

食品饮料行业

2011年度投资策略

评级：看好

食品饮料行业研究员

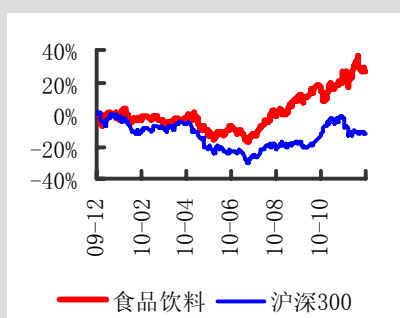
王永锋

执业证书编号：S0070210070004

电话：010-88086830-722

邮箱：wangyf@rxzq.com.cn

食品饮料行业与沪深300指数对比：



相关研究：

《食品饮料行业2010年四季度投资策略：次高端白酒及红酒的投资机会》
2010/09/16

《安琪酵母深度报告：拥有宽广护城河的世界级酵母龙头》2010/07/19

《山西汾酒深度报告：得文化者得天下——汾酒文化，清香天下》2010/07/02

《青岛啤酒深度报告：百年青啤扩张之路》2010/6/01

《白酒行业研究报告—白酒行业：不只是防守，期待板块行情启动》2010/03/31

《燕京啤酒深度报告：产能扩张和成本下降推动公司业绩快速增长》2010/3/23

消费升级背景下的投资机会

投资要点

- **宏观背景。**1、人口结构。未来20年我国婴幼儿、少年儿童、青年消费群体人口下降，中年和老年消费群体人口上升。2、收入水平。我国财政收入、工业企业收入、居民人均收入水平均逐年提高，带动了消费需求增长和消费结构升级。3、城镇化率。今后一段时间，中国城镇化进程仍将处于一个快速推进的时期，从而拉动消费。
- **行业分析。**1、白酒。我国白酒行业景气度有望继续维持高位，超高端白酒保持稳定增长，次高端白酒增速有望保持在50%左右。2、葡萄酒。进口酒对国内葡萄酒行业的冲击仍在继续，但国内行业龙头张裕的发展空间依然巨大。3、啤酒。预计大麦价格在未来一段时间内仍将维持高位，啤酒企业成本压力接近历史高位，静等投资良机来临。4、黄酒。行业内公司盈利能力普遍较弱，关注持续提价的古越龙山。5、乳制品。受原奶价格上涨影响，乳制品企业将饱受成本上升压力，但行业龙头发展空间依然较大。6、肉制品。行业增速继续保持高位，猪肉价格存在上涨预期，看好双汇发展未来的增长趋势。
- **估值分析。**目前食品饮料行业动态PE为43.14倍，估值水平略高于2004年以来的平均值（40.54倍），估值水平相对合理。从动态PE倍数来看，食品饮料行业相对于全部A股的动态PE倍数为2.27倍，维持在历史最高水平。2011年，在宏观经济走势不确定性的情况下，我们认为食品饮料行业相对于全部A股的动态PE倍数较高的态势将继续保持。
- **投资策略。**1、成长型：洋河股份、山西汾酒、古井贡酒。2、稳健型：贵州茅台、五粮液、张裕A、伊利股份、双汇发展。3、拐点型：泸州老窖、承德露露、黑牛食品、青岛啤酒、燕京啤酒。

简称	股价	EPS(元)			PE(倍)			评级
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
洋河股份	240.58	2.79	4.75	7.20	86.33	50.63	33.40	买入
山西汾酒	71.16	0.82	1.38	1.93	86.80	51.59	36.89	买入
古井贡酒	82.89	0.60	1.18	2.04	138.40	69.92	40.63	买入
五粮液	37.31	0.85	1.25	1.56	43.81	29.96	24.01	买入
贵州茅台	195.26	4.57	5.42	7.17	43.27	36.48	27.58	买入
泸州老窖	40.55	1.20	1.45	1.85	34.02	28.16	22.07	买入
张裕A	99.90	2.14	2.72	3.38	46.40	36.50	29.37	买入
伊利股份	39.01	0.81	0.92	1.25	49.70	43.77	32.22	买入
双汇发展	94.00	1.50	2.34	3.35	58.10	37.31	26.06	买入
承德露露	28.98	0.73	0.73	0.98	39.50	39.45	29.39	买入
黑牛食品	40.18	0.67	0.70	1.10	59.97	57.40	36.53	买入

正文目录

1、宏观背景	4
1.1. 人口结构：未来 20 年婴幼儿、少年儿童、青年人口下降，中年和老年人口上升	4
1.2. 收入水平：财政收入、工业企业收入、居民人均收入水平均逐年提高	5
1.3. 城镇化率：处于快速推进时期	6
2、行业分析	6
2.1. 白酒：超高端白酒稳定增长，次高端白酒增速有望保持在 50%左右	6
2.2. 葡萄酒：稳定增长的朝阳行业	9
2.3. 啤酒：成本压力接近历史高位，静等投资良机来临	10
2.4. 黄酒：关注持续提价的古越龙山	11
2.5. 乳制品：行业龙头发展空间依然较大	12
2.6. 肉制品：猪肉价格的上涨预期	13
3、投资策略	14
3.1. 估值分析	14
3.2. 重点公司推荐	15
附录：2010 年参考研究报告	16

图表目录

图表 1 我国人口增长情况	4
图表 2 我国人口结构变化情况	4
图表 3 国家财政收入、支出增速	5
图表 4 全国工业企业收入、利润增速	5
图表 5 我国城镇居民人均可支配收入和农村居民人均现金收入	5
图表 6 我国城镇化率	6
图表 7 我国白酒行业收入、利润增长情况	6
图表 8 我国白酒产量增长情况	7
图表 9 我国白酒销售均价	7
图表 10 部分白酒企业估值和净利润增速	7
图表 11 超高端白酒代表公司估值情况	8
图表 12 次高端白酒代表公司估值情况	8
图表 13 我国葡萄酒行业收入、利润增长情况	9
图表 14 我国葡萄酒产量增长情况	9
图表 15 我国葡萄酒进口情况	9
图表 16 我国啤酒行业收入、利润增长情况	10
图表 17 我国啤酒产量增长情况	10
图表 18 CBOT大麦期货收盘价	10
图表 19 黄酒行业收入、利润增长情况	11
图表 20 我国黄酒产量增长情况	11
图表 21 我国乳制品行业收入、利润增长情况	12
图表 22 我国乳制品产量增长情况	12
图表 23 我国主产区原奶平均价	12
图表 24 我国屠宰及肉类加工收入、利润增长情况	13
图表 25 我国仔猪、生猪、猪肉均价	13
图表 26 我国猪粮比价	13
图表 27 食品饮料行业动态PE倍数走势	14
图表 28 食品饮料各子行业动态PE走势	14

表格目录

表格 1 我国白酒市场划分	8
表格 2 全球大麦库存、消费情况（1000MT）	11
表格 3 重点食品饮料公司盈利预测和估值表	16

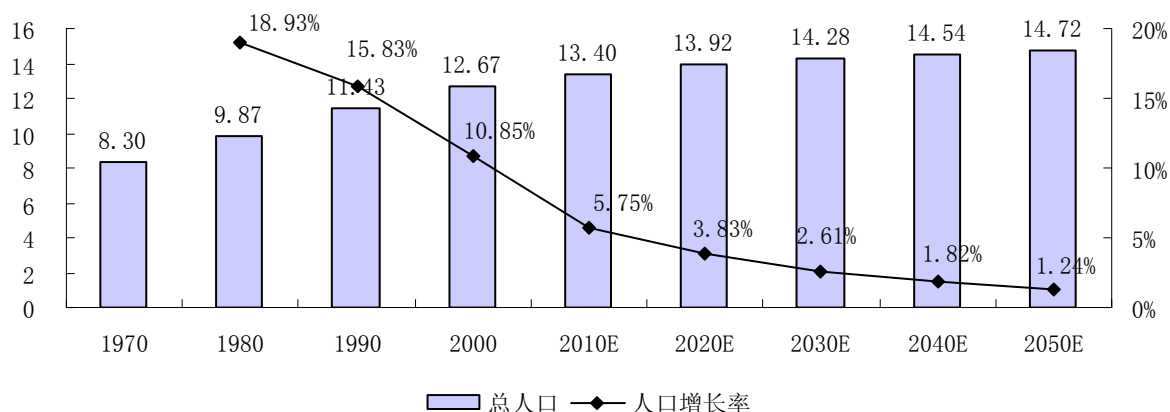
1、宏观背景

我国宏观经济近年来一直表现良好，2002年以来GDP增速均保持在9%以上；其中，2009年我国GDP达34.05万亿元，增速为9.10%，从而带动了国内消费市场的繁荣。从宏观背景来看，人口结构、收入水平和城镇化率是影响消费的最主要因素。

1.1. 人口结构：未来20年婴幼儿、少年儿童、青年人口下降，中年和老年人口上升

我国总人口2010年将达到13.40亿人，人口增长率达到5.75%，预计未来我国的人口增长率将持续下滑，到2050年我国人口增长率仅为1.24%，人口增长率下滑在未来一段时间内将削弱我国的消费增长水平。

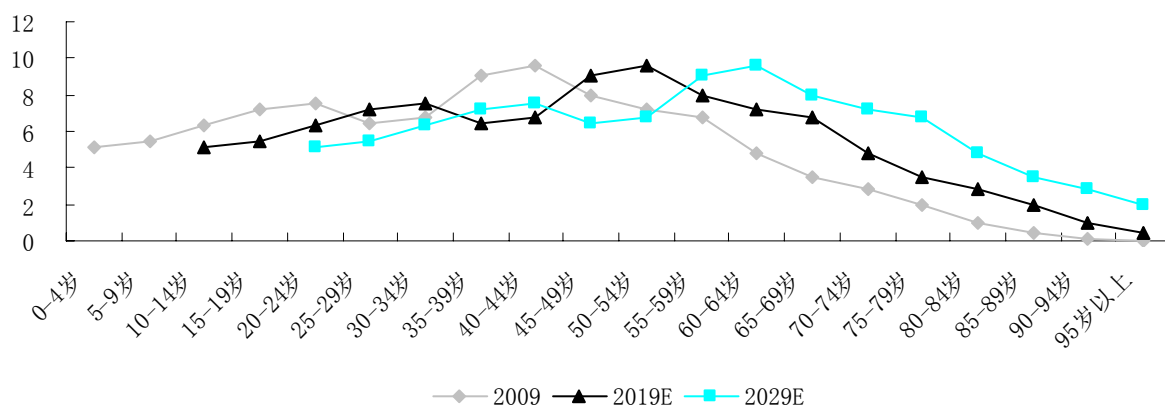
图表 1 我国人口增长情况（亿人）



数据来源：国家统计局，中国社会科学院，日信研究

人口结构变化对消费影响很大，按照年龄可以划分出以下5个消费群体：婴幼儿消费群体（0-6岁）、少年儿童消费群体（6-15岁）、青年消费群体（15-30岁）、中年消费群体（30-60岁）、老年消费群体（60岁以上）。

图表 2 我国人口结构变化情况 (%)



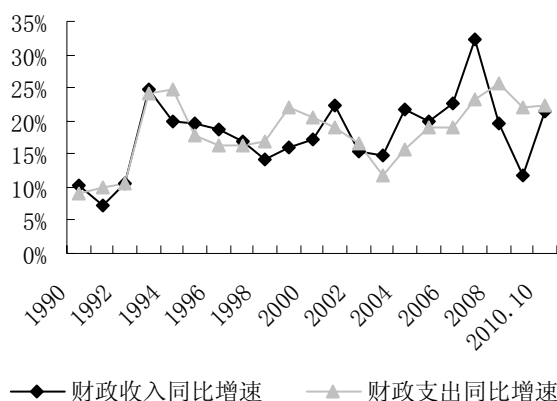
数据来源：国家统计局，中国社会科学院，日信研究

从我国人口结构变化趋势来看，未来20年我国婴幼儿消费群体、少年儿童消费群体和青年消费群体的人口绝对数量都处于下降趋势，这将给婴幼儿奶粉、啤酒等行业带来一定负面影响；同时中年消费群体和老年消费群体人口绝对数量则处于上升趋势，这将为白酒、红酒、中老年奶粉、保健品等行业带来积极影响。

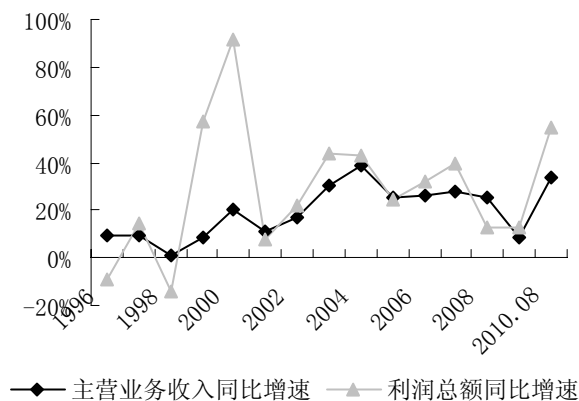
1.2. 收入水平：财政收入、工业企业收入、居民人均收入水平均逐年提高

在经济快速增长的同时，我国国家财政收入、财政支出近年来也保持着较快增长，其中2010年1-10月同比增速分别为21.50%和22.30%。另外，全国工业企业收入和利润也保持着较高增速，2010年1-8月同比增速分别为33.37%和55.01%，从而带动了消费需求增长和消费结构升级。

图表 3 国家财政收入、支出同比增速



图表 4 全国工业企业收入、利润同比增速

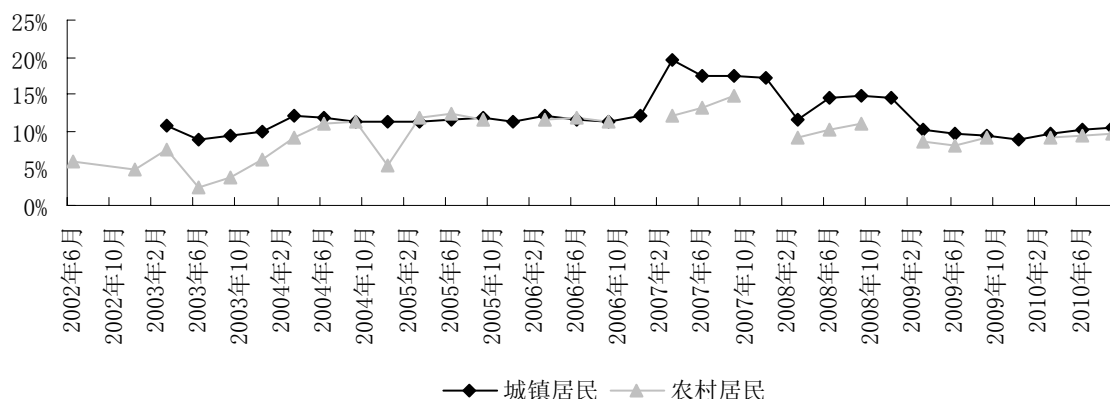


数据来源：国家统计局，日信研究

数据来源：国家统计局，日信研究

我国居民人均收入水平逐年提高，居民的消费能力和消费水平也在不断提高，2010年1-9月，我国城镇居民人均可支配收入和农村居民人均现金收入同比增速分别为10.50%和9.70%，带动了我国消费水平提升。

图表 5 我国城镇居民人均可支配收入和农村居民人均现金收入(累计同比)



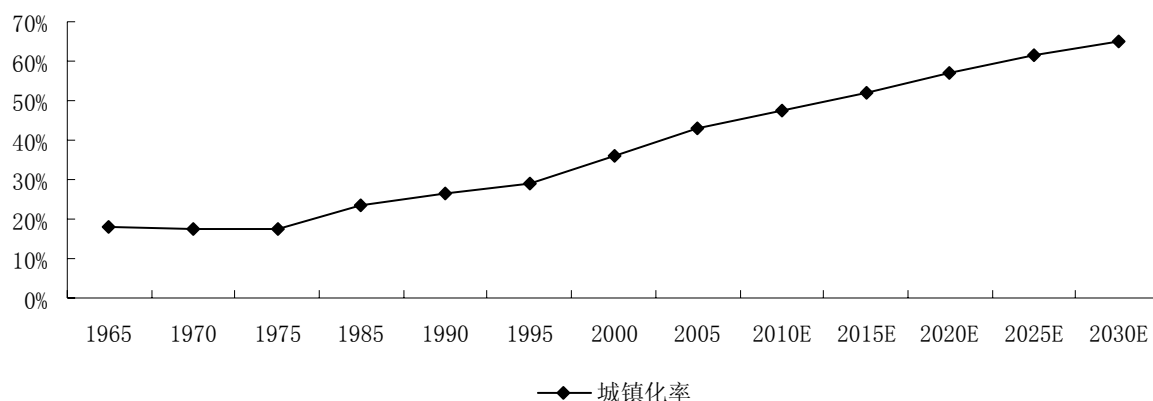
数据来源：国家统计局，日信研究

1.3. 城镇化率：处于快速推进时期

城镇化率（城镇化水平）通常用市人口和镇人口占全部人口的百分比来表示，用于反映人口向城市聚集的过程和聚集程度。根据中国社科院的发布的研究报告，截至2009年末，中国城镇化率为46.6%，城镇人口达6.2亿，今后一段时间，中国城镇化进程仍将处于一个快速推进的时期，预计到2015年城镇化率达到52%左右，到2030年达到65%左右。

在2010年2月1日国务院新闻办公室举行的新闻发布会上，中央农村工作领导小组副组长、办公室主任陈锡文表示，中小城市和小城镇将是中国城镇化发展的重点，这将对我国消费提升带来巨大影响，尤其是对肉制品、乳制品、速冻食品等大众消费品带来积极影响。

图表 6 我国城镇化率

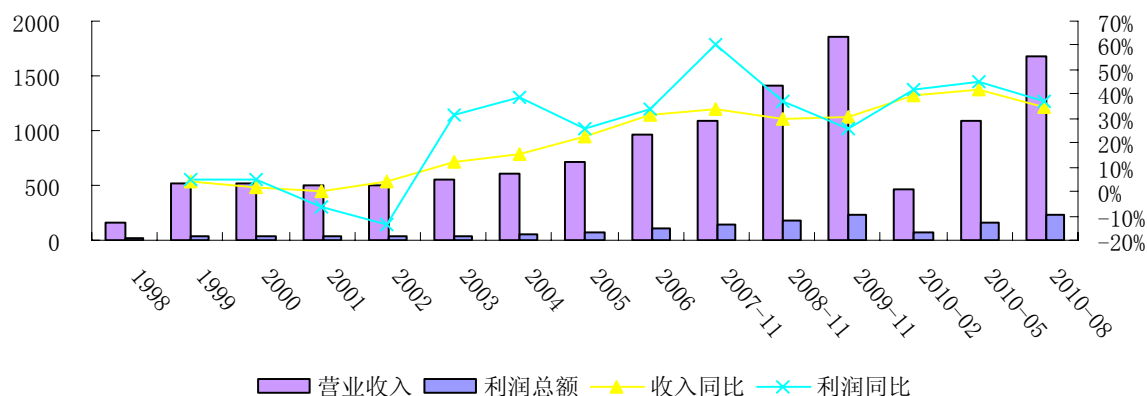


数据来源：国家统计局，中国社会科学院，日信研究

2、行业分析

2.1. 白酒：超高端白酒稳定增长，次高端白酒增速有望保持在50%左右

图表 7 我国白酒行业收入、利润增长情况（亿元）

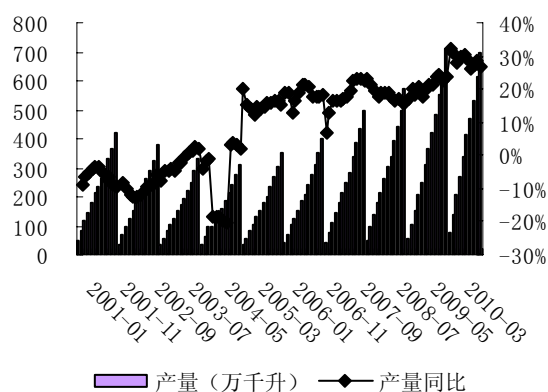


数据来源：国家统计局，日信研究

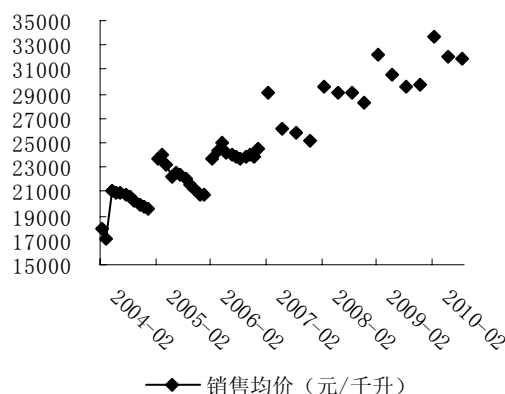
2003年以来,我国白酒行业一直保持较高增速,2003-2009年,我国白酒收入和利润CAGR分别达到25.55%和38.37%,在A股所有行业当中能长期保持如此高增速的行业寥寥无几,从这个角度来说,我们将一直保持对白酒子行业的厚爱。2010年1-8月,我国白酒行业营业收入和利润增速分别为35.04%和36.86%,增速持续较高,行业景气度维持高位。

从量价方面来看,我国白酒行业产量自2005年以来持续高增长,2004年10月-2010年10月产量CAGR达到19.17%;我国白酒销售均价自2004年8月-2010年8月CAGR达到7.56%。

图表 8 我国白酒产量增长情况



图表 9 我国白酒销售均价



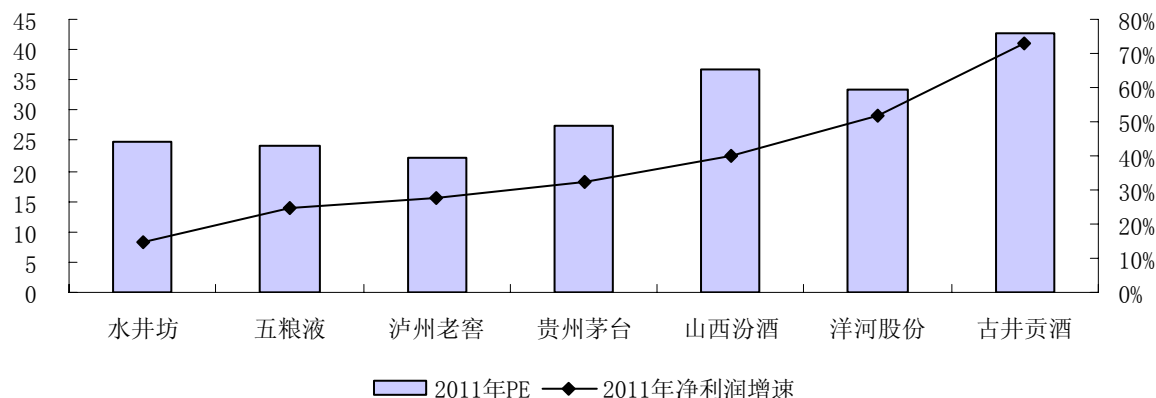
数据来源: 国家统计局, 日信研究

数据来源: 国家统计局, 日信研究

2011年,我们对白酒行业的观点仍未改变,最看好以洋河股份、山西汾酒、古井贡酒为代表的次高端白酒市场,最主要的原因还是在于该细分市场的良好成长性。以上述3家公司为代表的次高端白酒市场2011年保持50%左右的平均增速确定性较强。

从估值角度来看,次高端白酒的估值水平已经超越了历史平均水平,洋河股份、山西汾酒、古井贡酒目前估值分别为50.63倍、51.59倍、69.92倍(历史平均水平分别为34.17倍、38.85倍、43.77倍),2011年三者估值维持在33-40倍,因此想要获取2009-2010年同等水平的超额收益难度将加大。

图表 10 部分白酒企业估值和净利润增速



数据来源: 日信研究

次高端白酒的核心竞争优势在于：1、大本营市场资源；2、价格定位与品牌基础；3、强大的渠道优势。洋河股份具备上述所有核心竞争优势，竞争实力非常突出，也是我们最看好白酒企业；山西汾酒明年在盛初咨询的帮助下渠道能力有待进一步加强，固有的大本营市场资源和品牌优势将帮助其开拓全国市场；古井贡酒欠缺的大本营市场资源将在河南市场得到一定程度弥补，年份原浆的热卖以及前几年在周边市场奠定的渠道基础将确保其业绩高增长。

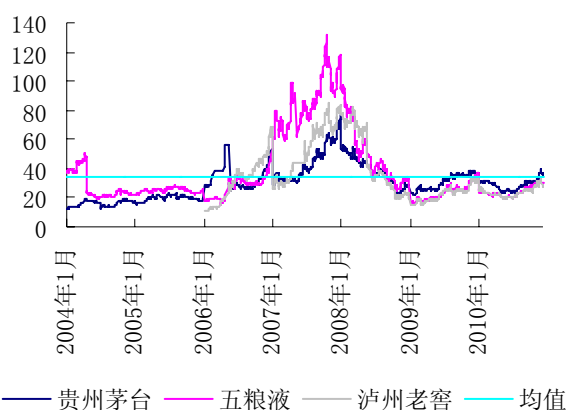
表格 1 我国白酒市场划分

细分市场	价位（元）	预期增速	市场容量	代表上市公司
超高端	600 以上	10%	较小	贵州茅台、五粮液
次高端	200-600	50%	较大	洋河股份、山西汾酒
中高端	50-200	30%	较大	金种子酒、沱牌曲酒
中低端	20-50	20%	较小	-

数据来源：日信研究

从估值角度来看，超高端白酒估值水平目前相对不高，处于历史平均水平附近。茅台估值为36.48倍，高于历史平均水平（30.35倍），五粮液、泸州老窖估值分别为29.96倍、28.16倍，均低于历史平均水平（37.61倍、35.30倍）。

图表 11 超高端白酒代表公司估值情况（倍）



数据来源：日信研究

图表 12 次高端白酒代表公司估值情况（倍）



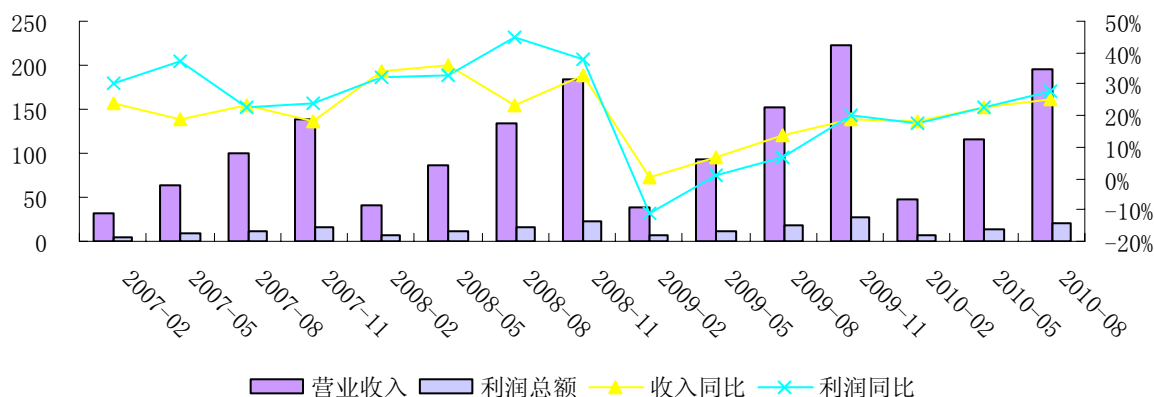
数据来源：日信研究

对于超高端白酒，我们明年最为看好的是有可能出现业绩拐点的泸州老窖，公司销售在张良的带领下，老窖特曲放量将很有可能，我们将密切关注公司的销售走量情况。另外，公司在国窖1573方面实行的奢侈品战略也是我们非常认可的，国窖1573中国品味的推出将带来公司产品结构上升，提升公司业绩增速。泸州老窖是中国白酒行业当中产品线最为丰富的企业之一，在谢明和张良的领导下值得我们期待。对于贵州茅台和五粮液这两个品牌力无人能及的超高端白酒龙头，明年将保持稳定增长，是稳健型投资者的首选品种。

2.2. 葡萄酒：稳定增长的朝阳行业

2000年以来，我国葡萄酒行业增速较高，2000年8月-2010年8月，我国葡萄酒行业收入和利润CAGR分别达到22.30%和21.31%，增速稍微落后于白酒行业，也是一个长期稳定增长的子行业。2010年1-8月，我国葡萄酒行业营业收入和利润增速分别为25.46%和27.96%，增速继续维持高位。

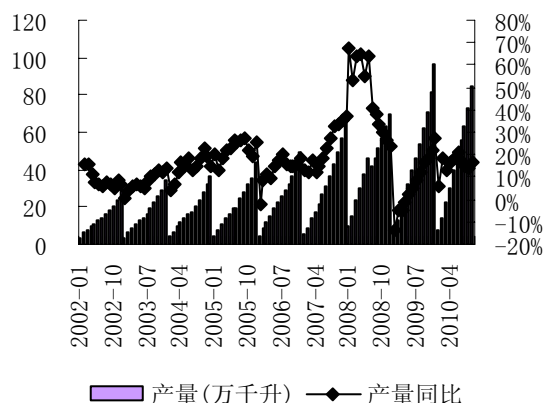
图表 13 我国葡萄酒行业收入、利润增长情况（亿元）



数据来源：国家统计局，日信研究

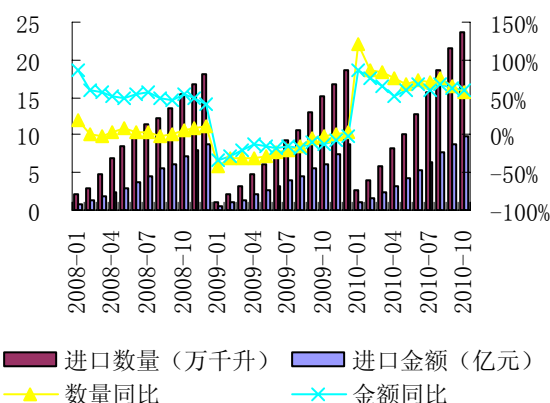
从产量方面来看，我国葡萄酒行业产量自2002年以来持续高增长，2002年10月-2010年10月产量CAGR达到19.57%。另一方面，进口酒对国内葡萄酒行业的冲击仍在继续，2010年1-10月我国进口葡萄酒的数量和金额分别同比增长56.20%和59.90%，截至2010年10月末，进口葡萄酒消费占比为21.76%，占比进一步提升。

图表 14 我国葡萄酒产量增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

图表 15 我国葡萄酒进口情况



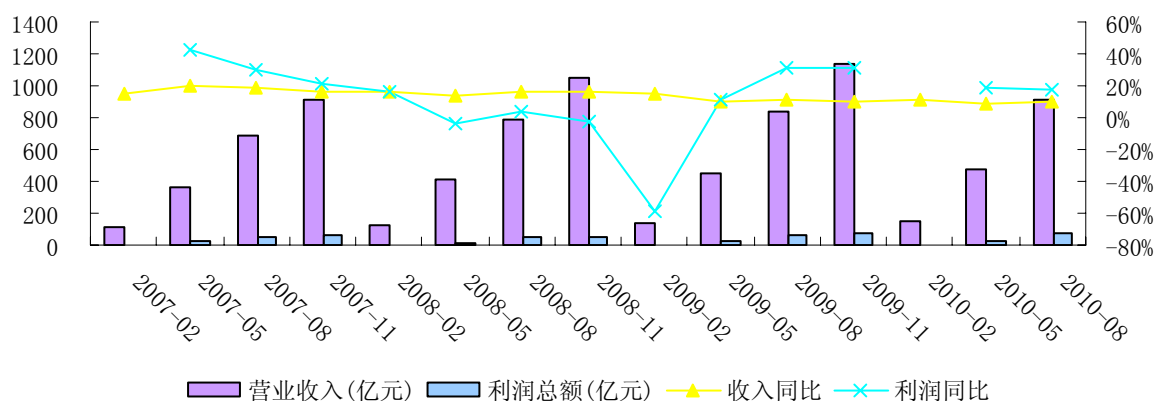
数据来源：海关总署，日信研究

看好葡萄酒行业龙头张裕是大家的共识，虽然2010年第三季度张裕收入和利润增速仅为10.95%、9.86%，增速大幅低于上半年（26.02%，28.65%），收入增速创下2007年以来单季度最低正增速（2009年一季度收入增速为负），利润增速为2007年以来单季度最低。我们认为这只是暂时现象，如果这种状况第四季度仍然保持，则买入张裕的时点将会出现，主要在于未来张裕的业绩增速必然回归，国外葡萄酒的冲击将重蹈啤酒覆辙，国内行业龙头张裕的发展空间依然巨大。

2.3. 啤酒：成本压力接近历史高位，静等投资良机来临

我国啤酒行业一直保持稳健增长势头，2001年8月-2010年8月，我国啤酒行业收入和利润CAGR分别为12.35%和21.60%，利润增速快于收入增速，行业复合利润增速高于葡萄酒行业。2010年1-8月，我国啤酒行业营业收入和利润增速分别为10.00%和17.97%，继续保持稳健增长。

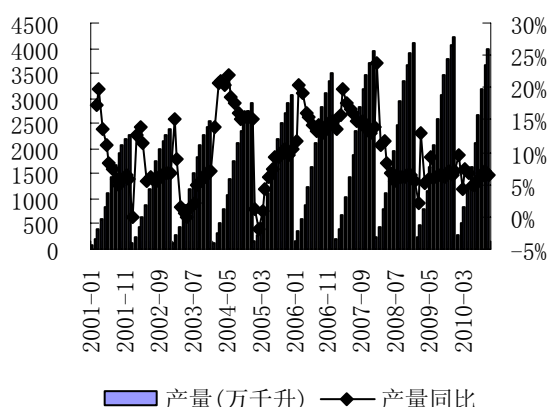
图表 16 我国啤酒行业收入、利润增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

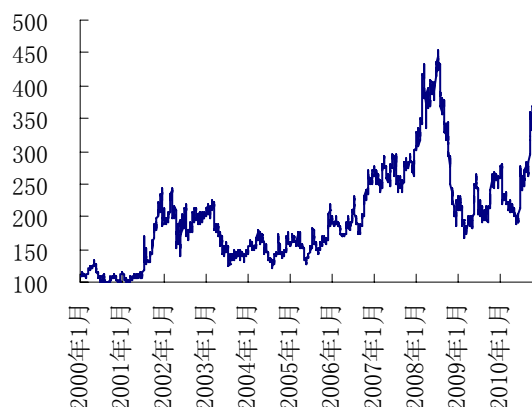
2001年10月-2010年10月我国啤酒产量CAGR为7.57%，其中2010年1-10月我国啤酒产量增速为6.51%。另一方面，截至12月初国际大麦价格进一步攀升，达到378美分/蒲式耳，距历史最高价位455美分/蒲式耳不再遥远；同时根据USDA最新预测，全球大麦的库存消费比进一步下滑到15.18%，达到历史相对低位，预计大麦价格在未来一段时间内仍将维持高位，这将对啤酒企业成本构成较大压力。

图表 17 我国啤酒产量增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

图表 18 CBOT 大麦期货收盘价(美分/蒲式耳)



数据来源：CBOT，日信研究

2011年成本压力将对啤酒企业产生较大影响，但从历史上来看，每次成本大幅增长之时，接下来就是投资啤酒股票的最佳时机，或许2011年下半年将是啤酒行业的买点。对于啤酒行业内公司，短期内我们继续看好区域市场竞争优势较强的燕京啤酒，中长期更加看好品牌和营销能力更加强大的青岛啤酒。2009年全国啤酒前三强的市场占有率仅为44.81%，提升空间依然巨大，现在啤酒行业竞争格局

正处于寡头垄断前期，我们预计未来5-10年，将是国内啤酒行业的第二次整合浪潮的开启，度过这一段最黑暗的时期，啤酒行业将迎来利润增长的爆发期。

表格 2 全球大麦库存、消费情况 (1000MT)

	2003/ 2004	2004/ 2005	2005/ 2006	2006/ 2007	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010	2010/ 2011
期初库存	26,683	22,530	32,530	27,554	20,764	19,569	29,720	32,406
产量	142,211	152,431	136,271	136,412	132,725	153,960	148,905	123,762
总消费	145,283	143,271	140,524	142,839	134,198	143,554	146,213	139,571
期末库存	22,530	32,530	27,554	20,764	19,569	29,720	32,406	21,187
库存消费比	15.51%	22.71%	19.61%	14.54%	14.58%	20.70%	22.16%	15.18%

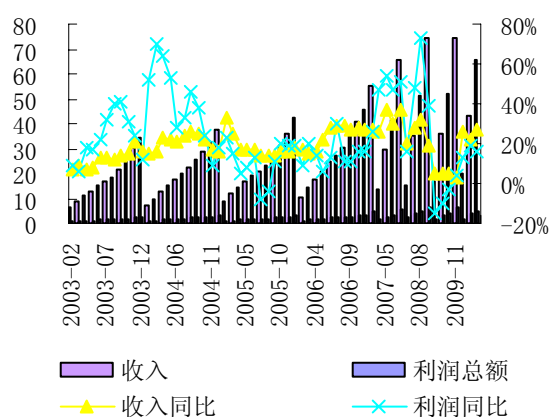
数据来源: USDA, 日信研究

2.4. 黄酒: 关注持续提价的古越龙山

2001年以来,我国黄酒行业发展势头良好,2001年8月-2010年8月,我国黄酒收入和利润CAGR分别达到18.78%和22.70%。2010年1-8月,我国黄酒行业营业收入和利润增速分别为27.24%和16.22%,增速维持在较高水平。从产量方面来看,我国黄酒行业产量增速2008年以来一直保持在10%-14%,其中2010年1-10月产量增速为10.80%。

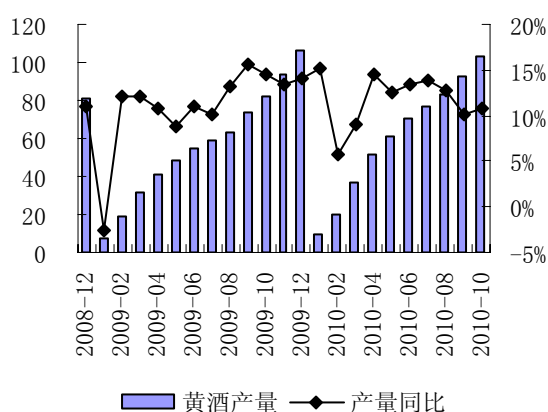
相比较而言,黄酒在我国是一个区域性酒种,主要集中在江、浙、沪一带饮用,行业规模较小。2010年1-8月,我国黄酒行业的收入和利润总额分别为65.46亿元和4.96亿元,仅相当于白酒行业收入和利润的3.88%和2.18%,啤酒行业收入和利润的7.16%和6.60%,红酒行业收入和利润的33.39%和23.05%。黄酒行业内公司盈利能力普遍较弱,竞争较为激烈,但持续提价的古越龙山值得关注。

图表 19 黄酒行业收入、利润增长情况 (亿元)



数据来源: 国家统计局, 日信研究

图表 20 我国黄酒产量增长情况 (万千升)

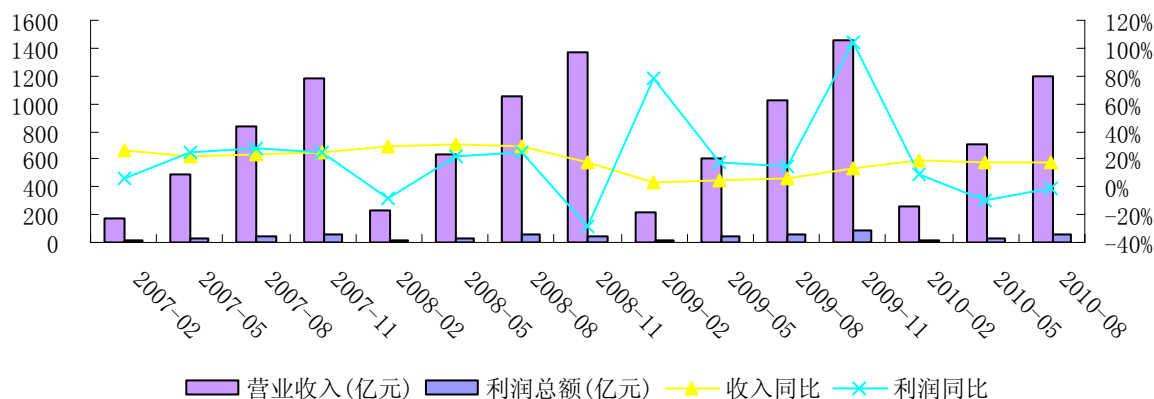


数据来源: 国家统计局, 日信研究

2.5. 乳制品：行业龙头发展空间依然较大

除2008年受三聚氰胺事件影响之外，2003年以来其他年份我国乳制品行业均保持较快增长，2003年8月-2010年8月，我国乳制品行业收入和利润CAGR分别为21.97%和16.82%。2010年1-8月，我国乳制品行业营业收入和利润增速分别为18.02%和-1.02%，受原奶价格上涨影响，利润增速为负。

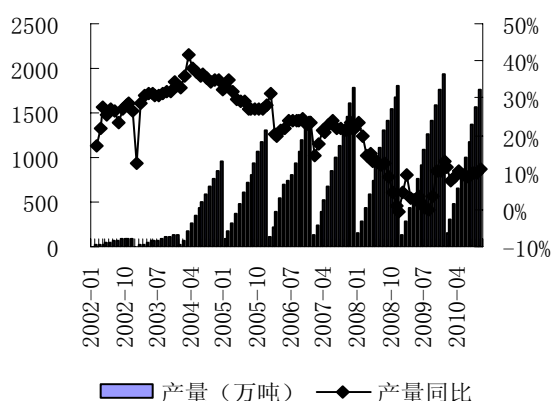
图表 21 我国乳制品行业收入、利润增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

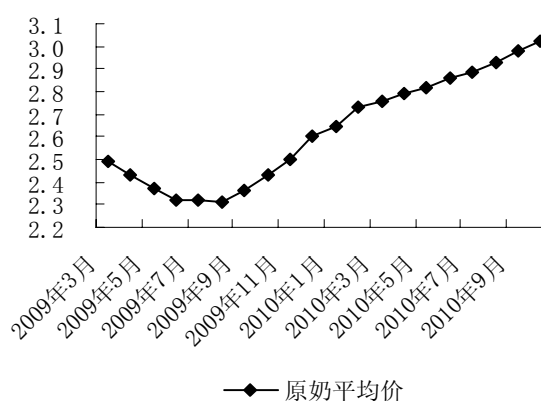
从产量方面来看，我国乳制品行业产量自2002年以来持续高增长，2002年10月-2010年10月产量由87.02万吨上升到1766.79万吨，CAGR达到惊人的45.70%，其中2010年1-10月产量增速为10.71%。原材料方面，原奶平均价逐步上扬，由09年8月的最低点2.31元/公斤上升到10年10月份的3.02元/公斤，在2011年国内通货膨胀继续存在的情况下，乳制品企业将饱受成本上升压力。

图表 22 我国乳制品产量增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

图表 23 我国主产区原奶平均价（元/公斤）



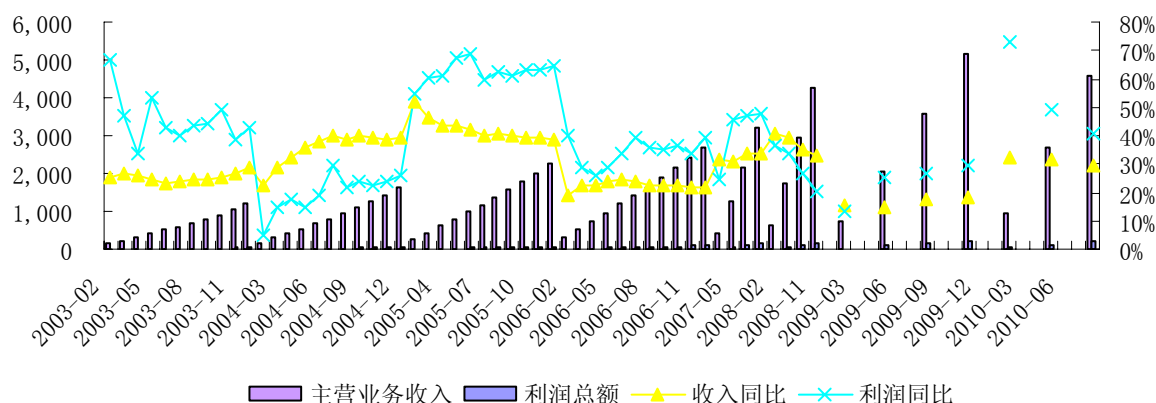
数据来源：商务部，日信研究

我们持续看好乳制品行业龙头伊利股份，公司经历过2004年多名管理层被拘、2008年三聚氰胺事件，但公司发展不受其影响，反而会在事件之后，经营情况更上一层楼，这是我们看好伊利的主要原因之一。另一方面，我们认为在伊利股份管理层尚未行权之前，其真实业绩将很难释放，管理层行权将是伊利股份未来的主要看点。

2.6. 肉制品：猪肉价格的上涨预期

2003年以来，我国屠宰及肉类加工行业发展状况良好，2003年8月-2010年8月，我国屠宰及肉类加工行业收入和利润CAGR分别达到31.11%和40.06%，增速持续较高。2010年1-8月，我国屠宰及肉类加工行业营业收入和利润增速分别为29.28%和41.02%，增速继续保持高位。

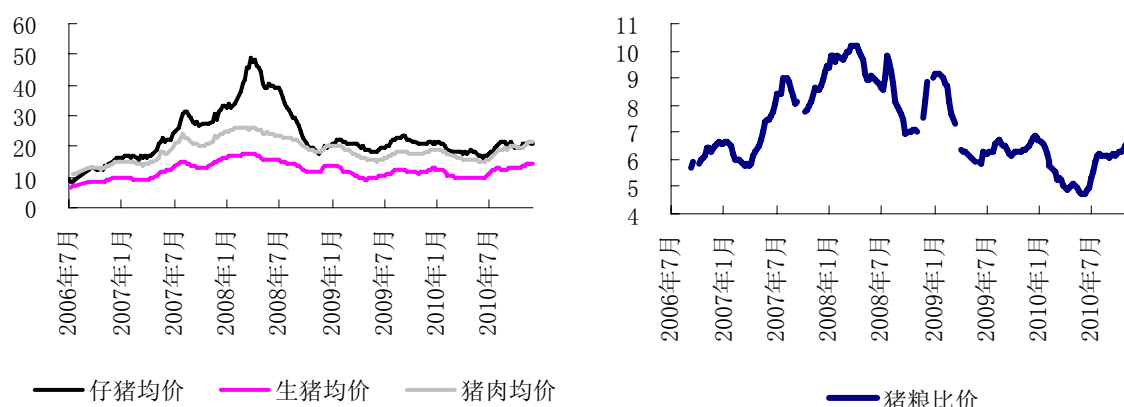
图表 24 我国屠宰及肉类加工收入、利润增长情况（亿元）



数据来源：国家统计局，日信研究

从猪肉价格来看，全国22个省市仔猪、生猪、猪肉均价12月3日价格分别为20.56元/千克、14.09元/千克、21.37元/千克，较二季度末价格低位有所上升；同时猪粮比也由4.73上升为12月初的6.77，均提升了农民的养猪积极性。另一方面，全国生猪存栏量10月末较今年最低点5月末的4.34亿头进一步提升，达到4.54亿头，生猪存栏量提升了4.77%。随着消费旺季的到来，以及生猪存栏量的提升，我们预计未来一段时间内猪肉价格将保持小幅上涨趋势。

图表 25 我国仔猪、生猪、猪肉均价（22个省市） 图表 26 我国猪粮比价（22个省市）



数据来源：中国畜牧业信息网，日信研究

数据来源：中国畜牧业信息网，日信研究

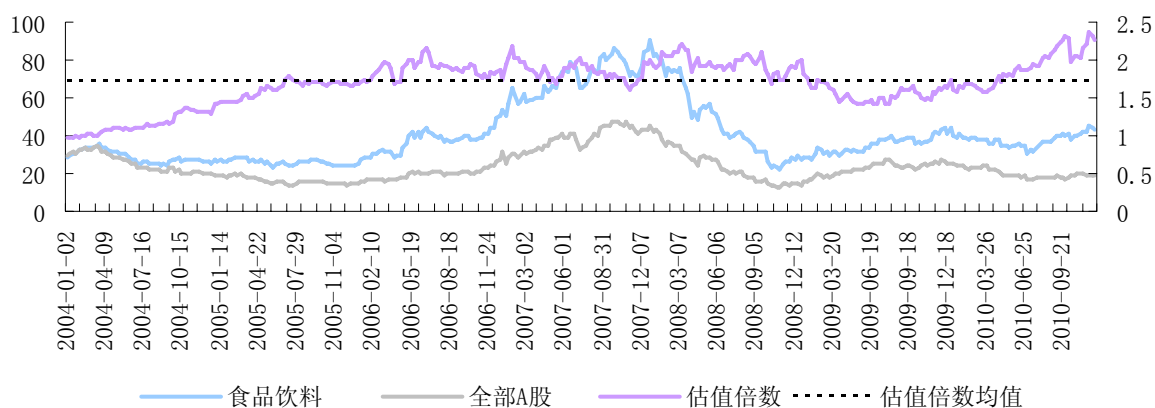
刚刚完成的重组对行业龙头双汇发展影响巨大，不仅降低了关联交易，更重要的是达到管理层和股东利益一致，为双汇未来发展奠定良好基础。公司计划“十二五”期间，屠宰业务保持20%增速，肉制品业务保持12-15%增速，集团利润CAGR达到25%以上，我们看好双汇发展未来的增长趋势。

3、投资策略

3.1. 估值分析

2010年12月9日，食品饮料行业动态PE为43.14倍，估值水平略高于2004年以来的平均值（40.54倍），估值水平相对合理。从动态PE倍数来看，目前食品饮料行业相对于全部A股的动态PE倍数为2.27倍，维持在历史最高水平，我们认为主要有两方面原因：第一，食品饮料行业年底是销售旺季，成长性明确，市场给予其较高估值水平。第二，国内A股受宏观经济走向不明朗影响，估值较09年底大幅下滑。2011年，在宏观经济走势不确定性的情况下，我们认为食品饮料行业相对于全部A股的动态PE倍数较高的态势将继续保持。

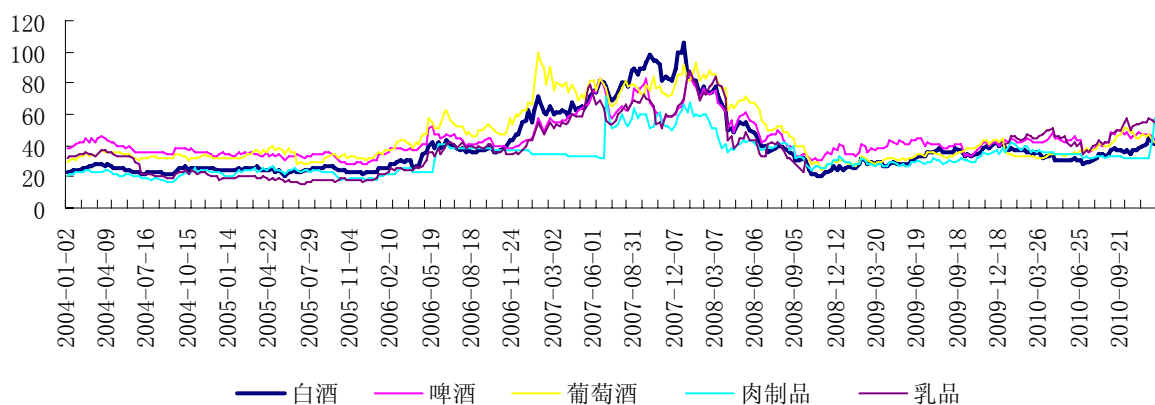
图表 27 食品饮料行业动态 PE 倍数走势



数据来源：Wind，日信研究

从各个子行业的估值水平来看，目前白酒、啤酒、葡萄酒、肉制品、乳制品的动态PE分别为40.95、43.63、42.46、57.08、54.85倍，2004年以来的平均值分别为39.51、44.26、46.12、32.50、39.07倍。其中，白酒估值略高于历史平均水平，啤酒、葡萄酒估值略低于历史平均水平，肉制品、乳制品估值超出历史平均水平较多（主要受细分行业内新股中小板上市，市盈率较高影响）。

图表 28 食品饮料各子行业动态 PE 走势



数据来源：Wind，日信研究

3.2. 重点公司推荐

2011年食品饮料行业主要存在以下3类投资机会:

1、成长型：洋河股份、山西汾酒、古井贡酒。

2011年，我们继续看好以洋河股份、山西汾酒、古井贡酒为代表的次高端白酒市场，最主要的原因还是在于该细分市场的良好成长性。上述3家公司2011年保持50%左右的细分子行业平均增速确定性较强。但由于估值较高，想获取2009年和2010年的超额收益难度将加大。

2、稳健型：贵州茅台、五粮液、张裕A、伊利股份、双汇发展。

贵州茅台和五粮液在超高端市场上品牌力无人能及，2011年将保持稳定增长，是稳健型投资者投资白酒的首选品种。张裕未来业绩增速保持25-30%是大概率事件，国外葡萄酒的冲击将重蹈啤酒覆辙，国内行业龙头张裕的发展空间依然巨大。乳制品行业和肉制品行业未来发展空间巨大，行业龙头伊利股份和双汇发展将继续提升其行业内市场占有率。

3、拐点型：泸州老窖、承德露露、黑牛食品、青岛啤酒、燕京啤酒。

泸州老窖：目前公司销售在张良的带领下，老窖特曲2011年放量将很有可能。另外，公司在国窖1573方面实行的奢侈品战略也是我们非常认可的，国窖1573中国品味的推出将带来公司产品结构上升，提升公司业绩增速。泸州老窖是中国白酒行业当中产品线最为丰富的企业之一，在谢明和张良的领导下2011年值得我们期待。

承德露露：2011年承德露露最大的看点在于产能扩张和管理改善。公司目前总产能为30万吨，2009年平均产能利用率达70%以上，受销售淡季影响，公司产能利用率已经接近极限状态。2010年6月公司顺利进行了管理层换届，由万向集团的管大源出任董事长，随着万向入主，在南方露露商标使用权问题、公司关联交易问题等方面将会有着实质性的进展，将带来公司营业成本和期间费用的降低。

黑牛食品：产能扩张将是公司2011年的主要看点。目前公司液态豆奶产品主要在安徽市场推广，市场反响良好。2009年公司液态豆奶销量为1.12万吨，随着安徽双蛋白液态豆奶一期工程的完工，将新增产能7.92万吨，液态豆奶有望成为公司未来主要利润增长点。

青岛啤酒、燕京啤酒：2011年成本压力将对啤酒企业产生较大影响，但从历史上来看，每次成本大幅增长之时，也是啤酒企业准备提价之时，接下来就是投资啤酒股票的最佳时机，或许2011年下半年的某个时点将是啤酒行业的买点。

表格 3 重点食品饮料公司盈利预测和估值表

公司简称	EPS (元)			PE (倍)			评级
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
洋河股份	2.79	4.75	7.20	86.33	50.63	33.40	买入
山西汾酒	0.82	1.38	1.93	86.80	51.59	36.89	买入
古井贡酒	0.60	1.18	2.04	138.40	69.92	40.63	买入
五粮液	0.85	1.25	1.56	43.81	29.96	24.01	买入
贵州茅台	4.57	5.42	7.17	43.27	36.48	27.58	买入
泸州老窖	1.20	1.45	1.85	34.02	28.16	22.07	买入
张裕 A	2.14	2.72	3.38	46.40	36.50	29.37	买入
青岛啤酒	0.93	1.15	1.46	38.70	31.25	24.62	增持
燕京啤酒	0.52	0.67	0.85	35.50	27.43	21.62	增持
伊利股份	0.81	0.92	1.25	49.70	43.77	32.22	买入
双汇发展	1.50	2.34	3.35	58.10	37.31	26.06	买入
三全食品	0.47	0.64	0.85	84.60	62.75	47.25	增持
黑牛食品	0.67	0.70	1.10	59.97	57.40	36.53	买入
安琪酵母	0.77	1.00	1.31	56.90	44.08	33.65	买入
承德露露	0.73	0.73	0.98	39.50	39.45	29.39	买入

数据来源：公司公告，日信研究

附录：2010 年参考研究报告

- 1、《贵州茅台（600519）：消费税率大幅提升导致业绩增速下滑》2010/10/29
- 2、《张裕A（000869）：上年基数较大、进口酒冲击导致增速下滑》2010/10/28
- 3、《洋河股份（002304）：全国化扩张战略逐步推进，高成长继续》2010/10/27
- 4、《古井贡酒（000596）：营销策略高效执行，产品结构持续优化》2010/10/25
- 5、《山西汾酒（600809）：持续高增长的清香龙头》2010/10/21
- 6、《青岛啤酒（600600）：产能扩张、收购重组提升公司成长空间》2010/10/20
- 7、《把握食品饮料行业四季度消费旺季的投资机会》2010/09/28
- 8、《2010年4季度策略：次高端白酒及红酒的投资机会》2010/09/16
- 9、《伊利股份（600887）：液体乳、奶粉及奶制品收入保持较高增速》2010/08/30
- 10、《双汇发展（000895）：肉制品、鲜冻肉量增价涨推动收入较快增长》2010/08/30
- 11、《三全食品（002216）：毛利率降低、期间费用率上升导致较低利润增速》2010/08/25
- 12、《承德露露（000848）：管理体制改善、产能扩张是公司未来主要看点》2010/08/25
- 13、《洋河股份（002304）：全国化战略带来的高成长》2010/08/20
- 14、《泸州老窖（000568）：毛利率提升、期间费用率下滑推动业绩增长》2010/08/19
- 15、《山西汾酒（600809）：营业收入增加、毛利率提升带动公司业绩高增长》2010/08/18
- 16、《青岛啤酒（600600）：价涨量增双轮驱动公司成长》2010/08/16
- 17、《贵州茅台（600519）：消费税率下滑导致业绩增速超预期》2010/08/12
- 18、《皇氏乳业（002329）：产能扩张将推动公司业绩快速增长》2010/08/11
- 19、《古井贡酒（000596）：年份原浆系列酒放量大幅增长》2010/08/09
- 20、《张裕A（000869）：中高档葡萄酒推动业绩快速增长》2010/08/09

- 21、《燕京啤酒（000729）：销量增速缓慢、吨酒价格下滑导致业绩增速低于预期》2010/07/23
- 22、《安琪酵母：拥有宽广护城河的世界级酵母龙头》2010/07/19
- 23、《山西汾酒：得文化者得天下——汾酒文化，清香天下》2010/07/02
- 24、《青岛啤酒：百年青啤扩张之路》2010/06/01
- 25、《张裕A（000869）：红酒行业龙头未来五年成长路径清晰可见》2010/05/17
- 26、《燕京啤酒（000729）：欠发达地区收入增长将促进公司超预期增长》2010/05/14
- 27、《贵州茅台（600519）：一季度业绩增速远低于预期》2010/04/29
- 28、《金种子酒（600199）：2010年期待公司产品结构进一步改善》2010/04/29
- 29、《*ST伊利（600887）：未来业绩释放关键在于公司行权》2010/04/28
- 30、《承德露露（000848）：年报符合预期，一季报业绩大增181%》2010/04/27
- 31、《双汇发展（000895）：集团资产注入仍需等待》2010/04/26
- 32、《国投中鲁（600962）：行业产能过剩依然严重，果汁价格有望继续回升》2010/04/26
- 33、《安琪酵母（600298）：量增价涨保障公司业绩增长》2010/04/26
- 34、《洋河股份（002304）：省外市场将成为2010年业绩主要增长点》2010/04/22
- 35、《山西汾酒（600809）：营销模式革新，清香龙头崛起》2010/04/22
- 36、《燕京啤酒（000729）：全国大范围低温天气导致公司一季度业绩增速缓慢》2010/04/21
- 37、《泸州老窖（000568）：营销模式创新和年份酒的推出是2010年最大看点》2010/04/20
- 38、《张裕A（000869）：年度计划落实将保障公司业绩增速达25%》2010/04/20
- 39、《山西汾酒（600809）：2010年期待公司传统营销模式的革新》2010/04/13
- 40、《青岛啤酒（600600）：市场占有率和毛利率提升共同推动公司成长》2010/04/13
- 41、《三全食品（002216）：产能增加和产品结构改善是公司未来最大看点》2010/04/09
- 42、《金种子酒（600199）：一季度高成长继续，全年看产品结构改善》2010/04/01
- 43、《白酒行业：不只是防守，期待板块行情启动》2010/03/31
- 44、《燕京啤酒：产能扩张和成本下降推动公司业绩快速增长》2010/03/30
- 45、《张裕A（000869）：酒庄酒力推公司利润增长》2010/03/29
- 46、《黑牛食品（002387）：大豆蛋白饮料行业新秀》2010/03/26

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。