

区域性白酒的盛宴 ——天相食品饮料行业 2011 年策略报告

食品饮料行业

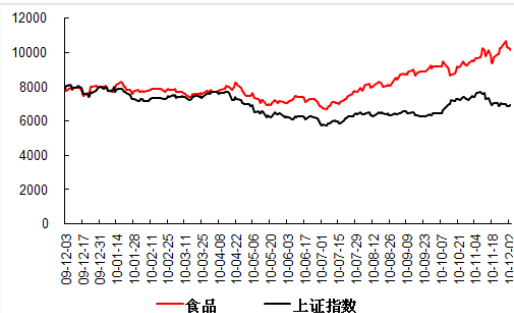
增持（维持）

报告日期：2010 年 12 月 5 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	10139	6.68%
天相流通指数	3745	-4.05%
上证指数	2842	-6.22%

行业指数近一年走势图



相关报告

- 《区域性白酒的快速扩张 --食品饮料行业 2010 年中期投资策略（专题篇）》 2010-07-01
- 《上游基地建设成主流趋势--食品饮料行业 2010 年中期投资策略（综合篇）》 2010-07-01
- 《洋河股份（002304）：蓝色文化下的白酒新时尚——上市公司调研简报》 2010-06-01
- 《金种子酒（600199）：经营超预期，下跌即买点——上市公司调研简报》 2010-05-10
- 《五粮液（000858）：看重长远，均衡发展——上市公司调研简报》 2010-04-19
- 《金种子酒（600199）：高歌猛进 醉美三秋》 2010-03-22

天相消费品组

联系人—农业食品组

021-58824282-859 zhou@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 2011年行业投资策略；
- 关注区域性白酒的投资机会。

投资要点：

- **宏观经济向好保持保证行业稳定发展。**我们认为在宏观经济持续向好、经济结构调整的前提下，我国消费高速增长的可能性非常大。十二五规划纲要的第一和第二章中明确了未来调整经济结构，扩内需，促销费的指导政策。而随着居民收入提高中产阶级占比提升，消费升级将推动行业继续快速增长。
- **高端白酒价格稳步提升。**回顾2010年高端白酒的控货、提价历程，我们可以看到，目前高端白酒价格上移的趋势已经不可避免。未来相对于量的增长，我们更看好由高端白酒的稀缺性所带来的提价能力。目前随着出厂价和零售价差进一步扩大和泸州老窖对旗下国窖1573率先提价，其他白酒厂家为了保持产品的高端形象也将陆续跟进，高端白酒新一轮提价潮已经到来。
- **二线白酒量价齐升。**通过对消费升级趋势的判断，我们认为二线白酒量价齐升的可能性比较大。从超额收益的历史回顾，我们看到二线白酒获得的超额收益是食品板块中最大的，主要是由于公司收入高速增长造成的。我们认为在消费升级的前提下，公司这种高速增长是可以延续的，同时，由高端白酒提价后空出的价格空间也需要替代，这样就为二线白酒提价提供了空间。综上，我们认为二线白酒在2011年再次获得超额收益的可能性非常大。
- **投资策略。**基于宏观经济的持续向好，我们看好2010年第四季度以及2011年高端白酒的消费，我们认为未来高端酒未来业绩增速将在20%左右，未来主要的增长主要体现在销售价格的提升上。
 - 1、基本面向好的龙头公司：五粮液、泸州老窖、贵州茅台、张裕A、安琪酵母和伊利股份；
 - 2、高成长的二线白酒：山西汾酒和金种子酒；
 - 3、寻找业绩拐点：承德露露、国投中鲁、水井坊和老白干酒；
 - 4、板块轮动or低估值：燕京啤酒和金枫酒业。



正文目录

第一部分、消费稳步增长	5
1.1 调整经济结构，提高消费占比	5
1.2 居民收入提升带动消费升级	6
1.3 未来 CPI 将保持在相对高位运行	8
第二部分、细分行业分析	10
2.1 中端白酒进入高速增长轨道	10
2.1.1 三大板块和 GDP 的相关性	10
2.1.2 白酒行业将稳定增长	10
2.2 高端白酒价格保持趋势性提高	12
2.3 区域性白酒量价齐升	13
2.4 葡萄酒行业仍处高速发展期	15
2.5 啤酒行业成本压力显现	17
2.6 黄酒行业增长依旧缓慢	19
2.7 肉制品行业受累于生猪价格高位运行	20
2.8 乳制品受困于原奶价格	22
2.9 产能扩张催生小行业中的大龙头	26
2.10 关注软饮料行业个股机会	26
第三部分、行业估值与投资策略	27
3.1 估值讨论	27
3.2 食品饮料行业 2011 年投资策略	27
第四部分、重点公司	29
4.1 重点公司盈利预测	29
4.2 重点公司主要看点	29



图表目录

图 1: 国内生产总值和增速	5
图 2: 社会消费品零售总额增速与 GDP 增速比对	5
图 3: 对外贸易依存度	6
图 4: 居民收入剪刀差	7
图 5: 城乡居民可支配收入	7
图 6: 全国总人口和城镇化率	8
图 7: CPI 和食品类 CPI 比对	8
图 8: 食品板块子行业利润率	9
图 9: 食品行业三大板块收入增长率(剔除价格因素)和 GDP 增速的相关性分析	10
图 10: 白酒产量	11
图 11: 白酒累计产量	11
图 12: 餐饮业收入	11
图 13: 餐饮业收入增速	11
图 14: 全球顶级红酒指数(可谓奢侈品指数)	12
图 15: 高端白酒的市场零售价	13
图 16: 高端白酒上市公司营业收入增长率	13
图 17: 高端白酒上市公司归属母公司净利润增长率	13
图 18: 09 年利润出现明显拐点的二线白酒企业	14
图 19: 部分终端白酒价格	15
图 20: 葡萄酒产量及增速	16
图 21: 大包装葡萄酒量价趋势	16
图 22: 原装进口葡萄酒量价趋势	17
图 23: 啤酒行业单月产量	17
图 24: 啤酒行业累计产量	18
图 25: 加拿大温尼伯交易所最近期货收盘价	18
图 26: 主要啤酒企业市场份额	19
图 27: 黄酒行业累计产量	19
图 28: 生猪价格走势(元/公斤)	19
图 29: 生猪、仔猪、母猪以及猪肉价格(元/公斤)	20
图 30: 生猪存栏指数与补栏指数	20
图 31: 母猪存栏指数与后备母猪补栏指数	21
图 32: 自繁自养头均盈利(元/头)	21
图 33: 国内乳制品行业发展历程图	22
图 34: 城镇居民乳制品支出与人均 GDP 关系	23
图 35: 城镇居民乳制品支出与消费量走势	23
图 36: 乳制品产量及增速	23
图 37: 液体乳产量及增速	24
图 38: 原奶价格走势	24
图 39: 乳业上市公司毛利率比较	25
图 40: 奶粉进口量和进口单价	25
图 41: 调味品行业收入分布	26
图 42: 行业相对沪深 300 样本估值比处于回升期	27

图 43: 投资策略四象限.....	28
--------------------	----

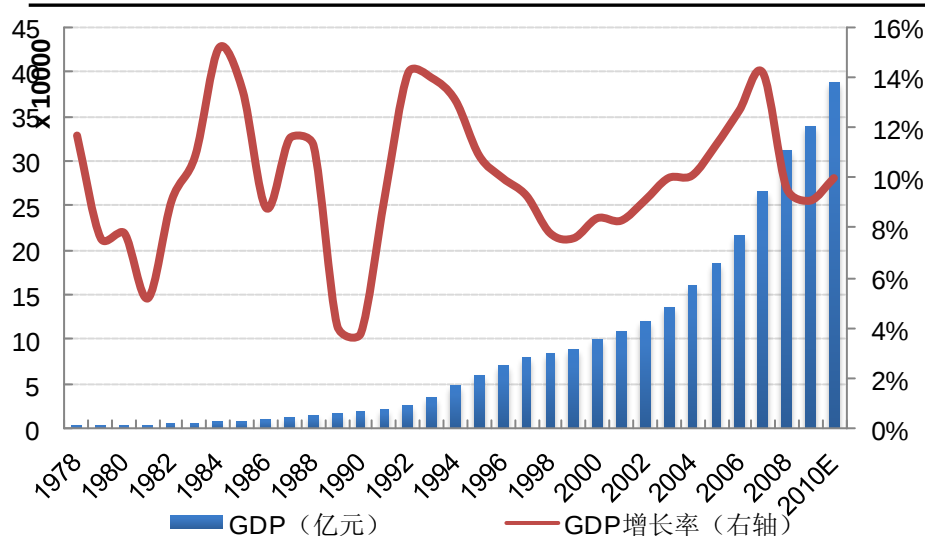
表 1: 主要领导人公开发表提高收入讲话的时间好场合.....	7
表 2: 美国和日本定量经济宽松计划.....	8
表 3: 重点公司盈利预测.....	29

第一部分、消费稳步增长

1.1 调整经济结构，提高消费占比

2008 年国际金融危机后，国内宏观经济保持回暖的态势，中国国家统计局首席分析师姚景源表示今年的 GDP 增速有望超过 10%。

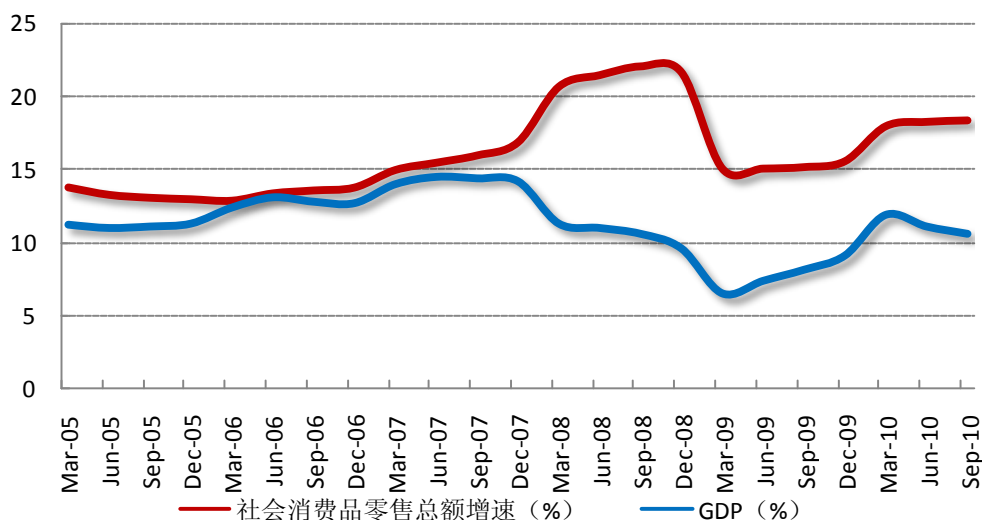
图 1：国内生产总值和增速



数据来源：天相投顾整理

从 GDP 和社会消费品零售总额来看，GDP 增速和社会消费品零售总额的趋势总是相同的，随着国内经济继续向好，我们可以预见居民消费的需求将进一步提升。

图 2：社会消费品零售总额增速与 GDP 增速对比

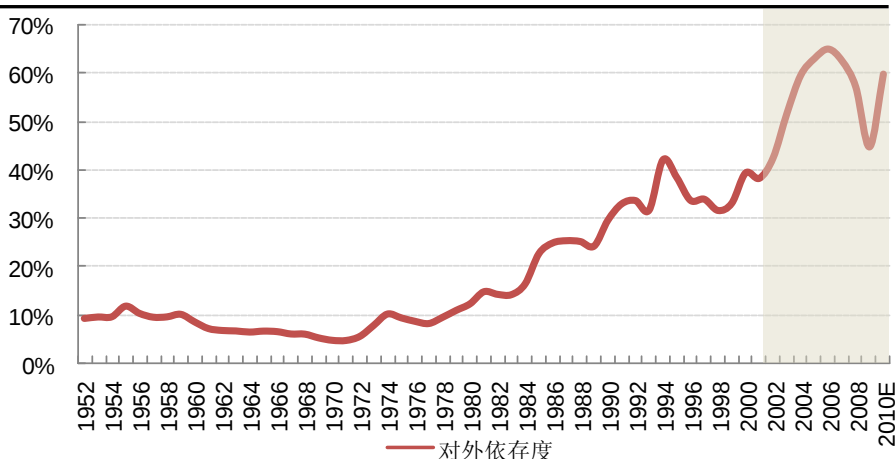


数据来源：国家统计局 天相投顾整理

2001 年我国加入 WTO 之后，我国对外贸易强劲增长推动了我国经济的迅速发展，同时我国的对外经济依存度也迅速攀升。虽然近年略有回落，但是目前我国经济对外依存度仍保持在 60% 以上，而欧洲国家如法国、英国、德国的经济对外依赖度很少有

超过 30%的，美国和日本等经济强国经济对外依存度甚至不到 20%。正如我们前期预计的，为了增强我国抵御外部经济波动的能力，保证我国经济健康稳定的发展，政府工作也从保增长转移到调结构，扩内需上面来。

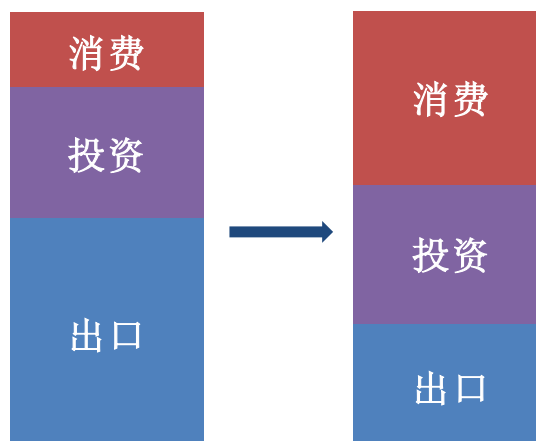
图 3：对外贸易依存度



数据来源：国家统计局 天相投顾整理

从目前的情况来看，我国内需主要依赖投资拉动，消费所占比例相对较小。而本次的“十二五”规划中明确表示要在保证投资合理增长的情况下把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，进一步释放城乡居民消费潜力。

从本次的“十二五”规划内容来看，首章即表示要加快转变经济发展方式，并且在第二章节中明确表示要坚持扩大内需，保证经济平稳较快发展。扩大内需首次成为单独章节出现，表明了目前我国已经把扩内需提高到了新的战略高度。

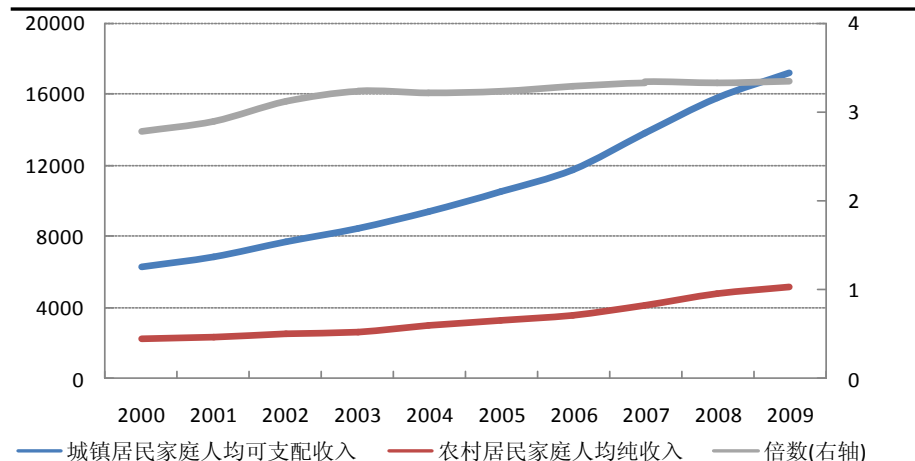


所以我们认为明年政府将保持经济稳定增长的态势下，继续推出促进消费的政策，我们认为大环境对消费类的上市公司相对有利。

1.2 居民收入提升带动消费升级

从目前我国收入结构来看，居民收入两极分化现象比较严重，城乡居民收入差距过大，二元结构发展不均衡。

图 4：居民收入剪刀差



数据来源：国家统计局 天相投顾整理

目前我国政府已经开始着手解决该问题，国家主要领导人多次在重要会议和公开场合表示将要提高中低收入居民收入，逐步提升中产阶级占比，最终形成“橄榄形”的分配格局。并且在 10 月 18 日的第十七届中央委员会中，完善分配制度，提高中低收入居民收入已经被写入“十二五”规划中。

表 1：主要领导人公开发表提高收入讲话的时间和场合

人物	时间	场合	主要内容
胡锦涛	2010-2-3	省部级干部落实科学发展观研讨班	紧紧抓住历史机遇承担起历史使命，毫不动摇地加快经济发展方式转变
-	2010-10-27	中共中央政治局会议	要进一步扩大国内需求特别是消费需求，努力提高中低收入群众收入，积极扩大商品消费，大力拓展服务消费。
温家宝	2010-10-25	国务院常务会议	提高居民收入特别是中低收入者收入。
温家宝	2010-9-13	2010 年夏季达沃斯论坛	将加快推进收入分配制度改革，努力提高居民收入在国民收入中的比重和劳动报酬在初次分配中的比重。
温家宝	2010-4-1	《求是》杂志撰文	深化收入分配制度改革坚持共同富裕，尽快扭转城乡、地区和不同社会成员之间收入差距扩大趋势，逐步形成中等收入者占多数的“橄榄型”分配格局。
陈德铭	2010-3-6	十一届全国人大三次会议	充分发挥财政职能作用，促进调整国民收入分配格局，提高居民特别是低收入群体的收入。
-	2010-10-18	十七届中央委员会	十二五计划中提出，要完善收入分配制度，合理调整国民收入分配格局，着力提高城乡中低收入居民收入，增强居民消费能力。

数据来源：天相投顾整理

提升中产阶级的比例有利于提高社会的生产力和和引导消费，同时也有利于发展合理的产业结构和社会结构。所以政府在大力提高中产阶级在我国占比的同时也带动了消费水平的上升。

伴随这我国城市化进程的加快，居民可支配收入的逐渐提高，居民消费升级的意愿更加明显。从消费上来看，就是不断增加的消费需求和更高的品质要求，推动了整个社会的消费结构上移。



图 5：城乡居民可支配收入

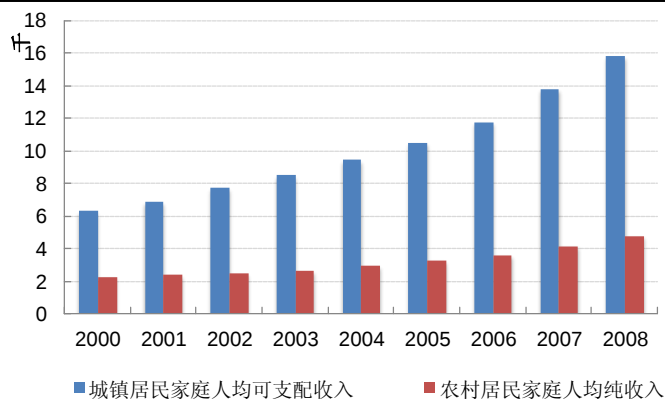
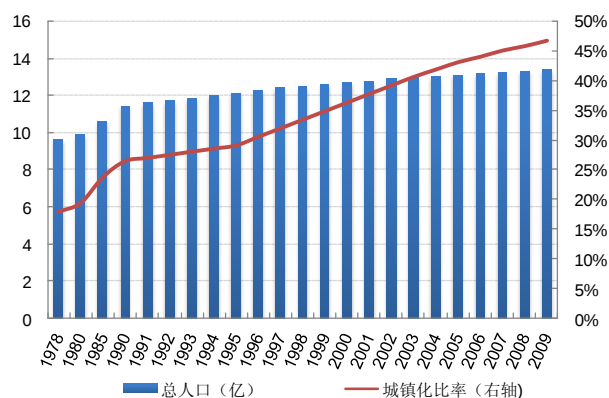


图 6：全国总人口和城镇化率

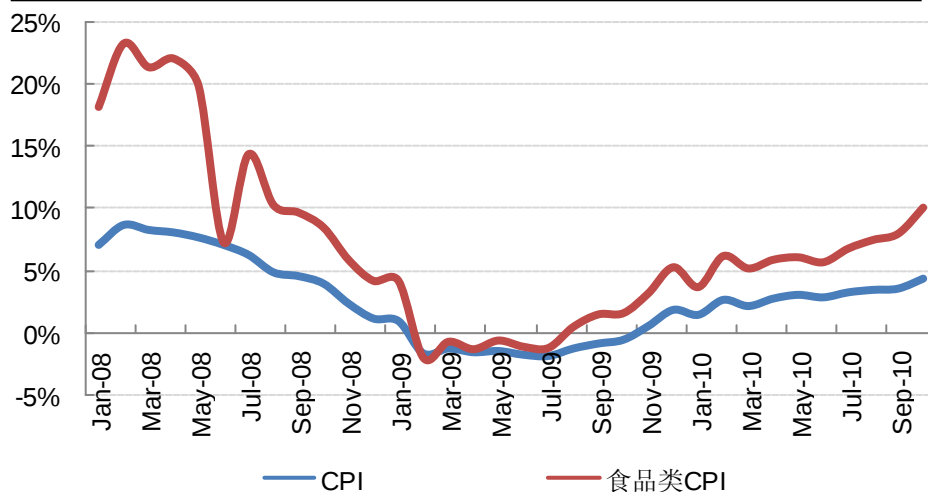


数据来源：国家统计局 天相投顾整理

1.3 未来 CPI 将保持在相对高位运行

在 2009 年 9 月后，我国 CPI 进入了上升通道，终于在 2010 年 10 月，CPI 增速达到 4.4%，创出两年内的新高。据专家预计，2010 年 11 月的 CPI 增速可能达到 4.8% 至 5% 之间。2010 年 CPI 很有可能将超过国家 3% 的标准。

图 7：CPI 和食品类 CPI 对比



数据来源：天相投顾整理

从国际上来看，在美国和日本的量化宽松政策推出后，国际市场上流动性大增。而国际货币基金组织(IMF)西半球部门主管尼古拉斯·埃萨吉雷 11 月 9 日表示，美联储可能将不得不启动第三轮量化宽松政策。在此前提下，我们认为明年 CPI 维持高位运行的可能性较大。

表 2：美国和日本定量经济宽松计划

国家	时间	政策	基本内容
美国	2010-11-4	第二轮量化宽松政策	第二轮“定量宽松”规模定为 6000 亿美元，同时把基准利率维持在 0 至 0.25% 的区间不变。

日本 2010-11-8 量化宽松政策

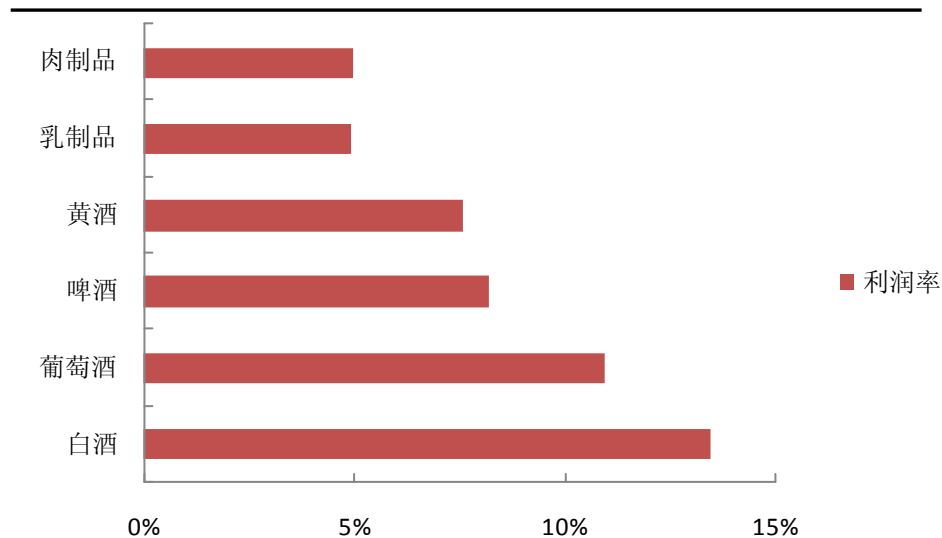
日本央行宣布将在 11 日购入 1500 亿日元(约合 180 亿美元)的政府债券，以应对日元对美元不断升值。

数据来源：天相投顾整理

基于明年 CPI 高位运行的判断，我们相对比较看好白酒和葡萄酒，尤其是高端白酒和高端葡萄酒。由于白酒和葡萄酒的毛利率较高，可以在高通胀的情况下获利，而且，高端白酒和高端葡萄酒由于其强大的提价能力不仅可以将成本压力转嫁出去，同时可以以高通胀为契机，提高产品价格。

而啤酒、乳制品等大众消费品在通胀的过程中受到的成本压力较大，将对公司的盈利水平有所影响。

图 8：食品板块子行业利润率



数据来源：天相投资分析系统、天相投顾整理

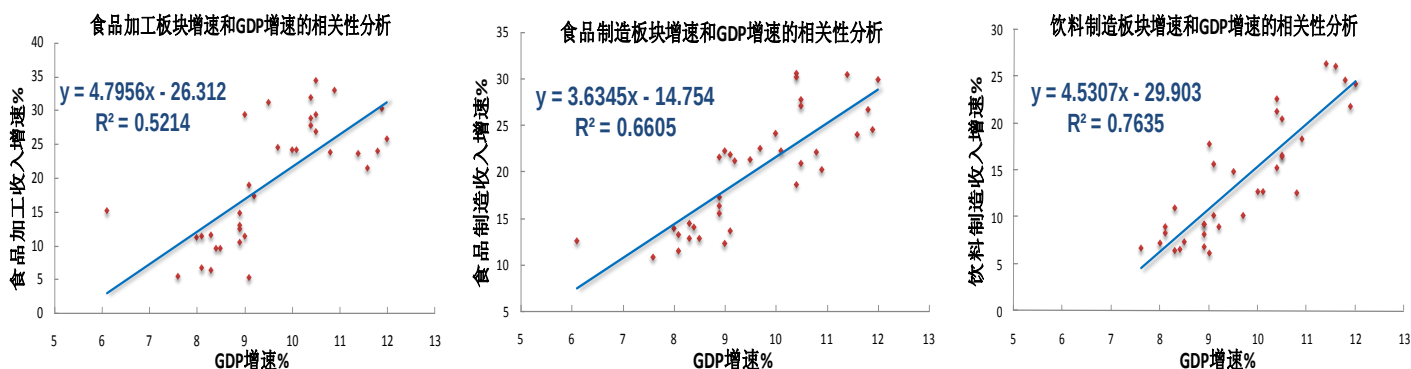
综上所述，我们预计 2011 年我国消费将保持稳定的增长，在消费升级和 CPI 高位运行的前提下，我们看好白酒、葡萄酒和可选消费品。

第二部分、细分行业分析

2.1 中端白酒进入高速增长轨道

2.1.1 三大板块和 GDP 的相关性

图 9：食品行业三大板块收入增长率（剔除价格因素）和 GDP 增速的相关性分析



数据来源：国家统计局、天相投顾整理

通过对食品饮料行业三大板块“的收入增速和 GDP 增速”的相关性分析，得出饮料制造板块与 GDP 的相关性最高。我们认为，在目前宏观经济持续向好的大背景下，饮料制造板块增降幅度将最明显，获得超额收益的可能性也更高。

所以 2011 年我们相对看好饮料制造板块，尤其是高端白酒以及高端葡萄酒行业的表现。

2.1.2 白酒行业将稳定增长

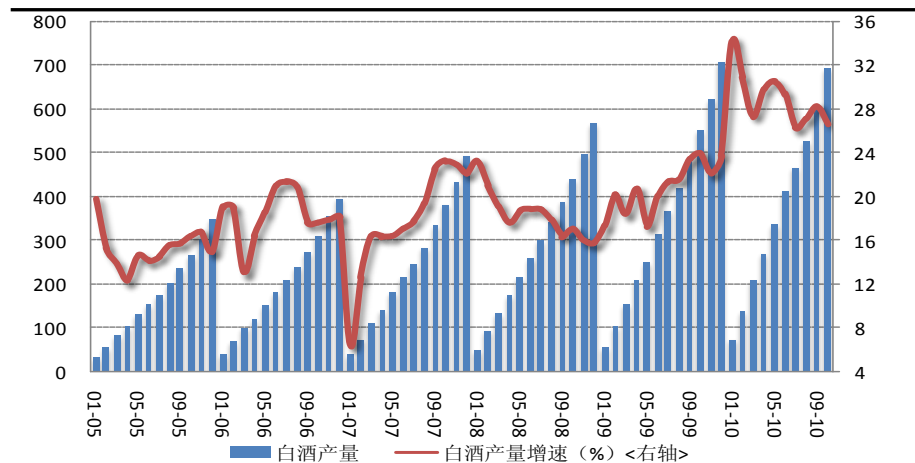
我们预计 2011 年 GDP 增速将保持在 10 以上，增速较今年略有提高。结合之前饮料制造板块与 GDP 有较高相关性的分析结果和 2009 年白酒产量的快速增长的情况，我们认为在 2011 年白酒行业的增速将有所放缓。

随着白酒行业的增长趋势减缓，整体行业走势将出现分化：其中高端白酒由于政务、商务消费的需求，将保持稳定的增长。而中端白酒得益于消费升级、城镇化建设、分配制度改革等因素将继续保持高速增长态势。

Figure 1: Baijiu Production Volume and Growth Rate (May 2005 - October 2010)

Month	Production Volume (Left Axis)	Growth Rate (%) (Right Axis)
05-05	35	20
06-05	30	15
07-05	35	25
08-05	30	20
09-05	35	25
10-05	40	20
11-05	35	15
12-05	30	10
01-06	40	15
02-06	35	10
03-06	30	15
04-06	35	20
05-06	30	25
06-06	35	30
07-06	30	35
08-06	35	40
09-06	30	45
10-06	35	40
11-06	30	35
12-06	35	30
01-07	40	25
02-07	35	20
03-07	30	15
04-07	35	10
05-07	30	15
06-07	35	20
07-07	30	25
08-07	35	30
09-07	30	35
10-07	35	40
11-07	30	45
12-07	35	40
01-08	30	35
02-08	35	30
03-08	30	25
04-08	35	20
05-08	30	15
06-08	35	10
07-08	30	15
08-08	35	20
09-08	30	25
10-08	35	30
11-08	30	35
12-08	35	40
01-09	30	45
02-09	35	40
03-09	30	35
04-09	35	30
05-09	30	25
06-09	35	20
07-09	30	15
08-09	35	10
09-09	30	15
10-09	35	20
11-09	30	25
12-09	35	30
01-10	30	35
02-10	35	40
03-10	30	45
04-10	35	40
05-10	30	35
06-10	35	30
07-10	30	25
08-10	35	20
09-10	30	15
10-10	35	10

图 11: 白酒累计产量



餐饮业收入连续多月的持续增长，将带动中、高端白酒终端消费的持续上升。但是值得注意的是，餐饮业收入增速在 8 月份有趋稳迹象。因此，从侧面可以印证我们的观点，白酒的收入增速将有所趋缓。

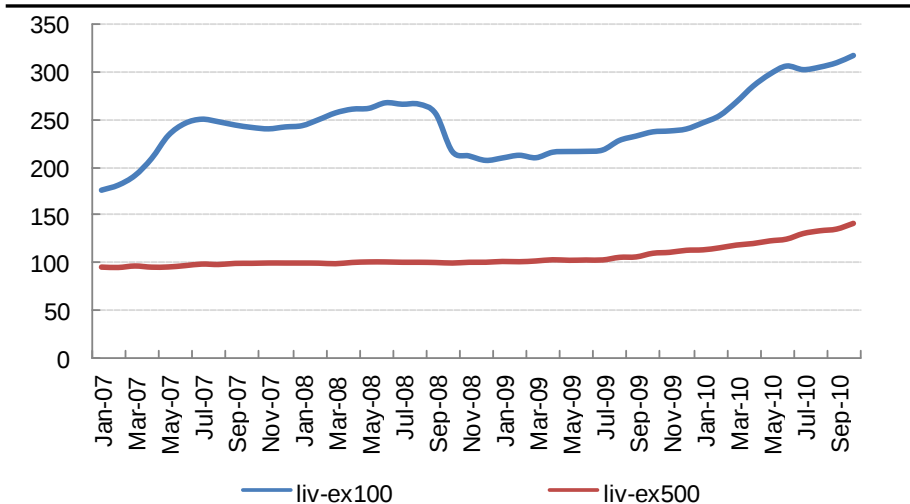
Month	Number of people who do not know the meaning of the word
1月份	1430
2月份	1400
3月份	1300
4月份	1250
5月份	1450
6月份	1400
7月份	1420
8月份	1480
9月份	1580
10月份	1680

Month	CPI Value
2008年1月	23.0
2008年2月	24.0
2008年3月	25.0
2008年4月	22.0
2008年5月	26.0
2008年6月	22.0
2008年7月	26.0
2008年8月	26.0
2008年9月	26.0
2008年10月	25.0
2008年11月	25.0
2008年12月	22.0
2009年1月	16.0
2009年2月	18.0
2009年3月	17.0
2009年4月	17.0
2009年5月	17.0
2009年6月	16.0
2009年7月	15.0
2009年8月	16.0
2009年9月	15.0
2009年10月	16.0
2009年11月	14.0
2009年12月	21.0
2010年1月	15.0
2010年2月	17.0
2010年3月	16.0
2010年4月	17.0
2010年5月	18.0
2010年6月	19.0
2010年7月	19.0
2010年8月	20.0
2010年9月	20.0

诚信源于独立，专业创造价值

同时，我们也看到作为高端消费先行指标的全球奢侈品指数维持持续向上态势，反映出高端消费品的景气程度仍然较高。我们认为，随着国内宏观经济的持续回暖和通胀预期的不断加强，高端酒类的消费将维持稳定增长的态势。

图 14：全球顶级红酒指数（可谓奢侈品指数）



数据来源：www.liv-ex.com、天相投顾整理

综上所述，在 2011 年宏观经济向好的大背景下，我们相对更看好高端白酒以及高端葡萄酒的消费情况。

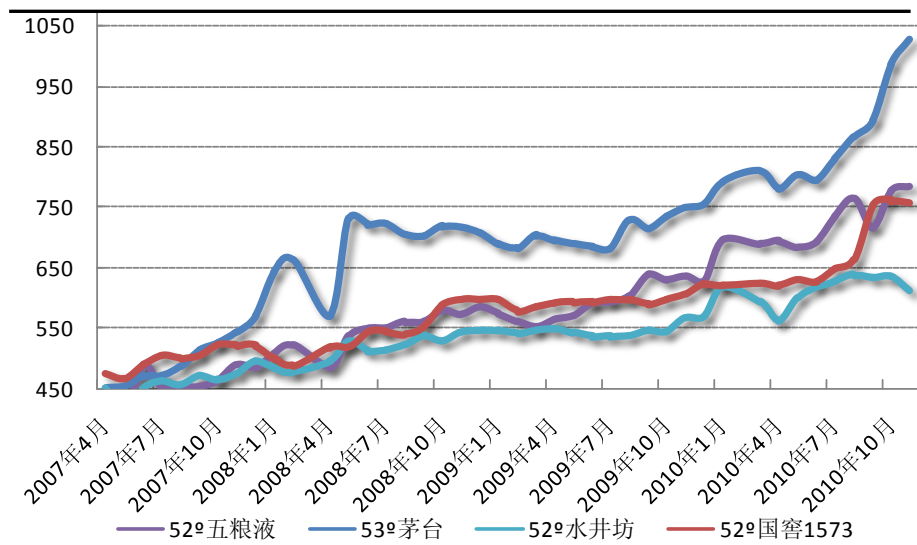
2.2 高端白酒价格保持趋势性提高

高端白酒的发展趋势是超高端及奢侈品。因此，在宏观经济向好的背景下，随着商务性消费的增加，以及人均收入的不断提升，高端白酒的销量依然有一定的增长空间。但是高端白酒产量的局限性，所以在量的增长上还是比较有限的。我们认为，高端白酒未来的增长将主要体现在提价上。而由于高端白酒的地域属性，品牌张力，产量限制以及终端消费者的旺盛需求，决定了其在市场中的稀缺性地位。因此，从定位和供需关系上来看，高端白酒在未来一定时期内仍将是卖方市场。其价格的提升也终将被市场认可和消化。

但是值得注意的是，并非所有品牌产品的持续提价行为都能被消费者所认可。价格走势将出现分化。一方面，茅台、五粮液、国窖 1573 等具有较强品牌张力的高端酒将竭尽全力的攀登价格新高峰，开展一轮又一轮的价格竞争，以期抢占价格高低。近期茅台在终端市场价格的节节攀升，大部分地区已经价格破千元，提高出厂价的预期不断走强。五粮液也一直紧跟步伐，终端销售价格也是不断上扬，且公司已经调高了团购的出厂价格，相信近期将调高其出厂价格。而国窖 1573 已在今年 9 月宣布涨价。而另一方面，其他区域名酒的高端产品的提价将很难跟上一线名酒的步伐，因为由于品牌张力不足，价格的跟风上涨将很难被消费者所认可，甚至可能出现价格上涨，因此其涨价步伐将较为缓和。其结果将是从而使高端白酒市场细分化，价格区间被拉大。从下图就可以看出，茅台、五粮液、国窖 1573 的价格上涨趋势相近，而水井坊的价格上涨趋势则较为平稳，从今年 8 月开始出现明显的分化趋势。



图 15：高端白酒的市场零售价



数据来源：天相投顾整理

2008 年三季度开始，高端白酒企业净利润增速整体呈现了下滑趋势，到了 2009 年这种趋势已经非常明显的表现出来。直到 2009 年第二季度，随着宏观经济的探底回升，高端白酒企业的利润增速也从谷底反弹，呈现快速回升的态势。

进入 2010 年，高端白酒进入平稳增长期，销售收入和利润增长速度都有所回落。从图上趋势结合之前分析的宏观经济背景，消费需求等诸多因素考虑。我们认为，未来高端白酒公司的业绩将步入稳定增长期，销量将稳步增长。

图 16：高端白酒上市公司营业收入增长率

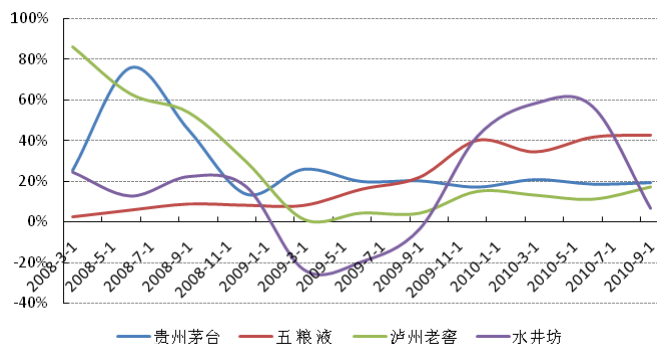
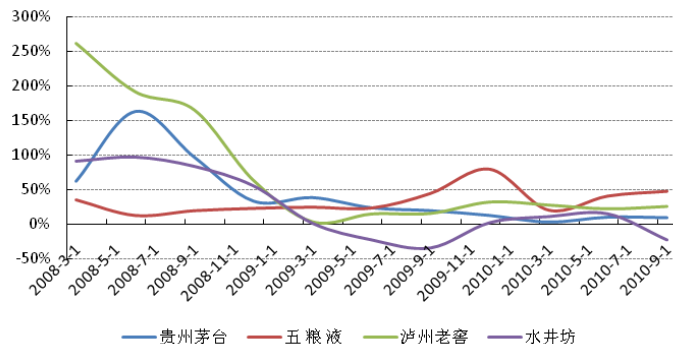


图 17：高端白酒上市公司归属母公司净利润增长率



数据来源：天相投顾整理

基于对高端白酒价格上涨的预判以及通货膨胀预期，我们看好 2011 年高端白酒的稳步增长。

重点推荐：五粮液、泸州老窖、贵州茅台及水井坊。

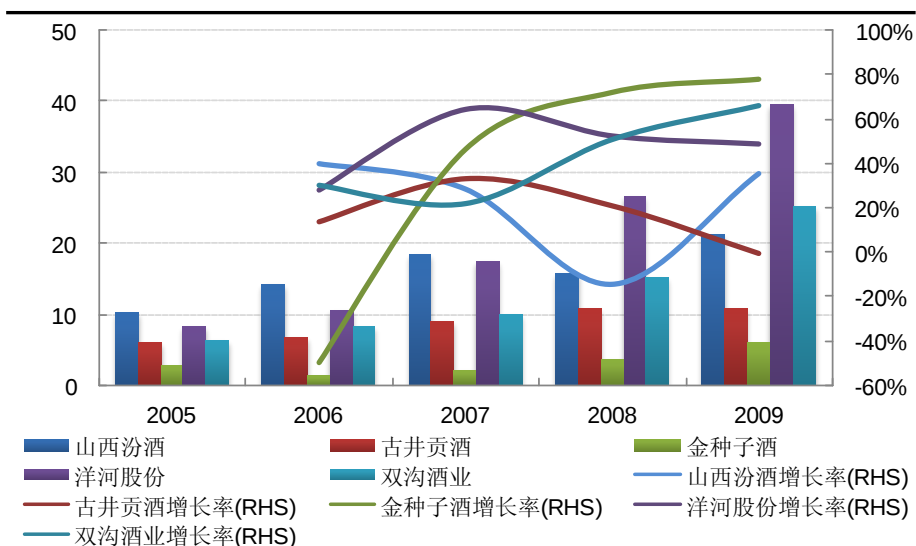
2.3 区域性白酒量价齐升

整体来讲我们是看好 2011 年高端白酒的“价”的增长，区域性的中端白酒的“量价齐升”。

虽然，全国性高端白酒企业抢占市场的优势明显，但由于白酒特殊文化性，部分具有优势的二线品牌也占据着一定的市场份额。大多二线区域性白酒由于受到地方性保护，且受益于 2008 年下半年，宏观经济下滑抑制了高端白酒的销量，给区域优势白酒带来了有利的发展时机。部分质地优良的二线区域性白酒在 2009 年净利润呈现出较快的增长。

中端白酒多为区域性白酒品牌，本埠市场为其核心，因其在本地较高的品牌影响力，在当地市场的销售收入占比较大。在各个地区中产阶级占比不断扩大、消费水平不断上升的过程中，二线白酒的快速扩张成为一种必然。未来几年我们相对看好区域性二线白酒的发展。

图 18：09 年利润出现明显拐点的二线白酒企业

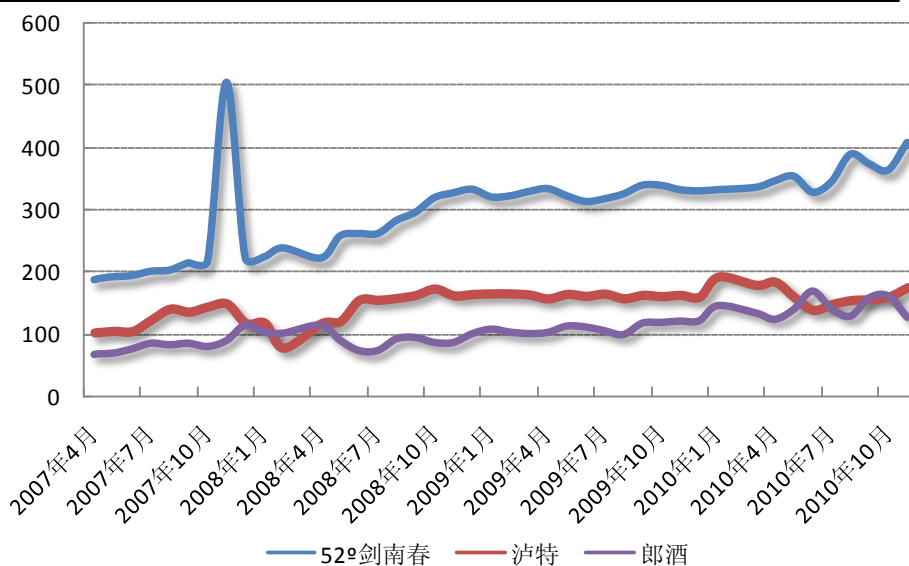


数据来源：公司公告、天相投顾整理

中端白酒中，区域性白酒企业存在一定的优势，区域性企业的中端酒做得相对比较成功（一般的区域企业，中端酒是其主打产品），同时，区域酒企以其文化特色，在本埠市场具有相当的号召力。

我们认为，未来中端酒价格的提升的绝对值不会超过高端酒，但是提价的幅度很可能会超过高端白酒。而且受益于消费升级、城镇化水平不断提高、分配制度改革等因素，量的增长将会比较迅速。未来量价齐升是可以期待的。

图 19：部分终端白酒价格



数据来源：糖酒快讯、天相投顾整理

随着高端白酒价格的不断上涨，价格区间被拉大，高端白酒留下的价格真空带将被这些区域名酒中的翘楚所填充。因此，区域酒企的发展也将出现分化的趋势。具有品牌优势的酒企和有望成为全国性品牌的酒企未来将继续保持高速增长，其产品价格和销售量提升幅度会相对较大，而没有能力推进全国化进程的区域名酒将放缓发展脚步。

所以，未来的白酒市场很有可能呈现一线品牌横贯全国，二线品牌各霸一方的局面，同时对外突破，市场竞争将更为激烈。

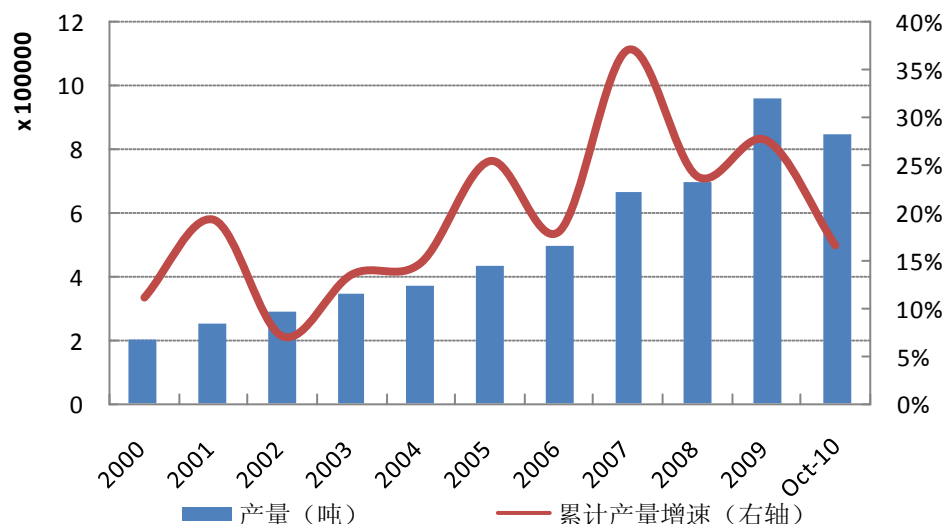
我们建议投资者关注高成长的二线白酒企业：

- 1、关注经营改善带来业绩增长的：山西汾酒、金种子酒、洋河股份
- 2、关注业绩拐点可能到来的：老白干酒

2.4 葡萄酒行业仍处高速发展期

我国葡萄酒行业正处于发展期，近年来收入及利润均保持稳定增长。从国内的需求方面看，随着居民生活水平的提高，葡萄酒文化的普及，葡萄酒需求将不断增加，我们认为葡萄酒产销量将继续保持较快速的增长。

图 20: 葡萄酒产量及增速



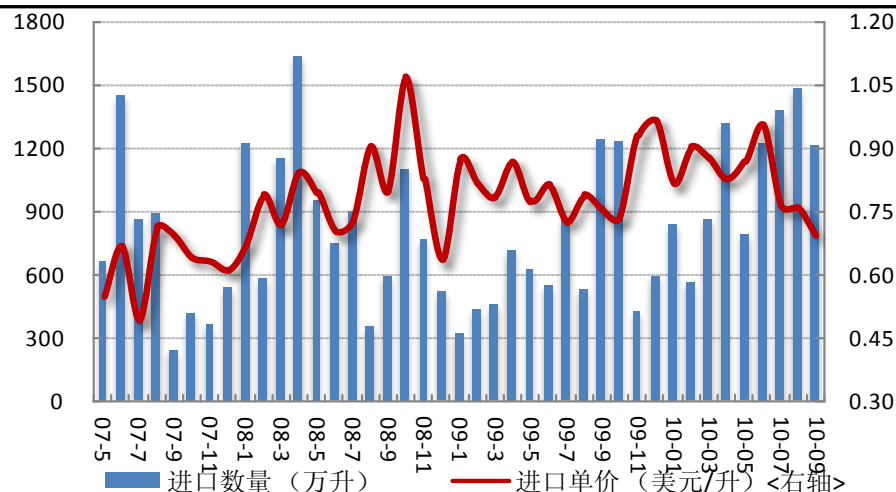
数据来源: 糖酒快讯、天相投顾整理

“三分工艺、七分原料”，随着收入的提高，消费者对葡萄酒品质的要求越来越高，少部分消费者已经开始品鉴葡萄酒。鉴于消费升级的趋势，目前各大酒企纷纷开始布局上游基地，抢占资源，同时独自或者合作建立酒庄，以此来提升产品形象，带动产品结构上移。

2010 年，进口葡萄酒的数量较去年同期有了较大幅度的提升，但是进口葡萄酒进口量迅速增长在短时期内并不能改变我国葡萄酒行业的现有格局。

从产量方面的数据来看，今年一至八月，我国葡萄酒产量达 73.10 万吨，而同期进口葡萄酒总量为 17.52 万吨，仅占我国产量的 23.97%。

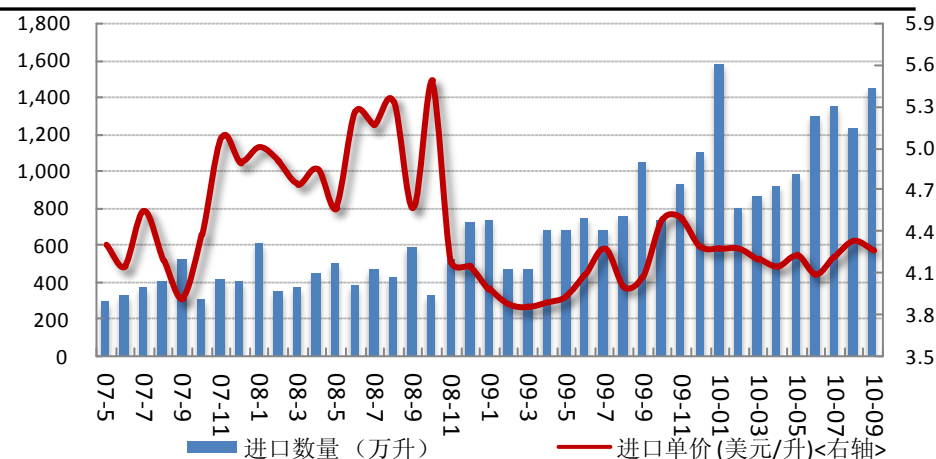
图 21: 大包装葡萄酒量价趋势



数据来源: 国家统计局、天相投顾整理



图 22: 原装进口葡萄酒量价趋势



数据来源：国家统计局、天相投顾整理

我们认为，进口葡萄酒的进入将有利于葡萄酒文化的传播，有望带动行业快速增长，将市场蛋糕迅速做大。随着消费的升级，葡萄酒行业主战场将逐步转向相对高端的“酒庄酒”。未来，原装进口酒将成为国产高端酒庄酒的直接竞争对手，与国产酒庄酒争夺葡萄酒行业的高端市场。

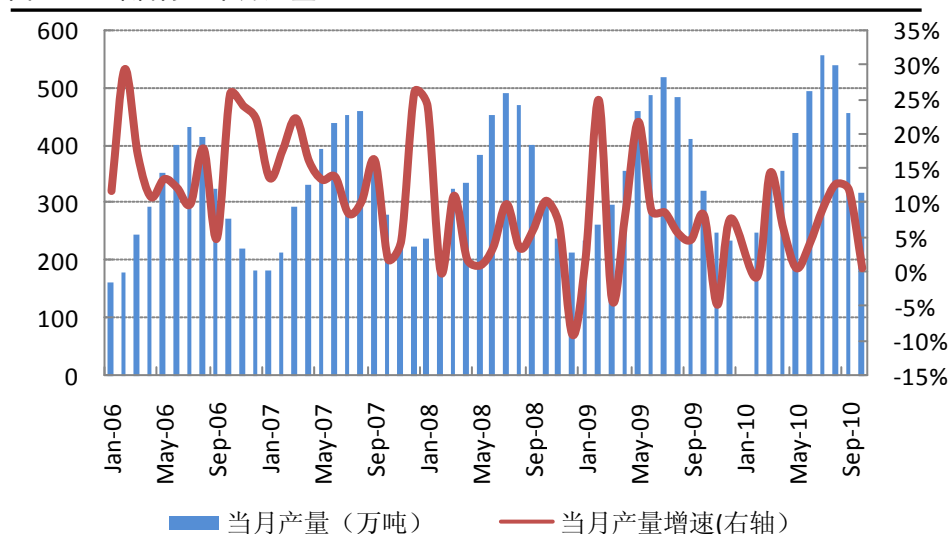
综上所述，进口品牌葡萄酒大规模进入是国内高端市场的最大不确定性因素，但短期内撼动国内龙头企业地位的可能性不大。

重点推荐：张裕 A

2.5 啤酒行业成本压力显现

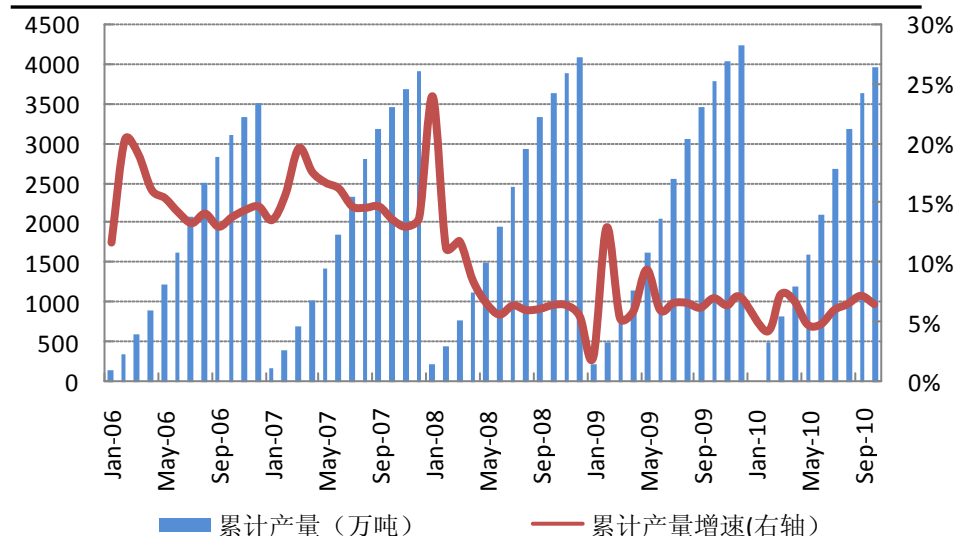
的啤酒行业在低温和严打酒驾中度过了 2010 年，从行业的销售情况来看，销量的增长并不明显。

图 23: 啤酒行业单月产量



数据来源：天相投资分析系统、天相投顾整理

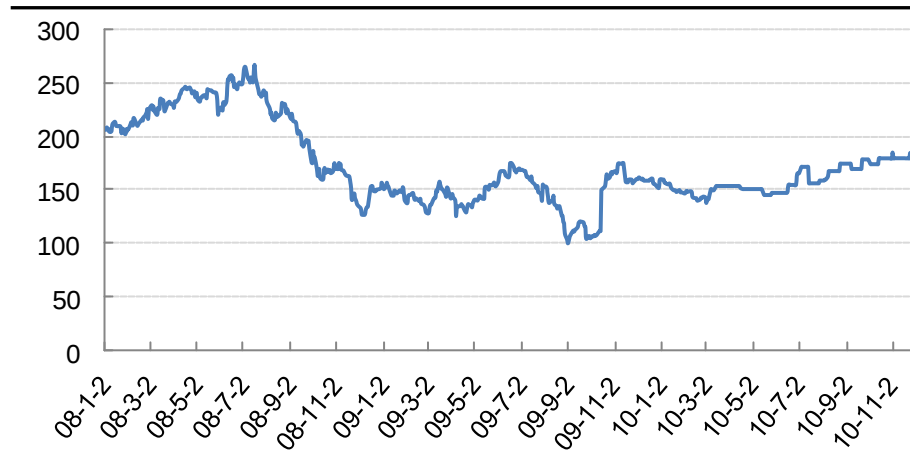
图 24: 啤酒行业累计产量



数据来源：天相投资分析系统、天相投顾整理

从现在的情况来看，啤酒行业已经进入了平稳增长的阶段，产品结构上移和原料价格的周期性变动将成为主导行业利润增长的主要因素。09 和 10 年的低成本时期已经过去，明年大麦价格上涨几成定局。

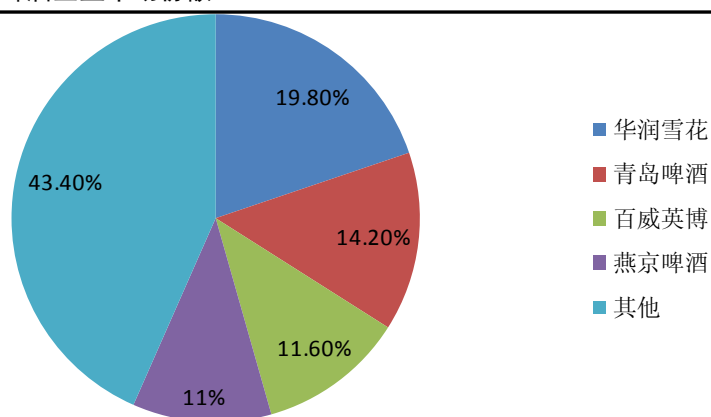
图 25: 加拿大温尼伯交易所最近期货收盘价



数据来源：商务部、天相投顾整理

行业未来的集中度将进一步提高，最终市场将形成几大寡头垄断绝大部分市场，地方性酒企和特色酒企共同存的形态。从目前的情况来看，我国啤酒行业仍处于整合过程中，青岛啤酒、燕京啤酒、华润雪花和外资巨头凭借资本优势，不断通过扩大产能或者收购对二线品牌市场进行冲击，不断挤占二线酒企的市场。我国啤酒行业的整合仍将进行下去，行业集中度将进一步提高。投资者可以关注龙头啤酒公司整合带来的投资收益。

图 26：主要啤酒企业市场份额



数据来源：商务部、天相投顾整理

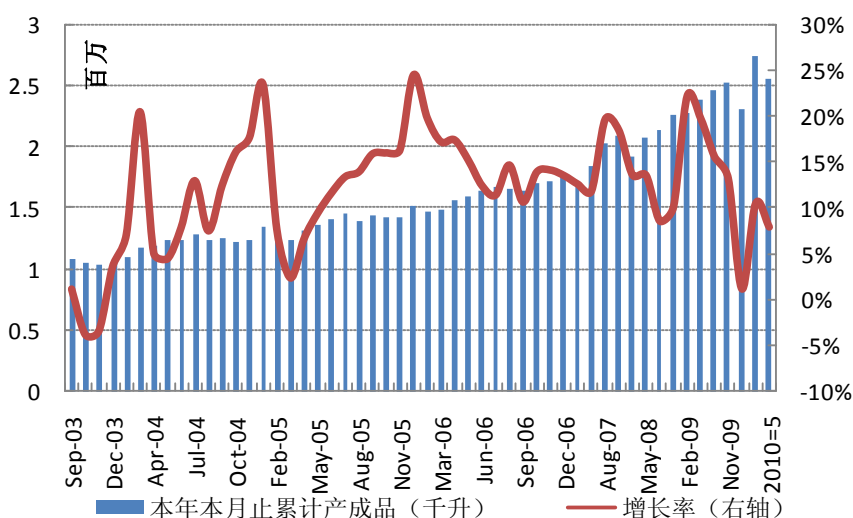
从基本面来讲，我们相对看平啤酒行业。考虑到大麦价格的回升，啤酒行业的成本压力将显现，酒企的利润将进一步被侵蚀。基于行业最终寡头垄断格局的考虑，**重点推荐：燕京啤酒、青岛啤酒**

2.6 黄酒行业增长依旧缓慢

黄酒行业基本面没有太大变化，夏季的消费淡季和产品地域上的局限性仍是制约行业发展的最大的原因。如何突破淡季和地域性的限制是目前黄酒行业面临的最大问题。

从销量上来看，黄酒的产量增速保持在较低的水平，我们可以预见如果黄酒不突破地域性的束缚，行业难以快速成长起来。

图 27：黄酒行业累计产量



数据来源：国家统计局、天相投顾整理

另外，随着 2010 年上海世博会顺利召开，作为世博会制定用酒的金枫酒业有望借力世博，将海派黄酒推广到各地来沪消费者的餐桌上，借此拓展省外市场，有望为率先摆脱地域性的束缚。

重点推荐：金枫酒业、古越龙山

2.7 肉制品行业受累于生猪价格高位运行

生猪价格从6月开始强劲上升，出栏肉猪在11月22日达到14.23元/公斤，创出两年内的新高。

图 28：生猪价格走势（元/公斤）

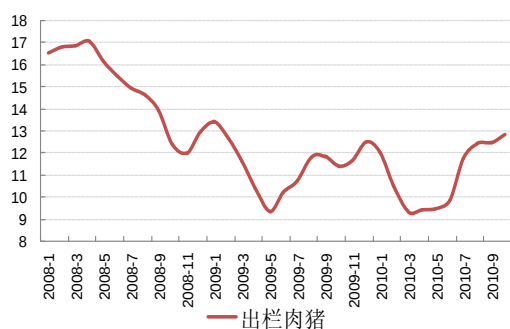
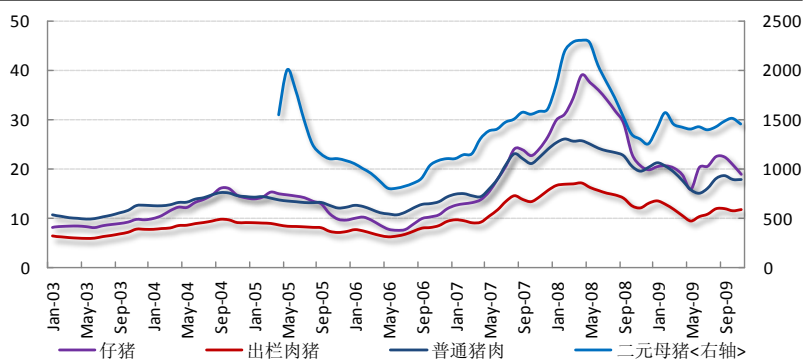


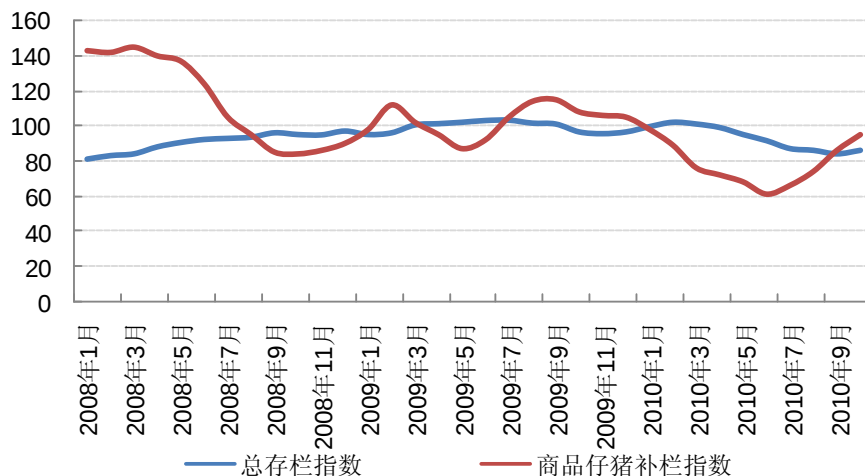
图 29：生猪、仔猪、母猪以及猪肉价格（元/公斤）



数据来源：国家统计局、天相投顾整理

从生猪存栏和补栏指数来看，目前生猪存栏量和补栏量处在比较正常的水平。

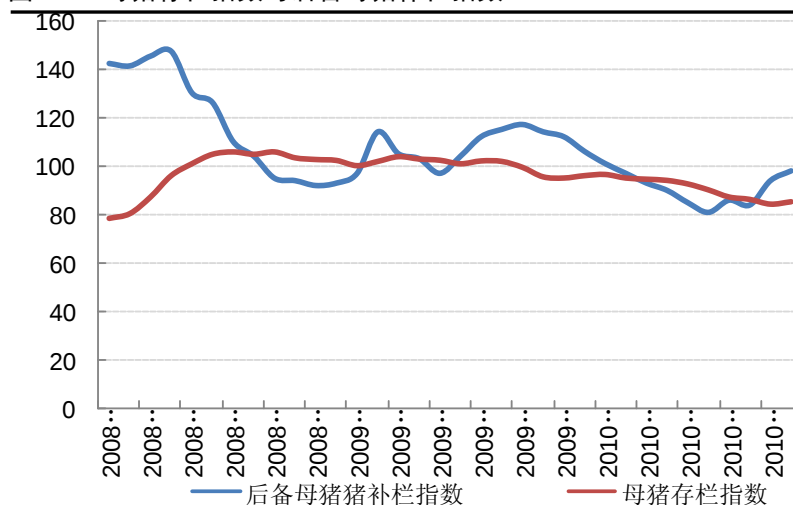
图 30：生猪存栏指数与补栏指数



数据来源：国家统计局、天相投顾整理



图 31: 母猪存栏指数与后备母猪补栏指数



数据来源: 国家统计局、天相投顾整理

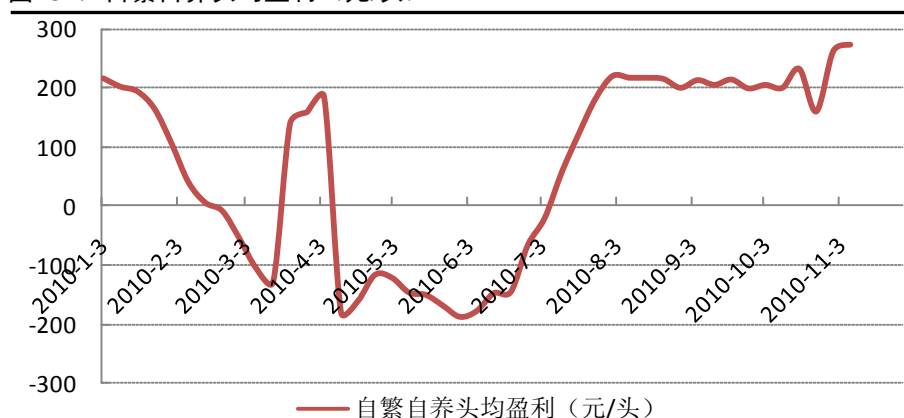
生猪价格方面, 我们认为受到饲料价格和 CPI 高企的影响, 明年生猪价格将会维持在高位运行的可能性比较大, 我们预计在二季度生猪价格将会有所下降。在国家推出国 16 条控制物价后, 生猪价格继续大幅上涨的可能性较小。

综合来看, 明年生猪价格大幅下滑的可能性不大, 2011 年肉制品加工企业的成本同比上升基本可以确定。

由于成本上升将影响肉制品加工企业毛利水平, 我们相对看平肉制品加工企业。但是我们看好双汇发展。该公司近期公布了资产重组预案, 在拟注入资产中, 冷鲜肉、低温肉制品等高端产品占比较高, 有利于提升公司盈利能力; 重组完成后, 双汇发展主业将涵盖肉制品加工上下游所有环节, 形成完善产业链; 再加上其产能扩张计划也在稳步推进中, 未来前景值得期待。

建议关注: 双汇发展

图 32: 自繁自养头均盈利 (元/头)

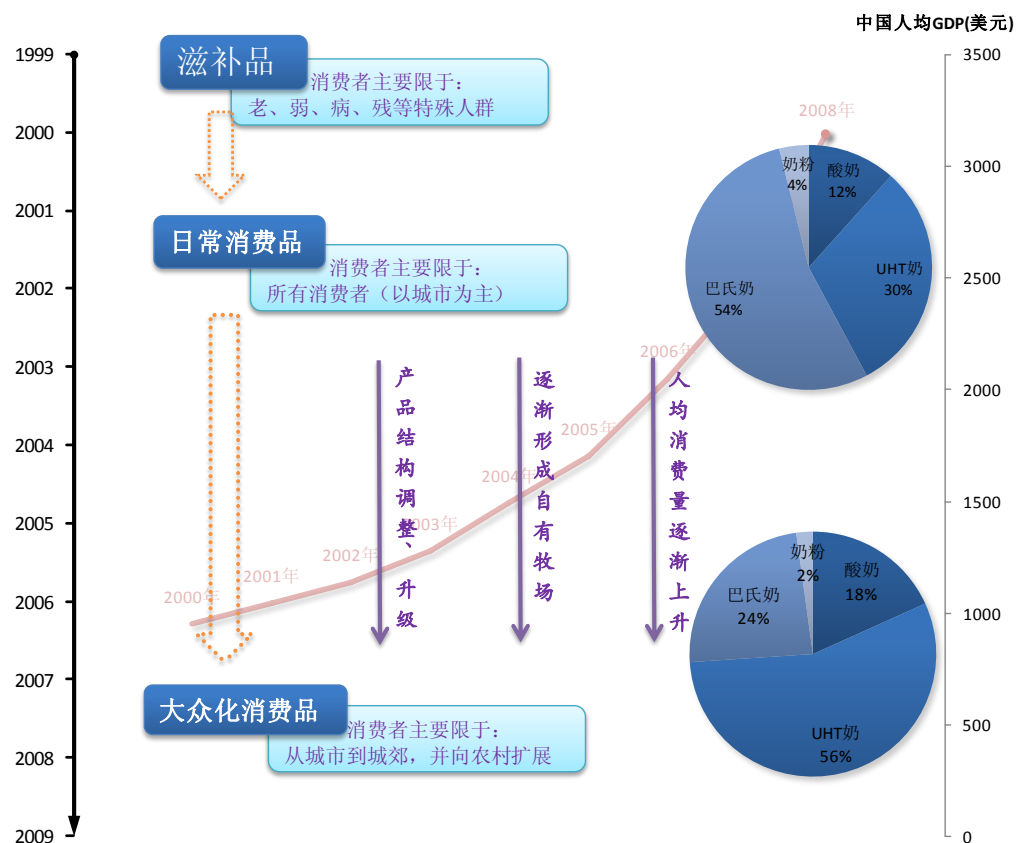


数据来源: 天相投顾整理

2.8 乳制品受困于原奶价格

2000 年之前，人们对乳制品的消费观念还停留在滋补品范畴，其主要消费者为老、弱、病、残等特殊人群，人均年消费量每人不到 15 千克。而随着我国经济的不断发展，人民收入不断增长，人们对乳制品消费观念逐渐发生了转变，乳制品消费已经成为一种大众的日常消费品。

图 33：国内乳制品行业发展历程图

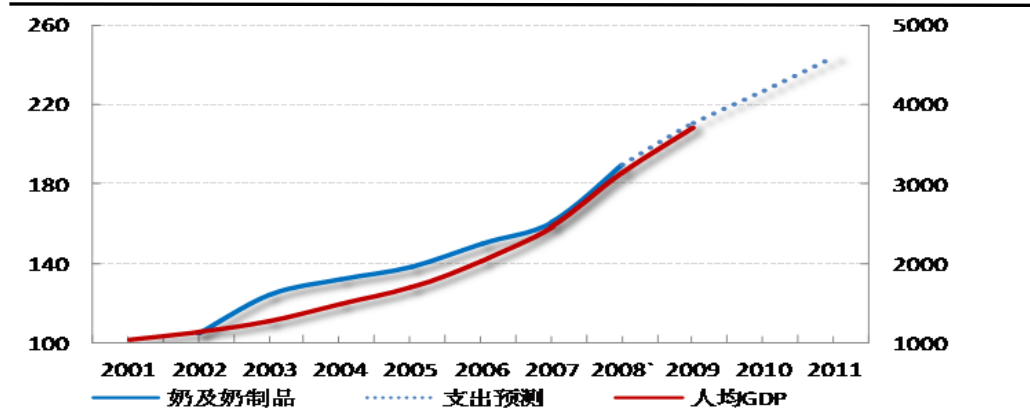


数据来源：天相投资顾问有限公司

城镇居民的乳制品支出与人均 GDP 走势趋势高度相近。随着我国宏观经济的持续向好，GDP 增速仍将保持较高水平，因此，城镇居民乳制品支出也将继续增长。但从城镇居民乳制品支出与消费量走势可以看出，城镇居民乳制品消费的支出增幅明显大于乳制品消费量的增幅。因此我们认为城镇居民乳制品消费量趋于饱和，未来城镇居民的乳制品消费趋势以消费结构升级为主，高端乳制品的消费占比将不断上升。而由于消费观念的转变和农村居民收入水平的提升，乳制品消费市场将从城镇扩展到农村，未来农村市场的消费量将会呈现持续快速增长态势。

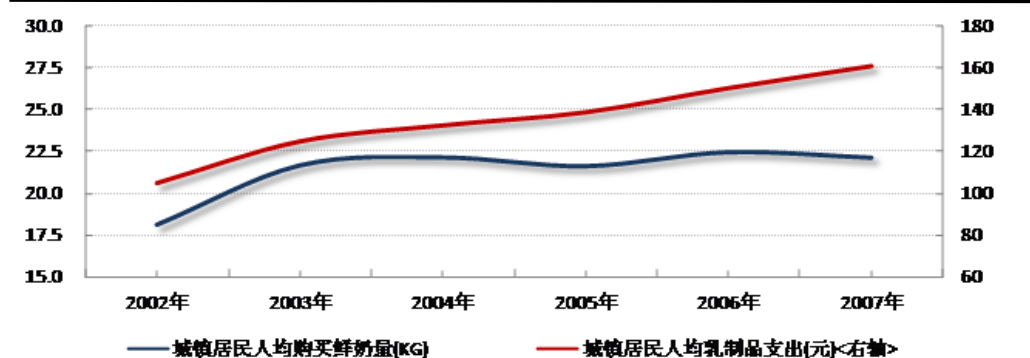


图 34: 城镇居民乳制品支出与人均 GDP 关系



数据来源: 国家统计局、天相投资顾问有限公司

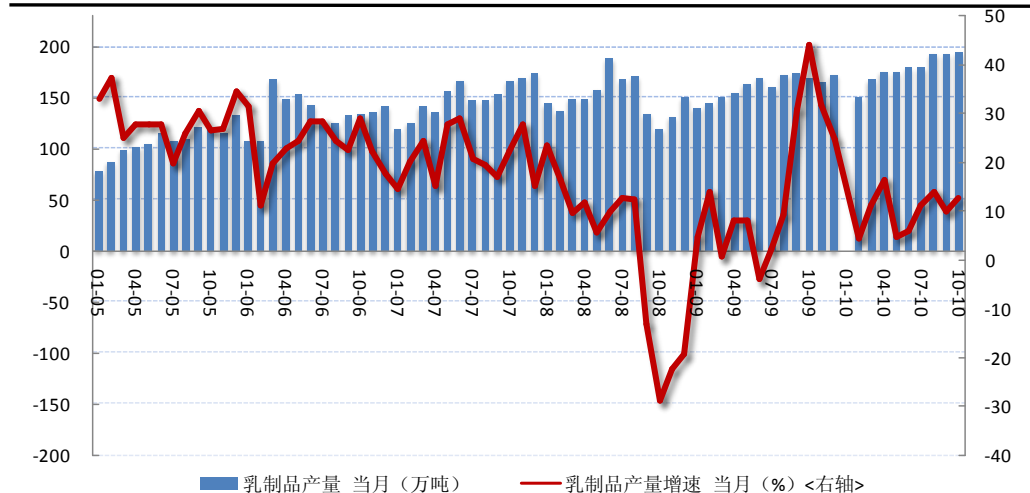
图 35: 城镇居民乳制品支出与消费量走势



数据来源: 国家统计局、天相投资顾问有限公司

由于农村居民消费量的持续增长,以及三聚氰胺事件后的居民消费信心的恢复,乳制品及液体乳产量持续上升,同比增速也呈现稳定增长态势,乳品市场的景气程度继续回升。由于在农村布局冷链等相关设施短期内很难完成,但常温奶因销售半径可以遍及全国,比较容易普及。所以,农村市场将以常温奶消费为主。结合我们之前分析得出的未来农村市场将是中国乳品消费的最大潜力市场,且其增长形势将是以量的增长为主的结论。因此我们认为,未来乳制品产量及液体乳产量将维持现在的稳定增长态势。

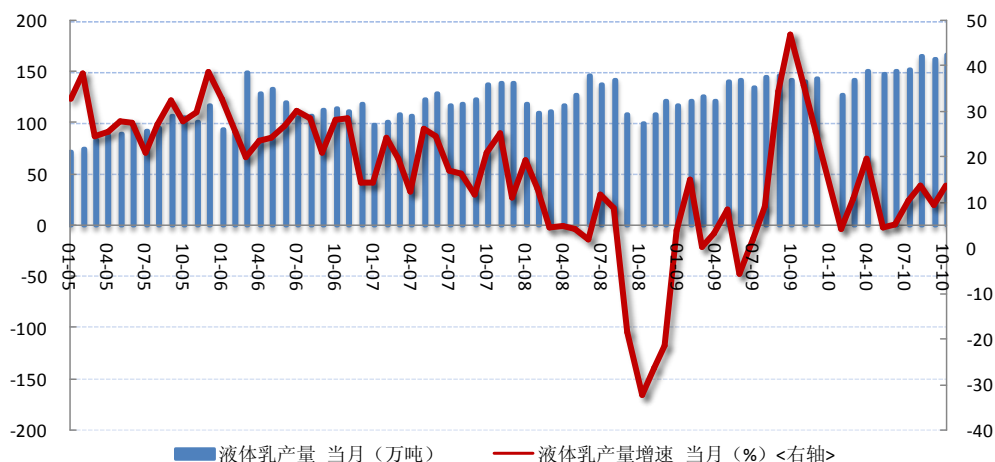
图 36: 乳制品产量及增速





数据来源：国家统计局、天相投资顾问有限公司

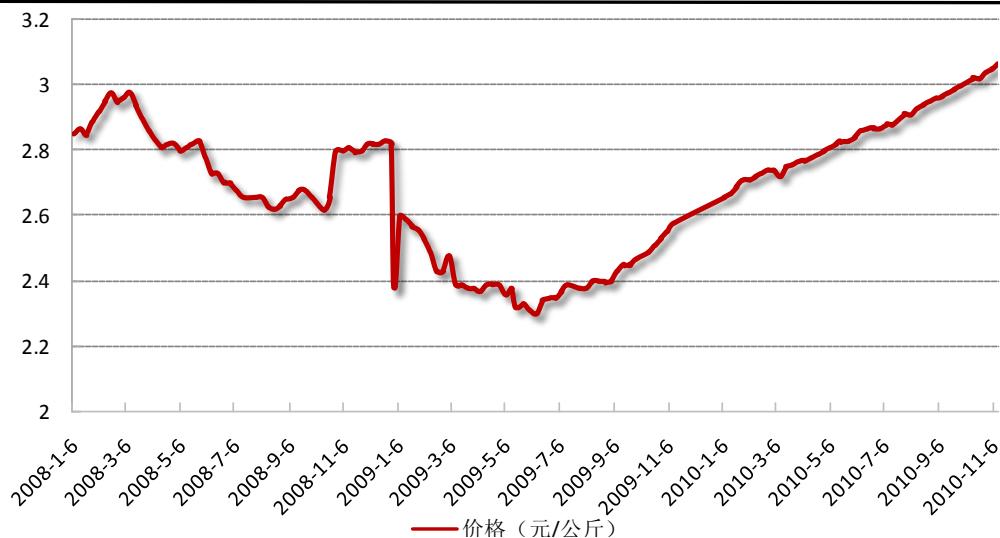
图 37：液体乳产量及增速



数据来源：国家统计局、天相投资顾问有限公司

行业集中度将不断提高，中小企业竞争环境将不断恶化，利好龙头企业。主要有两方面原因：1) 2009 年中以来，原奶价格持续上涨(主要由于饲料价格上涨)，累计涨幅已经超过 30%。而乳品终端销售价格上涨并不显著，导致企业的成本压力不断加大，盈利能力持续下降。2) 继三聚氰胺事件以后，国家对食品安全问题愈发重视，出台了一系列的法律法规，加强对乳制品企业的监管力度，抬高了行业准入门槛。

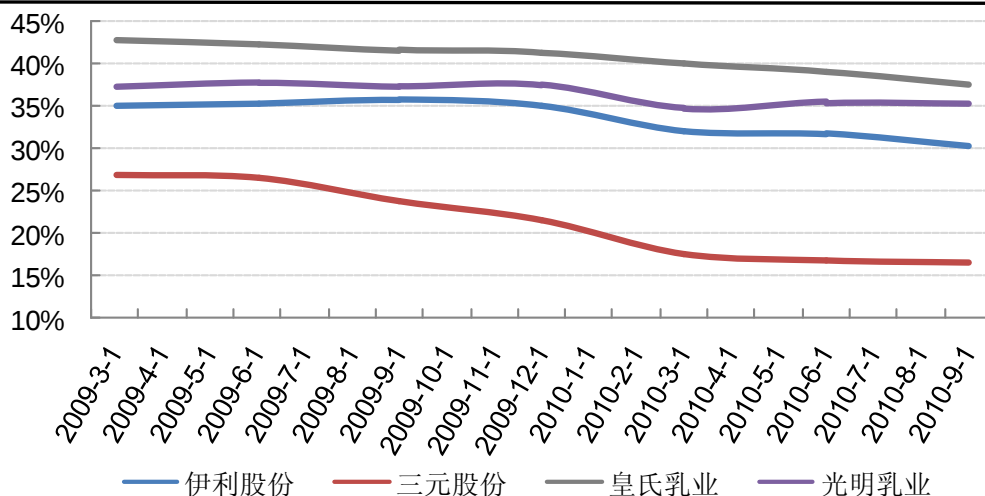
图 38：原奶价格走势



数据来源：天相投资顾问有限公司



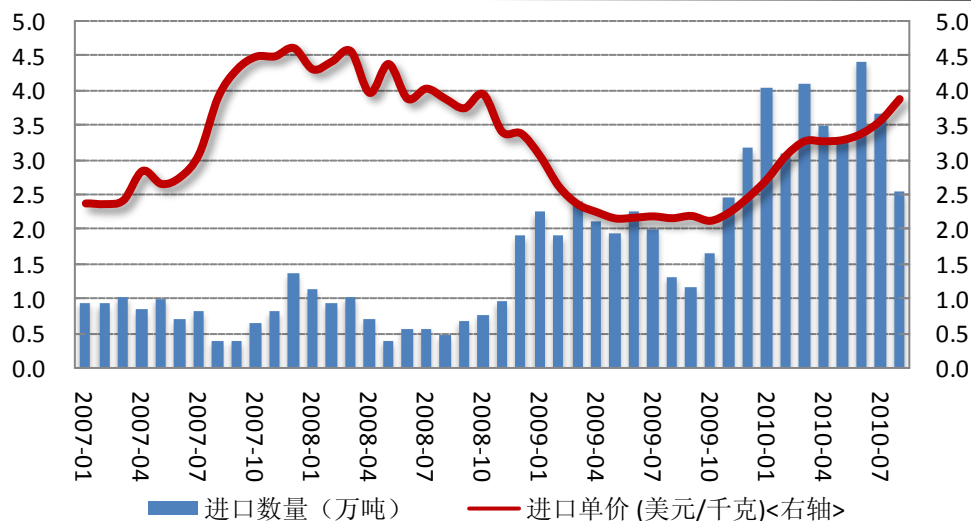
图 39: 乳业上市公司毛利率比较



数据来源: 天相投资顾问有限公司

由于三聚氰胺的影响, 国产奶粉市场急剧减少, 从奶粉的进口量来看, 今年我国奶粉进口量和进口价格均呈现持续上升态势。且由于国际全脂奶粉, 脱脂奶粉的拍卖价格屡创新高, 以及原奶价格持续上涨, 导致国内进口奶粉价格节节攀升。

图 40: 奶粉进口量和进口单价



数据来源: 中国海关 天相投资顾问有限公司

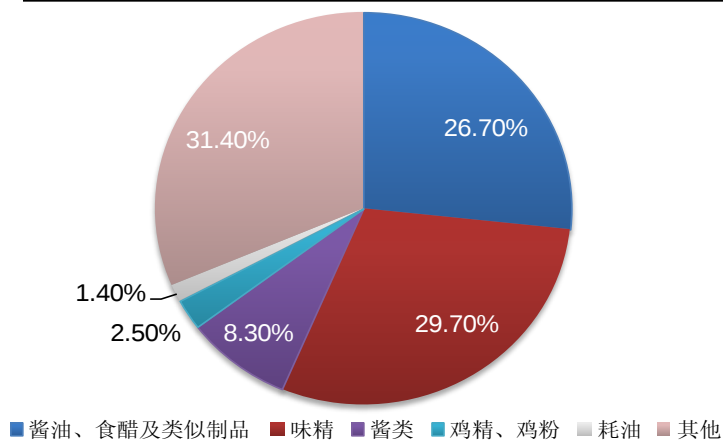
由此, 可以看出, 我国奶粉市场的刚性需求旺盛。因此, 相关企业的议价能力和成本转嫁能力都较强。我们认为, 未来我国奶粉市场的消费趋势将是以品质和品牌为导向的。拥有优质奶源和强势品牌的奶粉企业将在未来占得先机。

重点推荐: 伊利股份

2.9 产能扩张催生小行业中的大龙头

调味品行业子行业较多，且各有特点，自成体系，行业格局有较大差别。主要的子行业有味精、酱油、食醋等。

图 41：调味品行业收入分布



数据来源：天相投顾整理

随着经济的持续增长，消费的结构性与层次性不断升级，人们对于饮食的口感与饮食的营养都有着更高的要求。调味品行业也有向多样化、复合化、健康化发展的趋势。以行业收入占比相对较大的鲜味调味品行业为例，鸡精、鸡粉等鲜香并重，富含营养的新型复合调味品已经形成了对味精替代的威胁。复合调味品未来逐渐取代味精成为首选鲜味调味品已成为业内的共识。我们认为在产品不断升级的过程中，拥有一定技术优势的调味品企业将占领行业的制高点；此外，通过产能不断扩张带来规模化的成本优势也是业内企业脱颖而出的有效手段。

我们看好行业内龙头公司在和产能扩张后不断提升的持续竞争力，和高技术壁垒的企业。

重点推荐：安琪酵母、恒顺醋业

以安琪酵母为例，该公司是酵母及相关衍生产品的行业龙头，近来不断寻求产能扩张。本月又计划增发募集 8.3 亿元，投资其埃及干酵母、生物医药及保健食品等 5 项目。其现有的 9.18 万吨产能将在明年提升至约 12.68 万吨。产能的大幅提高不仅提升了公司的竞争力，也使得其投资价值更有吸引力；另外，食醋行业的恒顺醋业也在进行大幅度的产能扩张，希望实现该公司“再造恒顺”的战略构想。公司产能预计将较 2009 年底提高一倍，未来前景值得期待。

2.10 关注软饮料行业个股机会

(1) 承德露露。主要看点有：A、随着万象集团将入主，公司换届之后，南方露露注入的可能性非常大；B、核桃露销售情况良好，市场需求较大，公司有扩产的需求；C、花生露等新产品的陆续推出有望推动业绩增长。

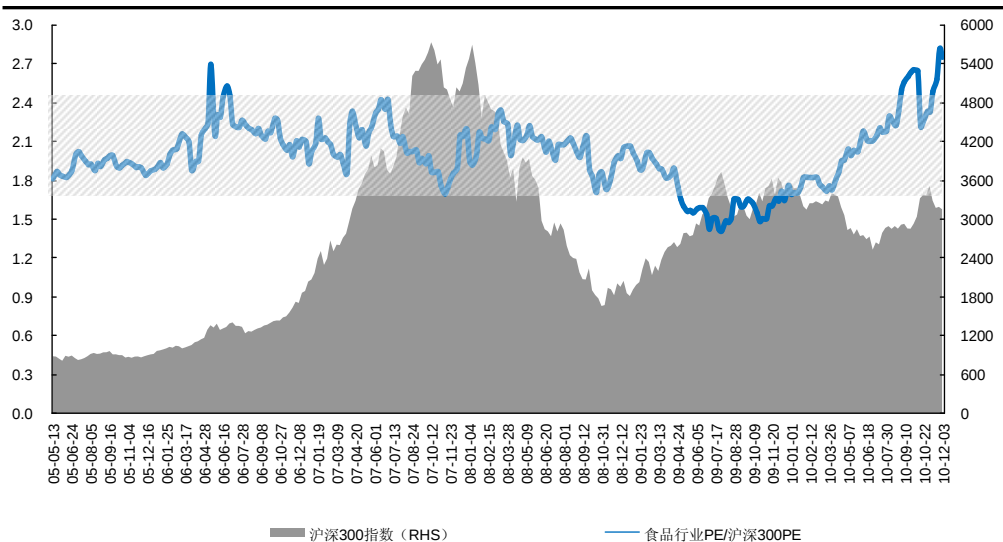
(2) 黑牛食品。主要看点有：A、液态双蛋白豆奶销售情况良好，市场需求较大；B、安徽液态豆奶一期工程尚未完全竣工投产，公司即开始液态豆奶的二期工程建设，表明了公司目前液态豆奶的产能远不及市场需求，未来发展空间巨大；C、新产品发酵性液态豆奶即将推出市场，在公司液态豆奶市场反映良好的情况下，将迅速为公司开发出新的赢利点。

第三部分、行业估值与投资策略

3.1 估值讨论

食品饮料行业 PE 相比沪深 300 样本股 PE 的比值为 2.75，虽然已经突破 1.8-2.4 合理区间的上限，虽然行业估值较高，但是基于宏观经济向好和消费需求的不断提升，我们仍看好行业的后续发展。

图 42：行业相对沪深 300 样本估值比处于回升期

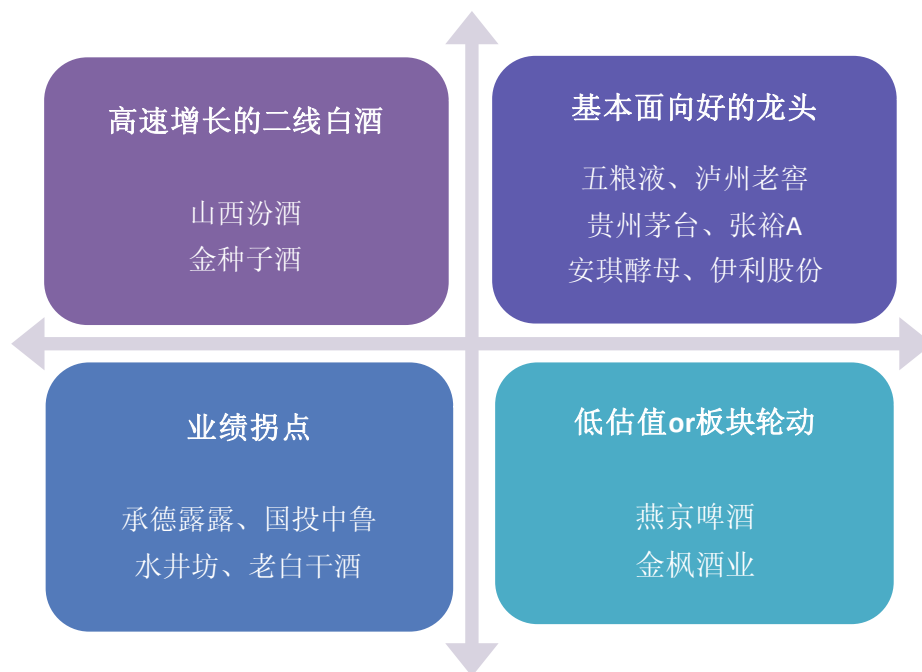


数据来源：天相投顾整理

3.2 食品饮料行业 2011 年投资策略

基于宏观经济的持续向好和国家扩大内需促进消费的政策导向，我们看好 2011 年高端白酒消费的稳定增长，但是更加看好区域性二线白酒受益于消费升级带来的量价齐升的过程。

图 43: 投资策略四象限



数据来源：天相投顾整理

- 1、基本面向好的龙头公司推荐：五粮液、泸州老窖、贵州茅台、张裕 A、安琪酵母和伊利股份；
- 2、高成长的二线白酒重点推荐：山西汾酒和金种子酒；
- 3、业绩拐点：承德露露、国投中鲁、水井坊和老白干酒；
- 4、板块轮动 or 低估值：燕京啤酒和金枫酒业。

第四部分、重点公司

4.1 重点公司盈利预测

表 3：重点公司盈利预测

代码	名称	EPS			PE			评级
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
600519	贵州茅台	4.57	5.31	6.17	44	38	32	增持
000858	五 粮 液	0.85	1.14	1.45	45	34	26	买入
000568	泸州老窖	1.20	1.57	2.05	37	28	21	增持
600779	水井坊	0.66	0.60	0.79	37	41	31	增持
600809	山西汾酒	0.82	1.33	1.91	89	55	38	增持
002304	洋河股份	2.79	4.50	6.34	91	56	40	增持
600199	金种子酒	0.14	0.35	0.56	129	52	32	买入
600197	伊力特	0.25	0.45	0.54	67	37	31	增持
000729	燕京啤酒	0.52	0.70	0.84	36	26	22	增持
600600	青岛啤酒	0.93	1.19	1.46	37	29	24	增持
000869	张 裕 A	2.14	2.20	3.34	48	47	31	增持
600543	莫高股份	0.11	0.11	0.16	111	111	76	中性
000895	双汇发展	1.50	1.85	2.30	44	36	29	买入
002143	高金食品	0.04	0.04	0.12	267	267	89	中性
600887	伊利股份	0.81	1.06	1.38	50	38	29	增持
600597	光明乳业	0.12	0.19	0.22	86	54	47	增持
600429	三元股份	-0.15	0.08	0.15	-54	101	54	中性
600616	金枫酒业	0.33	0.37	0.47	43	38	30	增持
600059	古越龙山	0.12	0.20	0.25	125	75	60	增持
002216	三全食品	0.47	0.58	0.78	85	69	51	中性
600298	安琪酵母	0.69	0.99	1.28	67	47	36	增持
600305	恒顺醋业	0.24	0.33	0.47	84	61	43	增持
600132	重庆啤酒	0.37	0.42	0.49	194	171	146	中性
600962	国投中鲁	0.04	-0.02	0.16	335	-	84	中性
000848	承德露露	0.46	0.70	0.87	65	43	34	中性

数据来源：天相投顾整理 （注：以 2010 年 12 月 15 日收盘价为参考标准）

4.2 重点公司主要看点

五粮液（000858）：（1）关联交易解决给公司带来业绩逐季超预期的可能；（2）提价预期；（3）新的高端酱香产品的销售情况。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.14 元、1.45 元和 1.80 元，维持“买入”评级。

泸州老窖 (000568): (1) 年份特曲的销售情况; (2) 宏观经济回暖, 国窖 1573 销量增速回升; (3) 柒泉销售模式的效果。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.57 元、2.05 元和 2.66 元, 维持“增持”评级。

贵州茅台 (600519): (1) 2011 年公司茅台系列酒有放量的可能; (2) 2011 年二次提价的预期。我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 5.31 元、6.17 元和 7.13 元, 维持对公司的“增持”评级。

张裕 A (000869): (1) 酒庄酒 (尤其是爱斐堡) 的销量情况; (2) 行业重回高速增长轨道, 将带动公司销量上升。我们预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 2.20 元、3.34 元和 4.02 元, 维持对公司的“增持”评级。

伊利股份 (600887): (1) 产品结构升级, 推升公司毛利率; (2) 奶粉业务的快速发展, 成为未来两年的利润增长点; (3) 二元结构推动公司 UHT 奶销量增长。我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.06 元、1.38 元和 1.76 元, 维持对公司的“增持”评级。

安琪酵母 (600298): (1) 管理层股权激励的可能; (2) 产能的持续扩张; (3) 国内外市场的拓展。我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.99 元、1.28 元和 1.63 元, 维持“增持”的投资评级。

山西汾酒 (600809): (1) 公司明后两年业绩的高增速; (2) 销售策略、营销体系调整的继续推进; (3) 青花瓷提价预期。我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.33、1.91 元和 2.44 元, 维持公司“增持”的投资评级。

金种子酒 (600199): (1) 近三年的业绩高速增长有持续超预期的可能; (2) 省外业务的拓展情况; 我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.35 元、0.56 元和 0.80 元, 维持“买入”的投资评级。

伊力特 (600197): (1) 新疆、浙江白酒业务的稳健增长以及其他区域的拓展情况; (2) 2010 年 10 月份, 焦炭业务开始试生产, 2011 年有望贡献利润。我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.45 元、0.54 元和 0.65 元, 维持“增持”的投资评级。

承德露露 (000848): (1) 营销改革的深入; (2) 新产品丰富产品种类及销量的快速增长。我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.70 元、0.87 元和 1.08 元, 维持“中性”的投资评级。

燕京啤酒 (000729): (1) 产能扩张; (2) 啤酒销量增速远高于行业平均水平; (3) 新开发市场增长迅速。我们预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.70 元、0.84 元和 0.98 元, 维持对公司的“增持”评级。

金枫酒业 (600616): (1) 黄酒业务双品牌整合效果有待提高; (2) 中高端黄酒的销售情况; (3) 上海世博会提升公司产品知名度。我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.37 元、0.47 元和 0.54 元。维持公司的评级为“增持”。

双汇发展 (000895): 由于生猪价格步入上升通道, 我们相对看平肉制品加工企业,

但建议投资者关注公司整体上市后带来的交易性投资机会；同时，公司作为肉制品加工行业的绝对龙头企业，对抗生猪价格波动的能力较强，作为长期的投资标的，预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.82 元、2.30 元和 2.98 元，维持“买入”的投资评级。

洋河股份（002304）：（1）全国化步伐；（2）中高端产品销量的持续高速增长（3）双沟酒业的发展对公司业绩的贡献情况。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 4.50 元、6.34 元和 7.94 元，维持“增持”的投资评级。

青岛啤酒（600600）：（1）主品牌持续高速增长，中高端产品占比提升；（2）加大副品牌投入力度，市场占有率有望进一步提升。我们预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.19 元、1.46 元和 1.75 元，考虑到估值偏低，维持“增持”的投资评级。

食品饮料研究小组

周 磊

电话：021-58824282-859

邮箱：zhoul@txsec.com

刘阳、尹宇

电话：021-58824282-831

邮箱：liuyang@txsec.com

yiny@txsec.com

近期研究报告

《区域性白酒的快速扩张 --食品饮料行业 2010 年中期投资策略（专题篇）》	2010-07-01
《上游基地建设成主流趋势--食品饮料行业 2010 年中期投资策略（综合篇）》	2010-07-01
《洋河股份（002304）：蓝色文化下的白酒新时尚—上市公司调研简报》	2010-06-01
《金种子酒（600199）：经营超预期，下跌即买点—上市公司调研简报》	2010-05-10
《五粮液（000858）：看重长远，均衡发展—上市公司调研简报》	2010-04-19
《金种子酒（600199）：高歌猛进 醉美三秋》	2010-03-22
《恒顺醋业(600305)：百年璞玉，逐渐苏醒》	2010-03-15
《青睐高端，大众消费品受冷落—2009 年 4 季度基金重仓食品股变化分析》	2010-01-25
《国投中鲁（600962）：业绩见底，期待量价齐升—上市公司调研简报》	2010-01-22
《张裕 A（000869）：参股恒丰，现金活用》	2010-01-11
《白酒和乳制品数据表现上佳—1-11 月食品饮料行业经营数据分析》	2009-12-29
《五粮液（000858）：业绩步入高速增长期 —上市公司调研简报》	2009-12-21
《泸州老窖（000568）：奢侈·升华 —上市公司调研简报》	2009-12-21
《经济回暖+消费旺季，启动酒类板块—食品饮料行业 11 月刊》	2009-11-16



天相食品饮料组覆盖子行业

- 白酒
- 啤酒
- 葡萄酒
- 黄酒
- 乳制品
- 肉制品
- 调味品
- 软饮料
- 苹果汁
- 餐饮连锁
- 速冻食品
- 方便食品
- 其他

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040