

推荐 (维持)

## 高端品承压 大众品崛起

2010 年 12 月 8 日

## 食品饮料业 2011 年度投资策略

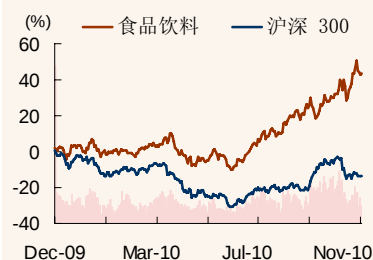
上证指数 2842

### 行业规模

|           |      | 占比% |
|-----------|------|-----|
| 股票家数 (只)  | 54   | 3.3 |
| 总市值 (亿元)  | 9925 | 4.2 |
| 流通市值 (亿元) | 7962 | 4.7 |

### 行业指数

| %    | 1m   | 6m   | 12m  |
|------|------|------|------|
| 绝对表现 | 10.2 | 51.0 | 39.9 |
| 相对表现 | 17.9 | 35.6 | 52.0 |



### 相关报告

- 1、《食品饮料业 2010 年中期投资策略 - 经济转型期，食品新阶段》2010/6/10
- 2、《食品饮料业 2010 年年度投资策略 - 消费泡沫化》2010/12/9

产业分析上，研究了高端品现时代特点及未来演进路径；并梳理大众消费品品牌化新动向，提供挖掘新品种的思路。策略上，受流动性收紧影响，建议高端品短期持有，淡季回落再择机增持；大众品配置龙头，通胀预期的回落将是板块性机会。行业评级仍然维持“推荐”。

- **高端品：市场细分、高效分销的时代继续演进。** 1) 从白酒企业投资行为的角度，行业经历了品牌从单一到多元，渠道从单一到细分的过程，目前正处于品牌聚焦渠道细分的中期。2) 坐商时代成就汾酒和五粮液，行商时代成就茅台和洋河，除企业策略外，这种变化有着更深刻的行业背景；3) 市场细分中后期，融资密集，广告投入大，未来中端酒有望接力次高端，到后期则是渠道的红海，营销管理费用可能加速回升，那些品牌优势明显，资本积累有基础，体制梳理好的企业才可能胜出。4) 红酒、黄酒由于消费基础的不同，决定其开始就需要市场细分高效分销，采取此策略的张裕和金枫走在前列。
- **高端品投资策略：短期持有，淡季增持，旺季收获。** 总体估值不低，又受流动性收紧影响，建议淡季在考虑增持。高端酒中茅台利润增速将走高，老窖估值低，有后劲，五粮液有能力 20% 以上增速，也建议增持。中高端推荐张裕，而汾酒、古井贡、洋河短期估值较高，中长期仍看好，建议淡季回落再增持；三线酒若要不落后，改制和融资非常迫切，是关注点。
- **大众品：品牌化时代全面启动，新领域的企业需学师肉类乳业。** 大众品肉、禽、奶、啤酒消费最广泛，龙头企业出现最早，而现在品牌化正延伸到三个新领域：传统食品、调味品食品配料和添加剂、方便休闲食品饮料。我们提供了挖掘三个领域品牌化新龙头的基本思路。
- **大众品投资策略：配置首选龙头，关注通胀预期回落的板块性机会。** 大众品未来必然是强者更强，弱者退出的局面，配置龙头将分享长期成长和整合的收益，如伊利、双汇、安琪酵母、青啤燕京及新领域的龙头。其次关注分享消费升级的区域性二三线优质品种；通胀预期回落则是板块性机会来临之际。

### 重点公司主要财务指标

|      | 股价  | 09EPS | 10EPS | 11EPS | 10PE | 11PE | PB | 评级     |
|------|-----|-------|-------|-------|------|------|----|--------|
| 贵州茅台 | 193 | 4.57  | 5.66  | 7.34  | 34.1 | 26.3 | 13 | 强烈推荐-A |
| 张裕 A | 99  | 2.14  | 2.65  | 3.38  | 37.5 | 29.4 | 17 | 强烈推荐-A |
| 泸州老窖 | 41  | 1.20  | 1.43  | 1.74  | 29.0 | 23.8 | 14 | 强烈推荐-A |
| 五粮液  | 37  | 0.85  | 1.20  | 1.50  | 31.0 | 24.8 | 10 | 审慎推荐-B |
| 双汇发展 | 80  | 1.50  | 1.87  | 3.23  | 42.6 | 24.7 | 16 | 强烈推荐-A |
| 伊利股份 | 40  | 0.81  | 0.86  | 1.30  | 46.4 | 30.7 | 9  | 强烈推荐-A |
| 安琪酵母 | 44  | 0.77  | 1.04  | 1.32  | 42.4 | 33.4 | 12 | 强烈推荐-A |
| 青岛啤酒 | 34  | 0.95  | 1.14  | 1.50  | 29.9 | 22.7 | 6  | 强烈推荐-A |
| 燕京啤酒 | 18  | 0.52  | 0.65  | 0.85  | 27.9 | 21.3 | 3  | 审慎推荐-A |

资料来源：招商证券

董广阳  
0755-82943140  
donggy@cmschina.com.cn  
S1090210080002

朱卫华  
0755-82943101  
zhuweihua@cmschina.com.cn  
S1090203100034

## 正文目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、高端品：市场细分时代继续演进.....               | 4  |
| 1.1 市场细分、高效分销的时代继续演进.....           | 4  |
| 1.2 高端品投资策略：中长期仍看好 建议淡季增持 旺季收获..... | 9  |
| 二、大众品：品牌化时代全面开启 .....               | 11 |
| 2.1 品牌化时代全面开启.....                  | 11 |
| 2.2 大众品投资策略：首选龙头企业 关注通胀预期.....      | 13 |
| 三、盈利预测与投资评级.....                    | 14 |
| 附一、2010 年 1-10 月份行业产量价格数据.....      | 18 |
| 蒸馏酒 .....                           | 19 |
| 葡萄酒 .....                           | 22 |
| 啤酒 .....                            | 24 |
| 乳业 .....                            | 25 |
| 肉类行业 .....                          | 27 |
| 速冻米面食品和酵母制品 .....                   | 28 |
| 附二、企业分属地财务数据，仅供参考 .....             | 29 |

## 图表目录

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图 1：白酒企业的投入边际效用与行业发展阶段 .....                          | 5  |
| 图 2：山西汾酒和五粮液 1994-2004 年收入比较 .....                    | 5  |
| 图 3：山西汾酒和五粮液 1994-2004 年利润比较 .....                    | 5  |
| 图 4：山西汾酒和五粮液 1994-2004 年净利率比较 .....                   | 6  |
| 图 5：山西汾酒和五粮液 1994-2004 年存货周转率比较 .....                 | 6  |
| 图 6：贵州茅台和洋河股份 2003-2009 年收入比较 .....                   | 6  |
| 图 7：贵州茅台和洋河股份 2003-2009 年利润比较 .....                   | 6  |
| 图 8：贵州茅台和洋河股份 2003-2009 年净利率比较.....                   | 7  |
| 图 9：贵州茅台和洋河股份 2003-2009 年存货周转率比较.....                 | 7  |
| 图 10：白酒行业 2003-2009 年吨价和毛利率 .....                     | 8  |
| 图 11：白酒行业 2003-2009 年销售费率和管理费率.....                   | 8  |
| 图 12：白酒行业 2003-2009 年相关税金比率 .....                     | 8  |
| 图 13：食品饮料行业历史 <a href="#">PEBand</a> .....            | 15 |
| 图 14：食品饮料行业历史 <a href="#">PBBand</a> .....            | 15 |
| 图 15：全国白酒产量.....                                      | 19 |
| 图 16：茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较总图（2010 年 11 月） ..... | 20 |
| 图 17：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 .....          | 20 |
| 图 18：茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图二.....              | 21 |
| 图 19：广东地区洋酒价格（截至 2010 年 7 月） .....                    | 21 |
| 图 20：全国葡萄酒产量 .....                                    | 22 |

|                                                           |       |
|-----------------------------------------------------------|-------|
| 图 21: 葡萄酒价格指数走势 (截止 2010 年 11 月, 以 2004 年 1 月为 100) ..... | 22    |
| 图 22: 我国进口原装葡萄酒量价情况 (截止 2010 年 10 月) .....                | 23    |
| 图 23: 我国进口散装葡萄酒量价情况 (截止 2010 年 10 月) .....                | 23    |
| 图 24: 我国进口原装散装葡萄酒量对比 (截止 2010 年 10 月) .....               | 23    |
| 图 25: 全国啤酒产量 .....                                        | 24    |
| 图 26: 澳大利亚大麦季度出口价格 (离岸价) .....                            | 24    |
| 图 27: 加拿大温尼伯交易所大麦期货价格 .....                               | 24    |
| 图 28: 我国进口大麦量价 (截止 2010 年 10 月) .....                     | 25    |
| 图 29: 我国进口麦芽量价 (截止 2010 年 10 月) .....                     | 25    |
| 图 30: 全国乳制品产量 .....                                       | 25    |
| 图 31: 全国液态奶产量 .....                                       | 25    |
| 图 32: 我国内蒙古原奶周价格 (截至 2010.11) .....                       | 26    |
| 图 33: 我国内蒙古奶牛养殖毛利 (截至 2010.11) .....                      | 26    |
| 图 34: 环太平洋地区乳品交易价格走势 (截至 2010.11) .....                   | 26    |
| 图 35: 企业牛场收奶价格走势 (截至 2010.9) .....                        | 26    |
| 图 36: 我国进口脱脂奶粉量价情况 (截止 2010 年 10 月) .....                 | 27    |
| 图 37: 我国进口全脂奶粉量价情况 (截止 2010 年 10 月) .....                 | 27    |
| 图 38: 全国鲜冷藏冻肉产量 .....                                     | 27    |
| 图 39: 山东鲜冷藏冻肉产量 .....                                     | 27    |
| 图 40: 四川鲜冷藏冻肉产量 .....                                     | 28    |
| 图 41: 河南鲜冷藏冻肉产量 .....                                     | 28    |
| 图 45: 全国速冻米面食品产量 .....                                    | 29    |
| 图 46: 河南速冻米面食品产量 .....                                    | 29    |
| 图 47: 全国活性酵母出口量价 .....                                    | 29    |
| 图 48: 广西糖蜜 3 个月期和 6 个月期货价格走势 .....                        | 29    |
| <br>表 1: 现阶段白酒不同档次及其营销特征 .....                            | <br>4 |
| 表 2: 高端酒企业盈利与估值现状 .....                                   | 10    |
| 表 3: 大众品的新领域及其发展阶段 .....                                  | 11    |
| 表 4: 大众品的新领域及其发展阶段 .....                                  | 11    |
| 表 5: 大众品企业盈利预计与估值建议 .....                                 | 14    |
| 表 6: 龙头公司估值表 .....                                        | 15    |
| 表 7: 国际估值对照表 .....                                        | 15    |
| 表 8: 各子行业 2010 年 1-10 月产量 .....                           | 18    |
| 表 9: 部分集团公司销售产值“累计增速” .....                               | 29    |
| 表 10: 部分集团公司销售产值“单月增速” .....                              | 30    |

## 一、高端品：市场细分时代继续演进

### 1.1 市场细分、高效分销的时代继续演进

对白酒行业的梳理过去往往以政策出台为时点，因此 2001 年成了分水岭，表现为行业产量的拐点变化，但这样的总结难以启发未来如何划分发展阶段。而消费需求角度的分析，一般从宏观经济背景到政府收入和开支增长，再到城镇和农村居民收入提升，以表明白酒消费需求的潜力，但仍无益于行业发展路径的探讨。企业行为是消费需求的真实反映，研究企业行为能够更为清晰的勾画出行业的时代特征。

**白酒现在是怎样的时代？市场细分、高效分销，以品牌聚焦渠道多元深挖为主流。**白酒行业从 03 年开始，在努力细分目标消费群体，开发多元化渠道，并不断下沉，实现市场的深度挖掘，高效分销。高端酒以茅台为代表，主动开发团购渠道，加大专卖店发展速度，对接政府和军队消费，实现了对五粮液的赶超；中高端酒则以洋河为代表，通过产品体系重新规划，定位中高端政商务消费，团购和餐饮开发并行，采用“1+1”的厂商合作模式，从江苏省区域深耕，有步骤的走向全国化。

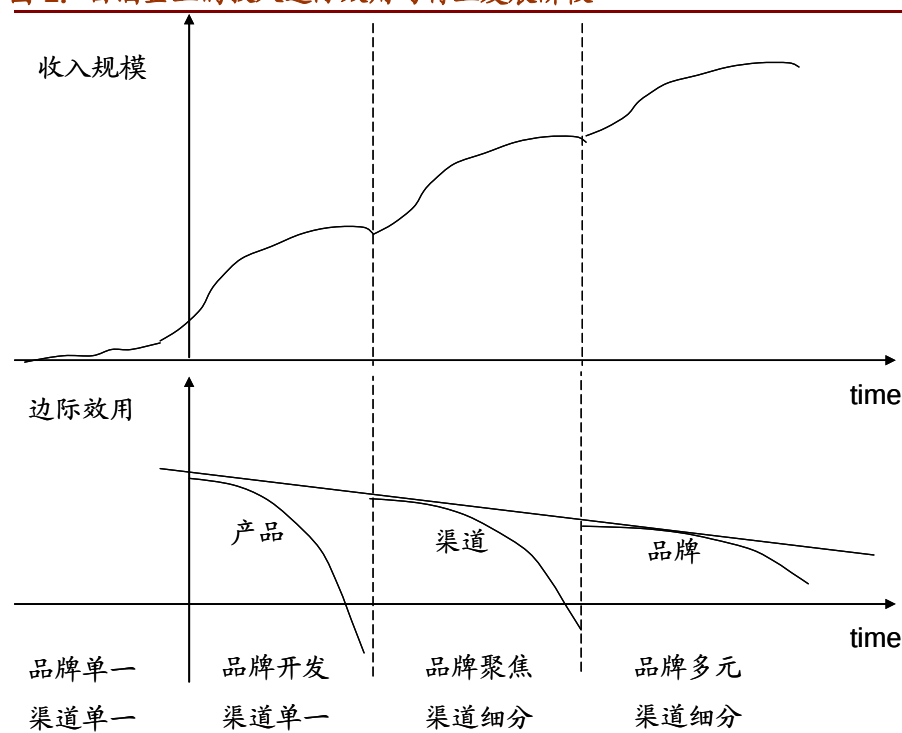
**表 1：现阶段白酒不同档次及其营销特征**

| 档次  | 价位      | 代表品牌                              | 竞争格局 | 渠道模式     | 市场定位       |
|-----|---------|-----------------------------------|------|----------|------------|
| 超高端 | >600    | 茅台、五粮液、国窖 1573、水井坊                | 寡头垄断 | 团购>餐饮>商超 | 政商务、礼品、收藏品 |
| 次高端 | 200-600 | 洋河蓝色经典、汾酒青花瓷、古井贡年份原浆、红花郎、剑南春、老窖特曲 | 区域自立 | 团购>餐饮>商超 | 政商务        |
| 中端  | 50-200  | 老白干、金种子、牛栏山、伊力特                   | 区域自立 | 餐饮>商超>团购 | 大众消费       |
| 低端  | <50     | 红星二锅头、尖庄等                         | 全国流通 | 流通渠道为主   | 打工族消费      |

资料来源：招商证券

**品牌聚焦、渠道细分时代已演进到中期。**企业与消费者之间的媒介在于产品和渠道，以此为坐标去分析白酒行业，从 80 年代至今，白酒企业走过了一段从坐商到行商的转变，开发投入先产品后渠道，从单一到多元。对于企业而言，产品最易控制，渠道需要开发，品牌投入最难以短期见效，这就是企业投入的逻辑顺序。我们从企业投入的边际效用来分析，用消费者需求角度来印证。

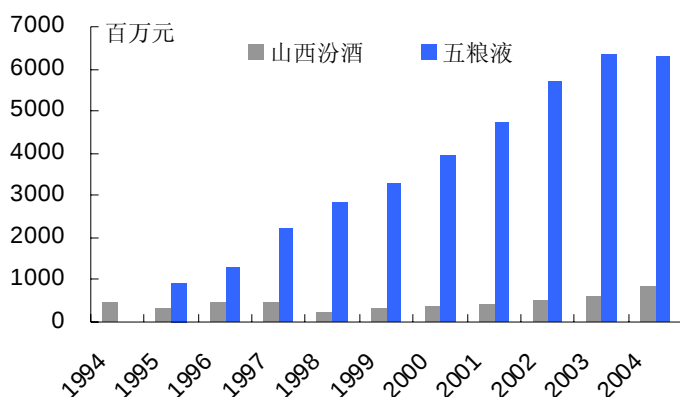
图 1: 白酒企业的投入边际效用与行业发展阶段



资料来源：招商证券 注：这种分类似乎还对应 84、94、04 为分界的粗略的十年周期。

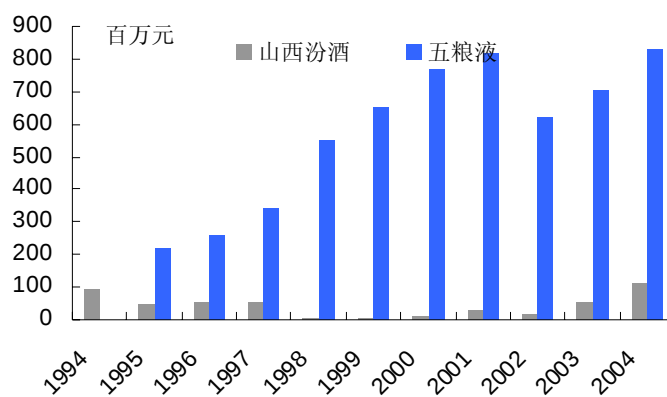
**为什么之前的时代成就了汾酒和五粮液？** 中国白酒存在广泛消费需求基础，90 年代市场基本处于供不应求的状态，企业无需费心去开发渠道。所以对于知名企业最适宜的策略便是不断开发产品，而保持单一的大流通渠道。山西汾酒的工艺简单，生产周期短，成为早期的酒王水到渠成，若不是假酒案的发生，也不至于快速沦落；五粮液自 90 年代初不断扩产，94 年起开始开发买断品牌，其后一路增长成为新一代酒王；而不知名的企业也通过央视广告投入获得了市场追捧（典型的就山东孔府家酒、孔府宴酒、秦池酒），只是毕竟基底不足，没走长远。众多名酒群起效仿五粮液的品牌买断模式，以致产品品牌泛滥化，打击了消费者和经销商信心，01 年税收政策又打击了企业，加快了这种模式的衰落。

图 2: 山西汾酒和五粮液 1994-2004 年收入比较



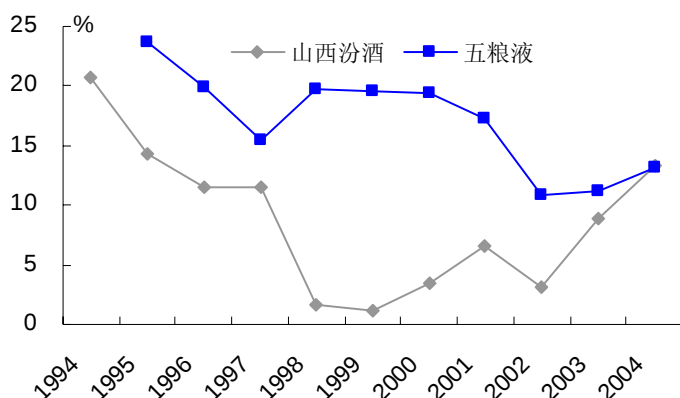
资料来源：公司公告

图 3: 山西汾酒和五粮液 1994-2004 年利润比较



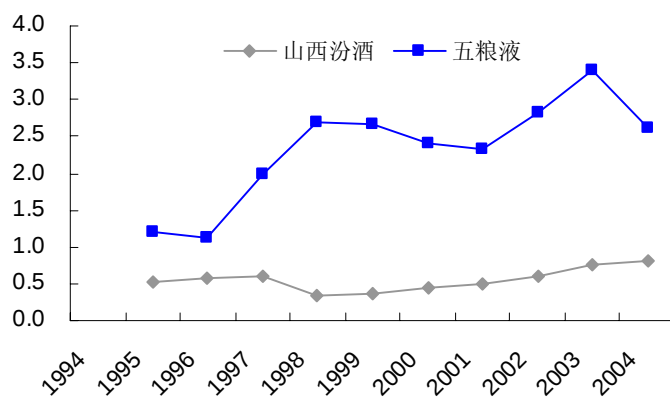
资料来源：公司公告

图4: 山西汾酒和五粮液1994-2004年净利率比较



资料来源: 公司公告

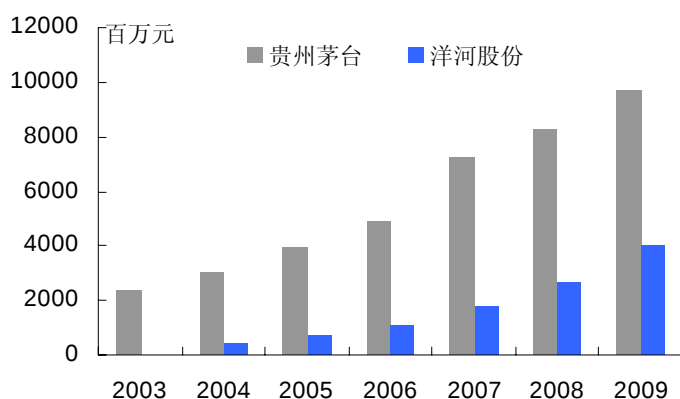
图5: 山西汾酒和五粮液1994-2004年存货周转率比较



资料来源: 公司公告

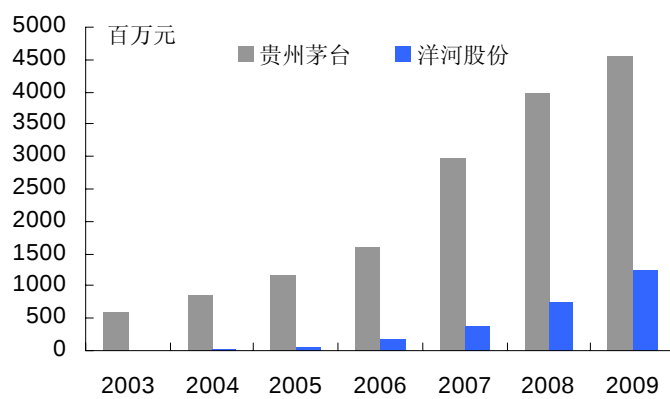
而现在的时代成就了茅台和洋河? 其他企业还在清理品牌泛滥化的后遗症, 因为产能局限、生产周期长、产品线单一而错过产品开发时代的茅台, 轻松上阵, 率先从坐商到行商。同样走在前面的, 还有品牌开发不严重, 清理也最为坚决的洋河, 在 03 年清理结束后推出单一的蓝色经典系列, 并进入市场细分, 深度分销的蓝海。实际上洋河从 04 年起已快速增长, 若当时上市, 至今的股价收益也会相当丰厚。所以我 04 年之后并不只是高端酒的时代, 更准确的应是市场细分、高效分销的时代, 只是政商务消费的率先带动, 让茅台、1573、水井坊等产品线简化的企业率先受益, 而区域经济的振兴和 08 年的金融危机, 则加速了步伐落后的企业和区域酒企的全面觉醒, 也让茅台的零售价真正拉开了与五粮液的距离。到目前行业普遍采取了单品牌多渠道的策略。

图6: 贵州茅台和洋河股份2003-2009年收入比较



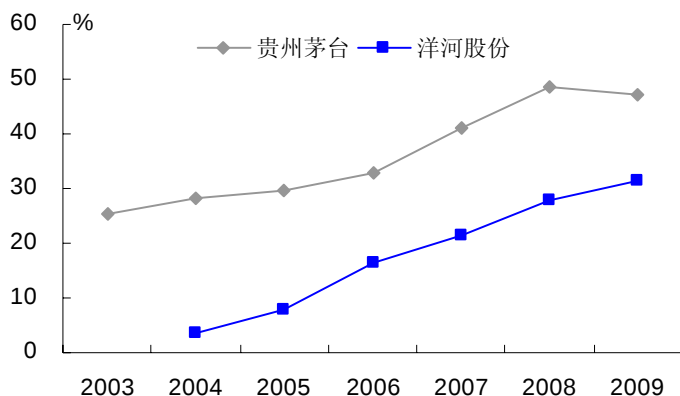
资料来源: 公司公告

图7: 贵州茅台和洋河股份2003-2009年利润比较



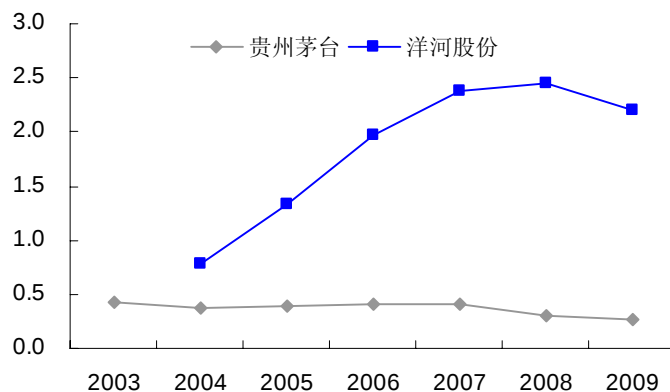
资料来源: 公司公告

图8: 贵州茅台和洋河股份2003-2009年净利率比较



资料来源: 公司公告

图9: 贵州茅台和洋河股份2003-2009年存货周转率比较



资料来源: 公司公告

注: 茅台酱香型工艺和洋河浓香型工艺差别较大, 决定洋河存货周转率高于茅台, 而其与五粮液中低端品牌大开发时代相近, 显示了洋河主要以其绵柔的口感和超强的非理性诉求营销提升了附加值, 赢得了消费者

**市场细分、高效分销时代还有继续演绎的空间?** 白酒的消费潜力实际上从未出现过问题, 我们认为未来 2 年内仍将向潜力规模冲刺, 而市场细分和高效分销时代也将进入白热化的中后期。1) 人口结构显示白酒的主力消费人群并未退出, 而且经济转型促进劳动力报酬的上升, 释放了更广泛人群的消费能力; 2) 行业全面进入市场细分和深度分销时代仅仅过去不到 2 年, 市场挖掘深度和广度还有空间, 许多企业在营销上还在积累经验; 3) 近几年白酒市场的繁荣和企业融资为企业积累了资金基础。

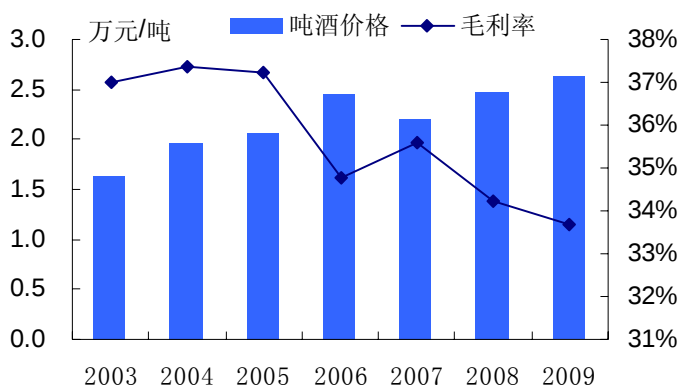
**市场细分、高效分销时代的中后期如何演绎?** 两个现象值得关注, 一是 2011 年央视黄金资源广告招标中, 白酒行业投入 23.6 亿元, 史上之最; 二是洋河上市, 及金种子、酒鬼酒、古井贡、顺鑫农业牛栏山等多家白酒企业寻求定向增发, 目的都在于聚焦主业、扩建产能和增强营销, 不排除还有其他二三线白酒企业寻求再融资。这将预示着:

- 行业总体吨酒价格继续上行, 毛利率则因高档占比减少而平稳, 后将因总体价格上升而回升。
- 深度分销时代也有先后, 白酒业热点演绎似乎遵循由高到低的渐次转换。04-08 年超高端酒最红火, 09 年至今次高端最风光, 预计未来 2 年仍无出其右。中端酒能接力深化吗? 我们认为可以, 未来大众化的消费能力崛起是必然。次高端企业产品线下移仍将享受最大受益, 具备资本实力和品牌优势的中低端企业产品上移也可能突出重围, 当然中端的价格区间也应会提高;
- 营销和管理费用率 1-2 年后将回升, 越到后期越会加速增长。市场细分和高效分销要求大量的地面推广和人员费用, 广告支持也不可缺少, 越来越多的企业采取这项策略将导致竞争加剧, 而未来人工工资水平也将持续提高, 营销管理费用呈加速上升态势不可避免;
- 后期是渠道的红海, 企业间出现分化洗牌。渠道争夺最终走向毛细血管化, 考验企业实力, 那些利润薄、品牌弱、没有融资渠道的企业将在争夺战中首先落败, 其中大部分会是小型的地方企业, 而利润丰、品牌底蕴深厚、资金储备充分的企业才能

最终胜出。部分渠道商实力的壮大,也将对生产企业形成牵制。资本实力和品牌底蕴将最终主导行业发展格局。

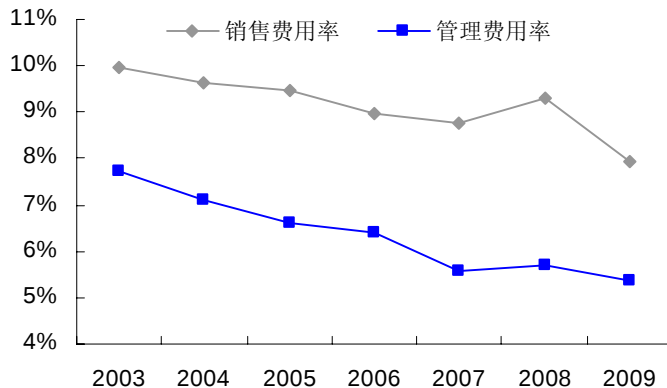
- 政策又将是最终的扰动因素。白酒行业发展过热时,政策干扰因素显现,酒类销售终端管理的收紧、酒类税收的从严、禁酒驾的从严等,都可能成为扰动因素。

图10: 白酒行业2003-2009年吨价和毛利率



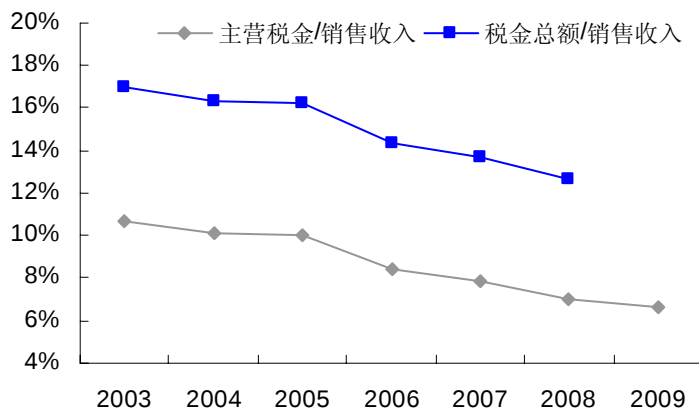
资料来源: 国家统计局 注: 07年起为 1-11 月数据

图11: 白酒行业2003-2009年销售费率和管理费率



资料来源: 国家统计局 注: 07年起为 1-11 月数据

图12: 白酒行业2003-2009年相关税金比率



资料来源: 国家统计局 注: 07年起为 1-11 月数据

**后时代的白酒行业?** 市场细分高效分销时代的结束,将主要来源于渠道过度同质化、政策的收紧及主力消费人群退出导致需求根本性变化。但白酒行业文化根基决定其不会没落,甚至随国力昌盛、民族文化情结的加强,优秀的白酒品牌有望扩大国际市场销售。企业天生的扩张欲望,将使国内白酒企业借鉴跨国烈酒集团,未来多品牌运营多渠道推广成为主要企业的发展模式,并让传统的品牌更经典,新型的品牌更时尚。

**葡萄酒和黄酒为何没有经历这样的过程?** 根本的原因还是在于消费基础不同,白酒天生有巨大消费规模,而葡萄酒、黄酒的全国市场需要引导(不过黄酒若放在江浙沪地区看,似乎也已启动单品多渠道的时代:会稽山前期压缩品牌,主打5年陈“绍兴人最爱喝的绍兴老酒”,采取深度分销,已经取得初步效果)。这种基础决定葡萄酒和黄酒一开始就需要市场细分,渠道深挖。张裕和金枫酒业正是奉行这种策略并成为行业的领头羊。葡萄酒行业未来将走向高端酒庄化、中高端品牌化的道路,低端葡萄酒的市场空间有限。

## 1.2 高端品投资策略：中长期仍看好 建议淡季增持 旺季收获

短期估值不低，受流动性收紧影响，或将承受一定压力。目前高端品板块整体估值已经达到 11 年 35 倍，其中一线白酒接近 30 倍，二线白酒古井贡、汾酒则处于 40 倍以上的水平，张裕估值也与高成长的二线白酒看齐，估值水平与洋河相当。目前市场处于政府压制通胀预期和通胀仍然较高的博弈之下，流动性增量的减少对高端品有负面影响。

总体建议淡季阶段性增持，等待旺季收获。中期仍然值得看好，白酒、红酒公司继续演绎市场细分、高效分销，业绩增长仍然较为确定，11 年底以 12 年的业绩预期估值还有上升空间。重点关注两类：一是于本阶段后期发力并有品牌和资本优势的公司，如汾酒、古井贡、洋河等；二是业绩或体制改善预期的公司，茅台、老窖、老白干、水井坊等。

### 1) 高端酒类点评

**贵州茅台 (600519):** 1) 2010 年极不平衡的利润分配格局需要扭转：全年茅台的渠道利润增长将在 100%以上（量小幅增长而批发价差翻倍），而公司前三季度公司仅实现 10%的增长！这种格局必然要回归平衡，否则将引起股东的不满。2) 公司有能提价 20%（近 100 元），增量 10%，不但保持目前一批和终端价水平不升，而且维持渠道 25%的利润增长，也为公司赢得 30%以上的利润增长。2011 年公司采取此量价增长将是最理智的决策。3) 无论从品质、品牌、资本实力、还是税收风险角度，茅台在未来仍将是稳健的品种，并存在前述业绩增速达 30%以上的条件。我们认为对公司预期将好转，仍然值得推荐，1 年目标价 220-270 元。

**五粮液 (000858):** 有能力实现 20%以上增长，但提价幅度不宜过大。09 年下半年以来，五粮液渠道利润持续好转，公司业绩也相当出色。但茅台若提价后放量保持批发价稳定，五粮液批发价还能否提高？五粮液要维持经销商热情，使渠道利润正增长，其提价幅度不宜过 70 元，50 元左右的幅度能够保持渠道 20%增长，并充分释放公司 1.3 万多吨产能，自身也达到 20%以上的利润增长，是多赢决策。但公司应该不会让出厂价被茅台拉开，否则有损形象，如此则渠道利润可能负增长。实际上国家若压制物价使茅台不敢贸然提价 20%，反而能为五粮液赢得缓冲空间。我们上调其盈利预测，短期评级调升为“审慎推荐”，见第三部分盈利预测与评级。

**泸州老窖 (000568):** 出厂定价方式与茅五不同，与张裕类似，以高价出货，年底返还。我们认为泸州老窖的柒泉模式将销售费用外部化，消费市场内部化，利用柒泉公司做区域深度分销，渠道扁平化，适合于基地效应不强的川酒企业，也有利于公司在未来激烈的渠道红海中脱身出来。公司短期处于渠道梳理中，但我们看好其后劲。11 年 PE 最低，到 11 年底以 12 年行权后业绩看估值时优势明显。因此维持强烈推荐，目标价 54 元。

### 2) 中高端类点评

短期估值偏高，长期仍值得看好。我们建议短期持有为主，待淡季估值回落时再增持。我们将张裕也放在中高端酒类中，维持对张裕 A “强烈推荐-A”的评级，作为中高端红

酒代表，仍将长期受益于二三线市场消费升级、城市化生活方式的普及，未来数年保持 25-30% 的利润增速有保障。中高端白酒中汾酒、古井贡、洋河仍是高增长最确定的品种，次高端主导市场仍未结束，洋河具备先发优势，后续要看管理层能否率先筹谋下一个时代；汾酒和古井贡自 08 年底才发力，后劲还有待释放，未来 2-3 年可望汾酒超越 400 亿市值、古井超越 300 亿市值。这三个公司资本储备充足，未来经得起市场考验，产品线完整，能发展适应大众化消费时代的产品。

### 3) 其他品种

其他品种包括水井坊、金种子、老白干、沱牌等。**水井坊**主要来自 DIAGEO 收购获批及后续业绩预期底部反弹带来的交易性机会，公司对收购事件各项准备工作较充分，地方已经批准，公告以来舆论几无反对声音，对中国白酒试水海外也是好事，因此我们认为商务部批准的难度不大，股价在要约收购价附近可以配置，具备安全边际。

**金种子酒**仍将受益于区域经济发展，市场深度分销，业绩有望保持较快增长，但公司的品牌力偏弱，过分依赖渠道推广，在本阶段后期优势品牌主攻中低端消费价位且渠道一片红海时压力较大。再融资充实了公司资本实力，但扩建产能太多会是一把双刃剑。我们建议公司在品牌影响力上多做些储备。

**老白干和沱牌的改制和融资已经迫在眉睫。**体制问题制约了老白干和沱牌的业绩表现，但我们推荐以来股价也有较好表现。老白干具备我们提出的产品市场渠道三聚焦的品质，沱牌似在学师老窖，舍得往上延伸，销售费用外部化（比柒泉模式要简单得多）。但市场细分进入中后期，竞争强度不断加剧，高空和地面推广对资金需求更大，激励机制急需赶上同行。

**表 2：高端酒企业盈利与估值现状**

| 证券简称   | 最新收盘价 | 总市值<br>(百万元) | EPS  |      |      | PE    |       |      | PB   | PS(TTM) | PEG(2011) |
|--------|-------|--------------|------|------|------|-------|-------|------|------|---------|-----------|
|        |       |              | 09A  | 10E  | 11E  | 09A   | 10E   | 11E  |      |         |           |
| 贵州茅台   | 200   | 188562       | 4.57 | 5.69 | 7.17 | 43.7  | 35.1  | 27.9 | 13.0 | 16.9    | 1.07      |
| 五粮液    | 38    | 145082       | 0.86 | 1.23 | 1.55 | 44.7  | 31.1  | 24.7 | 10.2 | 10.0    | 0.95      |
| 洋河股份   | 254   | 114300       | 3.04 | 4.69 | 6.70 | 91.2  | 54.1  | 37.9 | 22.5 | 17.2    | 0.89      |
| 泸州老窖   | 44    | 61179        | 1.20 | 1.48 | 1.80 | 36.6  | 29.7  | 24.3 | 14.4 | 12.4    | 1.11      |
| 山西汾酒   | 73    | 31586        | 0.82 | 1.48 | 1.93 | 89.0  | 49.3  | 37.8 | 19.2 | 11.2    | 1.24      |
| 古井贡酒   | 85    | 19999        | 0.60 | 1.10 | 1.68 | 142.8 | 77.1  | 49.3 | 24.8 | 12.4    | 0.94      |
| 水井坊    | 24    | 11881        | 0.66 | 0.79 | 0.93 | 37.1  | 30.9  | 26.1 | 8.0  | 6.9     | 1.43      |
| 金种子酒   | 18    | 9433         | 0.27 | 0.31 | 0.52 | 132.2 | 57.6  | 34.6 | 14.5 | 7.2     | 0.52      |
| 沱牌曲酒   | 24    | 8166         | 0.16 | 0.21 | 0.30 | 151.8 | 116.7 | 81.7 | 4.5  | 9.9     | 1.91      |
| 老白干酒   | 43    | 5974         | 0.26 | 0.39 | 0.59 | 167.2 | 110.6 | 72.0 | 14.9 | 5.4     | 1.34      |
| 张裕 A   | 104   | 54584        | 2.14 | 2.70 | 3.36 | 48.4  | 38.3  | 30.8 | 18.0 | 11.3    | 1.25      |
| *ST 中葡 | 10    | 7727         |      | 0.03 | 0.18 | -34.2 | 315.4 | 53.7 | 7.3  | 22.5    | 0.11      |
| 莫高股份   | 12    | 3914         | 0.11 | 0.19 | 0.36 | 108.0 | 62.9  | 34.3 | 3.9  | 10.5    | 0.41      |
| 通葡股份   | 14    | 1988         |      |      |      | -52.5 |       |      | 12.8 | 26.0    |           |
| 古越龙山   | 15    | 9510         | 0.14 | 0.23 | 0.30 | 124.3 | 66.5  | 50.5 | 7.1  | 9.7     | 1.60      |
| 金枫酒业   | 14    | 6234         | 0.40 | 0.39 | 0.50 | 42.8  | 36.3  | 28.2 | 6.4  | 6.6     | 0.99      |

资料来源：WIND 注：本表盈利预测和估值均来自 WIND，供参考，招商的重点公司盈利预测见第三部分

## 二、大众品：品牌化时代全面开启

### 2.1 品牌化时代全面开启

大众品开始百花齐放，品牌化道路全面开启。2010 年食品饮料板块除酒类大幅上涨以外，另一个现象便是大众品类上市了许多新型的企业，而且预计会越来越多。我们在此做一梳理，这些企业的上市使不曾为消费者所熟悉的日常消费品开始走出品牌化道路。我们相信经济转型后提升消费，尤其是二三线城市的消费，将为大众品品牌化打开巨大的空间。

表 3：大众品的新领域及其发展阶段

| 新领域          | 发展阶段                    | 主要上市公司                                  |
|--------------|-------------------------|-----------------------------------------|
| 传统食品         | 消费者只认产地不认品牌，小企业多，市场份额分散 | 涪陵榨菜、双塔食品、金字火腿、南方控股、恒顺醋业等               |
| 调味品、食品配料和添加剂 | 消费者了解不足，行业寡头竞争          | 安琪酵母、佳隆股份、星湖科技、五洲明珠、保龄宝、量子高科、晨光生物、永安药业等 |
| 方便休闲食品饮料     | 品牌格局渐趋明朗，二三线市场仍有巨大空间    | 承德露露、黑牛食品、汇源果汁、洽洽食品、中国旺旺、康师傅、统一等        |

资料来源：招商证券 注：恒顺醋业的老字号属性及行业格局更符合传统食品领域，因此将其归类在传统食品

表 4：大众品的新领域及其发展阶段

| 领域          | 品牌化路径                     | 营销重点               |
|-------------|---------------------------|--------------------|
| 传统食品的打造     | 工厂化和现代化改造促进品牌化            | 品质宣传为主，努力成为行业的代名词  |
| 调味、食品配料和添加剂 | 技术专业化、相关产品多元化、产业链一体化促进品牌化 | 方案营销为主，努力成为产业寡头    |
| 方便休闲食品饮料    | 地面营销积累实力，高空营销打造品牌         | 准确定位，打造虚拟价值，赋予品牌文化 |

资料来源：招商证券

什么样的传统食品企业能够脱颖而出？我们认为传统食品（榨菜、粉丝、火腿等）应以肉类和乳业龙头为师：

- 转变传统的手工作坊式生产，引进或开发先进的生产设备，转变劳动密集型的生产方式，实现工厂化、规模化生产，以抵御原材料成本波动对利润的影响，并增加客户粘性。培养食用菌的星河生物是典范。
- 改变低价、无序的竞争，提高广告营销投入，提升产品的品牌附加值。广告忌空洞的说教，应以产品本身为主，强调安全、品质，把产品拍的美轮美奂才行。涪陵榨菜在这方面作出了有益探索。
- 产品分级，产品梯队定价尤其重要。不能用以前的特级、一级、二级、三级来分，而应该学双汇火腿肠的普通级、优选级、精选级、特级来划分，更容易让消费者接

受。不同级别的产品拉开定价、采用不同档次的包装、走不同消费能力的市场、以及不同的渠道。以前的产品价格太低了，现在一定要靠分级来提高定价。高定价了才能给渠道留出足够的利润空间、才能有资金去投入广告。产品梯队要把握好什么是形象产品、什么是利润产品、什么是走量产品。这一点对与黄酒行业也具有重要意义，胜景山河就率先提升了黄酒的价格定位。

#### 什么样的食品配料和添加剂企业能够脱颖而出？我们认为应该学师安琪酵母：

- 成本优势地区建厂是重要竞争力。食品配料和添加剂大部分客户为工业客户，性价比吸引力为第一考虑。安琪酵母在原料地新疆、内蒙、广西建厂，糖蜜、能源、人工都相对低廉，更享受税收优惠，使其在国际市场上有充分的价格竞争力，这也是其在众多同行中胜出而实现寡头地位的关键。
- 逐步提高研发投入，不断丰富产品线。配料和添加剂产品一般用量不大，但技术含量，附加值高，提高研发投入可以保持产品品质始终处于行业领先，并不断开发相关新产品，丰富产品线。安琪酵母以酒酵母起步，不断研发改善面包酵母品质，开发各种微量元素酵母，开发酵母提取物，开发酶制剂，并进入下游调味品、保健品等领域。
- 强化针对性技术营销，增强客户粘性。配料和添加剂类行业天然要求企业对客户具备技术服务优势，才能赢得客户的信赖。安琪酵母在北京、上海、成都、宜昌等地建立技术中心，大大提升了区域技术服务优势，增强了经销商和用户依赖度。

方便休闲食品领域巨头林立，两乐、达能、卡夫等企业已经遍布全球，康师傅、娃哈哈、统一等在国内继续快速扩张。新兴的品牌如何成长？佳得乐、健力宝、王老吉等的成长史最值得借鉴。

- 1、准确的产品定位。新兴品牌已经很难靠一个模糊的定位就能获得大发展，佳得乐和健力宝定位运动饮料、王老吉定位预防上火的清凉饮料，获得了巨大成功（健力宝的最终失败与其产品无关）。我们认为露露定位为美容保健饮料是合理的，而黑牛的双蛋动车定位应该更娱乐化。
- 2、品牌宣传尤其重要。品牌宣传提升产品知名度，利于招商。并赋予产品虚拟价值和文化因素，获得目标消费群的认同。品牌宣传的初期往往在于产品的功能性，而成功的品牌在后期总是不断丰富其品牌文化价值观。
- 3、设计合理的渠道利润分配，建立强大的分销体系。渠道利润分配往往遵循从企业到终端利润率逐步提高的规律，一批商走量而零售店求利。不论是康师傅的直供起步，还是娃哈哈分销起步，发展到现在都在融合，即在一线城市直供为主，而在二三线地区采取分销为主。对于基数较小的企业如黑牛，在二三线基地市场采取车销模式有利于集中力量，能获得一定的市场份额，一旦公司做大，渠道模式无疑也要改变。

## 2.2 大众品投资策略：首选龙头企业 关注通胀预期

大众品投资逻辑主要有 3 条：

**1) 首选各子行业龙头。**我们认为高端品由于其附加的乡土文化附加，使行业呈现强者更强，弱者不灭的格局。但大众品的竞争更为充分，产品同质化，未来必然是强者更强，弱者退出的格局，行业集中度持续提高。配置各个子行业中经过市场考验的龙头企业，将享受其成长和整合的长期收益。肉、禽、奶、啤酒等产品消费最为广泛，龙头企业诞生最早，未来产业整合还有较大空间；蔬果（本轮价格上涨最大的产品）、调味品、食品配料和添加剂等行业龙头还处于起步阶段。

**2) 挖掘区域优质品种。**中国一线城市发达程度其实已经可以赶上现代化国家，未来中国消费升级的主力必然是二三线市场，首先深挖二三线市场的优质公司具备不断做大的潜力。如复合调味品行业就值得关注，整体 20-30% 的增速，在二三线餐饮和家庭市场都有替代味精的趋势，相关的企业如佳隆股份及配料生产公司星湖科技将显著受益。

**3) 关注通胀预期变化下的机会。**通胀早期由于对成本压力的预期，往往压制大众品的整体表现；通胀后期提价预期出现，有定价能力的龙头企业的将提价应对，股价应是阶段性表现；通胀预期的回落时点，将是大众品板块性行情来临之际，我们认为 2011 年 2 季度后值得关注，尤其是目前估值较低的啤酒行业。

主要公司点评：

**双汇发展（000895）：**请参阅我们近期发布的报告《双汇发展（000895）-资产注入方案出炉，目标 100 元》2010/11/29；《双汇发展（000895）交流会纪要-期待方案的进一步调整》2010/11/30。公司重组对各方都是好事，管理层为双汇不断壮大付出多年心血，公司全产业链的发展也对行业贡献功不可没，正是 MBO 确保了公司正确的发展策略。管理层目前通过一套表决权方案获得控制权，未来也有望实现绝对控股。尽管同行新希望、安琪酵母对注入资产的业绩承诺不如双汇，我们也期待方案能有调节的空间，包括对价水平，以及留在集团相关资产的考量，只有做彻底了，未来双汇国际海外上市才好水到渠成。

**伊利股份（600887）：**目前 11 年 PS 接近于 1，估值并不过分，长远空间依然较大。公司的世博会营销相当成功，品牌影响力继续增强。奶粉业务已经成为国产品牌无可争议的龙头，未来 5 年受益于第二波人口高峰的育龄期，分销体系足以保证其二三线市场龙头地位，并在未来冲击外资品牌。液态奶业务的竞争力也在稳步提高，二三线尤其农村市场的消费升级，纯奶、酸奶等更优质优价的产品将更为普及。从公司行权意愿看，我们认为管理层年前行权是较佳时机，股价回落至 PS<1，将提供较好的买点。我们维持“强烈推荐”，半年目标价 50 元。

**安琪酵母（600298）：**公司是我们一直推荐的长线优质品种，产品线符合天然、健康、营养、安全的消费趋势，每一次食品安全事件和新规定的出台都有利于公司的发展。公

司积极拓展下游业务，目前重点在调味品业务做强做大，未来在生物饲料和保健品项目获得利润增长点，并进入酶制剂领域。短期成本和汇率压力较大，但公司的地位决定其有顺价能力。我们维持“强烈推荐”，目标价 55 元。

**青岛啤酒 (600600)、燕京啤酒 (000729):** 啤酒行业股价上半年受制于天气，下半年受制于大麦成本涨幅较大，目前大麦价格涨幅较年初上涨约 50%，包装物有所上涨。从 07、08 年历史经验看，成本上涨对利润增速影响不大，在后期都采取了涨价和换瓶的应对措施，两公司利润增速都在 25% 左右，未来两企业仍将在优势区域如此应对，并在非优势区域通过收购新建扩大份额，未来一年将是啤酒行业的整合大年。目前两企业估值水平已与 09 年 1 季度基本相当，我们认为股价已经基本安全，可以逐步配置，短期会是阶段性机会，在通胀预期回落后则有大行情。我们最新报告上调青啤盈利预测，目标价 45 元。

**表 5: 大众品企业盈利预计与估值建议**

| 证券简称   | 最新收盘价 | 总市值<br>(百万元) | EPS  |      |      | PE     |      |      | PB   | PS(TTM) | PEG(2011) |
|--------|-------|--------------|------|------|------|--------|------|------|------|---------|-----------|
|        |       |              | 09A  | 10E  | 11E  | 09A    | 10E  | 11E  |      |         |           |
| 青岛啤酒   | 35    | 46785        | 0.95 | 1.19 | 1.44 | 37.3   | 29.2 | 24.0 | 5.7  | 2.4     | 1.12      |
| 燕京啤酒   | 19    | 22390        | 0.52 | 0.69 | 0.83 | 35.7   | 27.0 | 22.2 | 3.0  | 2.2     | 1.02      |
| 惠泉啤酒   | 12    | 3003         | 0.31 | 0.38 | 0.47 | 39.1   | 31.3 | 25.7 | 2.7  | 3.1     | 1.20      |
| 伊利股份   | 41    | 32532        | 0.81 | 0.98 | 1.32 | 50.2   | 41.5 | 30.9 | 9.4  | 1.1     | 0.91      |
| 光明乳业   | 10    | 10786        | 0.12 | 0.18 | 0.22 | 88.1   | 57.7 | 47.4 | 5.1  | 1.2     | 2.17      |
| 三元股份   | 8     | 7133         |      |      | 0.13 | -55.4  |      | 61.1 | 4.2  | 2.8     |           |
| 皇氏乳业   | 52    | 5551         | 0.57 | 0.61 | 0.95 | 121.7  | 84.6 | 54.5 | 7.7  | 14.8    | 0.99      |
| 双汇发展   | 72    | 43904        | 1.50 | 1.88 | 2.30 | 48.2   | 38.6 | 31.5 | 14.9 | 1.3     | 1.40      |
| 得利斯    | 19    | 4659         | 0.34 | 0.27 | 0.54 | 73.7   | 68.4 | 34.6 | 3.9  | 3.4     | 0.35      |
| 涪陵榨菜   | 29    | 4459         | 0.36 | 0.34 | 0.42 | 107.3  | 85.8 | 67.8 | 17.5 | 8.3     | 2.56      |
| 金字火腿   | 62    | 4585         | 0.75 | 0.68 | 0.88 | 116.1  | 91.9 | 70.7 | 29.4 | 28.8    | 2.36      |
| 双塔食品   | 48    | 2898         | 0.95 | 0.86 | 1.10 | 67.5   | 56.2 | 44.0 | 20.2 | 8.0     | 1.60      |
| 恒顺醋业   | 20    | 2560         | 0.24 | 0.38 | 0.51 | 82.6   | 53.4 | 39.6 | 5.8  | 2.2     | 1.13      |
| *ST 南方 | 14    | 2407         |      | 1.23 | 0.50 | -382.1 | 11.0 | 27.0 | 17.4 | 6.7     | -0.46     |
| 安琪酵母   | 46    | 14133        | 0.77 | 1.05 | 1.40 | 67.2   | 44.0 | 32.9 | 13.6 | 7.1     | 0.98      |
| 星湖科技   | 14    | 7546         | 0.43 | 0.68 | 0.86 | 33.6   | 21.2 | 16.9 | 7.6  | 4.9     | 0.66      |
| 佳隆股份   | 33    | 3388         | 0.75 | 0.62 | 0.77 | 59.3   | 52.2 | 42.4 | 18.2 | 13.3    | 1.82      |
| 保龄宝    | 28    | 2943         | 0.59 | 0.51 | 0.96 | 74.9   | 55.4 | 29.5 | 4.4  | 4.4     | 0.33      |
| 晨光生物   | 36    | 3206         | 0.90 | 0.71 | 1.00 | 65.8   | 50.6 | 35.6 | 17.0 | 6.4     | 0.84      |
| 承德露露   | 30    | 9115         | 0.73 | 0.75 | 0.97 | 65.7   | 39.9 | 31.0 | 14.2 | 5.3     | 1.08      |
| 黑牛食品   | 43    | 5765         | 0.67 | 0.70 | 1.03 | 85.7   | 62.1 | 41.8 | 20.5 | 9.2     | 0.86      |

资料来源: WIND 注: 本表盈利预测和估值均来自 WIND, 供参考, 招商的重点公司盈利预测见第三部分

### 三、盈利预测与投资评级

根据三季度业绩情况, 我们调升五粮液、古越龙山、10 年预测, 五粮液估值已有一定优势, 我们上调短期评级为“审慎推荐”, 山西汾酒长期评级调整为 A, 上调青岛啤酒 11 年预测, 并上调短期评级至强烈推荐, 调降燕京啤酒、金枫酒业、光明乳业 10 年预测, 双汇 11 年的盈利预测根据重组后估计, 未来待公司出具正式方案后再修正, 具体

见下。此外，国际估值表增加了海外上市的乳粉企业估值情况。

表 6: 龙头公司估值表

|          | 名称   | 投资评级   | 市值   | 股价  | EPS   |      |             |      | P/E |     |             |     | 09-11<br>复合增长 | PEG  |
|----------|------|--------|------|-----|-------|------|-------------|------|-----|-----|-------------|-----|---------------|------|
|          |      |        |      |     | 08    | 09   | 10E         | 11E  | 08  | 09  | 10E         | 11E |               |      |
| 高端<br>阳型 | 贵州茅台 | 强烈推荐-A | 1822 | 193 | 4.03  | 4.57 | <b>5.66</b> | 7.34 | 48  | 42  | <b>34.1</b> | 26  | 26.7%         | 1.28 |
|          | 张裕 A | 强烈推荐-A | 523  | 99  | 1.70  | 2.14 | <b>2.65</b> | 3.38 | 58  | 46  | <b>37.5</b> | 29  | 25.7%         | 1.46 |
|          | 泸州老窖 | 强烈推荐-A | 577  | 41  | 0.91  | 1.20 | <b>1.43</b> | 1.74 | 45  | 35  | <b>29.0</b> | 24  | 20.4%         | 1.42 |
|          | 洋河股份 | 审慎推荐-A | 1083 | 241 | 1.83  | 2.79 | <b>4.79</b> | 6.90 | 131 | 86  | <b>50.2</b> | 35  | 57.3%         | 0.88 |
|          | 金枫酒业 | 审慎推荐-A | 62   | 14  | 0.57  | 0.40 | <b>0.33</b> | 0.41 | 25  | 36  | <b>43.0</b> | 35  | 11.2%         | 3.84 |
|          | 五粮液  | 审慎推荐-B | 1412 | 37  | 0.48  | 0.85 | <b>1.20</b> | 1.50 | 77  | 44  | <b>31.0</b> | 25  | 32.8%         | 0.94 |
|          | 古越龙山 | 中性-B   | 92   | 14  | 0.18  | 0.14 | <b>0.18</b> | 0.22 | 80  | 103 | <b>80.3</b> | 66  | 36.4%         | 2.21 |
|          | 山西汾酒 | 审慎推荐-A | 317  | 73  | 0.57  | 0.82 | <b>1.20</b> | 1.53 | 128 | 89  | <b>61.0</b> | 48  | 36.6%         | 1.67 |
| 大众<br>阳型 | 双汇发展 | 强烈推荐-A | 483  | 80  | 1.15  | 1.50 | <b>1.87</b> | 3.23 | 69  | 53  | <b>42.6</b> | 25  | 46.7%         | 0.91 |
|          | 伊利股份 | 审慎推荐-A | 319  | 40  | -2.11 | 0.81 | <b>0.86</b> | 1.30 | -   | 49  | <b>46.4</b> | 31  | 26.9%         | 1.73 |
|          | 安琪酵母 | 强烈推荐-A | 120  | 44  | 0.39  | 0.77 | <b>1.04</b> | 1.32 | 115 | 57  | <b>42.4</b> | 33  | 44.1%         | 0.96 |
| 阴型       | 青岛啤酒 | 强烈推荐-A | 460  | 34  | 0.53  | 0.95 | <b>1.14</b> | 1.50 | 64  | 36  | <b>29.9</b> | 23  | 26.8%         | 1.11 |
|          | 燕京啤酒 | 审慎推荐-A | 219  | 18  | 0.38  | 0.52 | <b>0.65</b> | 0.85 | 48  | 35  | <b>27.9</b> | 21  | 27.9%         | 1.00 |
|          | 光明乳业 | 中性-B   | 103  | 10  | -0.27 | 0.12 | <b>0.16</b> | 0.20 | -   | 82  | <b>61.8</b> | 49  | 29.1%         | 2.12 |

资料来源：招商证券研究，注 1：皆为 12 月 6 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 5：古越龙山按定向增发 7614 万股后摊薄，金枫酒业 10 送 2 摊薄；注 4：阳型是销售半径大公司，阴型是销售半径小公司

图 13: 食品饮料行业历史 PEBand

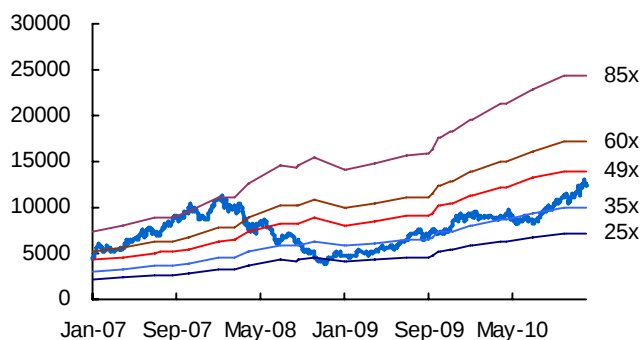
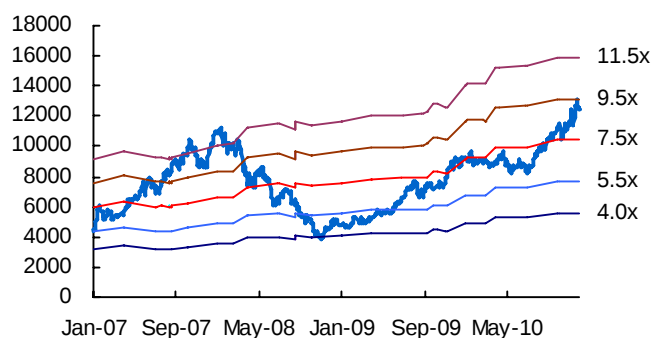


图 14: 食品饮料行业历史 PBBand



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 7: 国际估值对照表

|                  |               | 滚动 |      |      |      |      |       |       |      | 利润率  | 月市值   |
|------------------|---------------|----|------|------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
|                  | 名称            | 国别 | PE   | PE10 | PE11 | PB   | 市值    | 营收    | ROE  | %    | 变动%   |
| 酒类<br>(不含啤<br>酒) | DIAGEO        | GB | 17.3 | 14.4 | 13.3 | 7.2  | 45135 | 15471 | 45.4 | 16.7 | -1.3  |
|                  | 贵州茅台          | CH | 38.8 | 34.2 | 27.3 | 10.4 | 27398 | 1278  | 33.5 | 49.4 | 17.7  |
|                  | PERNOD-RICARD | FR | 17.9 | 15.2 | 13.7 | 1.9  | 22893 | 9853  | 11.5 | 13.4 | 2.9   |
|                  | 五粮液           | CH | 32.5 | 29.8 | 23.3 | 8.3  | 21232 | 1512  | 25.3 | 31.4 | 0.0   |
|                  | BROWN-FORMAN  | US | 23.1 | 21.8 | 19.8 | 5.5  | 10268 | 2469  | 24.2 | 18.2 | 11.9  |
|                  | 泸州老窖          | CH | 29.0 | 28.8 | 23.7 | 11.9 | 8681  | 592   | 43.3 | 41.4 | 1.7   |
|                  | 洋河股份          | CH | 79.1 | 52.9 | 37.3 | 21.3 | 16282 | 580   | 38.8 | 31.7 | 5.6   |
|                  | 张裕            | CH | 35.3 | 28.5 | 22.9 | 13.1 | 7238  | 578   | 40.4 | 28.6 | -11.4 |
|                  | THAI BEVERAGE | TH | 16.7 | 15.4 | 13.5 | 3.1  | 5685  | 3148  | 19.2 | 9.8  | 5.4   |

敬请阅读末页的重要说明

|               | 名称               | 国别 | 滚动   |      |      |      | 市值     | 营收    | 利润率   |       | 月市值<br>变动% |
|---------------|------------------|----|------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|------------|
|               |                  |    | PE   | PE10 | PE11 | PB   |        |       | ROE   | %     |            |
|               | CONSTELLATION    | US | 12.9 | 12.5 | 11.4 | 1.9  | 4608   | 3365  | 4.4   | 3.0   | 8.6        |
|               | CAMPARI GROUP    | IT | 18.4 | 16.1 | 14.3 | 2.2  | 3631   | 1406  | 13.7  | 13.6  | 0.8        |
|               | REMY COINTREAU   | FR | 40.7 | 22.1 | 19.2 | 2.5  | 3340   | 1142  | 8.7   | 10.7  | -0.9       |
|               | UNITED SPIRITS   | IN | N/A  | 35.4 | 24.5 | 4.8  | 4041   | 1343  | -0.7  | -0.4  | -4.6       |
|               | 山西汾酒             | CH | 60.3 | 54.3 | 39.1 | 16.1 | 4763   | 260   | 22.8  | 20.0  | 1.8        |
|               | TAKARA HOLDINGS  | JN | 23.5 | 21.1 | 20.2 | 1.1  | 1282   | 2055  | 4.9   | 2.5   | 3.6        |
|               | 水井坊              | CH | 40.6 | 30.5 | 25.3 | 8.6  | 1744   | 217   | 21.9  | 21.7  | -12.1      |
|               | 古井贡 A            | CH | 82.4 | 73.1 | 47.9 | 22.5 | 2558   | 169   | 16.1  | 12.2  | 8.2        |
|               | 金枫酒业             | CH | 46.6 | 33.5 | 25.4 | 5.8  | 937    | 133   | 15.5  | 16.1  | -9.3       |
|               | 古越龙山             | CH | 76.0 | 63.1 | 49.0 | 4.5  | 1380   | 103   | 5.9   | 10.8  | -8.7       |
| 啤酒            | 王朝酒业             | HK | 32.3 | 31.2 | 25.8 | 2.9  | 721    | 191   | 8.8   | 10.5  | -7.4       |
|               | AB INBEV         | BE | 20.6 | 18.4 | 15.3 | 2.9  | 92654  | 36758 | 17.5  | 12.5  | -0.8       |
|               | SABMILLER        | GB | 25.7 | 18.6 | 16.2 | 2.6  | 53339  | 18020 | 10.8  | 10.6  | 5.2        |
|               | HEINEKEN         | NE | 14.8 | 14.2 | 12.5 | 2.0  | 27307  | 20500 | 20.7  | 6.9   | -3.2       |
|               | KIRIN HOLDINGS   | JN | 26.7 | 22.2 | 14.2 | 1.1  | 13850  | 24381 | 5.2   | 2.2   | 3.7        |
|               | GRUPO MODELO     | MX | 23.8 | 23.9 | 21.6 | 3.2  | 19392  | 6075  | 12.7  | 10.5  | 5.0        |
|               | CARLSBERG        | DE | 15.9 | 15.4 | 13.6 | 1.4  | 15502  | 11121 | 6.6   | 6.1   | -4.9       |
|               | FOSTER           | US | N/A  | 15.1 | 14.1 | 4.1  | 10841  | 3777  | -14.4 | -10.8 | -3.1       |
|               | MOLSON COORS     | JN | 12.6 | 13.7 | 12.8 | 1.2  | 9178   | 3032  | 11.0  | 23.8  | -1.8       |
|               | ASAHI BREWERIES  | AU | 18.5 | 14.3 | 13.3 | 1.3  | 9528   | 15756 | 8.7   | 3.2   | 2.0        |
| 非酒<br>精饮<br>料 | 青島啤酒             | CH | 31.6 | 30.2 | 25.4 | 5.3  | 7045   | 2600  | 17.5  | 7.1   | -7.2       |
|               | 燕京啤酒             | CH | 28.3 | 25.9 | 21.2 | 2.8  | 3300   | 1225  | 8.8   | 7.5   | -11.6      |
|               | COCA-COLA        | US | 18.8 | 18.4 | 16.8 | 5.4  | 149771 | 30990 | 30.1  | 22.0  | 3.1        |
|               | PEPSICO          | US | 16.6 | 15.8 | 14.1 | 5.2  | 103284 | 43232 | 41.2  | 13.8  | 0.1        |
|               | FOMENTO ECON     | MX | 20.1 | 21.2 | 17.9 | 2.2  | 19032  | 14622 | 13.2  | 5.0   | 4.8        |
| 肉类<br>加工      | 汇源果汁             | CH | 75.3 | 49.5 | 26.3 | 1.5  | 1089   | 415   | 5.0   | 8.2   | 5.7        |
|               | 承德露露             | CH | 43.1 | 40.1 | 32.2 | 12.7 | 1370   | 193   | 22.6  | 10.5  | -3.0       |
|               | HORMEL FOODS     | US | 16.5 | 15.6 | 14.6 | 2.7  | 6616.6 | 7221  | 17.5  | 5.5   | 8.1        |
|               | TYSON FOODS      | US | 7.7  | 9.2  | 8.7  | 1.2  | 6375.2 | 28430 | 16.3  | 2.7   | 11.9       |
|               | 双汇发展             | CH | 46.5 | 40.1 | 33.7 | 15.6 | 7263.9 | 4141  | 34.2  | 3.2   | 57.9       |
|               | 雨润食品             | CH | 21.0 | 21.0 | 17.4 | 4.1  | 6378.8 | 1789  | 25.7  | 12.6  | -12.3      |
| 乳业            | SMITHFIELD FOODS | US | 30.2 | 9.8  | 11.1 | 1.1  | 3004.8 | 11203 | -3.8  | -0.9  | 7.7        |
|               | SANDERSON FARM   | US | 8.4  | 7.3  | 14.6 | 1.5  | 933.4  | 1790  | 21.0  | 4.6   | -3.7       |
|               | NESTLE           | SZ | 21.6 | 17.3 | 16.0 | 4.6  | 196216 | 92901 | 20.9  | 10.4  | -1.1       |
|               | UNILEVER         | NE | 15.2 | 15.1 | 13.9 | 4.8  | 90457  | 55531 | 30.6  | 8.5   | -0.8       |
|               | KRAFT FOODS      | US | 15.0 | 14.9 | 13.0 | 1.5  | 52962  | 40386 | 12.5  | 7.5   | -2.4       |
|               | DANONE           | FR | 21.5 | 17.0 | 15.3 | 2.0  | 40149  | 20892 | 12.4  | 9.1   | 0.0        |
|               | SAPUTO           | CA | 17.3 | 16.4 | 15.1 | 3.5  | 7593   | 5341  | 19.1  | 6.6   | -0.6       |
|               | PARMALAT         | IT | 7.7  | 18.2 | 17.2 | 1.0  | 4512   | 5529  | 17.2  | 13.1  | -0.1       |
|               | YAKULT HONSHA    | JN | 27.6 | 28.6 | 24.5 | 1.8  | 5015   | 3135  | 6.2   | 4.6   | -2.1       |
|               | DEAN FOODS       | US | 7.5  | 9.2  | 8.7  | 0.9  | 1332   | 11158 | 25.2  | 2.2   | -30.7      |
|               | 蒙牛乳业             | HK | 32.1 | 25.8 | 20.3 | 3.7  | 5136   | 3763  | 17.1  | 4.3   | 0.7        |
|               | 伊利股份             | CH | 47.1 | 39.6 | 30.0 | 8.0  | 4799   | 3545  | 20.8  | 2.7   | 2.4        |
|               | 光明乳业             | CH | 74.6 | 51.8 | 41.6 | 4.6  | 1561   | 1159  | 6.0   | 1.5   | -5.4       |
|               | 雅士利国际            | HK | N/A  | 21.0 | 16.4 | /A   | 1551   | 379   | N/A   | 15.6  | -6.3       |
|               | 圣元国际             | US | N/A  | N/A  | 20.9 | 7.4  | 762    | 292   | -38.1 | -8.4  | 15.3       |
| 其他            | 飞鹤国际             | US | N/A  | N/A  | 16.0 | 1.3  | 237    | 271   | 14.1  | 7.2   | -18.0      |
|               | 澳优乳业             | HK | 14.0 | 17.0 | 13.8 | 2.5  | 408    | 91    | 30.7  | 29.2  | -15.8      |
|               | GENERAL MILLS IN | US | 15.3 | 14.3 | 13.2 | 4.5  | 22801  | 14797 | 28.9  | 10.3  | -2.5       |
|               | KELLOGG          | US | 15.3 | 15.0 | 14.3 | 9.4  | 18227  | 12575 | 65.2  | 9.6   | 0.4        |
|               | HJ HEINZ         | US | 16.5 | 15.8 | 14.5 | 6.5  | 15656  | 10495 | 55.6  | 8.2   | -0.9       |

| 名称    | 国别 | 滚动<br>PE | PE10 | PE11 | PB   | 市值    | 营收   | ROE  | 利润率<br>% | 月市值<br>变动% |
|-------|----|----------|------|------|------|-------|------|------|----------|------------|
| 康师傅控股 | CH | 30.7     | 31.2 | 26.0 | 8.1  | 13943 | 5081 | 28.7 | 7.5      | -10.1      |
| 旺旺控股  | HK | 32.2     | 29.7 | 23.2 | 11.9 | 11365 | 1711 | 32.6 | 18.3     | -14.0      |
| 统一食品  | CH | 19.9     | 23.1 | 18.7 | 2.2  | 2114  | 1333 | 11.6 | 7.7      | -21.4      |
| 中国食品  | HK | 32.4     | 29.8 | 21.8 | 2.6  | 1866  | 2170 | 10.7 | 3.4      | -17.9      |
| 安琪酵母  | CH | 47.9     | 40.9 | 31.9 | 9.9  | 2029  | 245  | 22.1 | 12.6     | 15.2       |
| 三全食品  | CH | 76.2     | 64.7 | 50.9 | 7.8  | 1124  | 210  | 9.9  | 6.2      | -6.6       |
| 思念食品  | CH | 10.2     | 10.2 | 8.6  | 0.5  | 232   | 274  | 5.8  | 9.1      | -6.4       |

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 12 月 6 日价格计算

## 附一、2010 年 1-10 月份行业产量价格数据

注：国家统计局 10 年 1-8 月份食品饮料行业产量数据请参阅《食品饮料业 2010 年 4 季度策略-风格突变，投资归核》2010/10/18。

**白酒产量维持快速增长，四川、江苏依然迅猛。**1-10 月累计增速达到 26.6%。川酒维持高速，累计增长 45.3%，江苏增速加快至 62.8%；贵州累计增速 36.2%，山西累计增速降低至 9.7%，安徽累计增速加快至 17.6%，湖南累计增速 51.4%。

**葡萄酒产量 1-10 月累计同比 16.6%，增速环比有所回升。**山东累计增速 6.6%，天津加速增长 30.7%，新疆增速 171.8%，河北增速-7.9%。

**黄酒生产淡季，10 月增速继续回升。**全国黄酒行业 1-10 月累计增速 108%，浙江增速 9.6%，上海则为负增长 4.3%。

**啤酒 1-10 月增速加快至 7.2%，单月增长 6.5%。**燕京优势区域，广西增速 11.9%，北京、福建增速环比继续改善，累计增速分别为 1.1%，-1.8%，但单月增速 15.3%，0.2%。青啤优势地区，山东累计增速 12.96%，广东增速 13.2%，陕西 9 月份显著增长 47.0%，累计增速 2.5%。

**软饮料产量稳定增长。**1-10 月全国累计增速为 16.1%，其中果蔬汁增速 25.6%，瓶装水增速 18.7%，精制茶 20.4%，碳酸饮料基本持平。

**乳业产量继续小幅稳步增长，内蒙古、黑龙江、上海环比都有明显改善。**1-10 月份乳制品累计增速 10.7%，液态奶累计增速 10.1%。内蒙古 1-10 月乳制品和液态奶累计增速为-8.4%和-11.2%；黑龙江乳制品和液态奶累计增速为-0.6%和 0.5%；上海乳制品和液态奶累计增速为 5.8%和 5.1%。

**鲜冷藏冻肉产量增速继续保持高位。**1-10 月全国累计增速为 31.3%，其中山东增速 46.1%，四川增速 15.5%，河南增速 27.0%。全国冷鲜肉和冻肉 1-10 月累计增速分别为 24.4%和 30.6%。

**速冻米面食品保持快速增长。**1-10 月全国累计增速为 23.1%，其中河南增速 21.6%。

**表 8：各子行业 2010 年 1-10 月产量**

| 白酒  |        |        | 葡萄酒 |        |         | 黄酒 |        |        |
|-----|--------|--------|-----|--------|---------|----|--------|--------|
|     | 产量     | 增速     |     | 产量     | 增速      |    | 产量     | 增速     |
| 全国  | 694.7  | 26.64% | 全国  | 85.2   | 16.64%  | 全国 | 103.6  | 10.80% |
| 四川  | 174.0  | 45.25% | 山东省 | 30.4   | 6.55%   | 上海 | 8.8    | -4.34% |
| 贵州  | 13.0   | 36.18% | 天津市 | 4.6    | 30.71%  | 浙江 | 56.8   | 9.72%  |
|     |        |        | 新疆区 | 2.6    | 171.76% |    |        |        |
| 乳制品 |        |        | 液态奶 |        |         | 啤酒 |        |        |
|     | 产量     | 增速     |     | 产量     | 增速      |    | 产量     | 增速     |
| 全国  | 1370.5 | 9.88%  | 全国  | 1509.4 | 10.10%  | 全国 | 3970.3 | 6.51%  |

| 内蒙古   | 224.6 | -9.69% | 内蒙古    | 256.7 | -11.16% | 北京 | 149.5 | 1.11%  |
|-------|-------|--------|--------|-------|---------|----|-------|--------|
| 黑龙江   | 108.5 | -2.28% | 黑龙江    | 93.0  | 0.53%   | 广西 | 124.5 | 11.39% |
| 上海市   | 28.3  | 5.24%  | 上海市    | 31.9  | 5.10%   | 福建 | 168.4 | -1.80% |
| 鲜冷藏冻肉 |       |        | 速冻米面食品 |       |         | 山东 | 404.2 | 17.3%  |
| 产量    | 增速    |        | 产量     | 增速    |         | 广东 | 344.0 | 12.96% |
| 全国    | 224.6 | 31.25% | 全国     | 235.5 | 23.13%  | 陕西 | 87.4  | 4.02%  |
| 山东    | 55.5  | 46.11% | 河南     | 173.2 | 21.58%  |    |       |        |
| 四川    | 32.2  | 15.49% |        |       |         |    |       |        |
| 河南    | 25.8  | 27.03% |        |       |         |    |       |        |

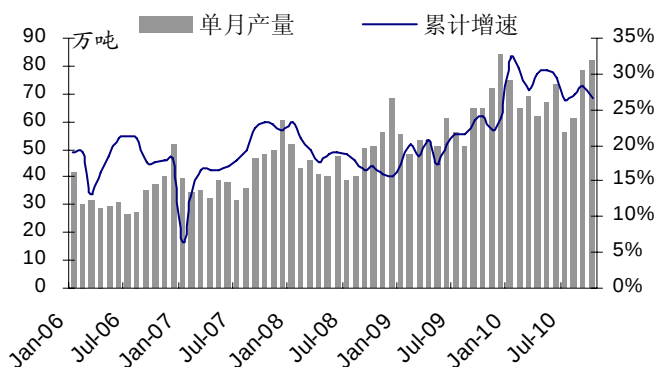
单位：万吨

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 15：全国白酒产量



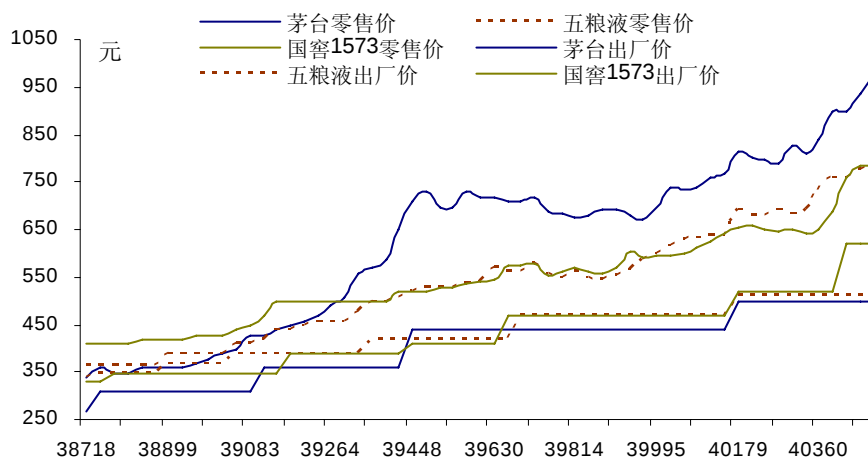
资料来源：国家统计局

### 白酒价格

高端白酒 7 月以来涨幅显著。

价格图解读方式主要有横纵两方面：

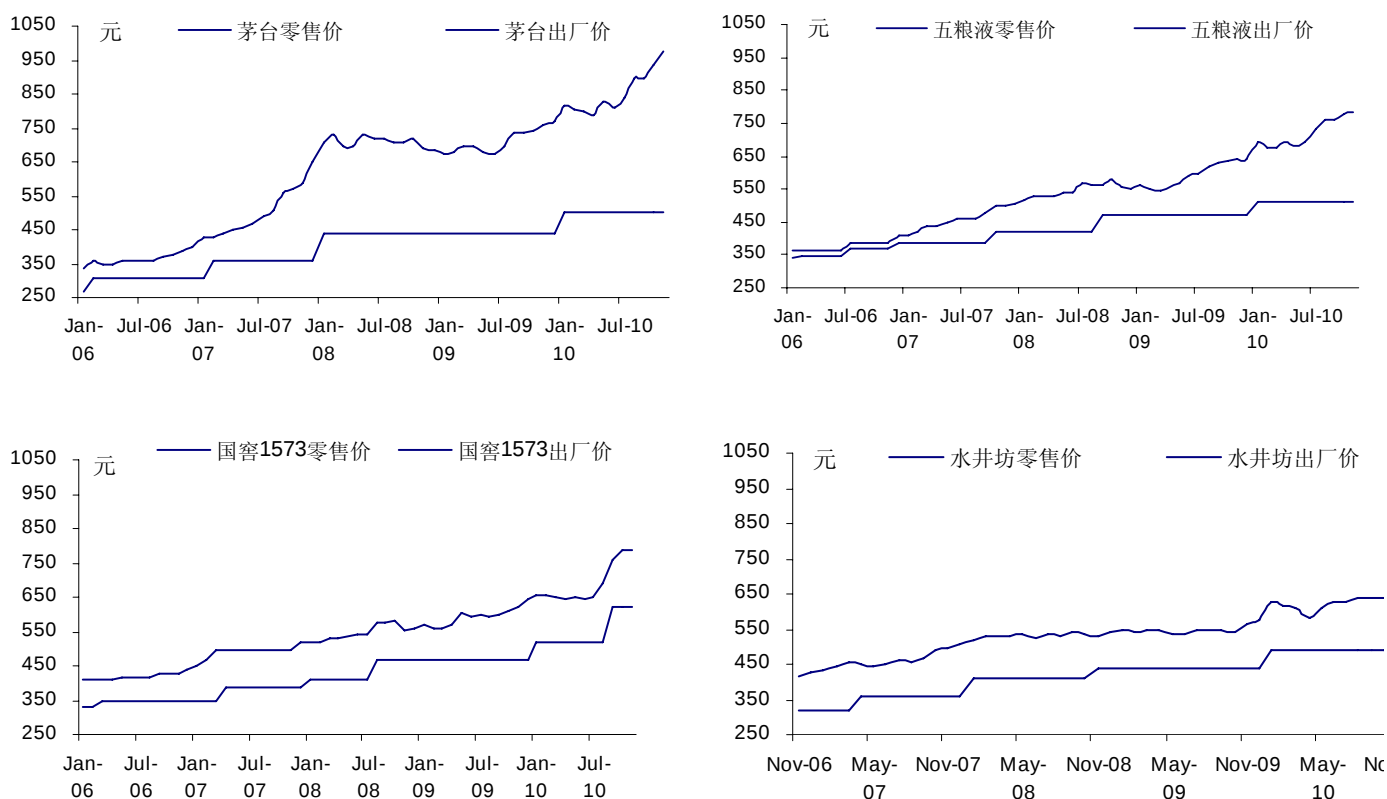
图 16: 茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较总图 (2010 年 11 月)



资料来源: 招商证券研究

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;

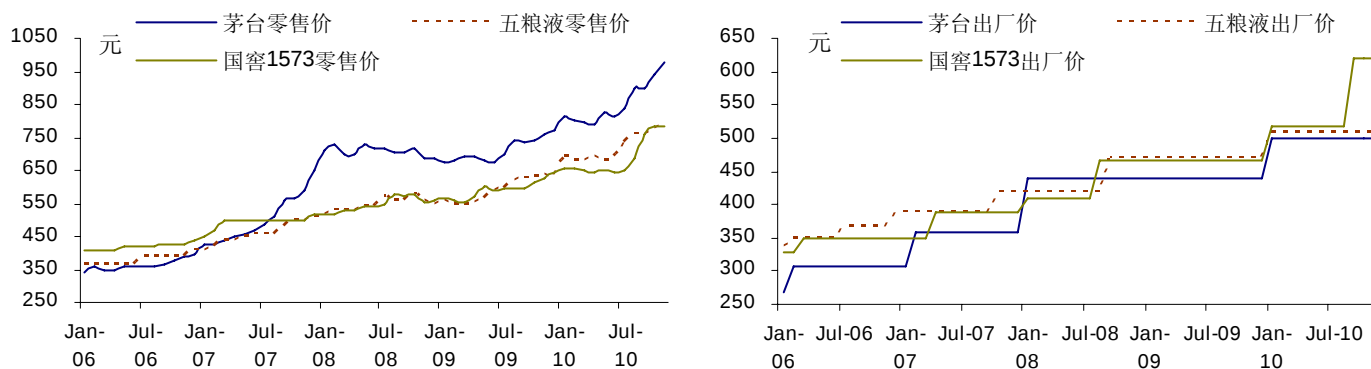
图 17: 茅台酒、五粮液、国窖 1573、水井坊零售价格与出厂价格比较细图一



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。

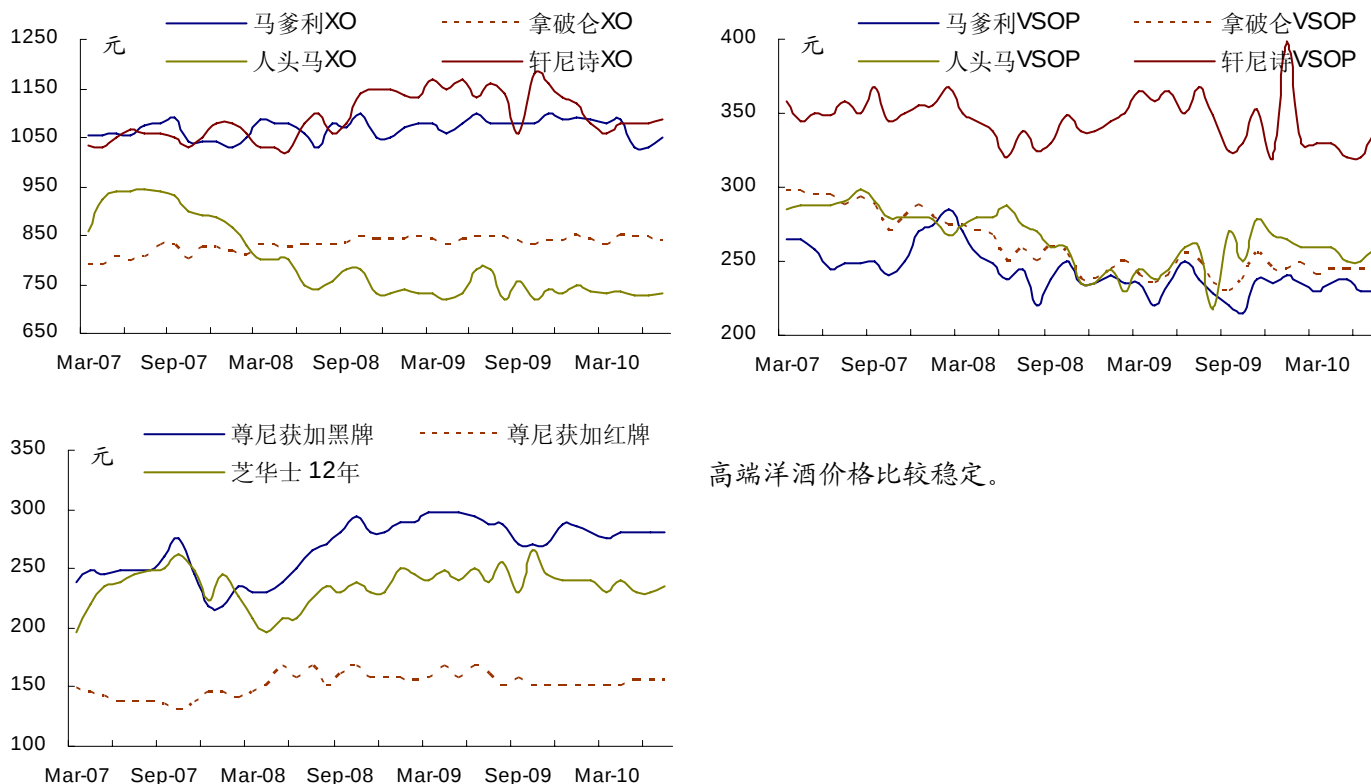
图 18: 茅台酒、五粮液、国窖 1573 零售价格与出厂价格比较细图二



资料来源：招商证券研究

## 洋酒价格

图 19: 广东地区洋酒价格（截至 2010 年 7 月）

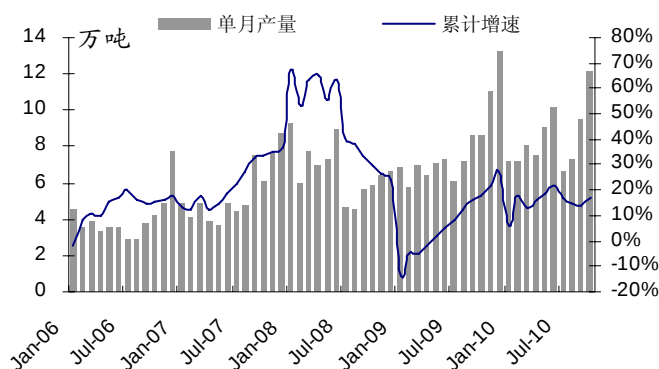


高端洋酒价格比较稳定。

资料来源：招商证券研究，注：数据是下月 1 日统计

## 葡萄酒

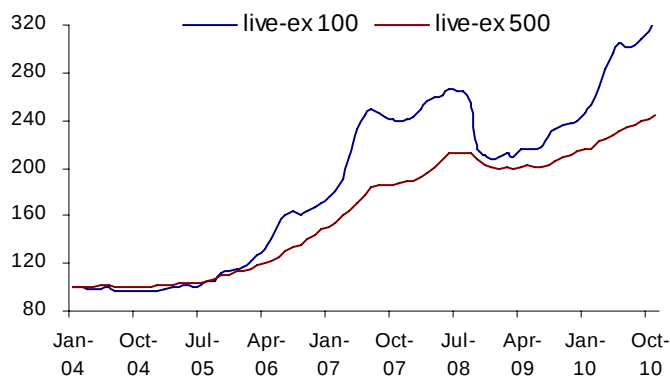
图 20: 全国葡萄酒产量



资料来源：国家统计局

**海外高端葡萄酒价格指数 9 月份有所走稳。**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 09 年后期起快速上升。Liv-ex100 指数 9 月份环比上升 4.3%，同比上升 38.7%。Liv-ex500 同比上升 15.2%。

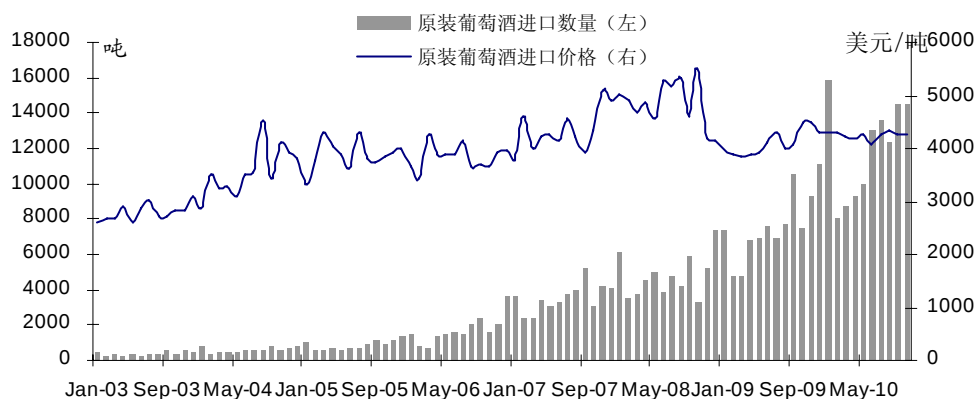
图 21: 葡萄酒价格指数走势（截止 2010 年 11 月，以 2004 年 1 月为 100）



资料来源：[http://www.liv-ex.com/pages/static\\_page.jsp?pageId=100](http://www.liv-ex.com/pages/static_page.jsp?pageId=100)

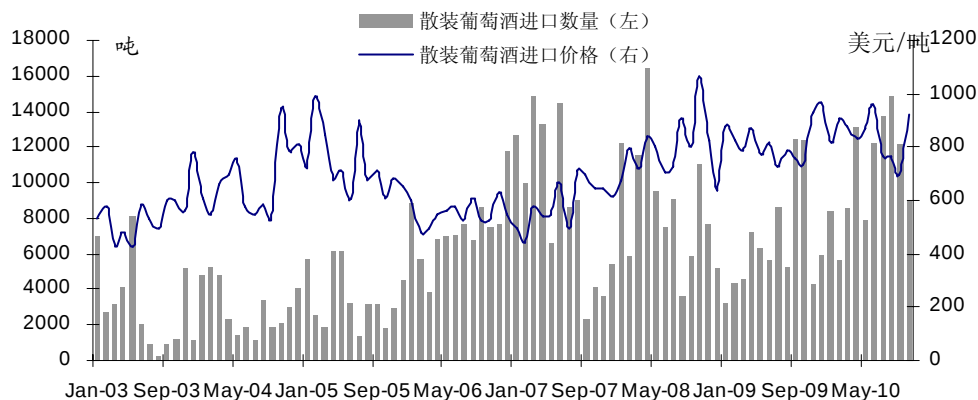
**葡萄酒进口量持续增长达 70-80%。**10 月进口原装葡萄酒价格略降，数量增幅 31%。1-10 月进口原装葡萄酒量同比增长 62.4%，价格同比上升 4.3%，进口散装葡萄酒量累计同比增加 51.0%，价格同比上升 6.1%，但近 2 月单月增速下降。

图 22: 我国进口原装葡萄酒量价情况 (截止 2010 年 10 月)



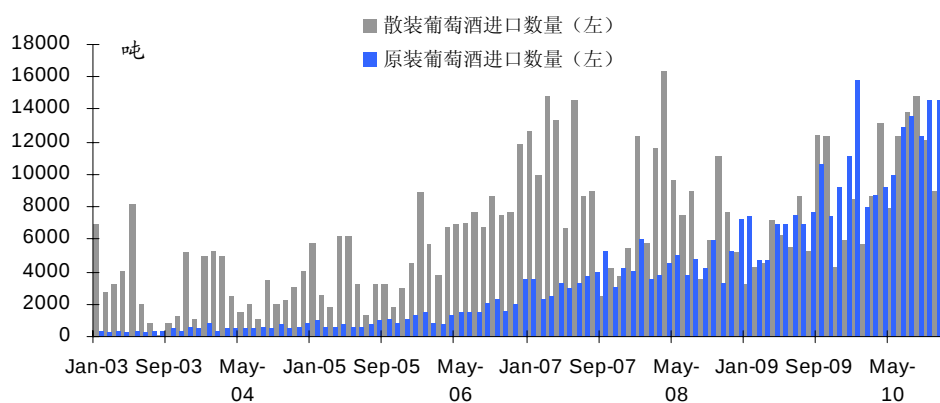
资料来源: 国家海关总署

图 23: 我国进口散装葡萄酒量价情况 (截止 2010 年 10 月)



资料来源: 国家海关总署

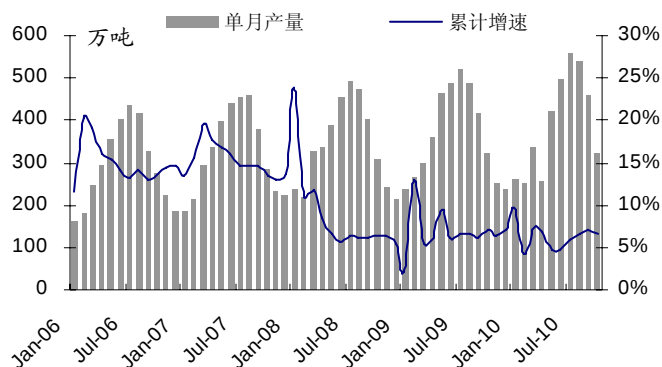
图 24: 我国进口原装散装葡萄酒量对比 (截止 2010 年 10 月)



资料来源: 国家海关总署

## 啤酒

图 25: 全国啤酒产量



资料来源：国家统计局

图 26: 澳大利亚大麦季度出口价格（离岸价）

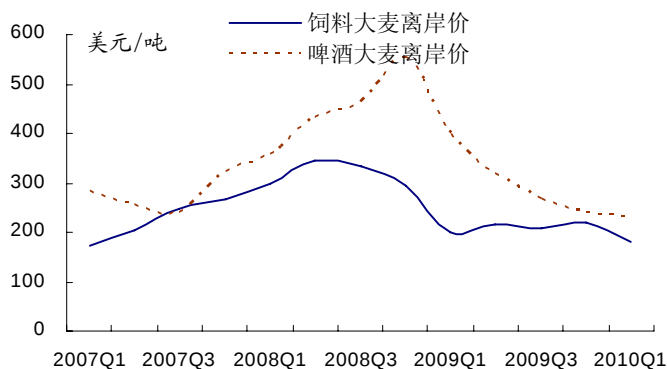
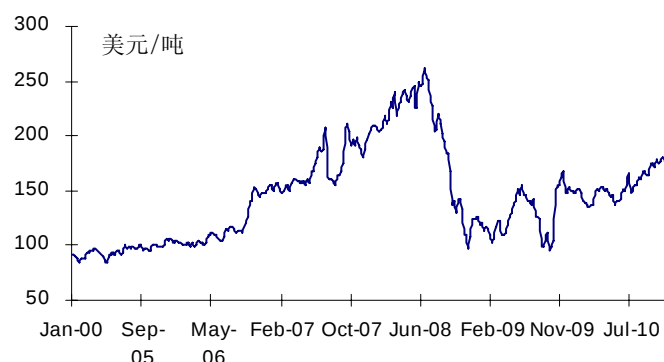


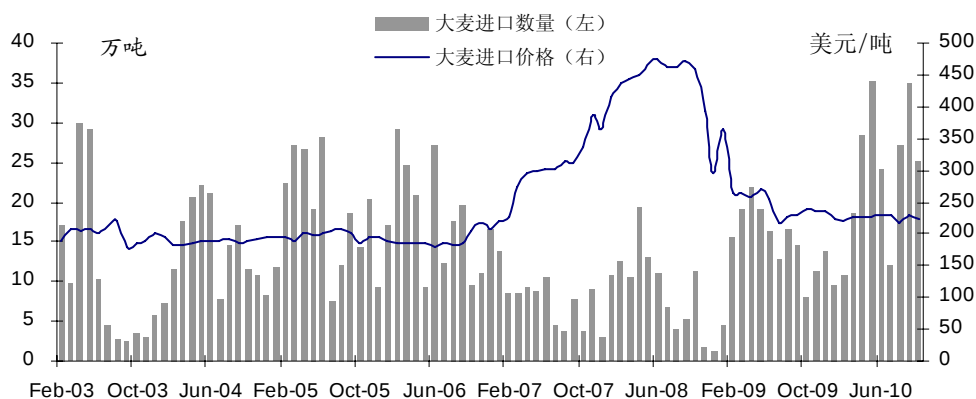
图 27: 加拿大温尼伯交易所大麦期货价格



资料来源：澳大利亚小麦局（价格有一定滞后），BLOOMBERG，招商证券

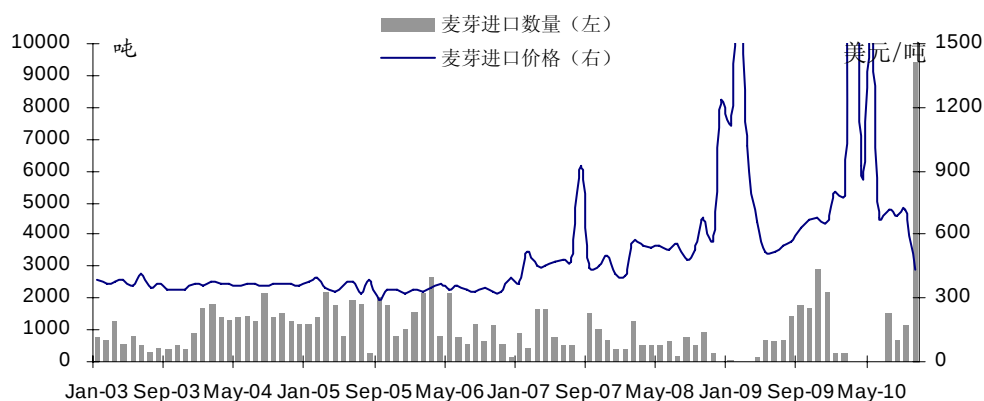
10 月份进口大麦大幅增长 215%，价格继续处于低位，该数据与企业近期表示的采购价到 330 美元/吨以上差异较大，我们估计可能是时间差问题，10 月份的到货为企业 7、8 月份的订单。1-10 月我国大麦进口量累计增速 52.3%，进口价格下跌 10.8%。10 月份大麦进口价格 221.7 美元/吨。10 月份麦芽进口量高达 9432 吨，有些异常的大。加拿大期货价格近期开始持续提升。

图 28: 我国进口大麦量价 (截止 2010 年 10 月)



资料来源: 国家海关总署

图 29: 我国进口麦芽量价 (截止 2010 年 10 月)

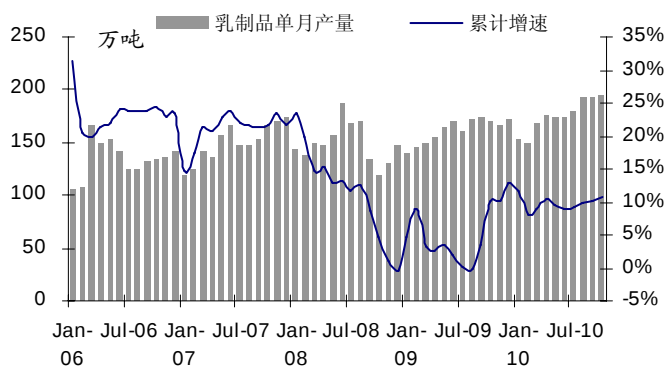


资料来源: 国家海关总署

## 乳业

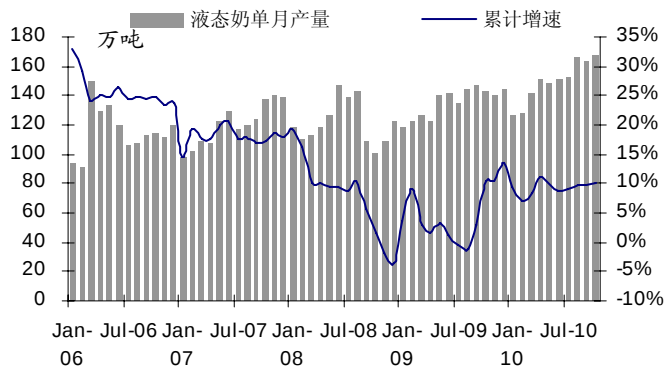
### 产量

图30: 全国乳制品产量



资料来源: 国家统计局

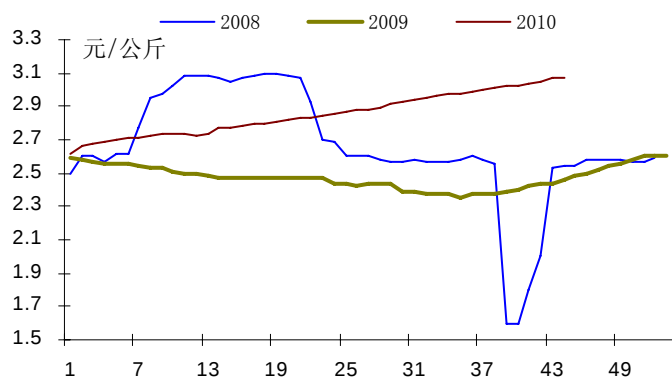
图31: 全国液态奶产量



资料来源: 国家统计局

原奶价格继续攀升，乳企成本压力较大。国内原奶价格自 2009 年 9 月起一路上涨，11 月底十省主产区奶农出场价格达到 3.07 元，企业收购价基本在 3.3 元以上，行业成本压力显著。环太平洋乳品交易价格虽有盘整，但仍在高位。

图32：我国内蒙古原奶周价格（截至2010.11）



资料来源：农业部

图33：我国内蒙古奶牛养殖毛利（截至2010.11）

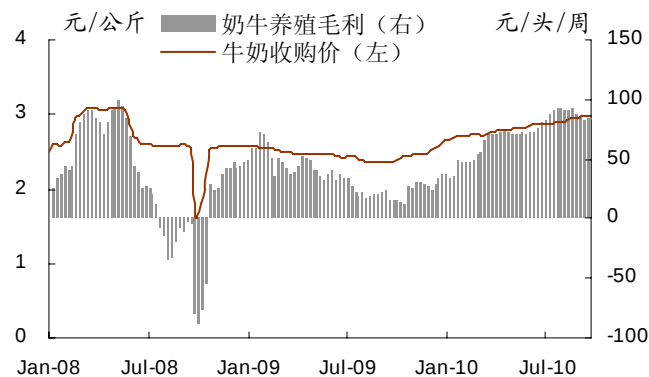
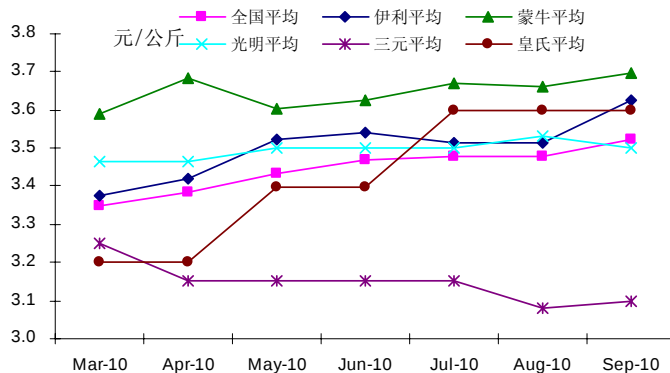


图34：环太平洋地区乳品交易价格趋势（截至2010.11）



资料来源：USDA

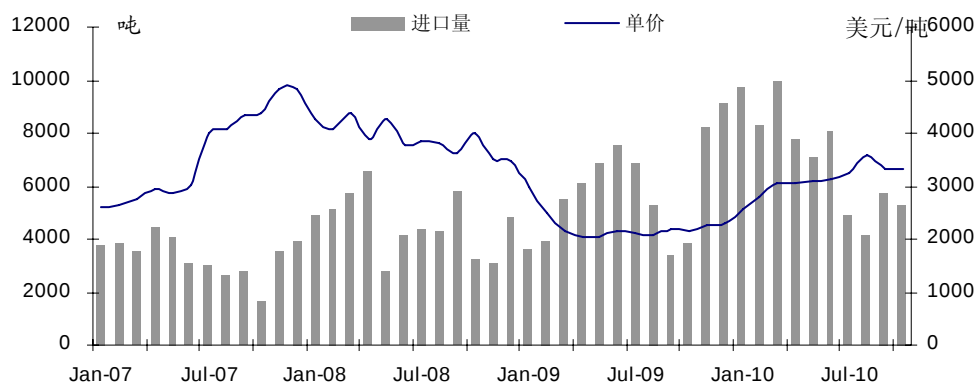
图35：企业牛场收奶价格走势（截至2010.9）



资料来源：奶业协会，价格为牛场结算价，略高于企业平均价

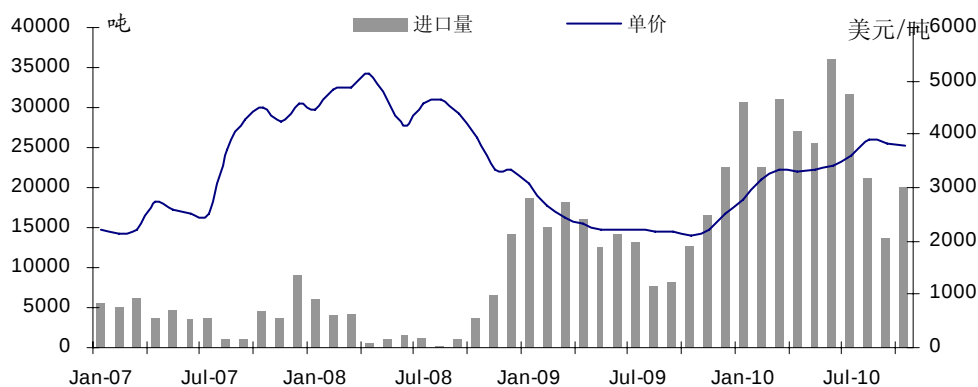
进口奶粉价格高位盘整。1-10 月进口脱脂奶粉量同比增长 34%，单月价格同比涨 54%。全脂奶粉累计进口增长 90%，单月价格增速 82%。脱脂奶粉和全脂奶粉 10 月吨价达到 3322 美元和 3802 美元。

图 36: 我国进口脱脂奶粉量价情况 (截止 2010 年 10 月)



资料来源: 国家海关总署

图 37: 我国进口全脂奶粉量价情况 (截止 2010 年 10 月)



资料来源: 国家海关总署

## 肉类行业

图 38: 全国鲜冷藏冻肉产量

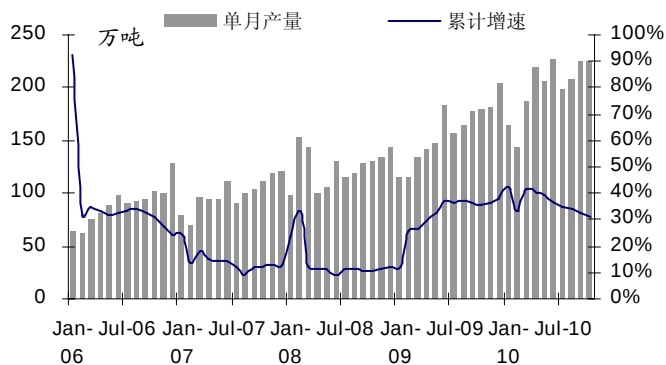


图 39: 山东鲜冷藏冻肉产量

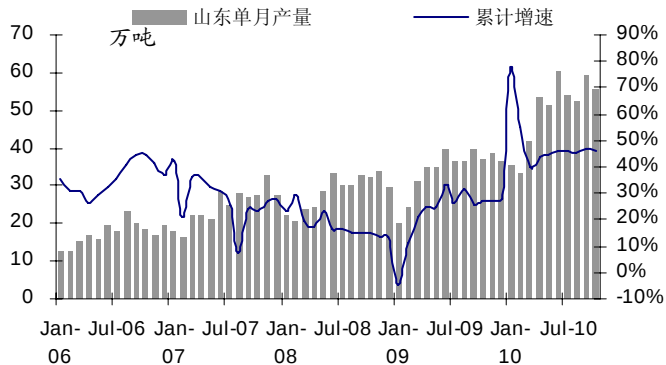


图40: 四川鲜冷藏冻肉产量

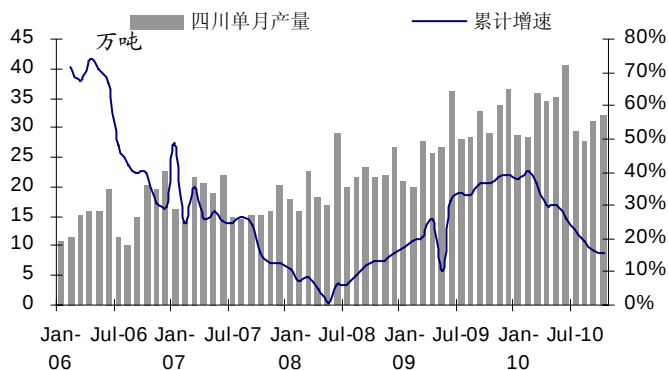
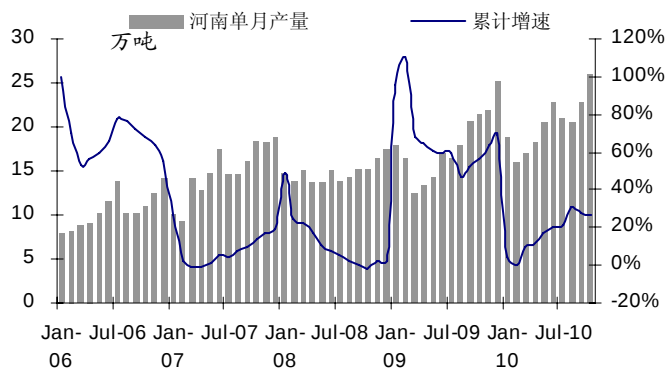
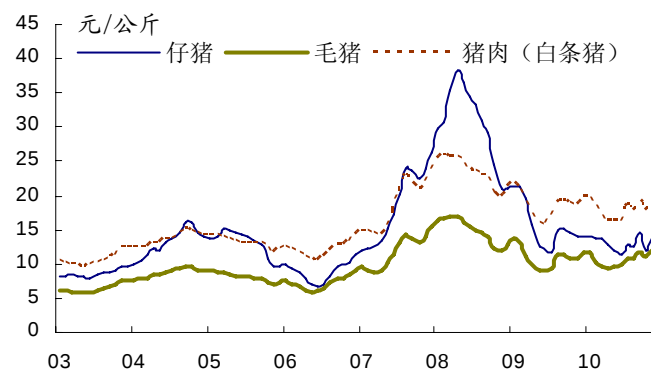


图41: 河南鲜冷藏冻肉产量



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

图 42: 全国仔猪、活猪、猪肉价格走势（截至 2010.10）



资料来源：农业部

图 43: 全国生猪养殖业毛利变化

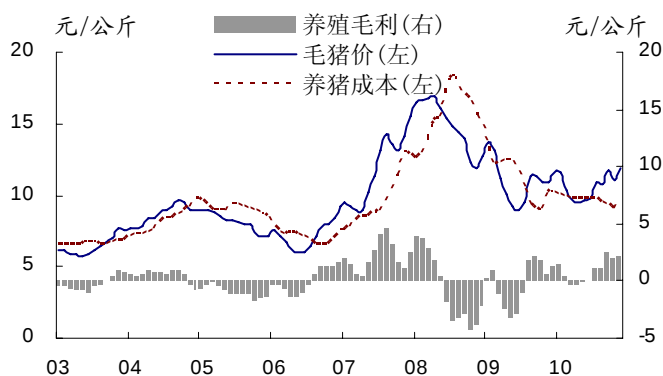
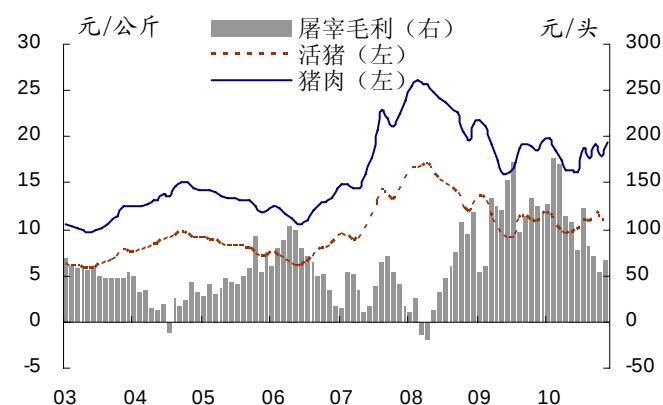


图 44: 全国生猪屠宰业毛利变化



资料来源：农业部、招商证券研发中心

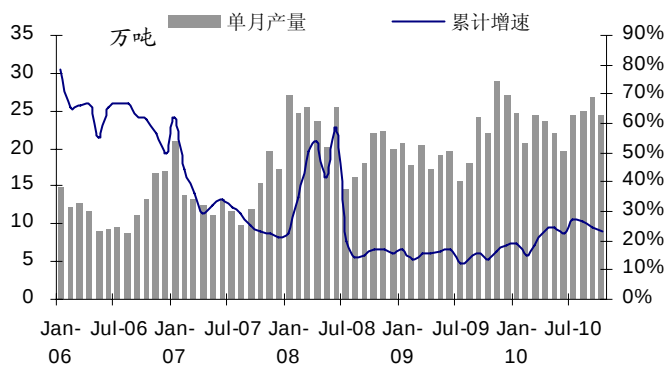
注：我们弃用业内广泛使用的猪粮比数据

## 速冻米面食品和酵母制品

速冻米面食品产量 1-10 月增速 23.1%，酵母出口地区结构变化显著。全国活性酵母出

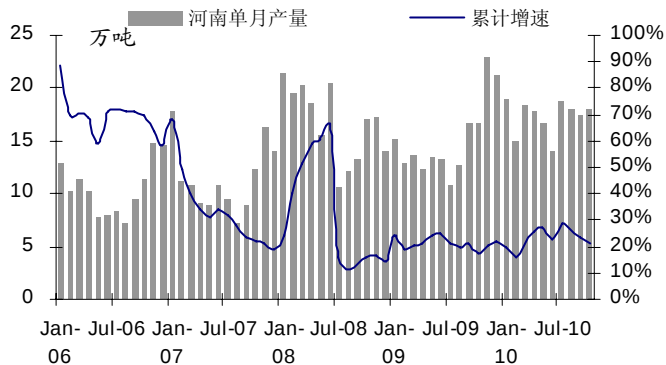
口在 10 月份增速 20.6%，安琪酵母目前在宜昌总部强化深加工产品开发，出口基地重点移到新疆和广西，8 月份新疆出口收入增速 14.6%，广西增速达 120.4%。从糖蜜期货价格看，目前仍有上涨的态势，行业提价已破在眉睫。

图45：全国速冻米面食品产量



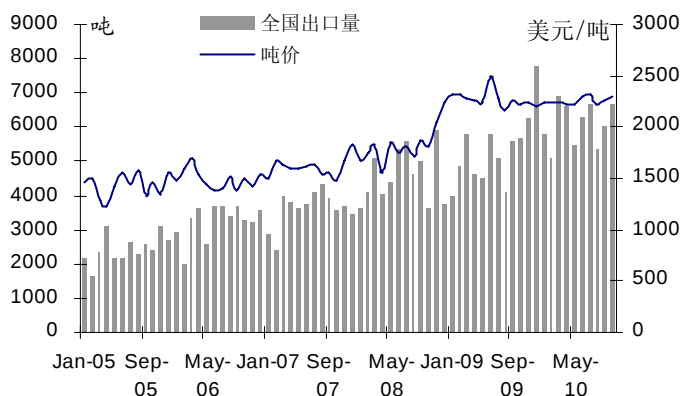
资料来源：国家统计局

图46：河南速冻米面食品产量



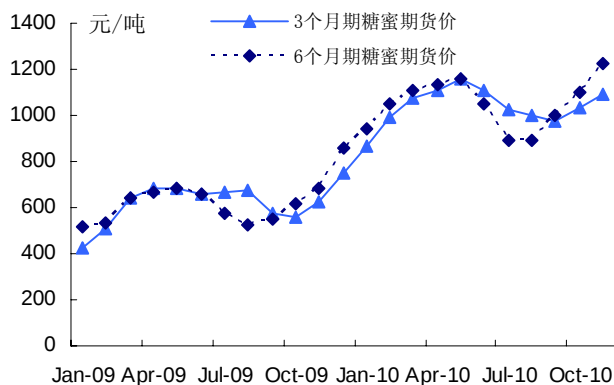
资料来源：国家统计局

图47：全国活性酵母出口量价



资料来源：国家海关总署

图48：广西糖蜜3个月期和6个月期货价格走势



资料来源：南宁商品交易所

## 附二、企业分属地财务数据，仅供参考

注：1-8 月企业分属地数据请参阅《食品饮料业 2010 年 4 季度投资策略 - 风格突变，投资归核》2010/10/18。

## 工业销售产值增速

表 9：部分集团公司销售产值“累计增速”

|      | May-10 | Jun-10 | Jul-10 | Aug-10 | Sep-10 | Oct-10 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 白酒   | 37.87% | 36.48% | 35.18% | 34.09% | 33.40% | 34.28% |
| 贵州茅台 | 35.02% | 26.41% | 22.70% | 22.28% | 20.32% | 20.78% |
| 山西汾酒 | 61.60% | 53.90% | 44.89% | 48.94% | 41.48% | 42.50% |
| 伊力特  | 21.30% | 21.38% | 22.40% | 20.97% | 20.73% | 21.36% |

|       | May-10  | Jun-10  | Jul-10  | Aug-10  | Sep-10  | Oct-10  |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 西凤酒   | 59.57%  | 46.37%  | 53.88%  | 44.76%  | 50.34%  | 49.82%  |
| 老白干   | 20.33%  | 17.89%  | 16.15%  | 8.71%   | 11.15%  | 5.14%   |
| 葡萄酒   | 28.81%  | 28.09%  | 26.80%  | 24.45%  | 23.88%  | 25.92%  |
| 张裕    | 59.86%  | 44.42%  | 42.13%  | 36.46%  | 31.87%  | 30.25%  |
| 王朝    | -41.72% | -37.74% | -14.62% | -15.20% | -21.08% | -21.36% |
| ST 中葡 | -54.63% | -51.34% | -48.21% | -34.55% | 4.14%   | 27.81%  |
| 通葡股份  | -10.32% | -25.49% | -25.46% | -19.92% | -19.74% | -17.76% |
| 沙城长城  | -7.53%  | -14.93% | -15.89% | -21.36% | -27.20% | -27.90% |
| 烟台长城  | 37.42%  | 41.67%  | 38.51%  | 36.55%  | 37.26%  | 36.55%  |
| 烟台威龙  | 3.22%   | -9.22%  | -12.09% | -14.56% | 3.32%   | 1.71%   |
| 啤酒    | 8.53%   | 8.60%   | 9.32%   | 11.28%  | 11.38%  | 11.36%  |
| 青啤山东  | 21.58%  | 21.77%  | 20.48%  | 20.48%  | 19.66%  | 19.54%  |
| 燕京北京  | -7.88%  | -7.29%  | -3.92%  | -0.09%  | 0.40%   | 0.72%   |
| 珠江广东  | -6.69%  | -6.95%  | -5.22%  | -4.17%  | -4.53%  | -2.93%  |
| 雪津福建  | 1.08%   | 0.15%   | 1.59%   | 3.57%   | 5.20%   | 7.01%   |
| 燕京漓泉  | 23.37%  | 19.97%  | 21.08%  | 21.12%  | 19.61%  | 18.31%  |
| 燕京惠泉  | -19.59% | -20.13% | -16.66% | -14.29% | -17.39% | -17.83% |
| 重啤重庆  | -0.10%  | 2.28%   | 2.79%   | 6.10%   | 5.25%   | 5.74%   |
| 华润沈阳  | 5.00%   | 4.15%   | 11.43%  | 5.89%   | 4.20%   | 7.15%   |
| 啤酒花   | 0.62%   | 2.43%   | 9.47%   | 15.87%  | 19.42%  | 18.70%  |
| 西藏发展  | 3.23%   | -0.03%  | 1.88%   | -0.53%  | -2.38%  | -1.85%  |
| 乳业    | 18.59%  | 17.39%  | 17.97%  | 18.79%  | 19.29%  | 19.42%  |
| 光明（母） | 20.75%  | 18.96%  | 17.44%  | 17.05%  | 16.33%  | 16.51%  |
| 完达山   | 11.96%  | 10.88%  | 7.18%   | 2.14%   | 10.90%  | 8.34%   |
| 肉制品   | 29.58%  | 28.29%  | 28.86%  | 28.68%  | 29.10%  | 29.37%  |
| 双汇发展  | 16.13%  | 14.73%  | 16.61%  | 15.25%  | 15.27%  | 0.00%   |
| 调味品   | 31.09%  | 30.35%  | 29.82%  | 29.98%  | 30.97%  | 30.90%  |
| 恒顺醋业  | 31.49%  | 26.10%  | 27.67%  | 26.57%  | 25.05%  | 23.64%  |
| 软饮料   | 21.56%  | 20.48%  | 20.19%  | 21.02%  | 21.73%  | 22.10%  |
| 承德露露  | 74.84%  | 87.54%  | 57.61%  | 48.91%  | 51.33%  | 52.45%  |

资料来源：招商证券研究、行业协会

**表 10：部分集团公司销售产值“单月增速”**

|       | May-10  | Jun-10  | Jul-10  | Aug-10  | Sep-10  | Oct-10  |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 白酒    | 43.63%  | 31.43%  | 27.19%  | 25.65%  | 28.98%  | 40.22%  |
| 贵州茅台  | 63.07%  | -11.26% | 5.15%   | 19.96%  | 8.27%   | 30.60%  |
| 山西汾酒  | 67.47%  | 15.96%  | -9.62%  | 77.23%  | -1.34%  | 52.09%  |
| 伊力特   | 19.31%  | 21.92%  | 32.97%  | 7.69%   | 14.96%  | 25.35%  |
| 西凤酒   | 11.97%  | 0.61%   | 103.21% | 3.26%   | 115.82% | 45.14%  |
| 老白干   | -29.19% | -8.42%  | -3.02%  | -42.39% | 19.32%  | -25.24% |
| 葡萄酒   | 18.37%  | 23.03%  | 21.20%  | 9.52%   | 18.51%  | 41.23%  |
| 张裕    | -9.68%  | -30.21% | 28.74%  | 3.87%   | 1.55%   | 16.42%  |
| 王朝    | -82.67% | 9.82%   | 658.96% | -23.29% | -56.74% | -24.99% |
| ST 中葡 | -48.75% | -41.01% | -29.32% | 43.40%  | 304.92% | 209.53% |
| 通葡股份  | -39.66% | -66.14% | -25.23% | 121.84% | -18.82% | 31.74%  |
| 沙城长城  | 100.92% | -46.00% | -23.94% | -56.35% | -57.17% | -35.39% |
| 烟台长城  | -5.85%  | 61.13%  | 20.31%  | 22.44%  | 42.82%  | 30.84%  |
| 烟台威龙  | 20.81%  | -43.74% | -27.63% | -41.22% | 181.53% | -21.68% |

|       | May-10  | Jun-10  | Jul-10  | Aug-10  | Sep-10  | Oct-10  |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 啤酒    | 3.95%   | 7.77%   | 13.19%  | 18.39%  | 11.98%  | 10.84%  |
| 青啤山东  | 25.49%  | 22.42%  | 14.87%  | 20.45%  | 13.74%  | 17.94%  |
| 燕京北京  | -7.74%  | -5.55%  | 9.50%   | 21.01%  | 4.40%   | 5.28%   |
| 珠江广东  | -20.38% | -7.46%  | 4.54%   | 2.16%   | -6.82%  | 12.42%  |
| 雪津福建  | -4.35%  | -3.52%  | 7.99%   | 14.49%  | 15.80%  | 23.65%  |
| 燕京漓泉  | 17.16%  | 5.60%   | 25.67%  | 21.33%  | 10.80%  | 6.44%   |
| 燕京惠泉  | -13.44% | -21.96% | -1.45%  | -1.58%  | -30.77% | -23.50% |
| 重啤重庆  | -7.50%  | 10.60%  | 4.62%   | 21.19%  | -0.07%  | 12.43%  |
| 华润沈阳  | -7.44%  | 1.45%   | 58.50%  | -21.07% | -7.46%  | 43.44%  |
| 啤酒花   | 5.21%   | 8.39%   | 51.21%  | 11.27%  | 52.47%  | 10.95%  |
| 西藏发展  | -8.59%  | -14.50% | -18.57% | -14.19% | -15.69% | 3.44%   |
| 乳业    | 14.34%  | 13.51%  | 20.98%  | 22.11%  | 22.68%  | 20.67%  |
| 光明（母） | 19.75%  | 11.36%  | 10.35%  | 14.89%  | 11.93%  | 18.18%  |
| 完达山   | 15.53%  | 6.32%   | -14.55% | -27.72% | 37.35%  | 44.29%  |
| 肉制品   | 25.26%  | 23.34%  | 29.47%  | 26.02%  | 30.01%  | 29.86%  |
| 双汇发展  | 12.37%  | 8.09%   | 27.25%  | 7.65%   | 15.43%  | 0.00%   |
| 调味品   | 28.95%  | 27.85%  | 30.20%  | 35.57%  | 33.80%  | 23.10%  |
| 恒顺醋业  | 16.28%  | 4.17%   | 36.36%  | 19.05%  | 14.58%  | 12.90%  |
| 软饮料   | 15.67%  | 17.30%  | 17.96%  | 25.71%  | 26.47%  | 22.78%  |
| 承德露露  | -4.34%  | 440.92% | -47.12% | 5.27%   | 63.36%  | 65.16%  |

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. 《青岛啤酒（600600）-大本营全面整固 估值优势已显著》2010/12/8
2. 《胜景山河（002525）-黄酒的差异化创新之路》2010/12/2
3. 《双汇发展（000895）交流会纪要 - 期待方案的进一步调整》2010/11/30
4. 《汤臣倍健（300146）-膳食营养补充剂领域的佼佼者》2010/11/29
5. 《双汇发展（000895）-资产注入方案出炉，目标 100 元》2010/11/29
6. 《金字火腿（002515）-立足高汤调料转型低盐即食的金华火腿公司》2010/11/19
7. 《安琪酵母（600298）-定增进入酶制剂等产业新领域，强烈推荐》2010/11/14
8. 《晨光生物（300138）-天然色素龙头踏上新征程》2010/11/11
9. 《佳隆股份（002495）-聚焦餐饮业、扁平化运营的鸡精鸡粉公司》2010/11/1
10. 《伊利股份（600887）-年报前后是增持好机会》2010/10/31
11. 《贵州茅台（600519）-实际表现优异 无须过分担忧》2010/10/31
12. 《糖酒会（2010 年秋季）见闻录之二-沱牌曲酒（600702）舍得上规模\_经营出新

招》2010/10/28

13. 《青岛啤酒（600600）-产能扩张及品牌提升成为核心战略》2010/10/20
14. 《糖酒会（2010年秋季）见闻录之一-老白干酒（600559）区域聚焦\_点状扩张》2010/10/20
15. 《食品饮料业 2010 年四季度投资策略 - 风格突变，投资归核》2010/10/20
16. 《泸州老窖（000568）-双品牌战略的调整与渠道扁平化》2010/10/19
17. 《水井坊（600799）-销售强劲恢复\_运营更趋规范》2010/9/26
18. 《双塔食品（002481）-分享品牌化进程中的成长收益》2010/9/15
19. 《食品饮料业 2010 年 9 月月报 - 守正出奇》2010/9/2
20. 《双汇发展（000895）-上游业务值得期待》2010/8/30
21. 《伊利股份（600887）-二季度业绩超预期，上调评级》2010/8/30
22. 《洋河股份（002304）-提升双沟运营水平 夯实协调发展基础》2010/8/20
23. 《泸州老窖（000568）-调整转型基础年》2010/8/19
24. 《贵州茅台（600519）-良好基本面终将反映于股价》2010/8/12
25. 《五粮液（000858）-淡季销售较旺 注入效应释放》2010/8/11
26. 《珠江啤酒（002461）IPO 询价报告-江山多变幻 盛名焉可还》2010/7/29
27. 《安琪酵母（600298）-稳健前行 取胜长远》2010/7/25
28. 《食品饮料业 2010 年 7 月月报 - 中报业绩起底》2010/7/6
29. 《食品饮料业 2010 年中期投资策略 - 经济转型期，食品新阶段》2010/6/10
30. 《恒顺醋业（600305）-销售网络开始编织 战术战略尚需升级》2010/6/3
31. 《洋河股份（002304）-关注产业整合、产品结构及产能扩张》2010/5/31
32. 《贵州茅台（600519）-集团增持托底股价，税负降低不无可能》2010/5/31
33. 《山西汾酒（600809）-渠道下沉初试点，业绩释放有余力》2010/5/19
34. 《五粮液（000858）-短期业绩有待释放，长期改善需要耐心》2010/5/17
35. 《洋河股份（002304）-扩张产能，整合双沟，引领苏酒振兴》2010/5/11
36. 《贵州茅台（600519）-见面会未达预期，情绪泄始成真底》2010/4/30
37. 《ST 伊利（600887）-收入增长尚可，成本压力加大》2010/4/27
38. 《贵州茅台（600519）-消费税侵蚀利润，基本面相当稳健》2010/4/26
39. 《双汇发展（000895）-资产注入进行时，静待业绩增厚效应》2010/4/26
40. 《泸州老窖（000568）-柴泉模式发挥效用，年份特曲运筹帷幄》2010/4/23
41. 《山西汾酒（600809）-改革崛起关键之年》2010/4/21
42. 《安琪酵母（600298）-成长与价值兼备，长持与短投皆宜》2010/4/20
43. 《洋河股份（002304）-业绩高增彰显价值，收购双沟锦上添花》2010/4/20

44. 《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
45. 《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
46. 《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
47. 《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
48. 《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
49. 《贵州茅台（600519）-业绩跌眼镜，预收创新高》2010/4/2
50. 《酒鬼酒（000799）-人事地震，潜龙勿用》2010/4/2
51. 《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
52. 《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
53. 《黑牛食品（002387）-躬耕者，有其田》2010/3/29
54. 《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
55. 《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
56. 《安琪酵母（600298）-新年迎来开门红，利润提升手段多》2010/3/8
57. 《双汇发展（000895）-议案被否，公司宜给予合理对价》2010/3/8
58. 《水井坊(600779)-DIAGEO 控股尘埃落定》2010/3/2
59. 《洋河股份（002304）-未来增长仍看省外扩张与结构提升》2010/2/9
60. 《安琪酵母（600298）-年报是持续高成长的宣言》2010/2/8
61. 《食品饮料业 2010 年 2 月月报-布局一季报行情》2010/2/2
62. 《金枫酒业（600616）-开启石库门，笑迎天下客》2010/1/24
63. 《光明乳业（600597）-股权激励方案点评》2010/1/21
64. 《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2010/1/7
65. 《沱牌曲酒（600702）-取舍之间 方显智慧》2010/1/6
66. 《食品饮料业-关注世博会主题投资机会》2010/1/5
67. 《贵州茅台（600519）-硬通货》2010/1/4

## 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，招商证券研发中心执行董事、消费品研究小组组长。

**董广阳：**华中农业大学食品专业学士、上海财经大学经济学硕士，现于招商证券从事食品饮料行业研究。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾先后获得《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、2010 年度第三名。

## 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。