



光大证券

EVERBRIGHT SECURITIES

把握消费升级，期待业绩增长

——食品饮料行业2011年年度投资策略

光大证券研究所 食品饮料研究团队

2010年12月2日

目 录

一、回顾与展望：

2011年选择受益消费升级、趋势显著向好的发酵制品、乳制品和白酒

二、子行业分析

三、个股推荐：

1、大众消费品：安琪酵母、伊利股份、皇氏乳业

2、可选消费品：贵州茅台、古井贡酒、山西汾酒

1

回顾与展望

2011年选择发酵制品、乳制品和
白酒

2010年是食品饮料的大牛市

➤ 2010年的亮点:

- 二线白酒崛起
- 乳业和葡萄酒增速恢复
- 政府对食品安全问题的重视

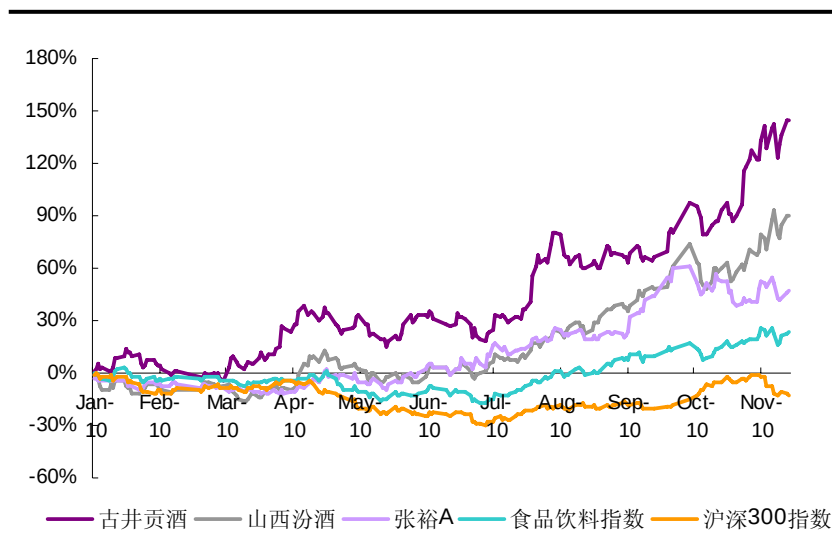
➤ 2011年的不利因素:

- 啤酒销售平淡
- 乳制品、调味品与发酵制品等成本压力较大

➤ 我们重点推荐公司显著跑赢行业指数

- 首推品种古井贡酒涨幅居全行业第一，从2010年3月9日推荐以来取得131%的超额收益

图1：重点公司显著跑赢行业指数



资料来源：Wind，光大证券研究所

2011年的机会展望

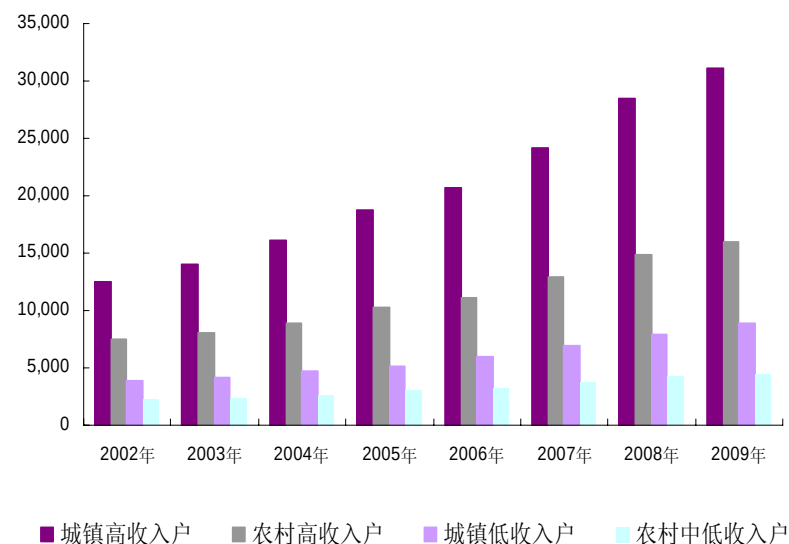
➤ 消费基本面持续向好:

- 拉动内需成为新的经济增长点
- 城镇和农村人均收入增长加快消费结构升级
- 预计食品饮料2011年净利润增速在30%左右

➤ 选择受益消费升级明显的酵母制品、乳制品和白酒

➤ 投资逻辑在于寻找基本面发生变化、趋势显著向好的公司

图2：城镇和农村人均收入快速增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

2

子行业分析

选择发酵制品、乳制品和白酒

子行业投资要点

- 发酵制品：买入，行业应用空间广阔，关注具有品牌、技术和营销优势的龙头企业
- 乳制品：买入，行业增速恢复至三聚氰胺之前水平，未来看龙头企业的市场份额扩张和费用改善
- 白酒：买入，跑赢通胀的最佳标的
- 葡萄酒：增持，行业增速较快，龙头企业优势明显
- 啤酒：增持，啤酒成本压力开始显现，未来增长更多来自于结构改善

发酵制品：应用空间广阔、龙头企业优势显著

- 行业维持高增长
- 应用空间广阔，消费升级带来新兴产业的应用
- 市场集中度高，龙头企业优势显著
- 行业评级与公司推荐：买入，推荐安琪酵母

发酵制品：行业维持较高增长

图3：国内酵母产量增长快速

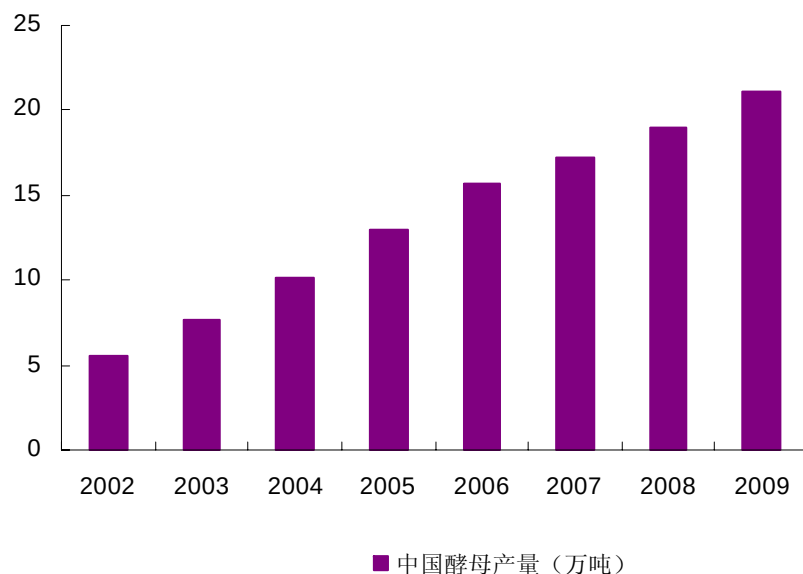
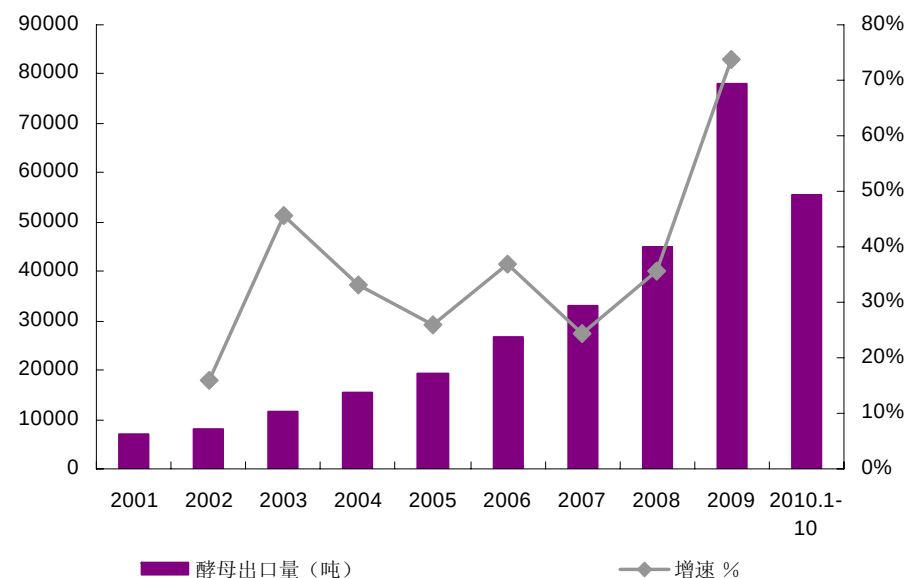


图4：中国酵母出口量快速增长



资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所

发酵制品：应用空间广阔

- ◆ 酵母行业的应用空间广阔，但是市场集中度非常高
- ◆ 龙头企业品牌、技术和营销优势明显

表1：酵母行业应用空间非常广阔

主要分类	下游应用	产品	行业增速
发酵作用 (传统)	面食与烘焙	面包酵母、馒头酵母等	20%左右
	酿酒	酒精酵母	
酵母衍生物 (新兴)	调味	带酵母抽提物的味素、复合调味品	30%以上
	生化	酶制剂、医药原料、生物制剂等	
	动物营养	饲料用高活性干酵母、复合酵母等	
	保健产品	酵母片、酵母粉等	

表2：全球前四大产能

企业名称	国别	产能（万吨）	位于中国的产能（万吨）
LESAFFRE	法国	25	1
AB MAURI	英国	20	2.3
安琪酵母	中国	10.6	10.6
Lallemand	加拿大	6	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

乳制品：行业集中度提高、费用率下降提升盈利能力

- 乳制品行业恢复稳定增长
- 行业集中度将逐渐提升，产品结构稳步升级
- 竞争格局改善，费用率下降增强盈利能力
- 短期成本压力不足为惧
- 公司推荐：伊利股份、皇氏乳业

乳制品：行业恢复稳定增长

图5：液体乳产量增速恢复到三聚氰胺前水平

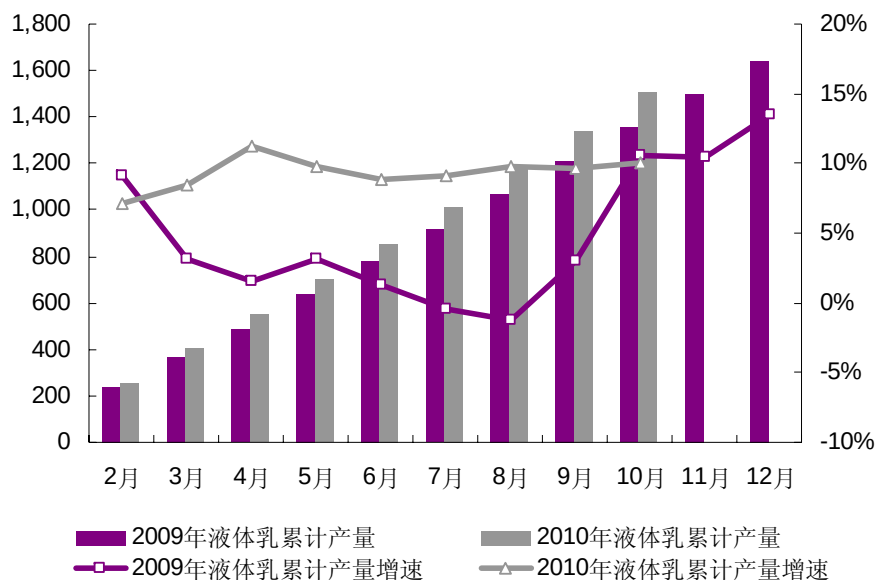
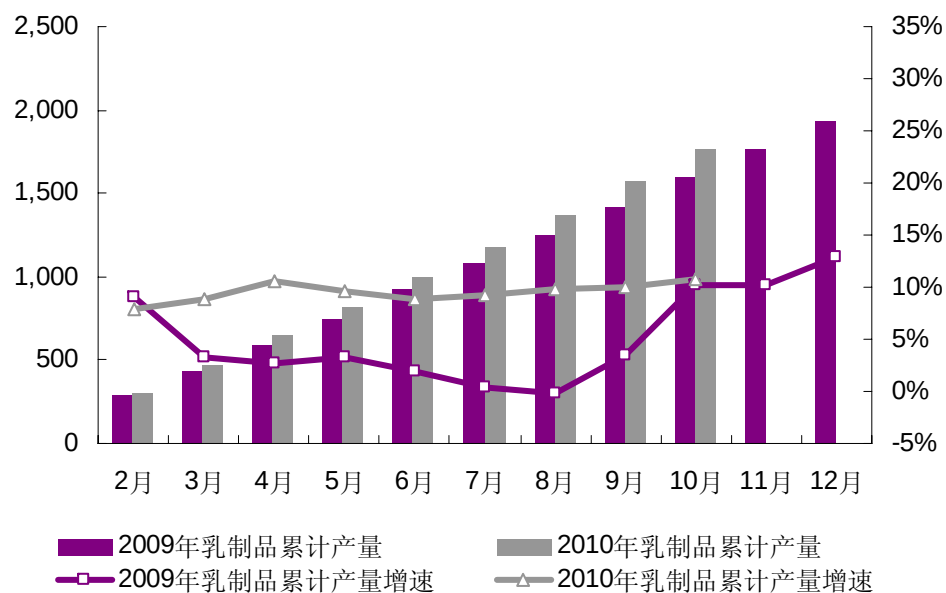


图6：乳制品产量增速恢复到三聚氰胺前水平



资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所

乳制品：行业集中度逐渐提升，产品结构稳步升级

- ◆ 随着对食品安全问题的愈加重视，消费者更倾向于品牌力强的龙头企业，行业集中度将逐渐提升
- ◆ 产品结构稳步升级，毛利率水平较高的奶粉和酸奶、酸酸乳等增速加快
-09年酸奶、乳饮料的增速为21%和14%，远远超过液态奶和UHT奶8%和4%的增速

图7：液态奶市场份额

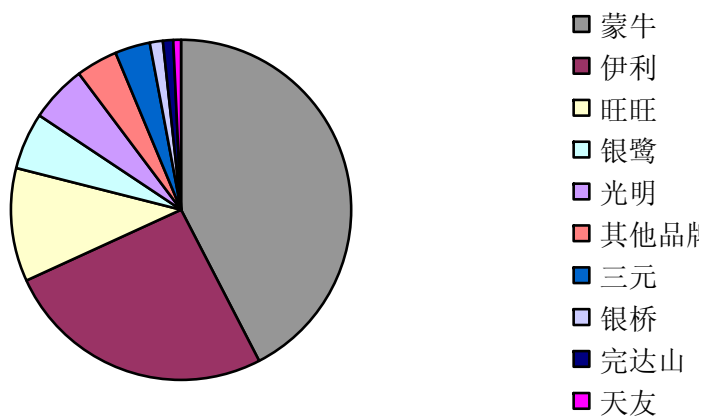
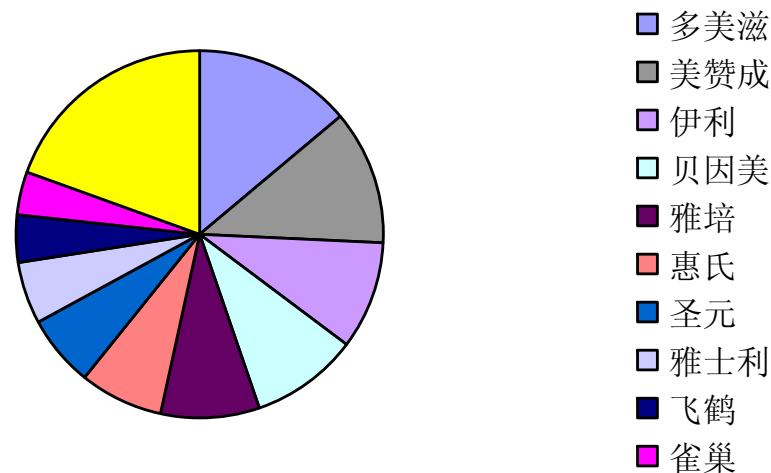


图8：婴儿奶粉市场份额



资料来源：AC Nilson，光大证券研究所

乳制品：竞争格局改善，费用率下降增强盈利能力

- ◆ 随着伊利、蒙牛两大龙头市场占有率的进一步提升以及行业标准的规范和执行，乳制品行业的竞争格局将进一步改善，从而使得行业的费用率水平逐步改善

图9：乳制品行业费用率呈下降趋势

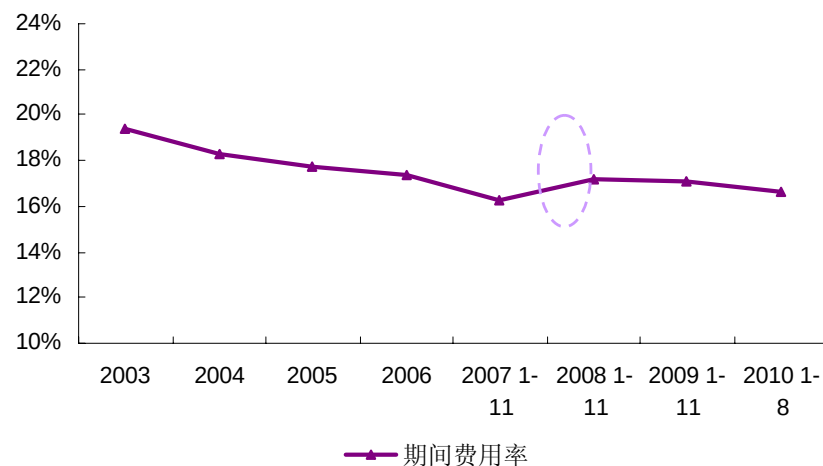
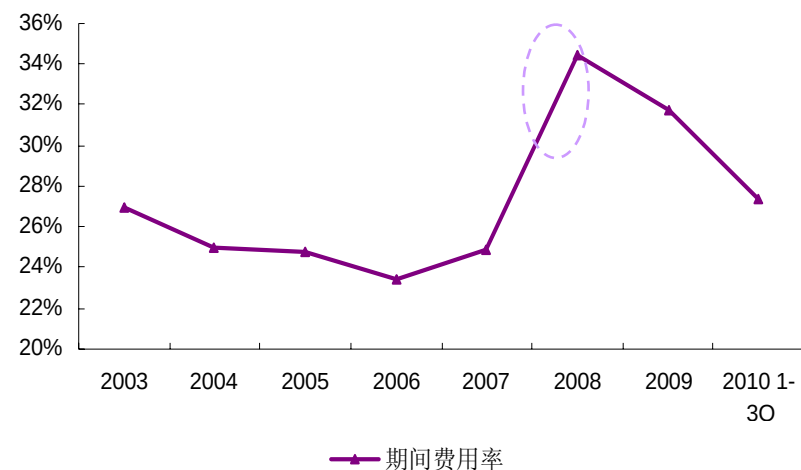


图10：伊利的费用率恢复到三聚氰胺前水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

乳制品：短期成本压力不足为惧

- ◆ 今年原奶成本较年初上涨14%多，使得前8个月行业毛利率水平下降0.74个百分点至13.19%
- ◆ 虽然明年上半年原奶成本有可能继续上升，但我们最为关注的是龙头企业市场份额的扩张和费用率带来的盈利能力提升，短期的成本压力不足为惧

图11：原奶成本呈现上升趋势

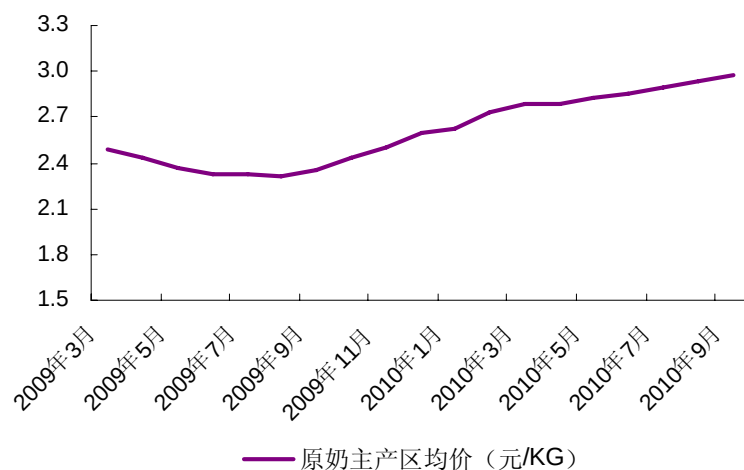
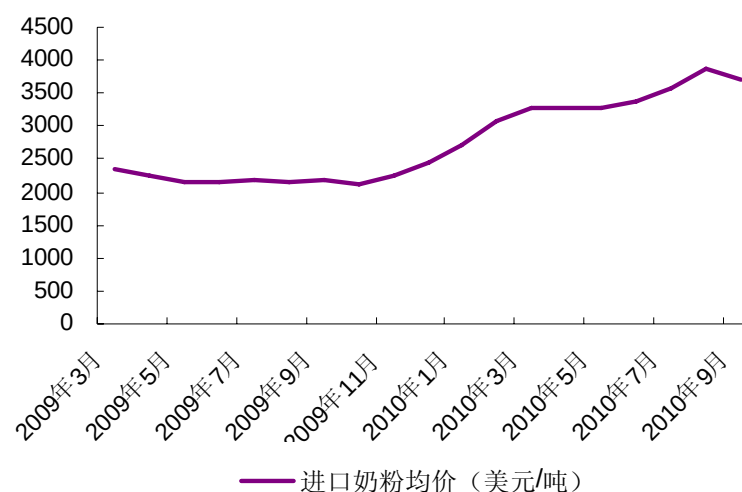


图12：进口奶粉价格呈上升趋势



资料来源：光大证券研究所

白酒：享受结构升级、是跑赢通胀的最佳标的

- 白酒在食品饮料中价格上涨最为明显，是跑赢通胀的最佳标的
- 市场容量足够大，消费结构由“哑铃型”向“纺锤形”调整
- 一线白酒品牌力强、增长稳定、估值优势明显
- 二线白酒崛起，渠道和营销优势明显，业绩爆发性强
- 行业评级及公司推荐：买入，推荐贵州茅台、古井贡酒、山西汾酒

白酒：跑赢通胀的最佳标的

图13：主要产品平均出厂价格

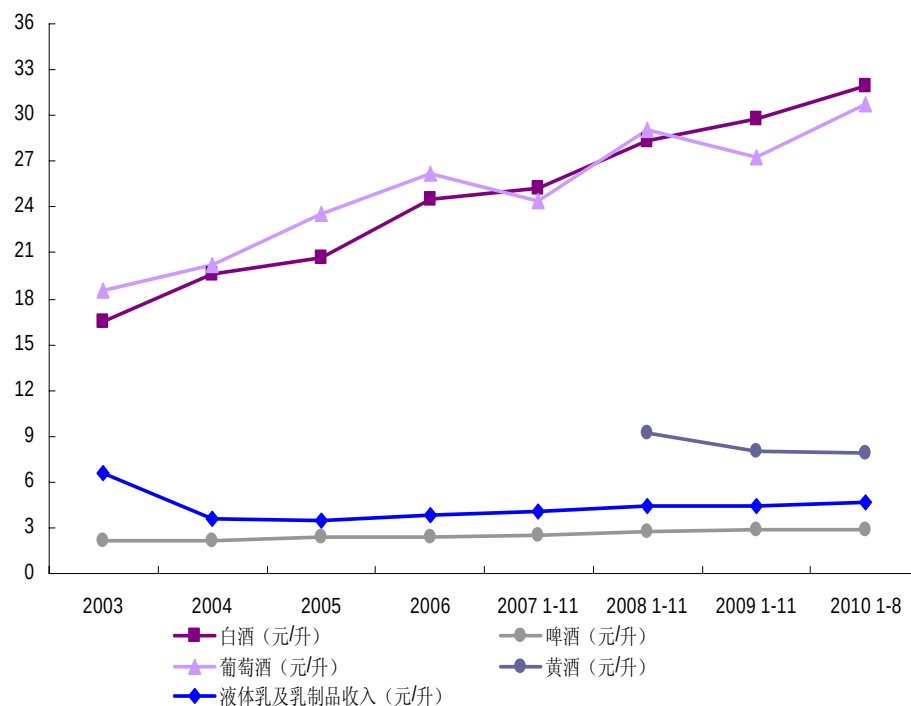
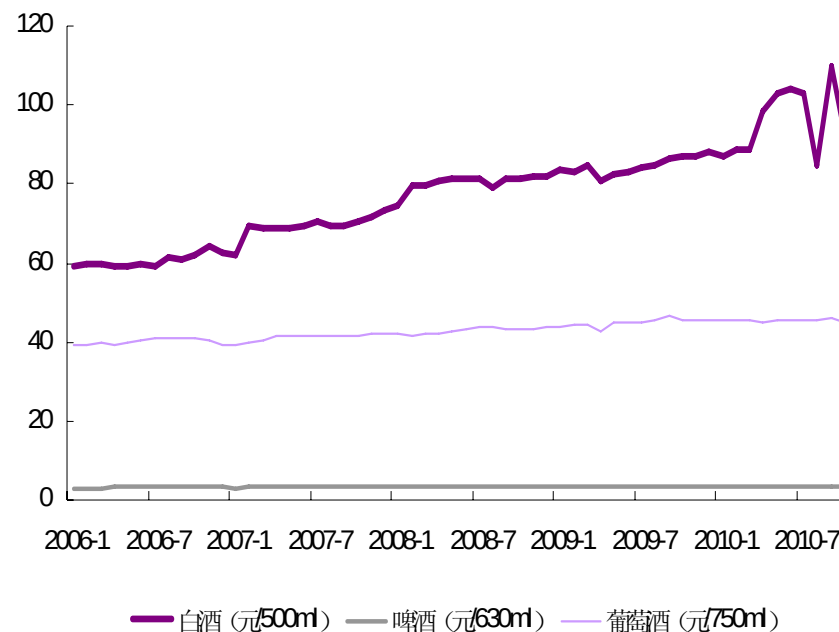


图14：36个城市当地主销产品平均零售价格



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

白酒：市场容量大，消费结构稳步调整

- ◆ 中档白酒行业足够大的市场容量给予各个白酒公司发展壮大的机会
- ◆ 白酒子行业景气度高，收入与利润总额增速位居行业第一
 - 2010年1-8月白酒行业收入、利润总额同比增速分别为35.0%和36.9%
- ◆ 白酒行业消费结构由“哑铃型”逐渐向“纺锤形”调整
 - 50-400元之间的中档酒占白酒市场份额的55%左右

图15：酒类子行业收入比较

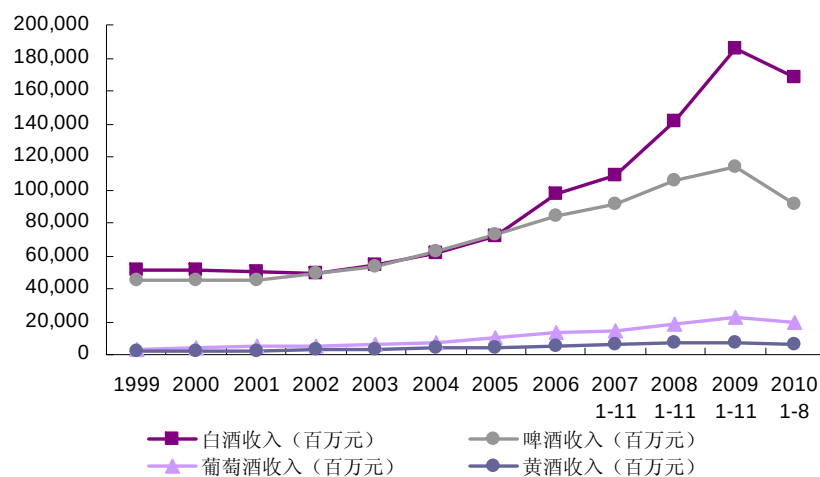
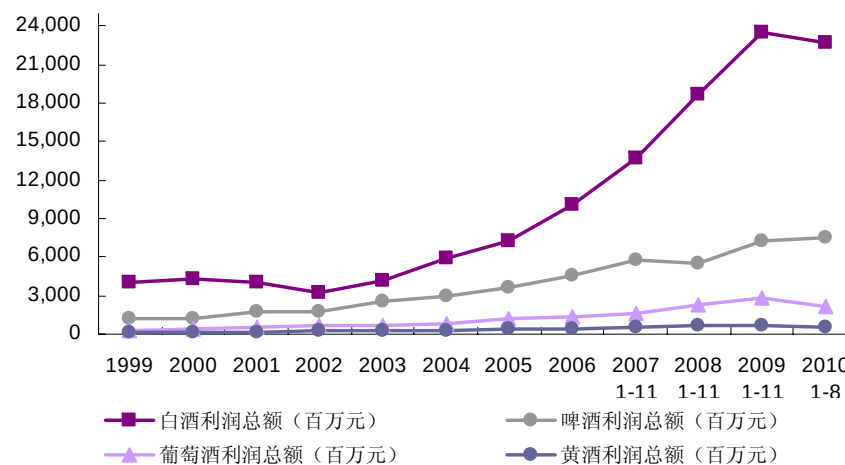


图16：酒类子行业利润总额比较

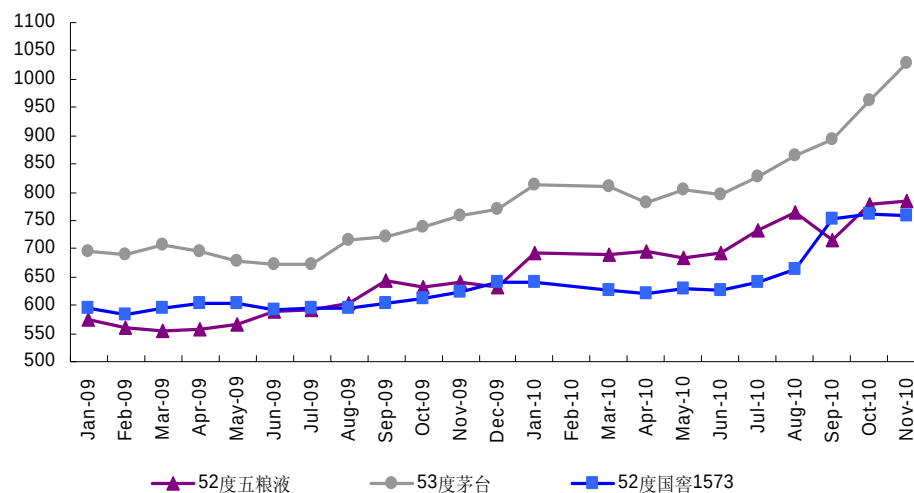


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

一线白酒：品牌力强，估值具有优势

- ◆ 贵州茅台、五粮液、泸州老窖等一线白酒在全国范围内具有很强的品牌，提价能力强
- ◆ 一线高端白酒目前供不应求，零售价格逐月上升，渠道利润高
- ◆ 增长稳定，估值具有优势：行业内估值相对最低，2011年24倍

图17：一线白酒零售价格比较



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

表3：茅台渠道利润最高

	出厂价 (元/瓶)	零售价 (元/瓶)	渠道利润 (元/瓶)
53度茅台	499	1028	529
52度五粮液	509	785	276
52度国窖1573	619	758	139

资料来源：糖酒快讯，光大证券研究所

二线白酒：优势明显，业绩爆发性强

◆ 主要销售产品为中档白酒

◆ 主销地品牌知名度高

◆ 营销与渠道优势明显

◆ 体制灵活

◆ 产品结构升级

表4：白酒公司主要销售产品及价格

公司	主打产品	出厂价（元/瓶）	终端价格（元/瓶）	未来提价空间
二线白酒				
古井贡酒	年份原浆酒（5年）	88	168	★★★★★
	年份原浆酒（8年）	158	268	★★★★★
山西汾酒	老白汾（10年53度）	85	128	★★★★★
	青花瓷（30年48度）	338	498	★★★
金种子酒	地蕴醉三秋	60	108	★★★★★
	柔和种子酒	50	98	★★★★★
	祥和种子酒	30	48	★★★★★
一线白酒				
贵州茅台	53度茅台	499	804	★★
五粮液	52度五粮液	509	684	★★
泸州老窖	52度国窖1573	519	629	★★

表5：二线白酒公司所在省份销售占比及GDP增速

公司	所在省份	公司省内销售占比	09年本省白酒产量（万吨）	09年本省白酒产量市场占有率	09年本省GDP增速	10年H本省GDP增速
古井贡酒	安徽	50%	29.7	4.2%	12.9%	15.4%
山西汾酒	山西	66%	9.9	1.4%	5.5%	17.5%
洋河股份	江苏	73%	34.1	4.8%	12.4%	14.5%
金种子酒	安徽	95%	29.7	4.2%	12.9%	15.4%
沱牌曲酒	四川	94%	156.0	22.1%	14.5%	16.3%
酒鬼酒	湖南	55%	12.5	1.8%	13.6%	15.1%
老白干酒	河北	73%	23.4	3.3%	10.0%	14.1%

二线白酒：优势明显，业绩爆发性强（续）

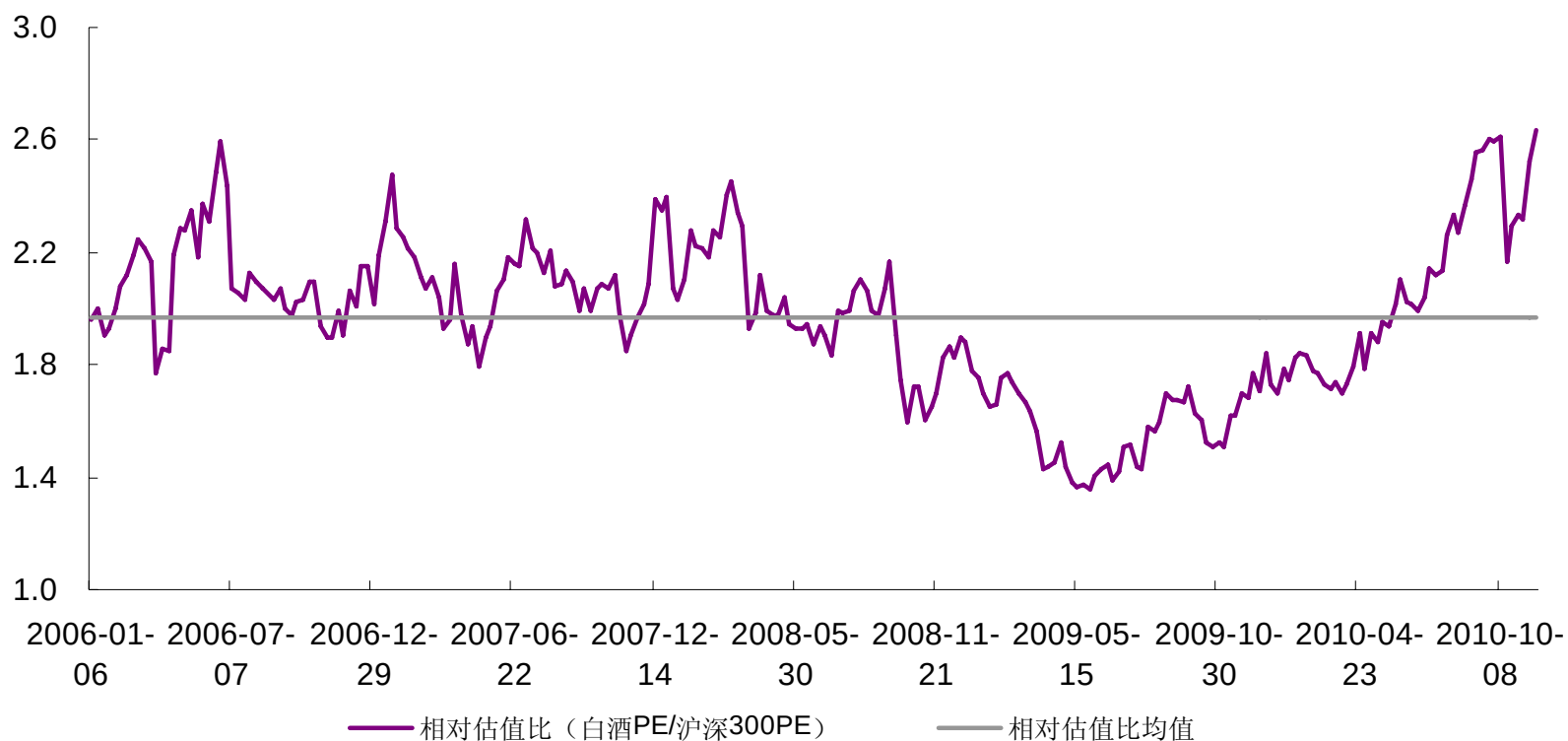
表6：主要二线白酒增速明显快于一线白酒和行业平均(2010年前三季度)

公司	收入同比增速	净利润同比增速	营业税金及附加/收入	净利润率	预收账款同比增速
古井贡酒	28.1%	211.3%	14.7%	11.5%	96.5%
金种子酒	34.7%	148.0%	11.2%	11.2%	60.1%
洋河股份	92.0%	69.9%	1.2%	27.7%	-35.4%
老白干酒	27.9%	64.4%	12.5%	3.5%	17.2%
酒鬼酒	30.8%	58.4%	14.1%	17.0%	46.7%
五粮液	42.9%	47.7%	8.3%	29.6%	73.8%
山西汾酒	40.1%	46.4%	15.1%	22.4%	69.9%
沱牌曲酒	18.6%	31.8%	7.2%	9.2%	-24.4%
泸州老窖	17.3%	25.9%	8.3%	42.0%	92.2%
贵州茅台	19.5%	10.2%	15.1%	44.8%	152.5%
伊力特	21.3%	9.9%	13.1%	12.8%	9.3%
水井坊	6.8%	-22.9%	11.8%	13.0%	57.8%
行业平均	32.0%	44.5%	10.7%	21.2%	47.2%

资料来源：光大证券研究所

白酒：估值与相对估值比处于较高位置

图18：白酒子行业的估值与相对估值比历史均值略有溢价



资料来源：Wind，光大证券研究所

葡萄酒：行业增长空间大，龙头企业受益

- 行业增长空间大
- 结构升级仍在继续
- 寡头垄断竞争格局有利于龙头企业-品牌优势、渠道优势
- 进口酒短期冲击有限
- 行业评级：增持

葡萄酒：行业增长空间大

图19：葡萄酒行业产量保持较快增长

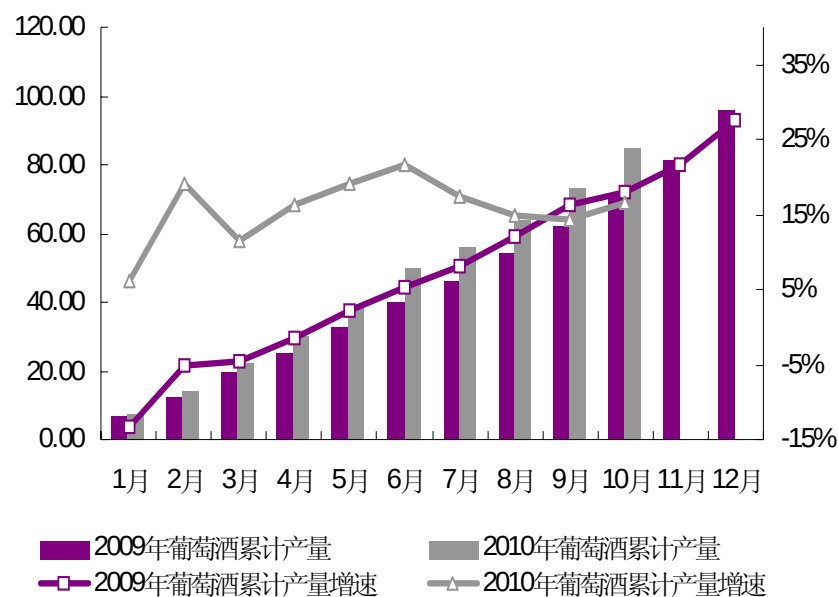
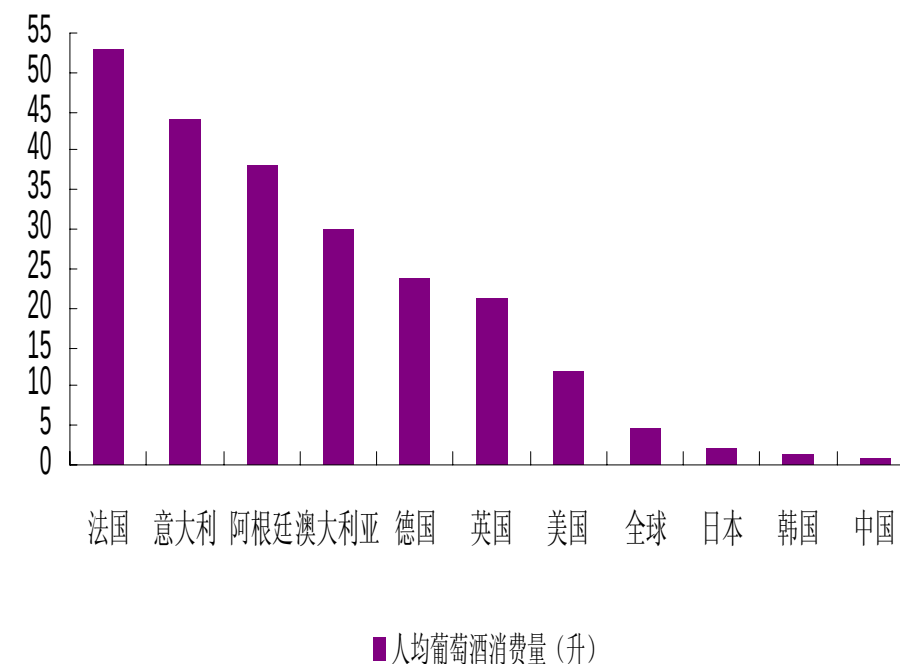


图20：中国人均葡萄酒消费量可提升空间大



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

葡萄酒：收入与利润总额增速仅次于白酒

图21：葡萄酒收入增速仅次于白酒

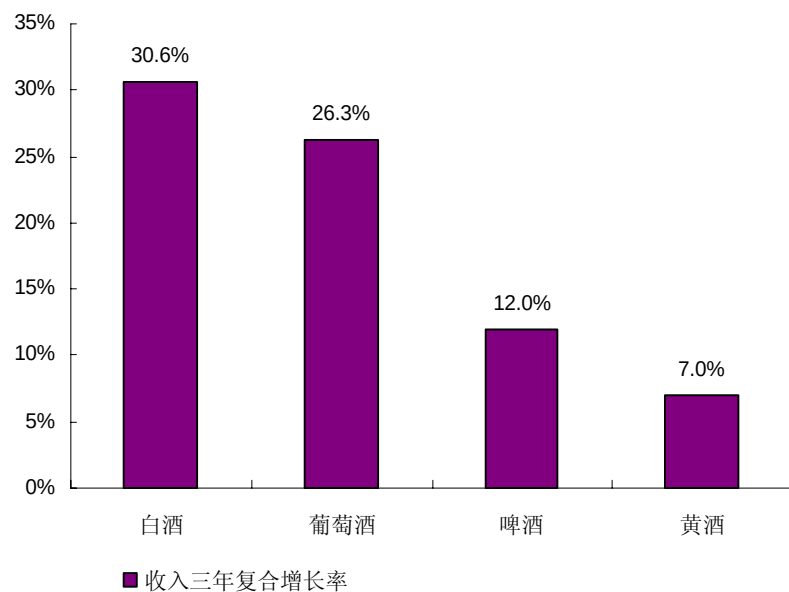
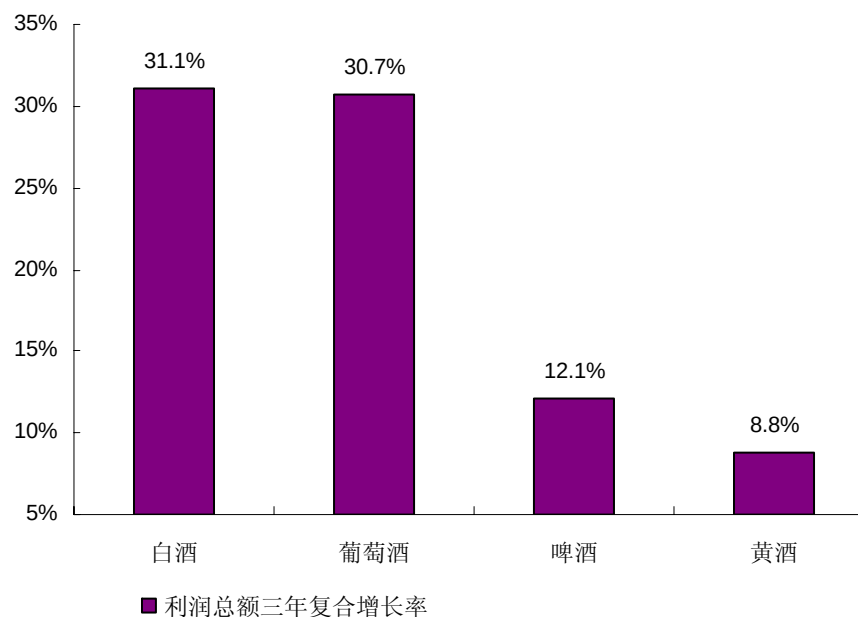


图22：葡萄酒利润总额增速仅略次于白酒



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

葡萄酒：寡头垄断竞争格局有利于龙头企业

◆ 寡头垄断格局：品牌优势、渠道优势

图23：前三大收入比较图

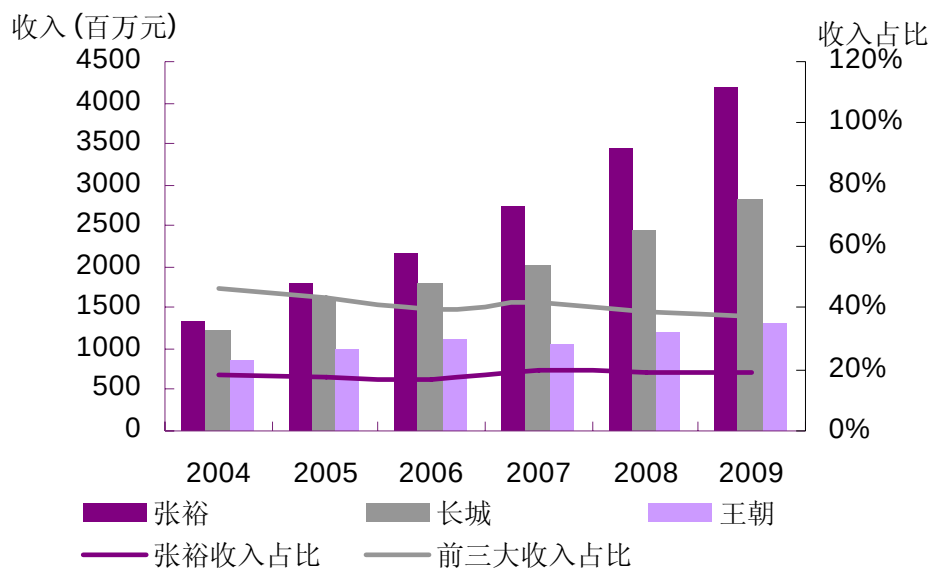
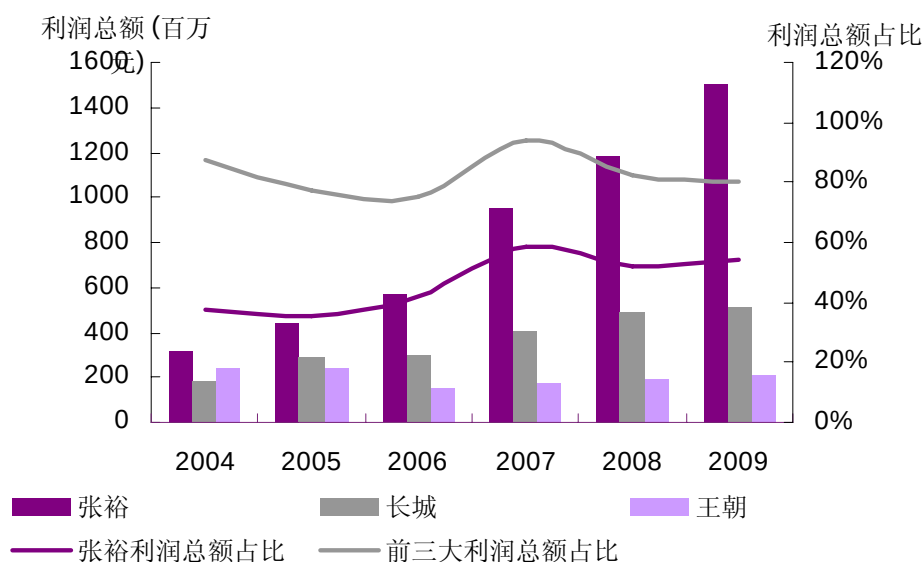


图24：前三大利润总额比较图



资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所

葡萄酒：张裕位居三巨头之首

图25：张裕收入增速居三巨头之首

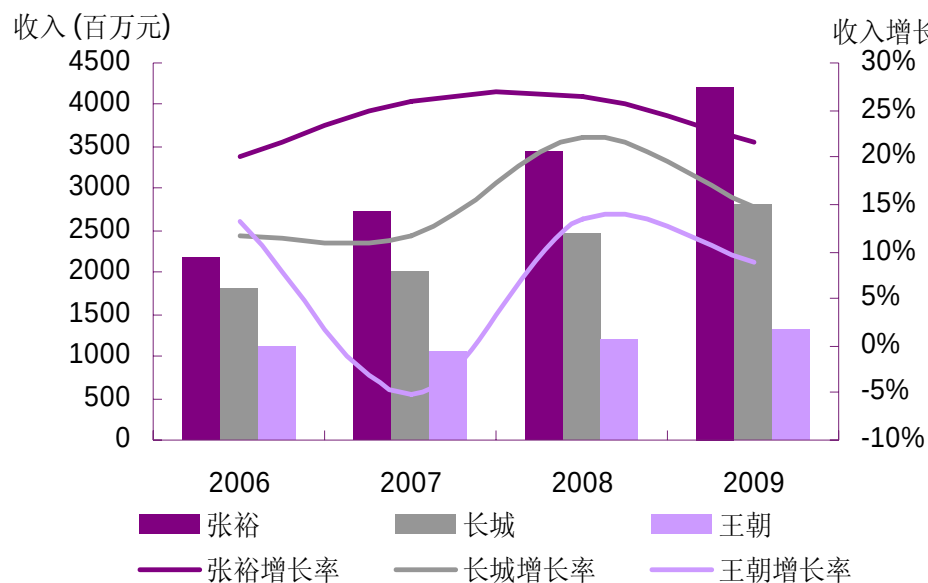
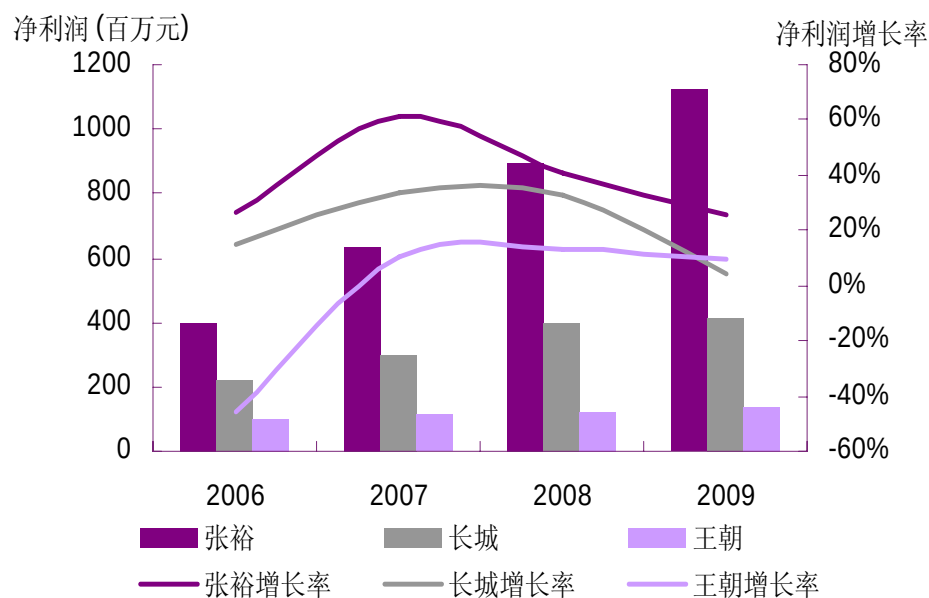


图26：张裕利润总额增速居三巨头之首

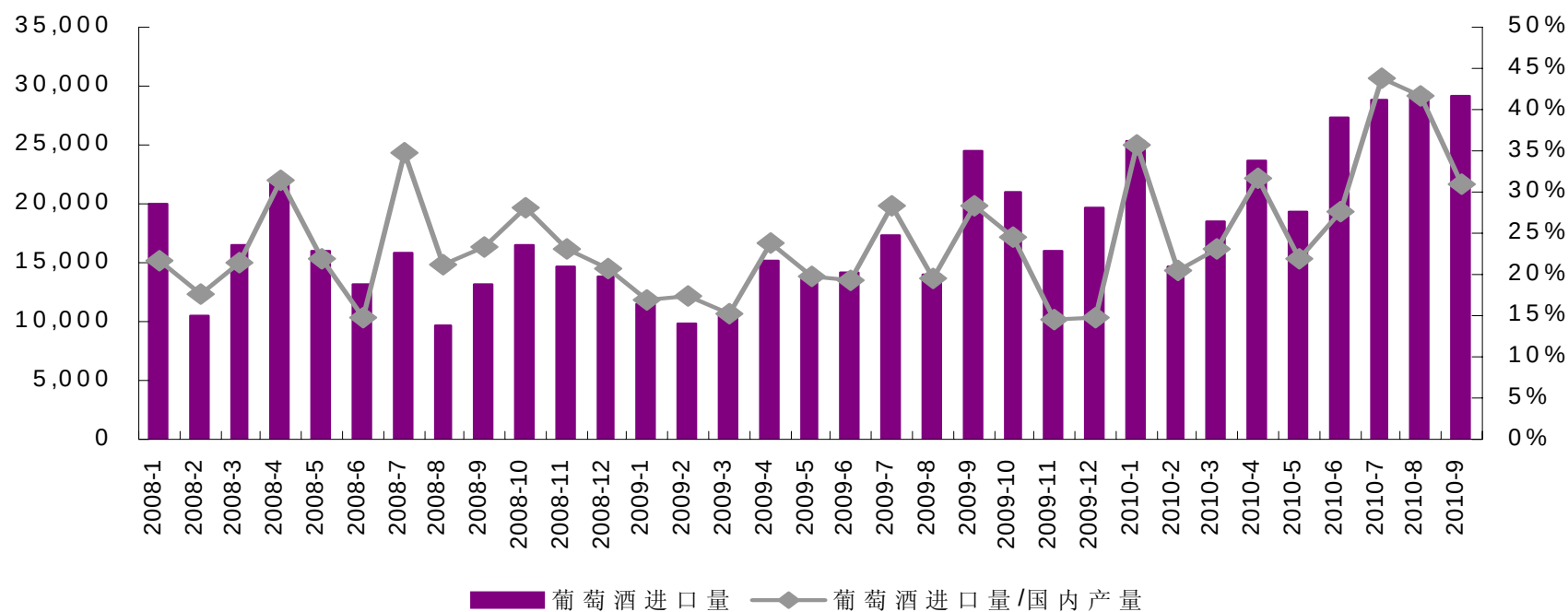


资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所

葡萄酒：进口酒短期冲击有限

- ◆ 进口酒和国产酒的协同发展-扩大消费基数
- ◆ 进口酒品牌和渠道的建设需要时间

图27：进口酒市场份额保持平稳



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

啤酒： 啤麦成本上升， 未来看结构改善

- 中国啤酒行业已处于成熟期，未来销量将实现温和增长
- 产品结构优化是大趋势，将增强行业的盈利能力
- 啤麦成本趋势上涨，明年成本压力加大
- 行业评级：增持

啤酒：产销量温和增长

图28：啤酒当月产量及增速

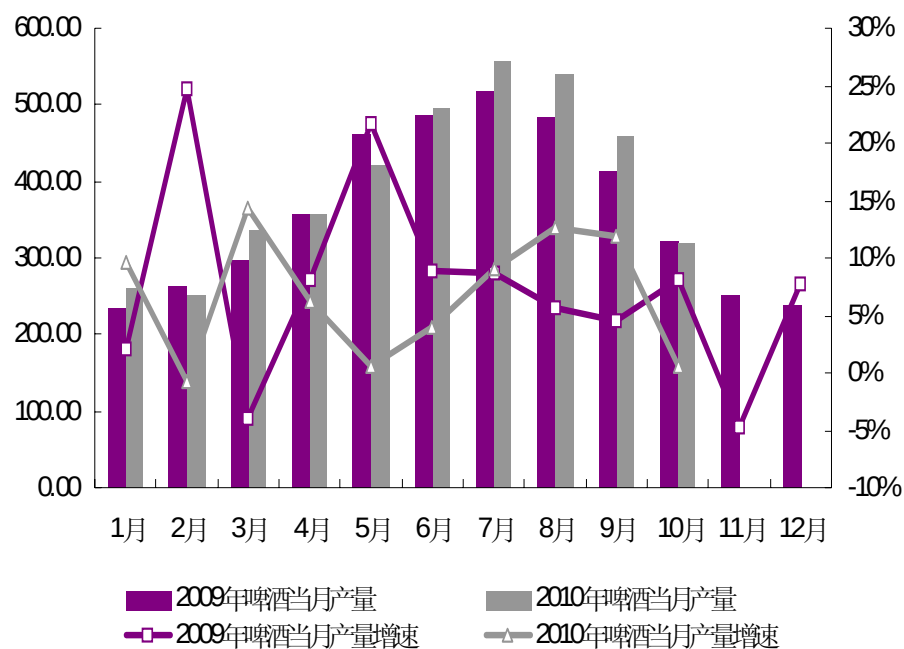
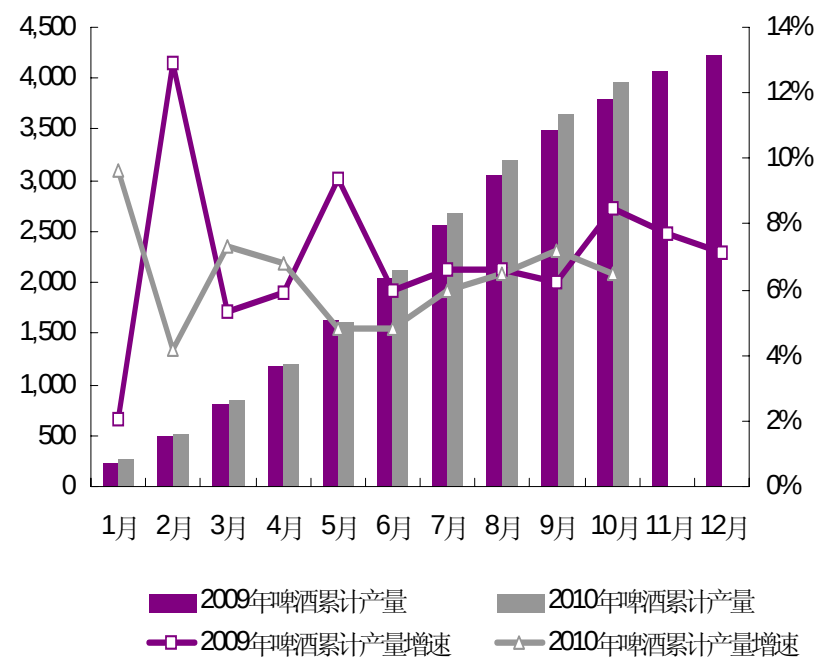


图29：啤酒累计产量及增速



资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所

啤酒：产品结构优化是大趋势

图30：产品结构优化提升吨酒价格

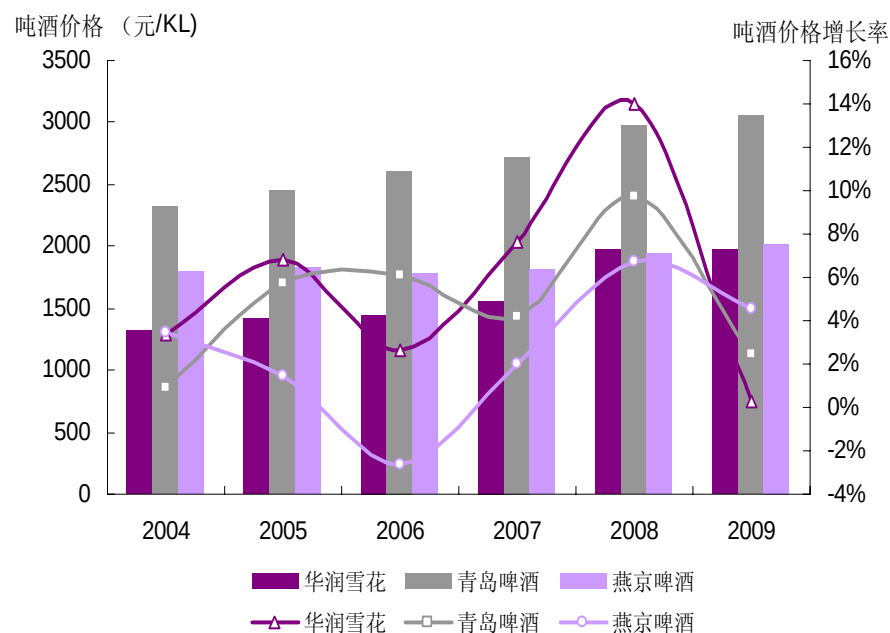
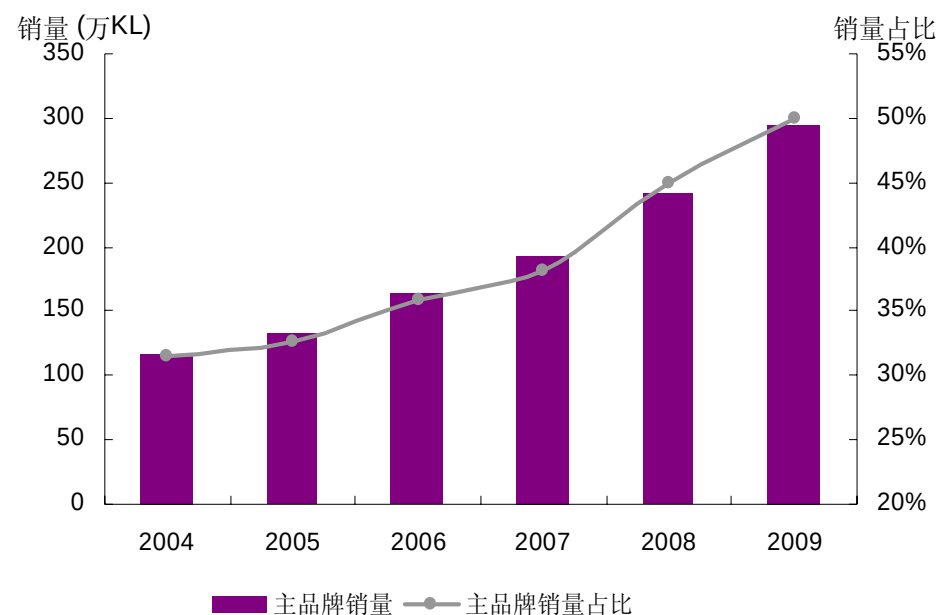


图31：青岛啤酒主品牌占比稳步提升



资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所

啤酒： 啤麦成本趋势上涨， 成本压力加大

图32： 中国进口啤麦量价图

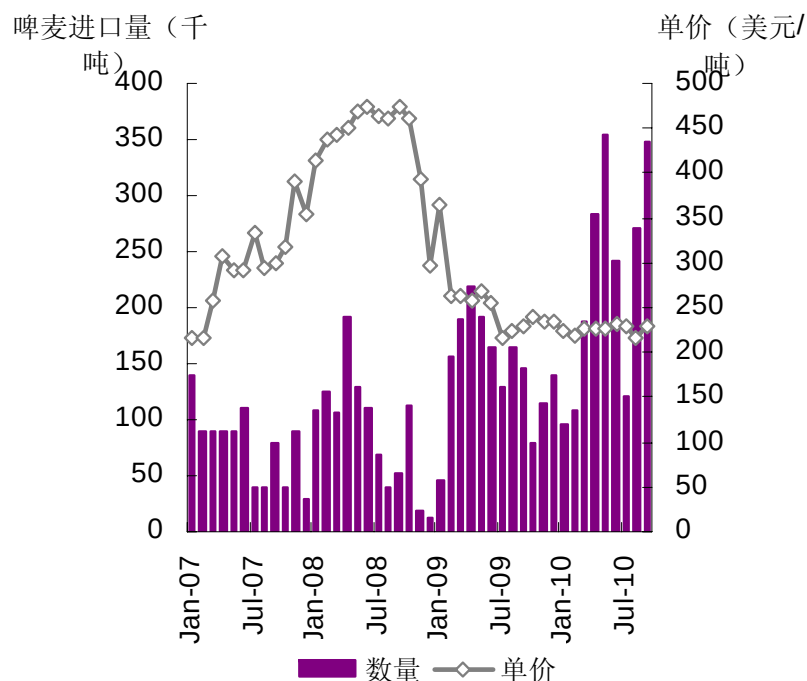
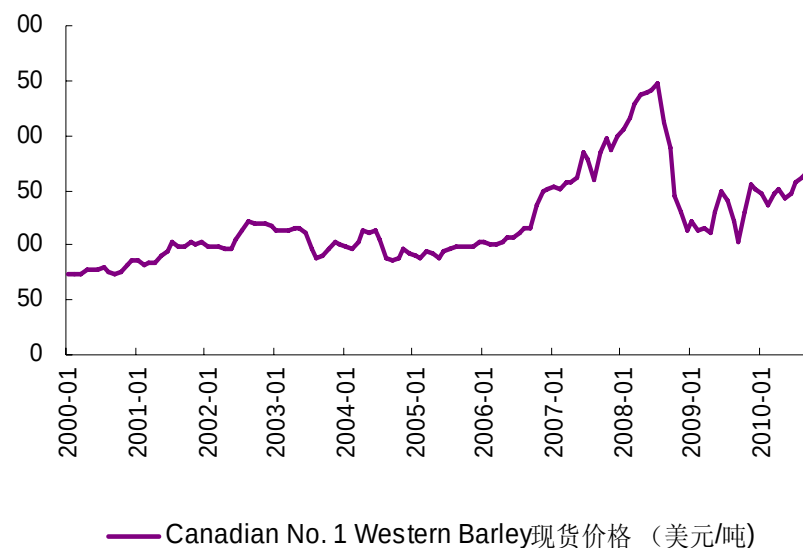


图33： 澳麦价格趋势上涨



资料来源：CEIC，光大证券研究所

3

个股推荐

买入趋势显著向好的公司

安琪酵母：龙头地位稳固、产业链一体化促发展

- ◆ 酵母行业发展前景广阔，公司龙头地位稳固
- ◆ 提价能力强，成本上涨不足为惧
- ◆ 定向增发进一步推进公司产业链一体化
- ◆ 盈利预测与评级：买入，10-12年EPS分别为1.01、1.39和2.04元

伊利股份：市场份额持续扩张、步入公司发展的最佳阶段

- ◆ 液体乳与奶粉业务增速超越行业与蒙牛，步入公司发展的最佳阶段
- ◆ 费用率下降稳步提升公司盈利能力
- ◆ 产品结构升级抵消一部分成本压力
- ◆ 盈利预测与评级：买入，10-12年EPS分别为1.01、1.60和1.94元

皇氏乳业：区域龙头、腾飞在即

- ◆ 立足差异化，拓展区域蓝海市场
- ◆ 募投项目解决产能瓶颈
- ◆ 本土与外埠两条腿走路，公司腾飞在即
- ◆ 盈利预测与评级：买入，10-12年EPS分别为0.67、1.02和1.39元

贵州茅台：品牌无与伦比、价差不断创新高

- ◆ 公司品牌在高端酒中无与伦比，供不应求现象显著
- ◆ 终端价格、一批价格屡超预期，渠道价差为白酒中最大
- ◆ 预计今年12月出厂价提价100元左右，很可能超预期
- ◆ 管理层与股东之间的沟通改善，治理结构更趋良性
- ◆ 盈利预测与评级：买入，10-12年EPS分别为5.53、7.20和8.64元

古井贡酒：销售井喷，行业增长和公司改善双重受益

- ◆ 受益于中档白酒行业发展契机，是二线白酒中高速增长态势最为确定的公司
- ◆ 内部体制、管理、销售改革与梳理走在其他行业前列
- ◆ 聚焦战略初见成效，三通工程持续推进细化营销渠道
- ◆ 核心产品年份原浆酒销售有望持续超预期
- ◆ 产品结构升级大幅提高盈利能力
- ◆ 盈利预测与评级：买入，10-12年EPS分别为1.18、1.95和2.90元

山西汾酒： 内外变革迎来高速发展

- ◆ 受益于中档白酒行业发展契机
- ◆ 公司内外改革为高速发展打下基础
- ◆ 产品结构升级提升盈利能力
- ◆ 资产注入与整体上市预期强烈
- ◆ 盈利预测与评级： 买入， 10-12年EPS分别为1.25、 1.82和2.36元

盈利预测与评级

公司		股价		EPS			PE		投资 评级
		2010-11-19	10E	11E	12E	10E	11E	12E	
白酒与葡萄酒									
000596	古井贡酒	79.50	1.18	1.95	2.90	67.37	40.77	27.41	买入
600519	贵州茅台	175.16	5.53	7.20	8.78	31.67	24.33	19.95	买入
000858	五粮液	37.00	1.25	1.52	1.89	29.60	24.34	19.58	买入
000568	泸州老窖	43.70	1.45	1.53	1.84	30.14	28.56	23.75	买入
600809	山西汾酒	78.53	1.25	1.82	2.36	62.82	43.15	33.28	买入
002304	洋河股份	254.10	4.75	6.90	8.95	53.49	36.83	28.39	买入
600779	水井坊	23.65	0.72	0.88	1.09	32.85	26.88	21.70	增持
000869	张裕A	107.17	2.75	3.44	4.49	38.97	31.15	23.87	买入
啤酒									
000729	燕京啤酒	19.40	0.81	0.96	1.13	23.95	20.21	17.17	增持
600600	青岛啤酒	35.18	1.18	1.38	1.78	29.81	25.49	19.76	增持
乳制品及其他									
600887	伊利股份	40.69	0.93	1.60	1.94	43.75	25.43	20.97	买入
002329	皇氏乳业	45.59	0.67	1.02	1.39	68.04	44.70	32.80	买入
600298	安琪酵母	45.69	1.01	1.39	2.01	45.24	32.87	22.73	买入
002286	保龄宝	29.30	0.48	1.00	1.34	61.04	29.30	21.87	买入

谢 谢！

联系人：李卓

电话：021-22169079

Email: lizhuo_yjs@ebscn.com