潜力

（一）4季度白酒出厂价上调的预期十分强烈

2010年白酒产量继续保持高速增长。2010年1-8月份累计同比增长27.1%，将其他酒种大幅甩开。7月份增速较慢、8月份恢复高增长。7、8月份白酒产量同比增长16.8%，相比1、2季度增速放缓，主要因为7月份产量增速较慢。但8月份产量继续恢复高增长，增速27.5%。

图 1：中国白酒产量季度变化情况



数据来源：国家统计局

2010年6-8月份白酒行业规模以上企业实现销售收入603亿元，同比增长24.2%，利润总额同比增长21.4%。随着下半年经济增速的降温和09年同期基数的提高，6-8月份销售收入、利润总额增速相对1-5月份放缓。预计白酒上市公司3季度业绩同比增速可能放缓。

图 2：白酒行业销售收入变化情况

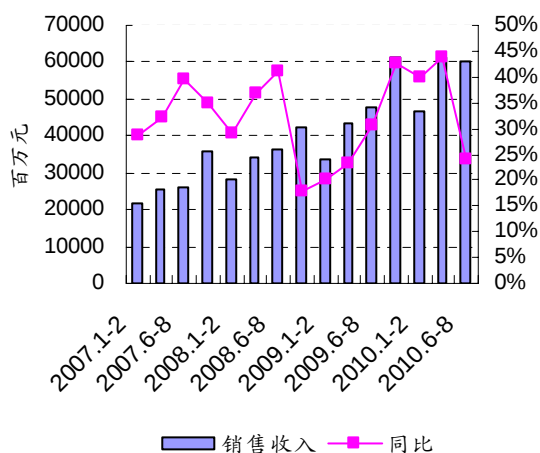
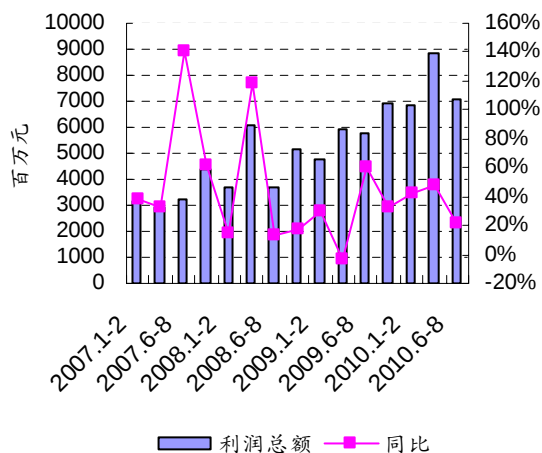


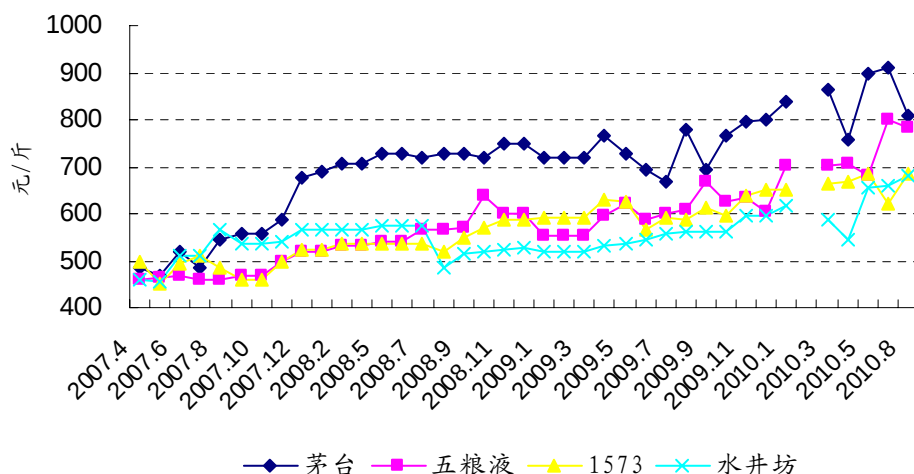
图 3：白酒行业利润总额变化情况



数据来源：国家统计局

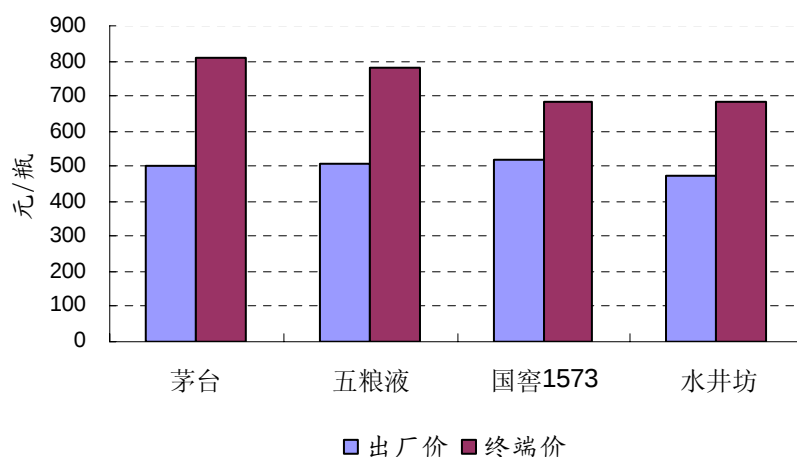
传统的金九银十旺季到来，而短期内通胀因素仍存在，白酒进销差价仍处于高位，出厂价上涨的可能性较大。随着出厂价整体的涨价潮渐行渐近，短期内对股价可形成正面的刺激，**预计4季度白酒行业股价仍有较好的表现。**

图 4：北京商超白酒价格变化情况



数据来源：糖酒快讯

图 5：名白酒进销差价对比



数据来源：糖酒快讯

根据我们宏观研究员的预测，GDP增速则将在明年1、2季度见底。因此白酒行业2010年下半年、2011年1季度的利润增速放缓的概率较大，可能会抑制明年1季度白酒企业股价的表现，还需精选个股。

继续看好销售体制改革之后存在业绩反转预期的水井坊和估值仍有提升空间的泸州老窖。

（二）寻找白酒企业的成长空间

分析历史上白酒企业的成长模式,可以发现,在市场高速扩张的阶段,往往伴随着销售费用的高投入,而随着重点市场进入成熟期,销售费用率有望出现较大幅度的下降。

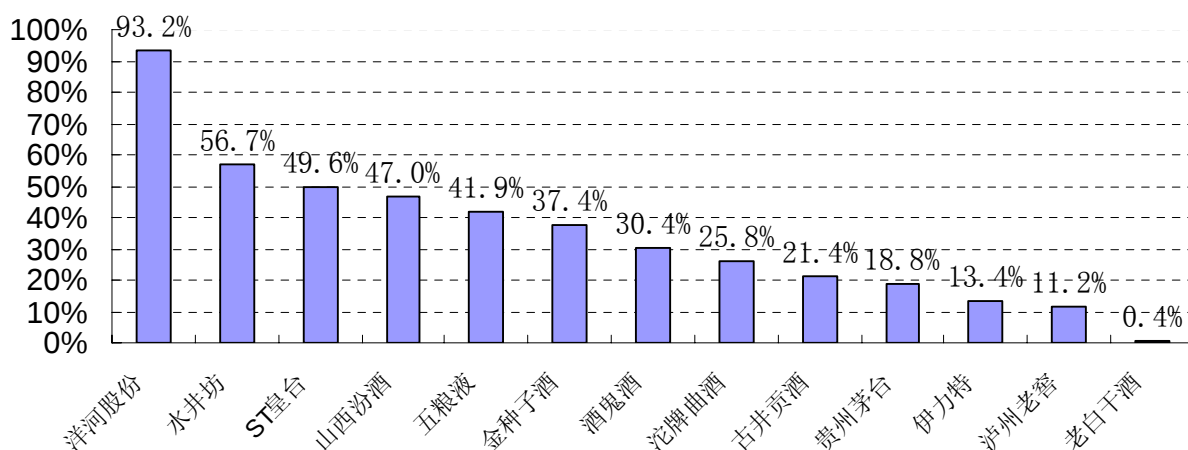
因此,从财务指标上看,销售费用率高、销售净利率低的企业存在较大的利润提升空间,而这些企业若能伴随着销售收入快速增长,则有望在未来某一个时点出现盈利的爆发式成长。

本期投资策略中,我们根据白酒企业2010年中期业绩的情况,对各企业相关财务指标进行了对比。

销售收入增速对比

销售收入增长是公司业绩成长最核心的驱动因素,2010年上半年洋河最快,水井坊次之。(1)洋河股份-继续快速奔跑,大象还能跳舞。2010年上半年销售收入增长93.2%,续写着洋河速度的神话,在所有白酒上市企业处于第一位,继续领跑白酒行业。(2)水井坊-销售体制改革效果初显。09年下半年开始进行销售体制改革,2010年上半年效果初显,重回增长的快车道。(3)山西汾酒-需留意3季度的销售情况。(4)五粮液-双管齐下促增长。2010年上半年因出厂价提高、关联交易问题解决,五粮液酒价格升幅较大。(5)古井贡酒-年份原浆酒渐入佳境,盈利能力较强的高档酒销售收入增幅高达158.5%,收入占比超过50%(6)泸州老窖-高档酒收入增速尚可,2010年中报总体收入增幅不高,仅为11.2%。其中,特曲以上的高档酒销售收入增长19.4%(7)贵州茅台-收入平稳增长,同比增长18.8%。

图 6: 2010年中期销售收入增速对比



数据来源: 公司公告

表 1: 销售收入季度同比增长率

公司	09.3Q	09.4Q	10.1Q	10.2Q
洋河股份	53.3%	75.1%	75.4%	121.2%
ST 皇台	-20.5%	71.4%	40.2%	71.4%

水井坊	23.2%	173.0%	58.2%	54.2%
五粮液	35.7%	128.9%	34.6%	54.0%
金种子酒	48.0%	43.5%	32.4%	42.8%
山西汾酒	13.8%	-4.9%	68.4%	19.7%
贵州茅台	21.1%	6.1%	21.0%	16.9%
古井贡酒	-15.4%	-20.7%	25.1%	14.9%
泸州老窖	4.2%	60.7%	13.3%	8.4%
伊力特	17.3%	27.0%	19.8%	7.1%
酒鬼酒	62.6%	-26.8%	79.2%	3.8%
老白干酒	5.7%	192.5%	-1.0%	1.9%
沱牌曲酒	-6.9%	-17.9%	56.0%	-6.1%

数据来源：公司公告

表 2：分产品收入同比增长情况 单位：百万元

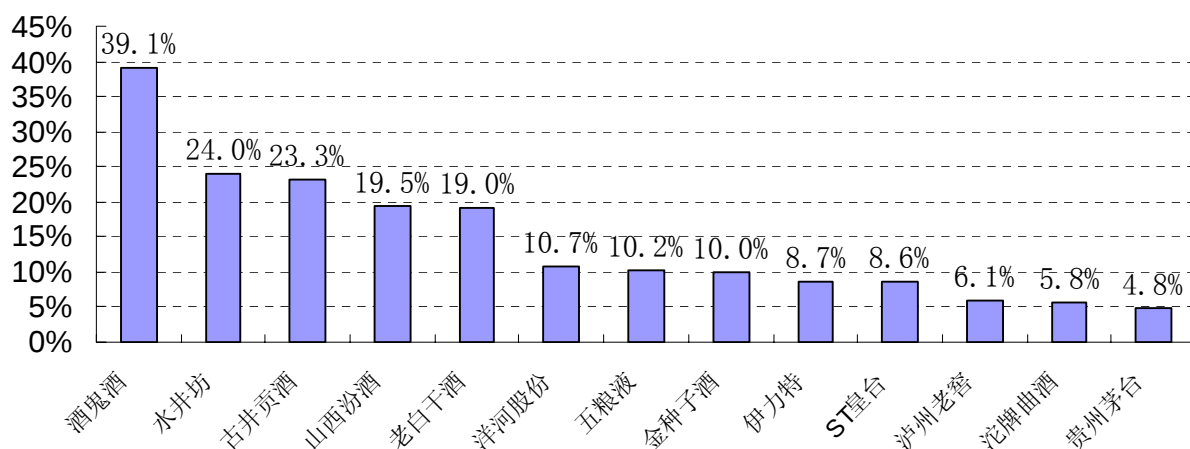
	产品类别	2010 中报	增速	收入占比
洋河股份	中高档白酒	3033	99.2%	87.6%
	普通白酒	429	60.7%	12.4%
古井贡酒	高档酒	396	158.5%	50.4%
	中档酒	371	10.3%	47.2%
	低档酒	18	-62.9%	2.3%
泸州老窖	高档酒	1600	19.4%	67.2%
	中低档酒	780	-4.7%	32.8%
水井坊	中高档酒	562	47.5%	82.2%
	低档酒	122	128.4%	17.8%
酒鬼酒	高档酒类	183	18.1%	77.6%
	中低档酒类	53	103.7%	22.4%

数据来源：公司公告

销售费用率对比

酒鬼酒、水井坊、古井贡酒、山西汾酒、老白干酒仍处于销售费用的高投入阶段，其中酒鬼酒高达39%，水井坊次之、达24%。

图 7：2010年中期销售费用率对比

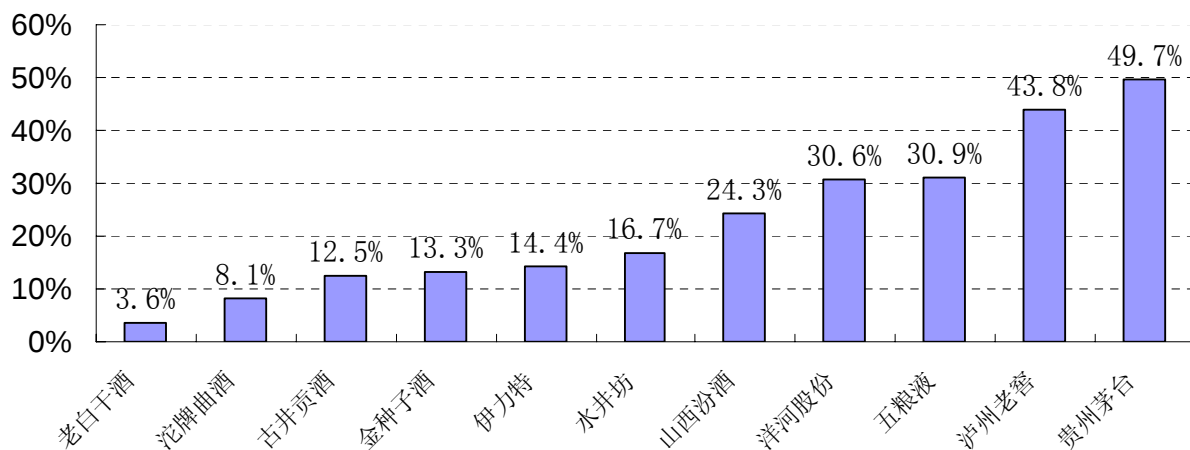


数据来源：公司公告

销售净利率对比

老白干酒、沱牌曲酒销售净利率低于10%，古井贡酒、金种子酒、伊力特、水井坊低于20%，山西汾酒低于30%。

图 8：2010年中期销售净利率



数据来源：公司公告

注：st皇台出现亏损、酒鬼酒因非经常性损益较多，未在此列入比较

分析销售费用率和销售净利率水平，老白干酒、古井贡酒、山西汾酒、水井坊、酒鬼酒均存在较大的提升空间。若结合销售收入增速分析，销售体制改革效果初显的水井坊则是现阶段较好的投资标的。

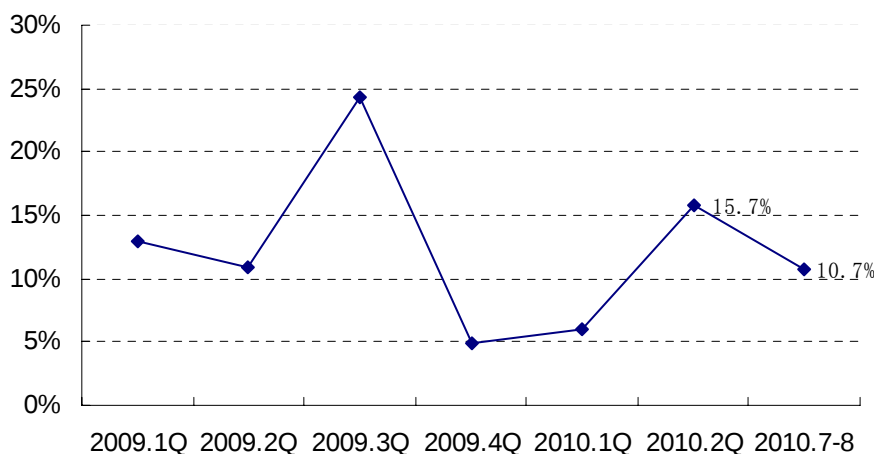
二、黄酒-销售低迷的态势仍难有改观

随着黄酒销售旺季的来临和相关企业的持续提价，市场对黄酒的关注度有所提高。我们本期策略对黄酒行业发展情况进行了分析。

（一）产量增速不快，利润增速较慢

1-8月份销量同比增长12.9%，增速高于啤酒，低于白酒和葡萄酒。2010年6-8月份销售收入增速较高，但受成本上涨的影响，毛利率环比、同比均出现较大幅度的下滑，利润增幅仅为9.1%。

图 9：中国黄酒酒产量季度变化情况



数据来源：国家统计局

图 10：黄酒行业销售收入变化情况

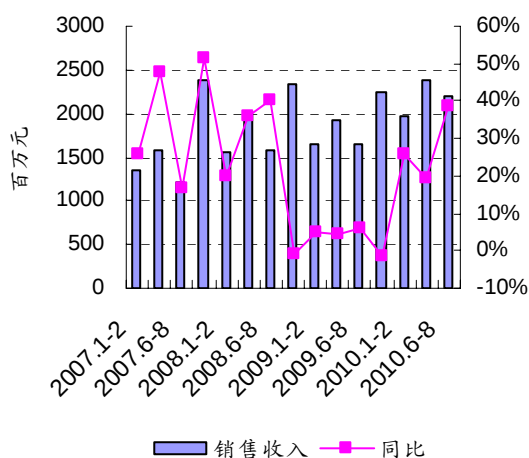
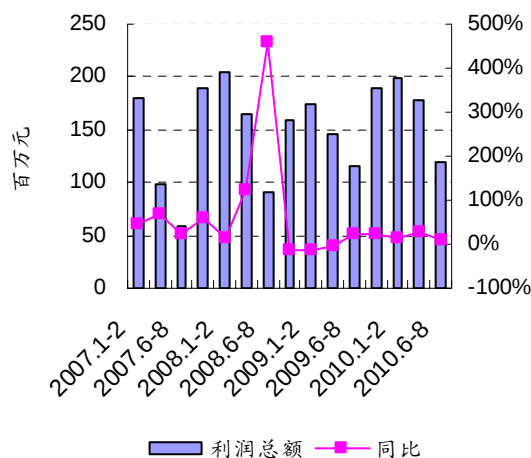


图 11：黄酒行业利润总额变化情况



数据来源：国家统计局

分区域看，1-8月份上海黄酒产量小幅下滑1.1%，浙江黄酒产量增速同比增长9.7%。

6-8月份收入增速较高，但受成本上涨的影响，毛利率环比、同比均出现较大幅度的下滑，利润增幅仅为9.1%。

表 3：分地区黄酒产量 单位：万吨

	2010.7		2010.8		2010.1-8		3 季度 (7、8 月 份)	对应企业 份)
	产量	同比	产量	同比	产量	同比		
上海	0.4	-0.7%	0.4	-40.0%	6.6	-1.1%	-26.1%	金枫酒业
浙江	3.5	37.4%	3.1	17.6%	46.3	9.7%	27.4%	古越龙山

数据来源：国家统计局

表 4：2010.8 和 2010.1-8 月各酒种产量增速 单位：万吨

	白酒产量	白酒同比	啤酒产量	啤酒同比	黄酒产量	黄酒同比	葡萄酒产量	葡萄酒同比
2010-08	61.55	27.5%	540.91	12.7%	6.13	-0.7%	7.28	-1.2%
2010.1-8	528.0	27.1%	3194.6	6.5%	83.2	12.9%	63.6	14.9%

数据来源：国家统计局

（二）行业想象空间大，还处于打基础阶段

我们对黄酒行业的基本观点如下：

- **黄酒是想象空间最大的一个酒种。**黄酒吨酒销售均价较低，产品结构调整的空间较大。消费区域受限制，主要在江浙沪，若能将黄酒的消费习惯向江浙以外区域推广，想象空间很大，但存在较大的不确定性。
- **行业还处于打基础的阶段，缺营销、缺传播，企业不敢贸然投入。**近两年黄酒发展速度不佳，短期还难有改观。
- **未来黄酒行业要突破当前的困境必须从两个方面着手：**持续的营销宣传；能够给消费者带来新的消费体验，如推广“黄酒+大闸蟹”的消费模式。
- **市场集中度很低，龙头企业的成长空间很大。**行业的成长在于领军企业，从品牌知名度、营销投入情况来考虑，古越龙山有机会成为黄酒行业的领军企业。
- **若政府能促成整合，绍兴黄酒其实还有很多发展机会。**与中西部地区的白酒企业相比，江浙地区黄酒占本地收入的比重不大，因此当地政府对黄酒企业改革的支持力度并不大。
- **江苏市场缺乏强势品牌，是古越龙山、会稽山、金枫酒业现阶段重点拓展市场。**

09年全国黄酒产量270万千升，其中规模以上企业产量106.3万千升，竞争格局十分分散。金枫酒业、古越龙山、会稽山前3名企业占规模以上企业销售收入和销量比重都为25%左右，前3企业占全行业的销量的比重才10%左右。

图 12: 规模以上黄酒企业销售收入构成

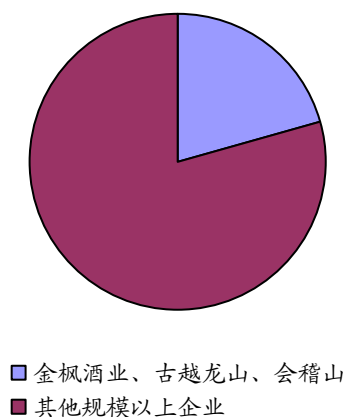
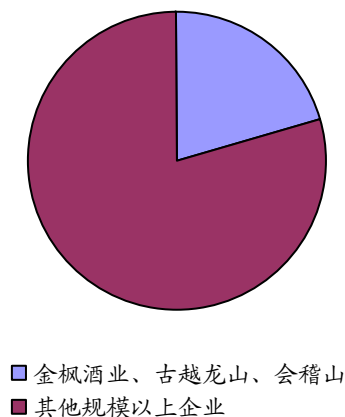


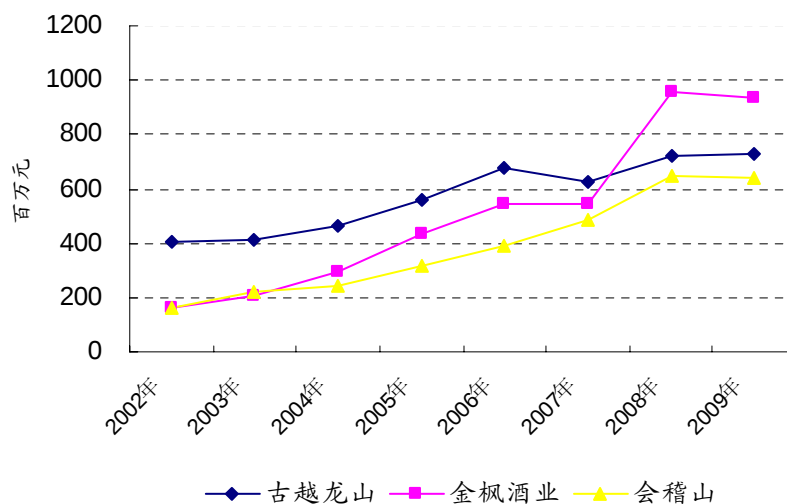
图 13: 规模以上黄酒企业销量构成



数据来源：广发证券发展研究中心

在其它酒种的挤压之下，金枫酒业、古越龙山、会稽山08-09年总体销售收入停滞不前。行业还处于打基础的阶段，缺营销、缺传播，企业不敢贸然投入。因此，黄酒行业短期还难有改观。

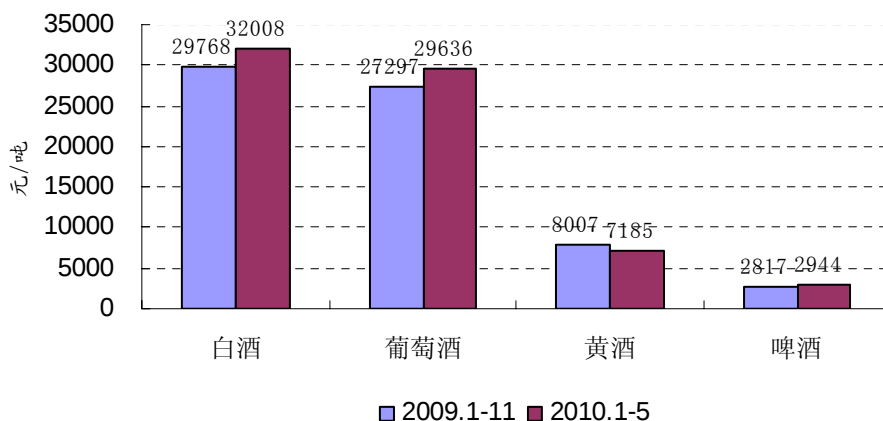
图 14: 金枫酒业、古越龙山、会稽山销售收入



数据来源：广发证券发展研究中心

黄酒吨酒销售均价较低，远低于同为中国传统酒种的白酒，也低于酒精度数相近的葡萄酒。因此产品结构调整的空间较大，但短期内仍难看到这种趋势，2010年黄酒吨酒均价甚至出现下滑。

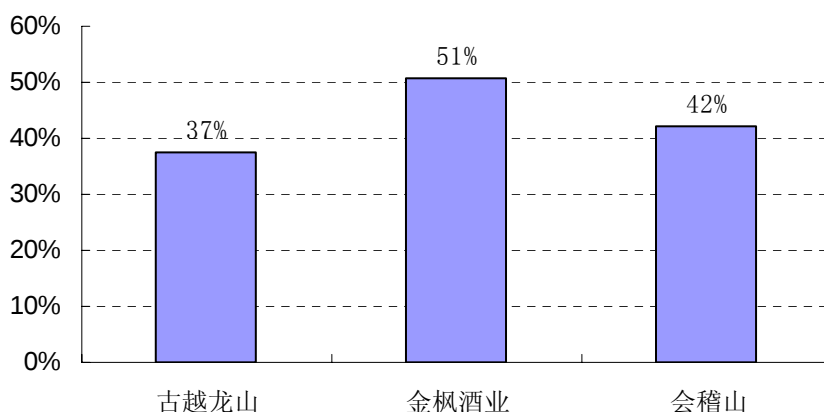
图 15: 吨酒均价对比



数据来源: 广发证券发展研究中心

金枫酒业毛利率水平最高, 古越龙山并入女儿红之后, 毛利率下滑幅度较大, 在前3名黄酒中毛利率水平处于最低的位置。公司的成本控制能力还需加强。但换个角度看, 古越龙山的利润提升空间也最大。

图 16: 2009年黄酒业务毛利率对比

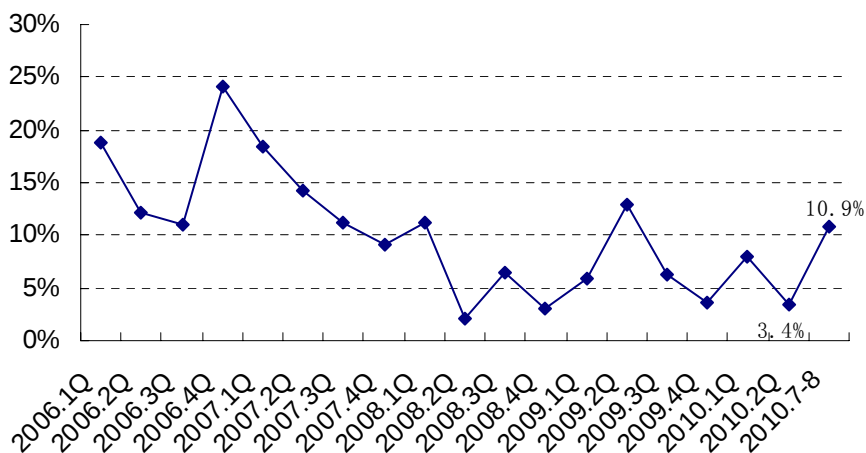


数据来源: 广发证券发展研究中心

三、啤酒-销售旺季增速快, 成本上涨压力大

需求旺盛, 7、8月份啤酒产量增速大幅回升。7、8月份啤酒产量同比增长10.9%, 远高于2季度3.4%的同比增速。其中8月份产量增速12.7%, 是今年进入啤酒销售旺季之后增速最高的月份, 预计与全国范围内的高温天气有关。

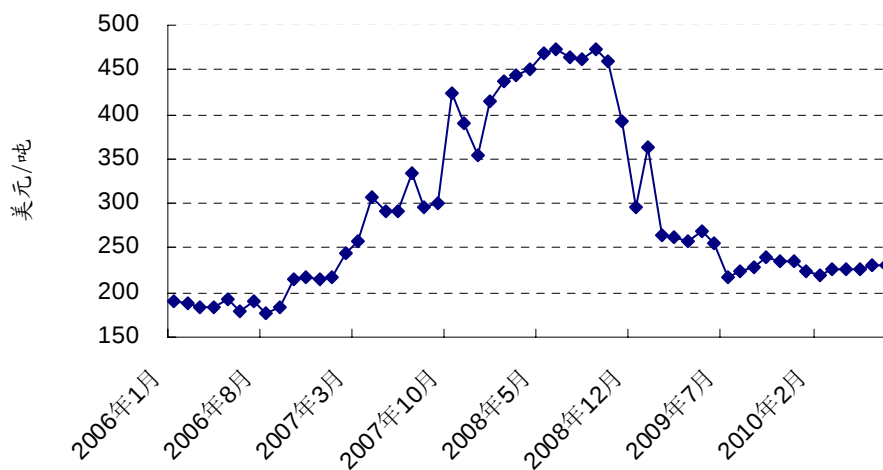
图 17: 中国啤酒产量季度变化情况



数据来源: 国家统计局

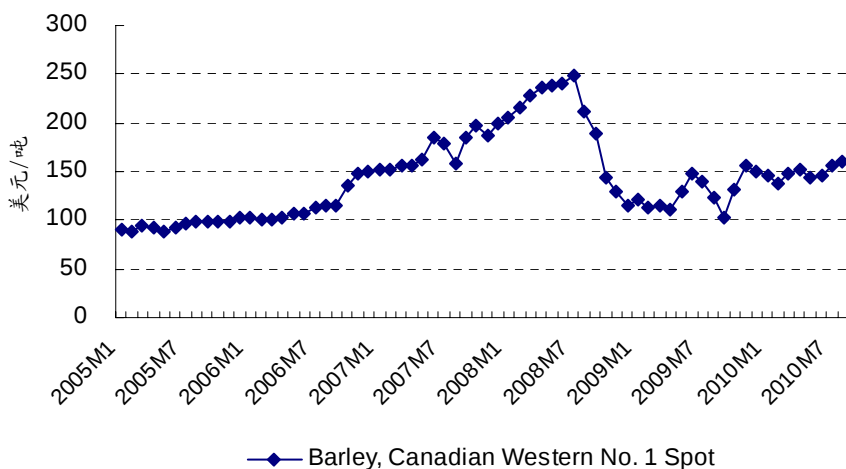
2010年7、8月份国际大麦现货价格继续上涨。青啤最近进口的大麦价格已达300美元/吨, 国产大麦价格需10月底敲定, 预计也将呈现上升趋势。预计2011年啤酒大麦可能出现较大幅度的上涨。3季度青啤使用的大麦价格260美元/吨, 高于去年同期的220美元/吨。

图 18: 中国进口大麦价格



数据来源: 海关数据

图 19: 加拿大大麦现货价格



数据来源: IMF

表 5: 全球大麦供需平衡表 单位: 千吨

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11 Aug	2010/11 Sep
产量	136,396	132,959	155,336	149,809	127,953	125,946
总消费量	143,234	134,042	144,467	144,125	142,370	141,520
期末库存	21,192	20,109	30,923	36,662	21,334	21,088

数据来源: USDA

从行业的收入、利润数据看, 2010年6-8月进入啤酒销售旺季, 销售情况好于1-5月。大麦成本同比上升, 毛利率同比小幅下滑, 但环比回升, 利润增幅高于收入。

图 20: 啤酒行业销售收入变化情况

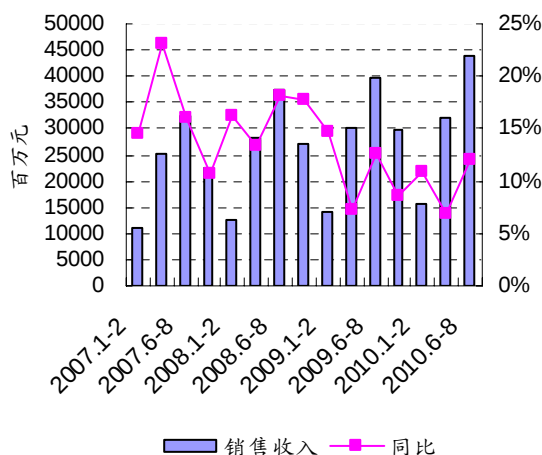
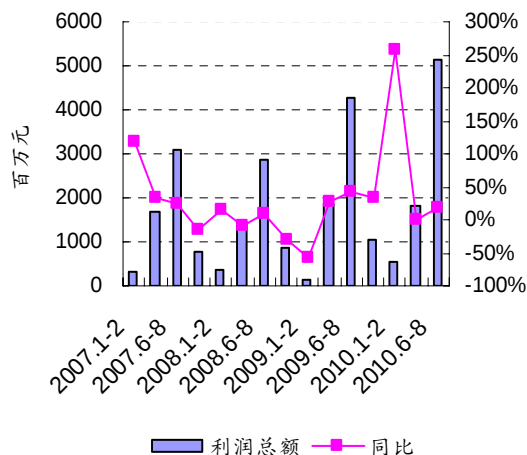
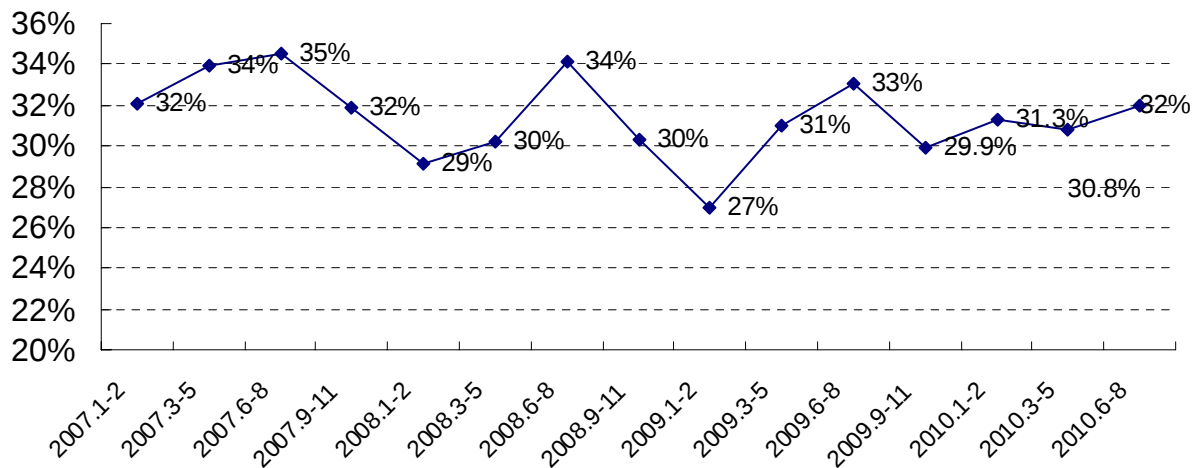


图 21: 啤酒行业利润总额变化情况



数据来源: 国家统计局

图 22: 2007-2010.8啤酒行业毛利率变化情况



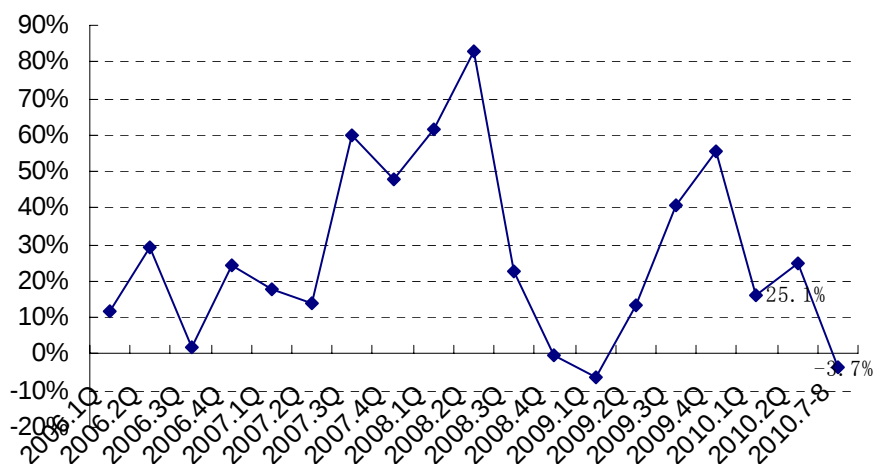
数据来源: 国家统计局

短期内看好青岛啤酒, 进入啤酒销售旺季之后主品牌增速较快, 2010年产能快速扩张。

四、葡萄酒-成长确定性最好的子行业

葡萄酒行业1-8月份产量同比增长14.9%, 增速高于黄酒和啤酒, 低于白酒。7、8月份淡季产量持续下滑, 可能与气候异常有关, 各大产区出现减产的现象。7、8月份葡萄酒产量同比下滑-3.7%, 由于处于葡萄酒的消费淡季, 因此7、8月产量下滑对全年影响不显著, 其中8月份产量下滑-1.2%。

图 23: 中国葡萄酒产量季度变化情况



数据来源: 国家统计局

葡萄酒行业6-8月收入 and 利润数据增速环比加快。但销售收入数据与6-8月份葡萄酒产量数据出入较大，6-8月份葡萄酒产量仅增长了9.6%。

图 24: 葡萄酒行业销售收入变化情况

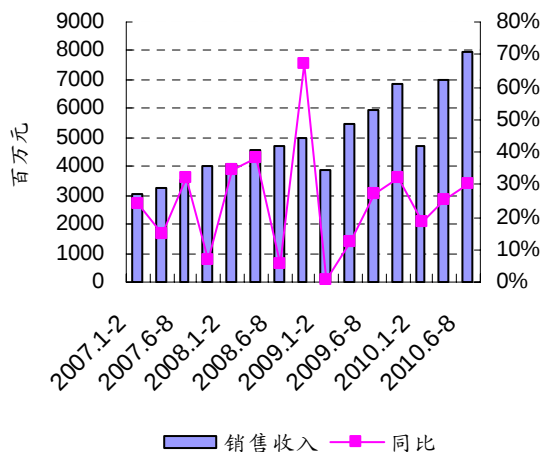
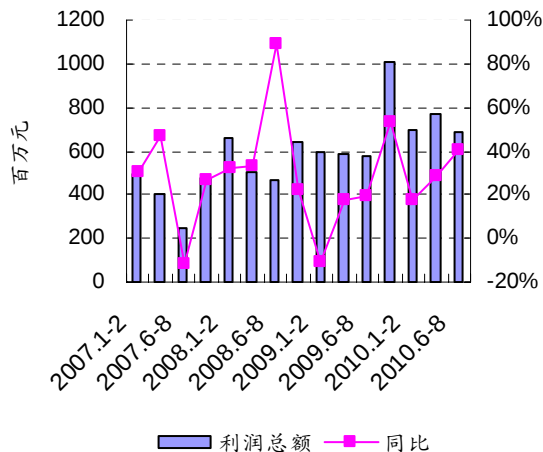


图 25: 葡萄酒行业利润总额变化情况



数据来源：国家统计局

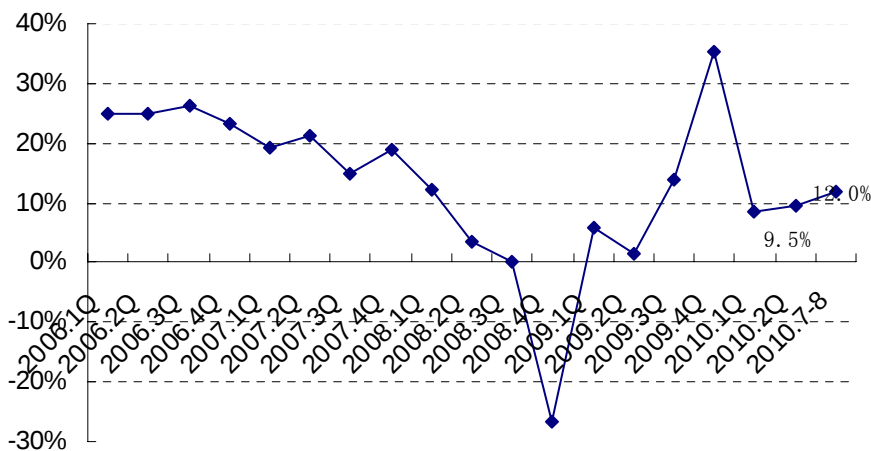
瓶装葡萄酒和桶装葡萄酒进口量均保持了较快的增速。2010 年1-7月，瓶装葡萄酒增长73.7%，桶装葡萄酒增长74.9%。

张裕增长稳健，3季度收入增幅预计与上半年差不多，短期估值较高。

五、乳制品-需求旺盛，成本压力有望减轻

需求旺盛，7、8月份液体乳产量增速较快。7、8月份液体乳产量同比增长12%，高于2季度的9.5%，其中8月份同比增长13.6%。

图 26: 中国液体乳产量季度变化情况



数据来源：国家统计局

6-8月份乳制品行业销售收入增长18.5%。3-5月份利润下滑20.4%，而6-8月利润恢复增长，显示乳制品企业已经通过提价等方式部分抵消了原奶价格上涨的压力。

图 27: 乳制品行业销售收入变化情况

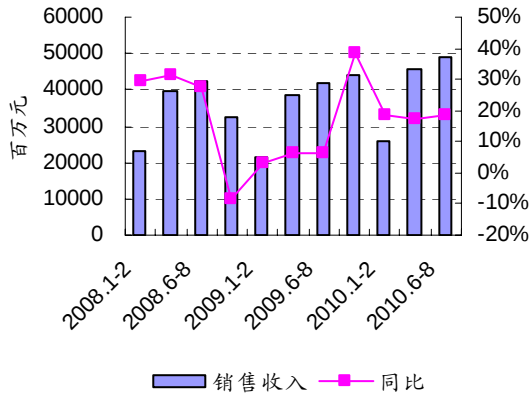
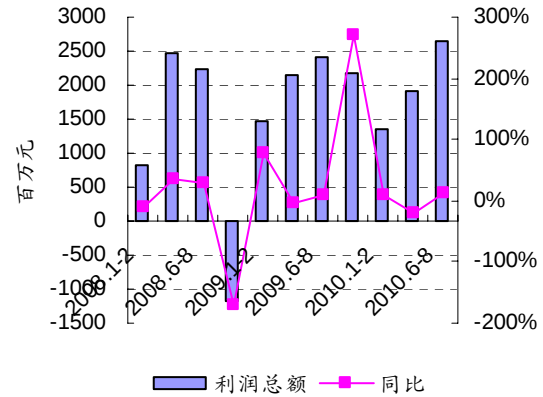


图 28: 乳制品行业利润总额变化情况

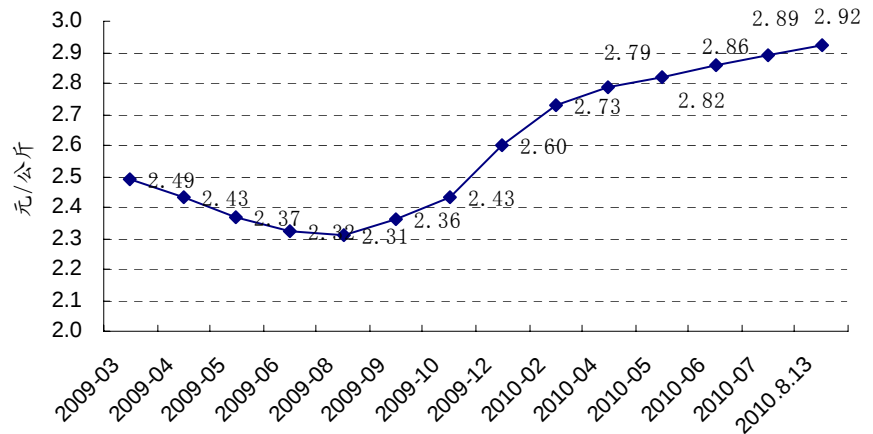


数据来源：国家统计局

国际乳制品价格继续小幅回落。2010年8月份国际奶类价格指数继续小幅回调，有助于国内原奶成本压力的减轻。

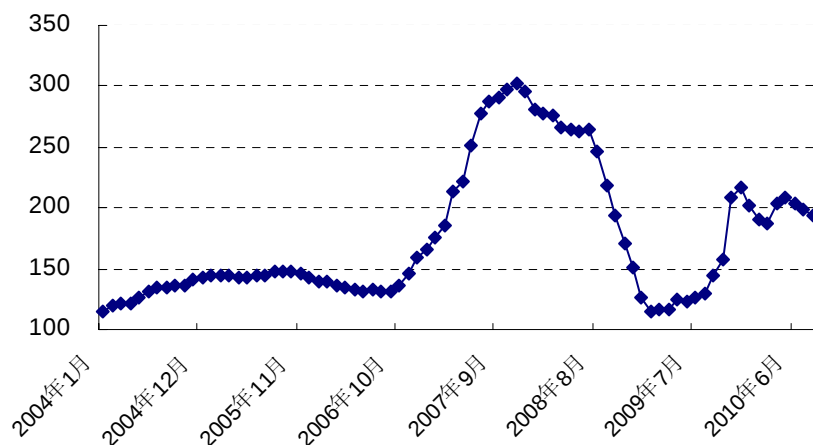
现阶段国内乳企的成本压力已达高位，预计原奶价格未来继续大幅上升的可能性较小。

图 29: 主产区原奶价格均价



数据来源：广发证券发展研究中心

图 30: 国际奶类价格指数



数据来源：广发证券发展研究中心

看好伊利股份，7、8月份行业销售情况很好，未来原料成本压力有望减轻，2011年有望迎来业绩的拐点。

六、投资策略和重点公司

长期看好食品饮料行业，人均收入持续增长、城镇化进程、消费升级、国家“调结构、保增长”的政策都将推动食品饮料行业的长期持续增长。

2010年食品饮料行业总体涨幅较大。但随着4季度的到来，市场开始参考2011年PE，很多优质企业估值水平并不高，持续成长食品饮料行业有望继续获得超额收益，维持对行业“买入”的评级。

我们对食品饮料各个子行业4季度发展趋势和投资机会的判断：

白酒，4季度出厂价上调的预期十分强烈，关注成长潜力大的企业。随着出厂价整体的涨价潮渐行渐近，短期内对股价可形成正面的刺激，预计4季度白酒行业股价仍有较好的表现。分析销售费用率和销售净利率水平，老白干酒、古井贡酒、山西汾酒、水井坊、酒鬼酒均存在较大的提升空间。若结合销售收入增速分析，销售体制改革效果初显的水井坊是现阶段较好的投资标的。看好销售体制改革之后存在业绩反转预期的水井坊和估值仍有提升空间的泸州老窖。

乳制品，需求旺盛，成本压力有望减轻。7、8月份行业销售情况很好，现阶段国内乳企的成本压力已达高位、未来原料成本压力有望减轻，4季度市场有望上调行业2011年的盈利预测。看好伊利股份，2011年有望迎来业绩的拐点。

葡萄酒，成长确定性最好的子行业。我们长期最看好的子行业，4季度仍可一如既往保持稳健的增长。张裕稳健依旧，3季度收入增幅预计与上半年差不多，但估值已高，短期不做推荐。

啤酒，销售旺季增速快，成本上涨压力大。近期销售情况很好，但2011年大麦可能出现较大幅度的上涨，需密切留意。短期内看好青岛啤酒，进

入销售旺季之后主品牌增速较快，2010年产能快速扩张。

黄酒，销售低迷的态势仍难有改观。行业还处于打基础的阶段，缺营销、缺传播，企业不敢贸然投入，短期还难有改观。从品牌知名度、营销投入情况来考虑古越龙山有机会成为黄酒行业的领军企业。

综合上述分析，4季度我们主要看好白酒和乳制品行业，综合考虑成长性、估值水平，主要推荐4个品种：伊利股份、水井坊、泸州老窖、青岛啤酒。

表 6：食品饮料重点公司 单位：元

	Price	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	评级
伊利股份	42.2	0.96	1.27	1.86	43.8	33.3	22.7	买入
水井坊	23.6	0.73	0.77	1.09	32.5	30.7	21.6	买入
泸州老窖	37.2	1.44	1.81	2.39	25.8	20.6	15.6	买入
青岛啤酒	40.5	1.18	1.43	1.89	34.4	28.3	21.5	买入
贵州茅台	170.8	5.86	7.10	8.60	29.1	24.1	19.9	买入
洋河股份	209.1	4.79	7.09	9.42	43.7	29.5	22.2	买入
安琪酵母	38.5	1.10	1.41	1.95	35.0	27.3	19.7	买入
恒顺醋业	17.5	0.39	0.57	0.78	45.0	30.8	22.5	买入
张裕 A	116.0	2.72	3.41	4.26	42.7	34.0	27.3	买入
燕京啤酒	22.9	0.73	0.86	1.00	31.5	26.7	22.8	买入
星湖科技	13.2	0.63	0.72	0.98	21.0	18.3	13.4	买入
光明乳业	10.1	0.24	0.34	0.46	41.2	29.9	22.0	持有
三元股份	8.2	-0.05	0.08	0.24	-151.2	97.1	34.6	持有

数据来源：广发证券发展研究中心

注：取自9.28收盘价

七、风险提示

白酒：行业下半年的利润增速可能放缓。

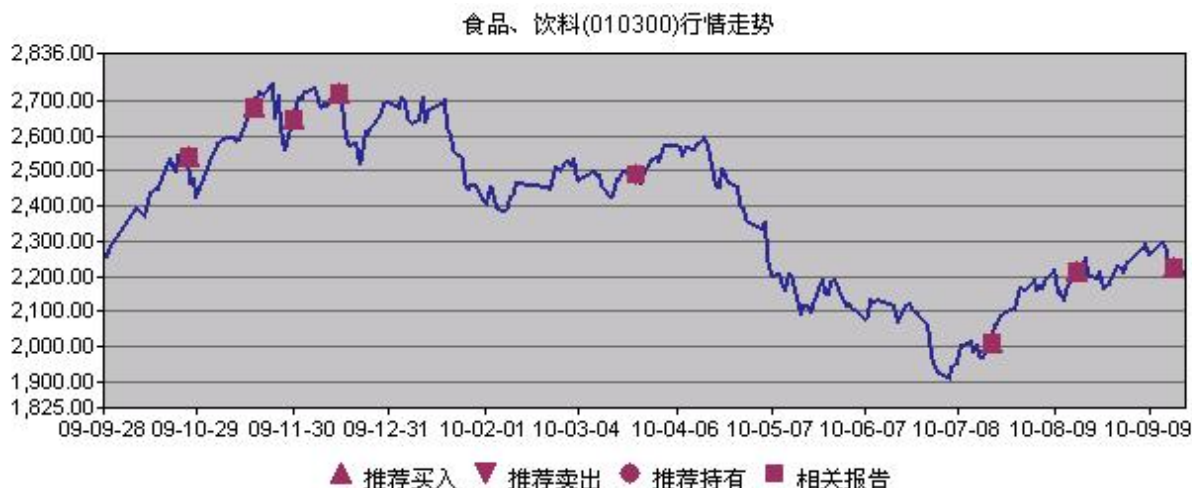
葡萄酒：进口酒的冲击可能超出我们的预期。

啤酒：2011年大麦原料价格存在上涨的压力。

乳制品：出现行业性的食品安全事件。

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)_行业跟踪分析报告	汤玮亮	2010-09-17
食品、饮料(010300)_行业跟踪分析报告	汤玮亮	2010-08-16
食品、饮料(010300)_行业跟踪分析报告	汤玮亮	2010-07-19

	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。