



证券研究报告·行业深度

迎来阶段性建仓时机

——食品饮料 1 季度业绩综述

饮料制造业表现尤为突出：收入、净利增速双双居各板块前列
1、白酒量升价涨，收入集中度明显提升。一季度白酒行业收入同比增长 37%，利润总额同比增长 40%，提价、产品升级成为支撑该行业继续高速增长的动力。其中一线白酒业绩超预期，而二线白酒表现更为抢眼。

2、啤酒龙头企业继续领跑，行业两极分化严重。行业收入、利润均呈现加速增长态势，收入大幅增长 18.84%；利润总额累同比增长 37.78%。龙头企业青岛、燕京业绩良好，盈利能力增强，第二梯队则出现利润下滑。

3、红酒盈利水平较高，龙头受益。一季度上市公司实现收入 17.34 亿元，约占行业 1/5，净利润同比增长 69.32%。受张裕产品结构升级、毛利率提升的影响，葡萄酒板块的整体毛利率在各板块中处于首位。

食品制造业整体表现一般，乳制品、调味品环境转暖

1、乳制品消费环境回暖，净利增速喜人。板块上市公司 1 季度营收同比增长 26%，利润总额同比增长 29%，均高于去年水平。毛利连续三个季度回升，销售费用率出现下降，需求对产品销售的支撑已十分明显。我们认为乳制品行业的拐点已经到来，业绩具有超预期的可能性，特别是龙头公司受益将更加明显。

2、调味品延续高景气。板块上市公司 1 季度营业收入和净利润都获得大幅增长，行业的景气度延续了以往的良好态势。但是净利润同比增速有所下降，主要由毛利率的下降引起，1 季度毛利率下降了 2 个百分点，说明调味需求价格弹性较大，但需求的旺盛将维持行业景气度将继续延续。

次新股板块利润普遍下降，未来发展有待观察

次新板块一季业绩普遍低于预期。受折旧、摊销、研发等管理费用大幅提升影响，利润增幅下降明显，1 季度净利润增长仅 5%。但板块需求较为旺盛，制约板块盈利的主要是产能未释放。估值偏高是最主要的风险因素，风险释放后则可能产生潜在的投资标的。

投资策略：板块有企稳迹象、迎来阶段建仓期

经过前期连续下跌，食品饮料板块有企稳迹象，已连续两周强于大盘，展现出较好的防御性。通过我们对食品印料行业 1 季报的分析，结合宏观、策略团队观点，我们认为食品饮料行业迎来阶段性建仓时机。白酒推荐：山西汾酒、贵州茅台和洋河股份；乳制品推荐：伊利股份；红酒推荐张裕 A；啤酒推荐青岛啤酒；其他推荐承德露露、安琪酵母。

食品饮料

维持评级

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440209090411

联系人：张萍

zhangpingbj@csc.com.cn

010-85156382

李宁

liningbj@csc.com.cn

010-85156328

发布日期：2011 年 5 月 9 日

市场表现



相关研究报告

11.05.03	食品饮料行业市场周报第 12 期（4 月第 4 周）：坚定推荐二线白酒
11.04.25	食品饮料市场周报：建议对个别低估值股票谨慎建仓
11.04.19	2011 年二季度投资策略报告之食品饮料行业：白酒的整体繁荣与走向分化



目 录

一、饮料制造：一季报业绩表现尤为突出	3
1、横向比较：各项指标名列前茅，行业景气度持续提升.....	3
2、纵向比较：增速加快，行业高增长不变.....	4
3、各子板块分化明显	6
二、食品制造：整体表现一般	13
1、收入和利润增幅同比回落，运行平稳.....	13
2、毛利率和销售费用率：抵御通胀能力的密码.....	14
3、子板块分析：乳制品和调味品环境转暖.....	15
三、农副产品加工：收入略有增长，利润下滑严重.....	20
四、中小板和创业板次新股：利润普遍下降，未来发展有待观察.....	22
五、估值与盈利预测	23
行业评级：维持“增持”评级	23
六、投资策略	25
1、白酒板块： 山西汾酒、贵州茅台、洋河股份.....	25
2、乳制品：伊利股份	26
3、红酒：张裕 A	26
4、啤酒：青岛啤酒	26
5、其他：承德露露、安琪酵母	26



图 表

图 1: 各板块收入增速比较	3
图 2: 食品饮料子板块收入增速比较	3
图 3: 各板块净利润增速比较	3
图 4: 食品饮料子板块净利润增速比较	3
图 5: 各板块历年一季度每股收益比较	4
图 6: 食品饮料板块内部每股收益比较	4
图 7: 饮料制造板块收入、净利润增长趋势	5
图 8: 各板块历年一季度毛利率走势	5
图 9: 各板块历年一季度营销费用率走势	6
图 10: 05 年以来白酒制造行业主营业务收入及增速	6
图 11: 05 年以来白酒制造行业利润总额及增速	6
图 12: 二线白酒历年一季度收入增速情况	8
图 13: 二线白酒历年净利润增速情况	8
图 14: 一线白酒历年一季度收入增速情况	9
图 15: 一线白酒历年一季度净利润增速情况	9
图 16: 01 年以来啤酒制造行业主营业务收入及增速	9
图 17: 01 年以来啤酒制造行业利润总额及增速	9
图 18: 啤酒大佬历年一季度收入增速情况	10
图 19: 啤酒大佬历年一季度净利润增速情况	10
图 20: 98 年以来葡萄酒制造行业主营业务收入及增速	11
图 21: 98 年以来葡萄酒制造行业利润总额及增速	11
图 22: 葡萄酒上市公司营销费用率变化	12
图 23: 食品制造板块 1 季度营业收入同比情况	13
图 24: 食品制造板块 1 季度净利润同比情况	13
图 25: 食品制造板块营业收入环比情况	13
图 26: 食品制造板块净利润环比情况	13
图 27: 食品饮料指数与 CPI 密切相关	14
图 28: 食品制造业 1 季度毛利率变化情况	14
图 29: 食品制造业 1 季度销售费用变化情况	15
图 30: 乳制品板块 1 季度营业收入同比情况	15
图 31: 乳制品板块 1 季度净利润同比情况	15
图 32: 乳制品板块毛利率、销售费用率环比变化情况	16
图 33: 调味品板块 1 季度营收同比情况	17
图 34: 调味品板块 1 季度净利润同比情况	17
图 35: 调味品板块毛利率、销售费用率环比变化情况	18
图 36: 其他食品制造板块 1 季度营业收入同比情况	19
图 37: 其他食品制造板块 1 季度净利润同比情况	19
图 38: 其他食品制造板块毛利率、销售费用率环比变化情况	20
图 39: 农副产品加工板块 1 季度营业收入同比情况	20



图 40: 农副产品加工板块 1 季度净利润同比情况.....	20
图 41: 食品加工板块毛利率、销售费用率环比变化情况.....	21
图 42: 次新板块 1 季度营业收入同比情况	22
图 43: 次新板块 1 季度净利润同比情况	22
图 44: 次新板块毛利率、销售费用率环比变化情况.....	23
表 1: 白酒上市公司应收及净利润增速情况	7
表 2: 白酒上市公司毛利率、净利率情况	7
表 3: 啤酒上市公司营收及净利润增速情况	9
表 4: 啤酒上市公司毛利率、净利率情况	10
表 5: 葡萄酒上市公司收入、净利润指标	11
表 6: 葡萄酒上市公司毛利率、净利率情况	11
表 7: 其他饮料上市公司业绩指标	12
表 8: 乳制品上市公司应收及净利润增速情况	16
表 9: 乳制品上市公司毛利率、净利率情况	16
表 10: 调味品上市公司应收及净利润增速情况.....	17
表 11: 调味品上市公司毛利率、净利率情况.....	18
表 12: 其他食品制造上市公司毛利率、净利率情况.....	19
表 13: 农副产品加工上市公司应收及净利润增速情况.....	20
表 14: 农副产品加工上市公司毛利率、净利率情况.....	21
表 15: 次新板块上市公司应收及净利润增速情况.....	22
表 16: 次新板块上市公司毛利率、净利率情况.....	23
表 17: 主要覆盖上市公司估值水平	24

一、饮料制造：一季报业绩表现尤为突出

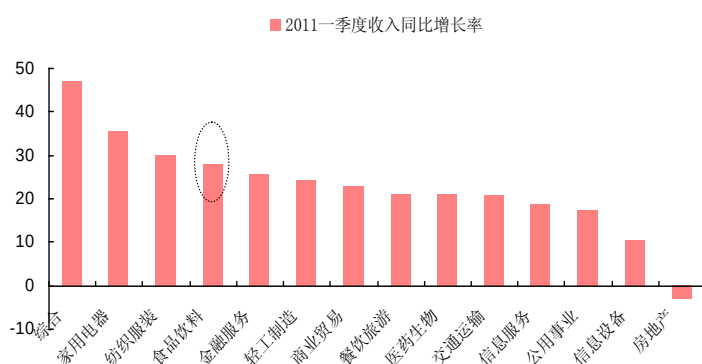
截至4月30日，饮料制造行业30家上市公司一季报已如期全部公布，整体表现尤为突出：

1、横向比较：各项指标名列前茅，行业景气度持续提升

1.1 收入增速分析

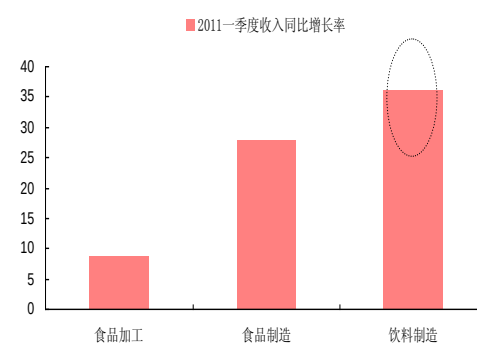
食品饮料板块2011年一季度收入同比增长27.84%，位于各板块第四；饮料制造板块一季度收入同比增长36.04%，引领整个食品饮料板块的增长。

图1:各板块收入增速比较



资料来源: WIND, 中信建投研发部

图2:食品饮料子板块收入增速比较

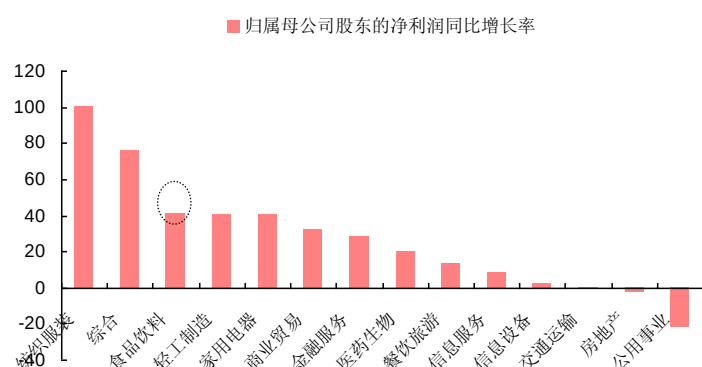


资料来源: WIND, 中信建投研发部

1.2 净利润增长分析

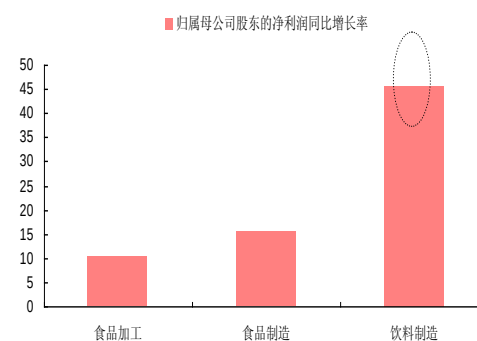
食品饮料板块2011年一季度净利润增长41.56%，在各板块中排名第三；饮料制造一季度净利润同比增长45.65%，继续领先于板块内其他子板块。

图3:各板块净利润增速比较



资料来源: WIND, 中信建投研发部

图4:食品饮料子板块净利润增速比较

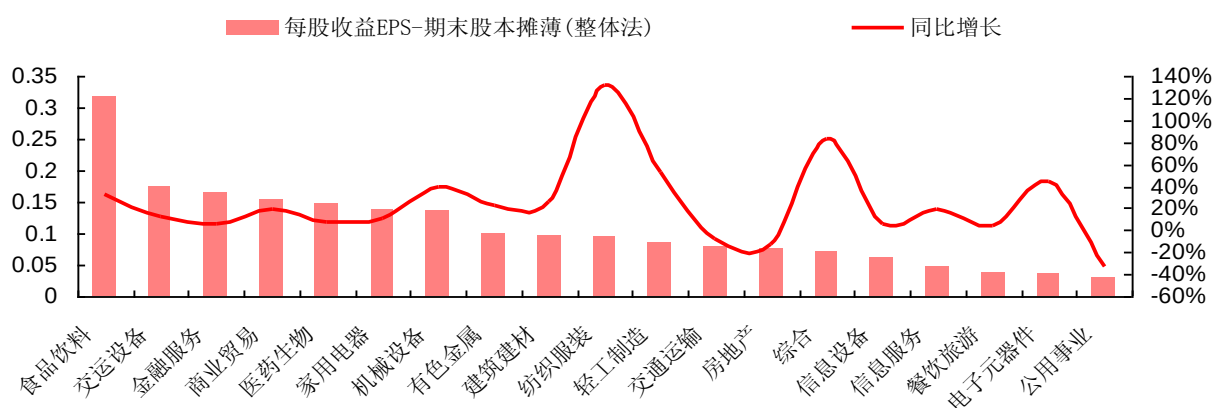


资料来源: WIND, 中信建投研发部

1.3 每股收益分析

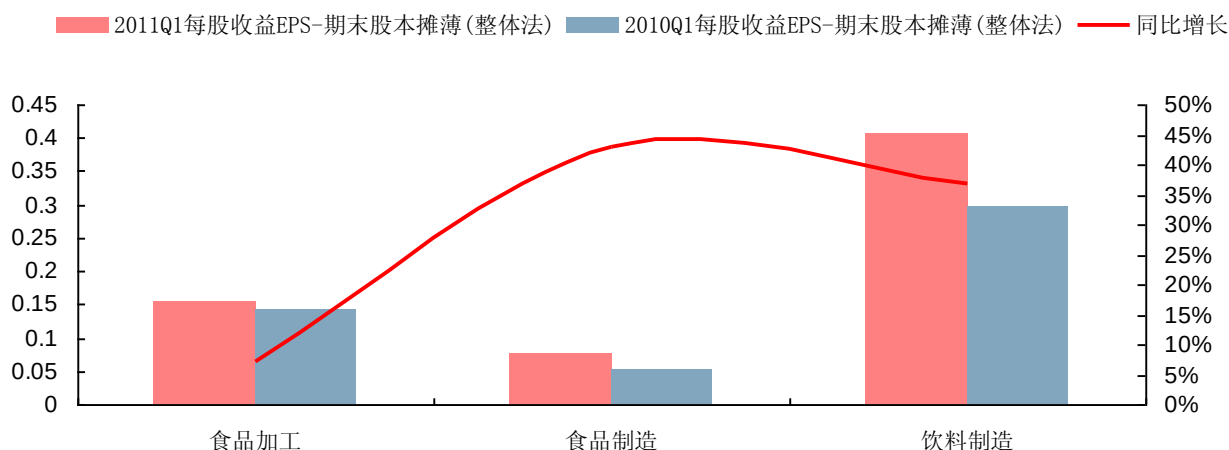
在 23 个板块中，食品饮料每股收益的绝对值达到 0.32 元，位于各板块之首；较去年同期增长 32.14%，也处于各板块前列。而饮料板块的每股收益高达 0.41 元，同比增长 36.73%，有效的抬高了整个食品饮料板块的盈利能力。

图 5：各板块历年一季度每股收益比较



资料来源：WIND，中信建投研究所

图 6：食品饮料板块内部每股收益比较



资料来源：WIND，中信建投研究所

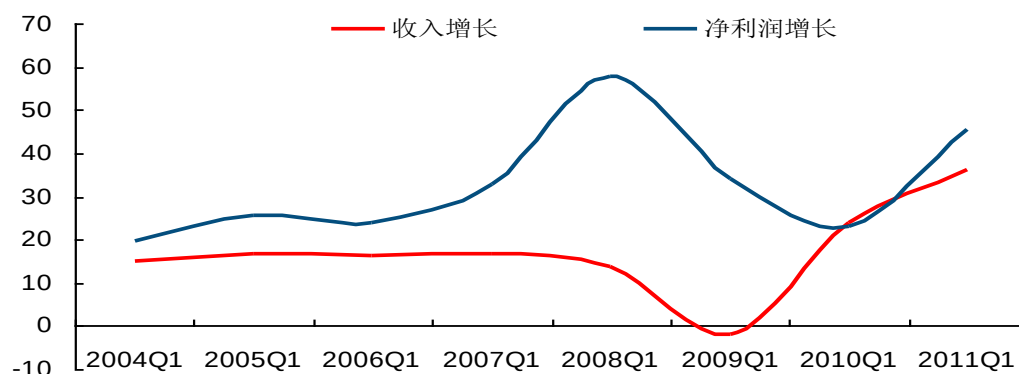
2、纵向比较：增速加快，行业高增长不变

2.1：增速达到 04 年以来的历史高位

一季度饮料制造板块累计实现收入 350.82 亿元，较去年同期增长 36.61%，增速提升 13 个百分点，收入增速已经达到了历史高点，其中超越上市公司平均水平的有 12 家公司，白酒公司占比 75%。

一季度归属母公司净利润同比增长 45.65%，增速提升 15 个百分点。其中超越上市公司平均水平的有 12 家公司，白酒占比 58%。从下图我们可以看出，从 09 年行业处于低谷之后，10、11 年已经出现了一个恢复性增长阶段。

图 7：饮料制造板块收入、净利润增长趋势

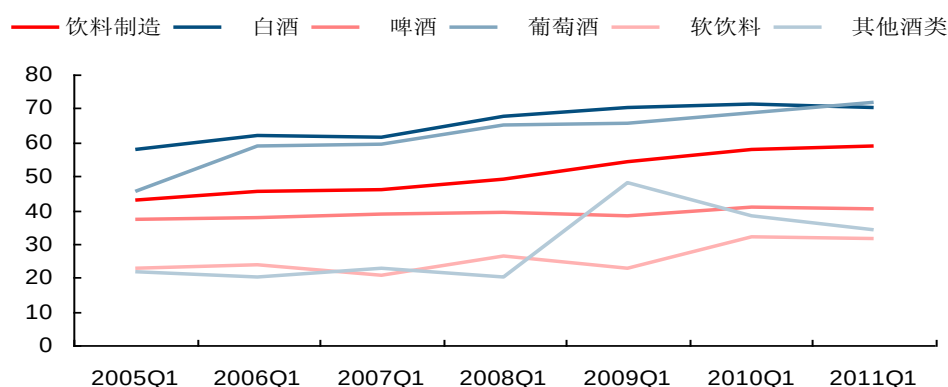


资料来源：WIND，中信建投研究所

2.2 葡萄酒板块毛利率提升最快

饮料板块一季度毛利率小幅提升 1 个百分点，达到 58.77%，并呈现出逐年上升的良好态势。各子板块中，白酒、啤酒、葡萄酒板块同比小幅下降，但基本处于高位；而葡萄酒板块毛利率上升了 3.38 个百分点，超越了白酒板块并达到历史高点，为 71.89%。在经济增长持续，人均收入水平不断提升的大背景下，消费结构调整推动产品升级，饮料板块尤其是白酒、葡萄酒盈利能力将继续维持高位。

图 8：各板块历年一季度毛利率走势



资料来源：WIND，中信建投研究所

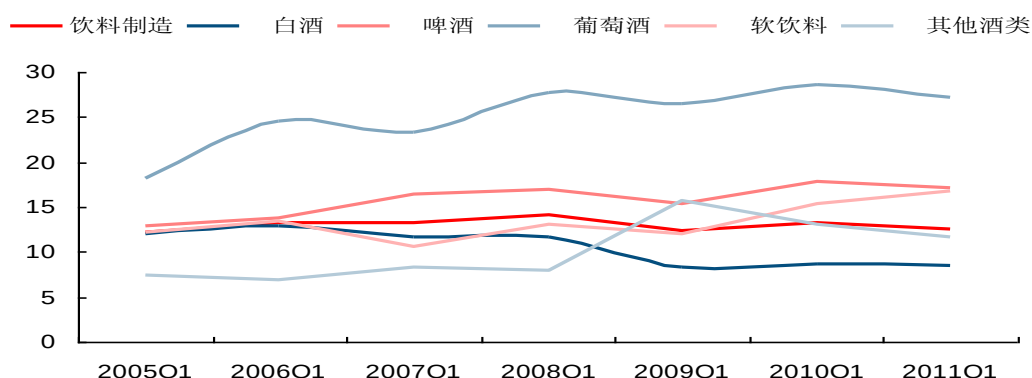
2.3 业绩强劲增长，营销费用率不增反降

饮料板块整体营销费用率 2011 年一季度呈同比下降走势，各子板块中，除了软饮料上升外，其余板块都有所下降，其中下降最快的为葡萄酒板块，一季度营销费用率为 27.16%，同比下降 1.37 个百分点；业绩增长强劲

的白酒板块一季度营销费用率也有所下降（8.55%），并处于 2005 年以来的低点。由此可以看出，在如此超预期增长背景下，营销推动力并没有突出体现，对行业业绩起主导作用的仍旧是不变的“消费需求拉动”。

同时，从上面分析可知，饮料板块营销费用率在下降，但毛利率却在提升，我们可以推论出：当前消费环境宽松，在通胀预期不变的情况下，饮料板块转嫁成本的能力突出。

图 9：各板块历年一季度营销费用率走势



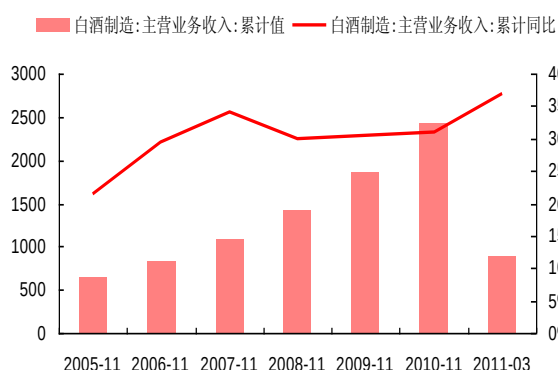
资料来源：WIND，中信建投研究所

3、各子板块分化明显

3.1 白酒：量升价涨，收入集中度明显提升

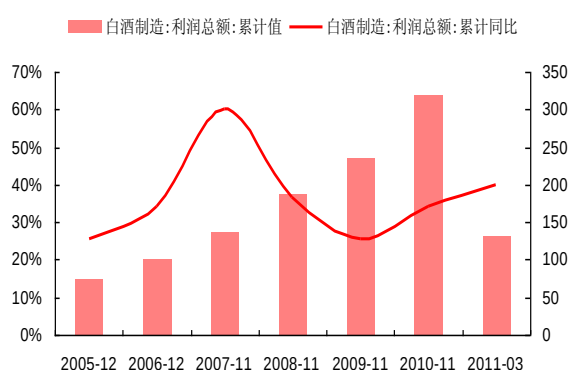
一季度白酒销量（折合 65 度）237.3 万千升，同比增长 14.14%，增速下降幅度较大（36 个百分点）。但行业收入同比增长 37%，利润总额同比增长 40%，明显快于销量，可见提价、产品升级成为支撑该行业继续高速增长的动力。

图 10：05 年以来白酒制造行业主营业务收入及增速



资料来源：WIND，中信建投研发部

图 11：05 年以来白酒制造行业利润总额及增速



资料来源：WIND，中信建投研发部

上市公司实现收入 212.81 亿元，约占整个白酒制造行业的 1/4，这一比例较去年底上升 5 个百分点，可见白酒收入逐步向名牌企业集中。一季度上市公司实现净利润同比增长 51.43%，增速提升 22 个百分点。



表 1：白酒上市公司应收及净利润增速情况

证券代码	证券简称	营业收入(同比增长率)			归属母公司股东的净利润(同比增长率)		
		2011Q1	2010Q1	增速变化	2011Q1	2010Q1	增速变化
000568.SZ	泸州老窖	42	13	29	32	28	4
000596.SZ	古井贡酒	66	25	41	122	193	-71
000799.SZ	酒鬼酒	63	79	-16	806	143	663
000858.SZ	五粮液	39	35	4	37	21	16
000995.SZ	ST 皇台	28	40	-12	1556	124	1432
002304.SZ	洋河股份	88	75	13	62	99	-36
600197.SH	伊力特	20	20	0	20	30	-10
600199.SH	金种子酒	92	32	60	182	152	29
600519.SH	贵州茅台	39	21	18	49	4	45
600559.SH	老白干酒	59	-1	60	41	-23	64
600702.SH	沱牌曲酒	-14	56	-70	17	119	-101
600779.SH	水井坊	-2	58	-60	14	11	3
600809.SH	山西汾酒	81	68	13	94	67	27
板块平均		49	35	14	49	28	21

资料来源：WIND, 中信建投研发部，备注：红色字体表示该指标超越板块平均水平

表 2：白酒上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1
酒鬼酒	73	76	11	2	63	79	806	143
ST 皇台	42	74	108	8	28	40	1556	124
山西汾酒	76	74	31	29	81	68	94	67
水井坊	80	76	29	25	-2	58	14	11
洋河股份	59	60	35	37	88	75	62	99
五粮液	66	70	35	35	39	35	37	21
老白干酒	36	33	4	5	59	-1	41	-23
贵州茅台	91	90	47	44	39	21	49	4
沱牌曲酒	55	31	14	10	-14	56	17	119
泸州老窖	70	73	45	48	42	13	32	28
金种子酒	58	41	19	13	92	32	182	152
伊力特	44	45	15	15	20	20	20	30
古井贡酒	74	71	18	13	66	25	122	193

资料来源：WIND, 中信建投研发部，备注：红色字体代表毛利率、净利率水平在提升的公司

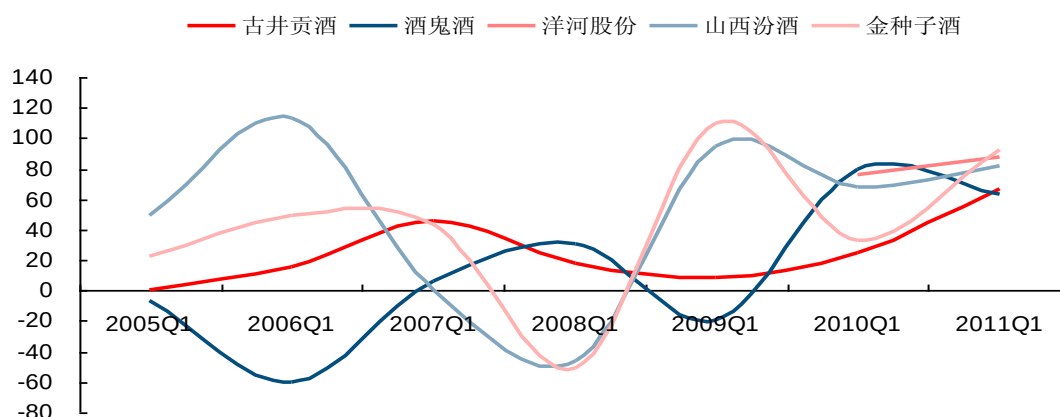
综合成长性及盈利能力指标，我们认为山西汾酒、金种子酒、古井贡在同行业中处于较强地位；其次是洋河、茅台、五粮液。

3.1.1：二线白酒表现最为抢眼

净利润增长排名前五（除 ST 皇台非主业贡献）的为酒鬼酒（806.4%）、金种子酒（181.79%）、古井贡

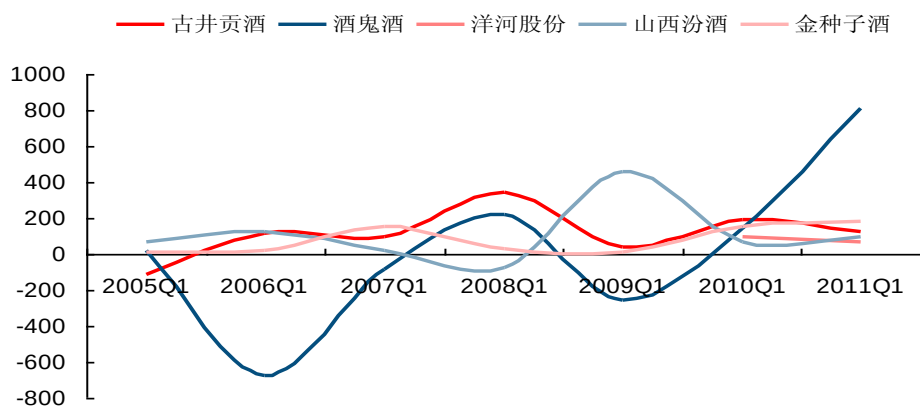
(122.04%)、汾酒(94.33%)以及洋河(62.39%)。这其中除了酒鬼酒,其他四只白酒10、11年一季度连续保持超越平均水平的高增长。正如我们前期判断,二线白酒品牌上有上位的可能,营销上又有驱逐一线白酒的能力,在品牌与渠道的双轮驱动下,表现最为抢眼。

图 12: 二线白酒历年一季度收入增速情况



资料来源: WIND, 中信建投研究所

图 13: 二线白酒历年净利润增速情况

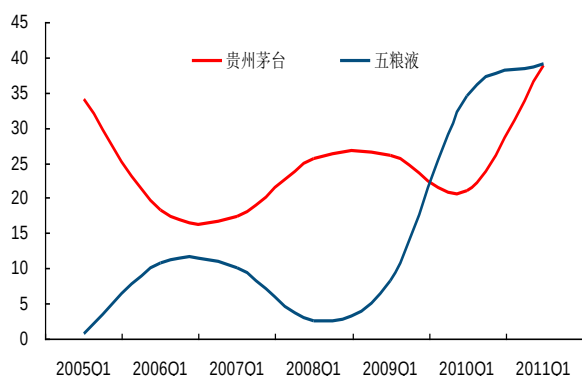


资料来源: WIND, 中信建投研究所

3.1.2 一线白酒表现出人意表

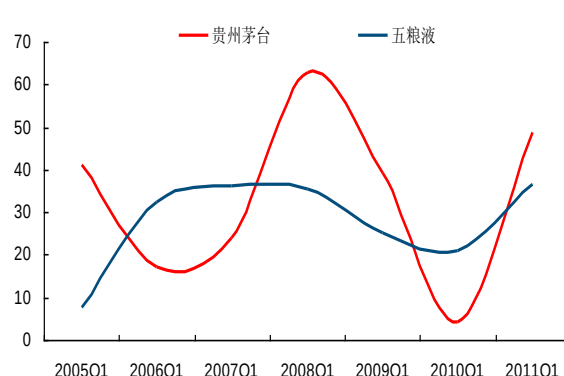
作为白酒大佬的茅台、五粮液地位稳固,但增长却也平平,但今年一季度茅台、五粮液净利润同比增长分别达到 4885%, 367%, 尤其是茅台增速提升了 43 个百分点,大大超出市场预期。

图 14：一线白酒历年一季度收入增速情况



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 15：一线白酒历年一季度净利润增速情况

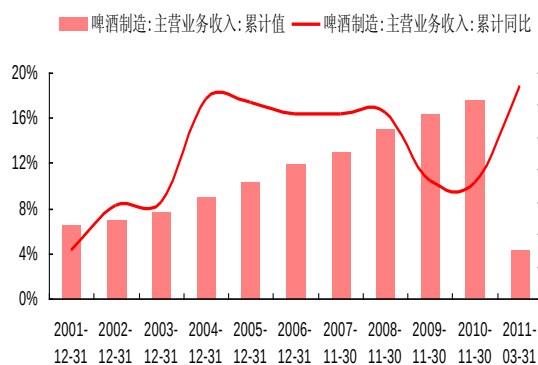


资料来源：WIND, 中信建投研发部

3.2 啤酒：龙头企业继续领跑，行业两极分化严重

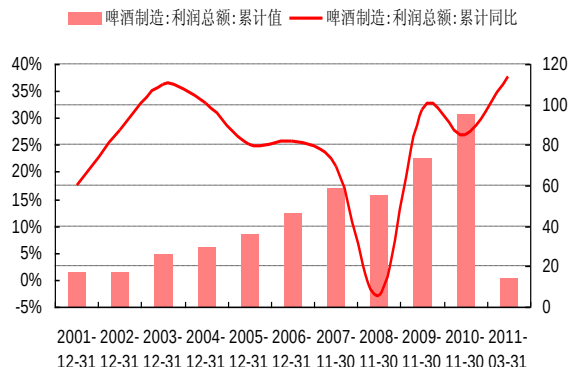
一季度啤酒销量 910.3 万千升，同比增长 8.95%，增速上升 1.7 个百分点。一季度行业收入累计实现 297.45 亿元，受提价的影响，收入大幅增长 18.84%；利润总额累计实现 14.37 亿元，同比增长 37.78%。从下图我们可以看出，今年一季度不论收入还是利润都呈现了一个加速增长态势。提价并没有对行业的销量造成影响，反而不仅减缓了大麦成本压力，同时提高了啤酒行业的盈利能力。

图 16：01 年以来啤酒制造行业主营业务收入及增速



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 17：01 年以来啤酒制造行业利润总额及增速



资料来源：WIND, 中信建投研发部

啤酒板块 8 家上市公司一季度共实现收入 95.29 亿元，占行业比重 32.04%，较去年同期增长 21.03%，超越了行业平均水平，净利润增长 29.1%，快于去年全年的增长水平（7.82%）。

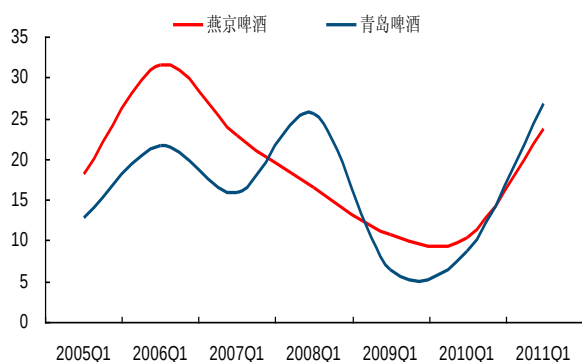
表 3：啤酒上市公司营收及净利润增速情况

证券代码	证券简称	营业收入(同比增长率)			归属母公司股东的净利润(同比增长率)		
		2011Q1	2010Q1	增速变化	2011Q1	2010Q1	增速变化
000752.SZ	西藏发展	-1	15	-16	-45	42	-87
600132.SH	重庆啤酒	3	2	0	1	5	-4

600573.SH	惠泉啤酒	-1	-15	14	7	4	3
002461.SZ	珠江啤酒	3		n/a	19		n/a
000729.SZ	燕京啤酒	24	10	13	21	27	-5
600600.SH	青岛啤酒	27	9	18	40	43	-3
000929.SZ	兰州黄河	-2	-15	13	185	-15	200
600090.SH	啤酒花	18	6	12	431	-72	503
板块平均		21	21	7	14	35	34

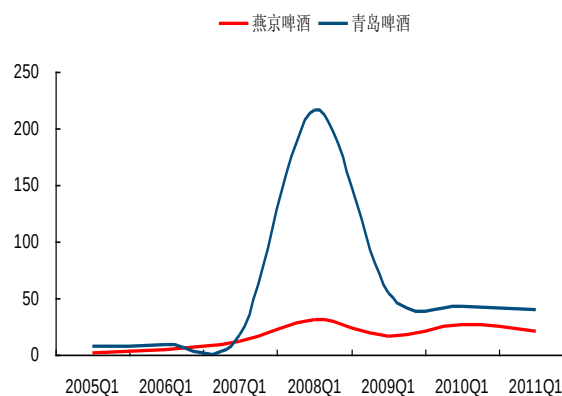
从上表中我们可以看出，表现稳定莫过于行业龙头——青岛啤酒和燕京啤酒，一季度收入分别达到 52.45 亿元、25.81 亿元，同比增长分别为 26.67%、23.69%，增速加快约 15 个百分点。同时从下图中，我们还可以看出两大啤酒企业在收入与净利润增速上越来越接近，未来比拼的一定是市场份额的争夺。

图 18：啤酒大佬历年一季度收入增速情况



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 19：啤酒大佬历年一季度净利润增速情况



资料来源：WIND, 中信建投研发部

但处于第二梯队的啤酒公司除了珠江啤酒收入有小幅上涨外，惠泉和兰州黄河由于市场份额被强占，竞争环境恶化，虽然在行业整体向好的背景下却出现了收入及净利润都下降的状况。其中像重庆啤酒、西藏发展以及啤酒花积极寻求在其他领域的发展。

从各企业的毛利率分析，青岛啤酒始终处于行业第一，净利率也处于前列，且呈现上升态势，燕京啤酒表现较弱。

表 4：啤酒上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1
燕京啤酒	34	38	2	2	24	10	21	27
西藏发展	29	40	13	21	-1	15	-45	42
兰州黄河	38	40	9	5	-2	-15	185	-15
珠江啤酒	40	38	1	1	3		19	
啤酒花	34	36	4	2	18	6	431	-72
重庆啤酒	43	44	7	8	3	2	1	5
惠泉啤酒	30	28	2	2	-1	-15	7	4

青岛啤酒

44

44

8

7

27

9

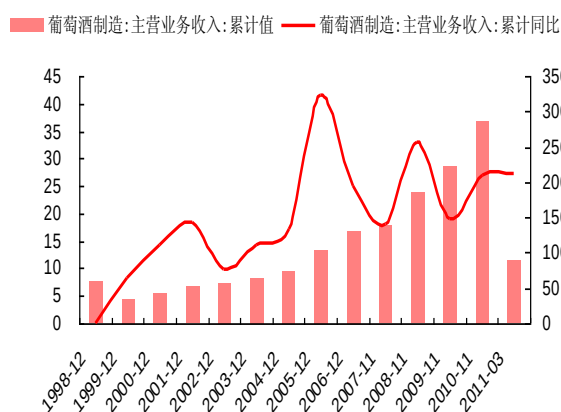
40

43

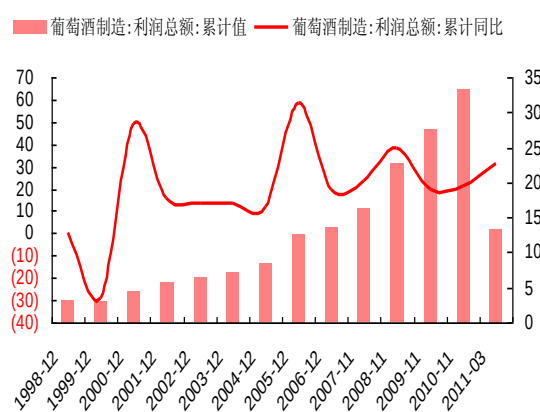
资料来源: WIND, 中信建投研发部; 备注: 红色表示指标同比上升

3.3 葡萄酒: 快速增长趋势不改, 毛利率排名第一

一季度葡萄酒销量 24.89 万千升, 较去年同期增长 25.73%; 行业主营业务收入达到 87.89 亿元, 同比增长 27.41%; 利润总额达到 13.27 亿元, 同比增长 31.52%。目前葡萄酒行业整体利益空间巨大, 随着酒庄建设的风起云涌以及产区品牌推广, 盈利能力将继续保持在饮料行业较高水平。但我国进口葡萄酒大幅增长, 对国内葡萄酒行业的冲击不容忽视。

图 20: 98 年以来葡萄酒制造行业主营业务收入及增速


资料来源: WIND, 中信建投研发部

图 21: 98 年以来葡萄酒制造行业利润总额及增速


资料来源: WIND, 中信建投研发部

上市公司实现收入 17.34 亿元, 约占整个葡萄酒行业的 1/5, 一季度上市公司实现净利润 3.38 亿元, 同比增长 69.32%。受张裕毛利率提升影响, 葡萄酒行业的整体毛利率在各板块中处于首位。

表 5: 葡萄酒上市公司收入、净利润指标

证券简称	营业总收入(亿元)			归属母公司股东的净利润(亿元)		
	2011Q1	2010Q1	增长	2011Q1	2010Q1	增长
*ST 中葡	0.9	0.5	0.7	-0.1	-0.5	-0.9
张裕 A	20.9	15.9	0.3	5.6	3.8	0.5
*ST 通葡	0.3	0.2	0.3	0.0	0.0	1.0
莫高股份	0.9	0.7	0.2	0.1	0.1	0.3
板块平均	23	17	0.3	5.7	3.4	0.7

资料来源: WIND, 中信建投研发部

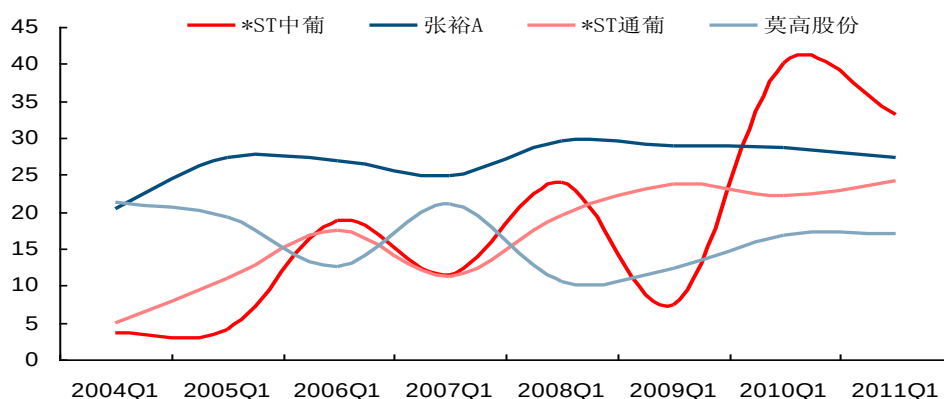
表 6: 葡萄酒上市公司毛利率、净利率情况

上市公司	毛利率		净利率		营业收入(同比增长率)		净利润(同比增长率)	
	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1
*ST 中葡	50	41	-1	-99	74	-39	87	24
*ST 通葡	49	46	3	2	28	11	100	-37
莫高股份	53	53	17	16	20	-19	27	31

张裕 A 74 71 27 24 32 26 49 27

资料来源: WIND, 中信建投研发部

图 22: 葡萄酒上市公司营销费用率变化



资料来源: WIND, 中信建投研究所

3.4 其他酒及软饮料: 黄酒企业表现最好

2010 年黄酒产量突破 134.14 万千升, 同比增长 10.93%。近年来黄酒行业区域覆盖率不断加大, 传统区域格局正在突破, 一些新兴省份崛起, 成为黄酒产量增长的动力。黄酒行业产品结构调整开始提速, 逐步摆脱黄酒产品传统的低档次困扰, 并由此带动黄酒产品整体附加值提升。

从下表我们可以看出, 在其他饮料中, 表现最好的为古越龙山, 毛利率、净利率都出现同比上升, 净利润同比增长高达 59.1%, 超出市场预期。

表 7: 其他饮料上市公司业绩指标

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1
古越龙山	36	33	12	9	21	45	59	31
海南椰岛	10	17	1	28	55	57	-97	1275
金枫酒业	60	59	22	24	-1	-3	-9	-2
承德露露	38	39	13	14	-5	50	-9	182
深深宝 A	22	23	-9	-23	44	23	27	-60

资料来源: WIND, 中信建投研发部

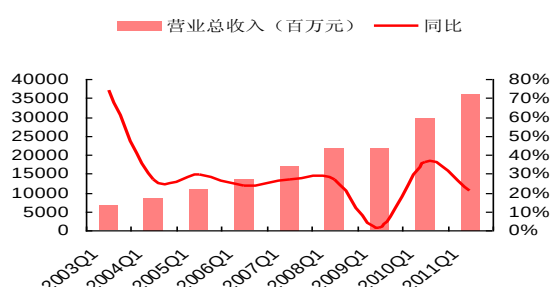
随着人们越来越重视健康、养生的生活理念, 植物蛋白饮料市场潜力不可小觑, 露露由于产能限制, 一季度增长不尽如人意, 但未来新厂建设、产能释放以及新品推出, 将对其盈利能力改善起到主导性作用。

二、食品制造：整体表现一般

1、收入和利润增幅同比回落，运行平稳

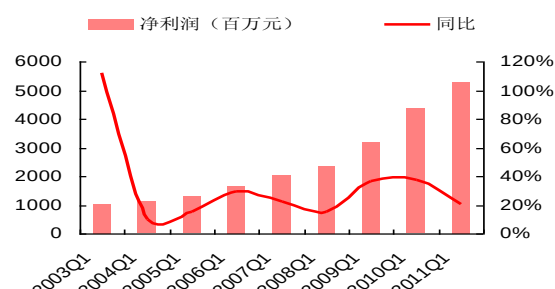
从 1 季报披露的数据来看，2011 年一季度食品制造业上市公司共获得营业收入 360 亿元，同比增长 21%，较上年一季度的 36% 有所下降。当然 2010 年一季度增速较高有恢复性增长的因素，但是即便不考虑这个因素，今年一季度食品制造板块的收入增速仍不理想，反映行业还是承受了一定的通胀压力，21% 的一季度收入增速已经是历史上除了 2009 年的第二低水平。

图 23:食品制造板块 1 季度营业收入同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

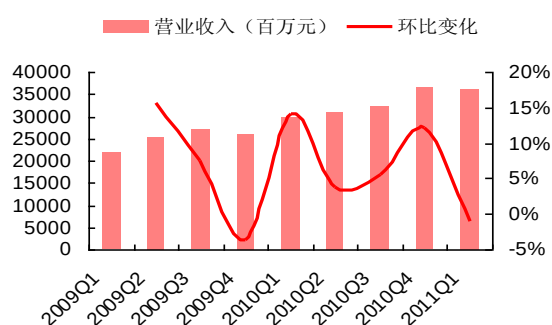
图 24:食品制造板块 1 季度净利润同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

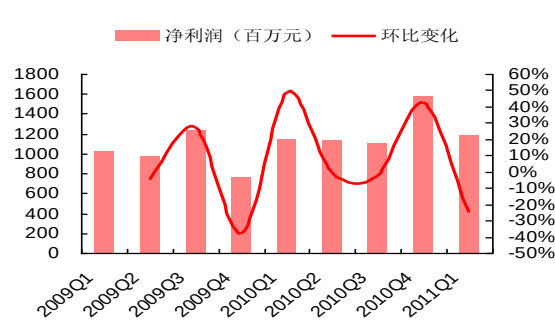
1 季度净利润的走势和营收走势基本一致，呈现出同比增速下降的趋势，由于行业毛利率基本保持稳定，可以得出结论，食品制造业利润增速下降的原因是收入增速的下降。2011 年一季度食品制造板块总共获得净利润 53 亿元，同比增长 21%，小于上年同期的 37%，增速下降了 44%。从历史数据来看，这个增速也低于平均水平，是历史上第 4 低的水平。

图 25:食品制造板块营业收入环比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 26:食品制造板块净利润环比情况



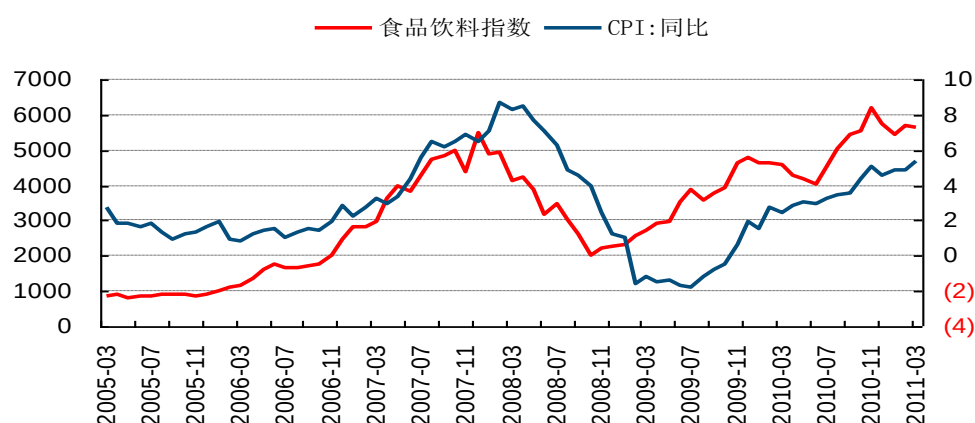
资料来源: wind, 中信建投研发部

从环比数据可以进一步验证 1 季度食品制造板块整体经营环境变差的真实性。我们从图 25、26 可以清楚地看到，无论是营业收入还是净利润环比都有不同程度的绝对值下降，其中营业收入环比下降了 1%，净利润更是下降了 25%。往年 1 季度常常是食品制造业业绩表现较好的时段，而这更反应了今年 1 季度的不同寻常。

习惯上我们认为食品饮料行业具有抗通胀的特性，食品饮料行业在 CPI 走高的情况下往往能获得较高的收

益，从统计数据来看食品饮料指数和 CPI 具有很强的相关性，而且食品饮料指数还要领先 CPI 指数 3 到 6 个月左右。2011 年一季度在 CPI 继续上涨的情况下食品制造业的业绩的下滑，主要是成本推动和输入性因素，而并非需求拉动，我们在食品制造的子板块中寻找真正可以抵御通胀，具有需求支撑的品种。

图 27:食品饮料指数与 CPI 密切相关

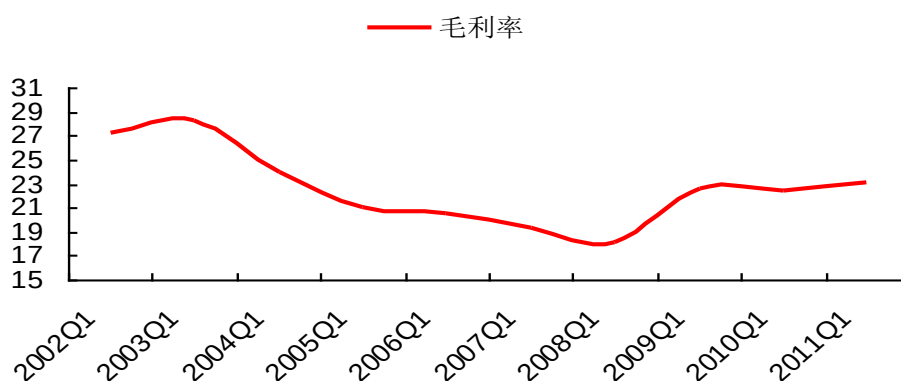


资料来源: wind, 中信建投研发部

2、毛利率和销售费用率：抵御通胀能力的密码

在通胀环境下，成本的上涨往往从上游开始传导，检验行业抵御通胀的能力可以看公司是否有提价的能力以及产品销售的难度是否加大，从毛利率和销售费用率这两个指标的变动可以找到答案。

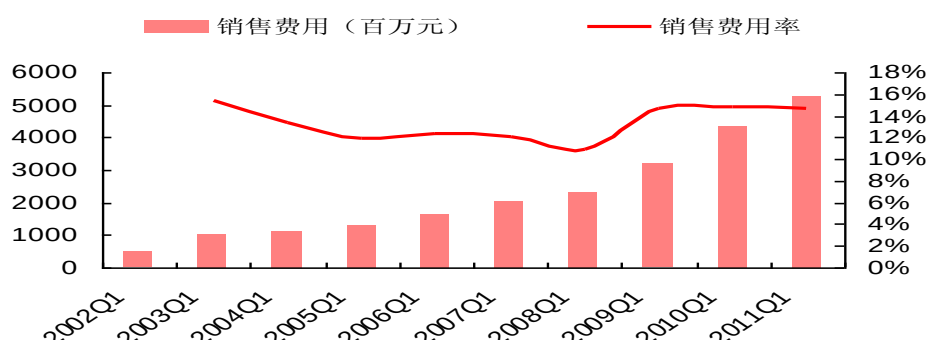
图 28:食品制造业 1 季度毛利率变化情况



资料来源: WIND, 中信建投研发部

食品制造行业 1 季度毛利率的上升反映企业可以通过产品提价来转嫁成本压力，而营销费用率的下降则代表企业面对的消费环境相对宽松，并不需要太大的销售费用了保证产品销售。

图 29:食品制造业 1 季度销售费用变化情况



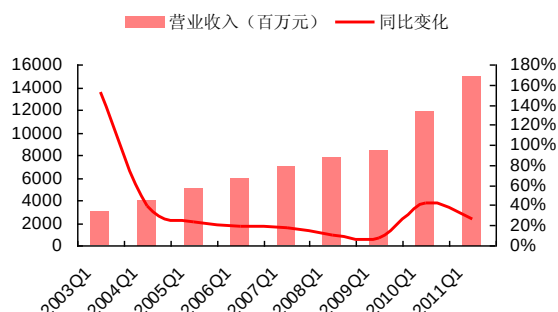
资料来源: WIND, 中信建投研发部

3、子板块分析：乳制品和调味品环境转暖

3.1: 乳制品：消费环境回暖，净利增速喜人

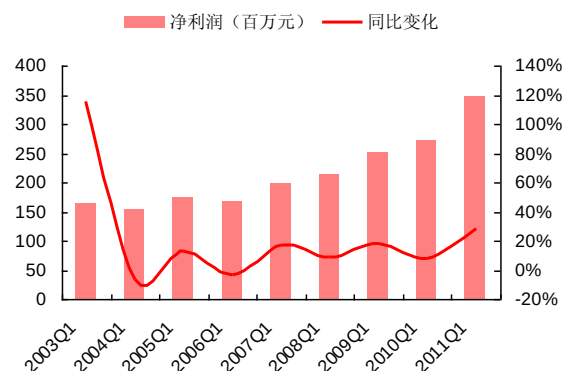
乳制品板块（三元股份、光明乳业、伊利股份、皇氏乳业、维维股份、贝因美）6 家上市公司 1 季度获得营业收入 149.41 亿元，同比增长 26%，利润总额 4.58 亿元，同比增长 29%，两项指标均高于去年全年水平。

图 30:乳制品板块 1 季度营业收入同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

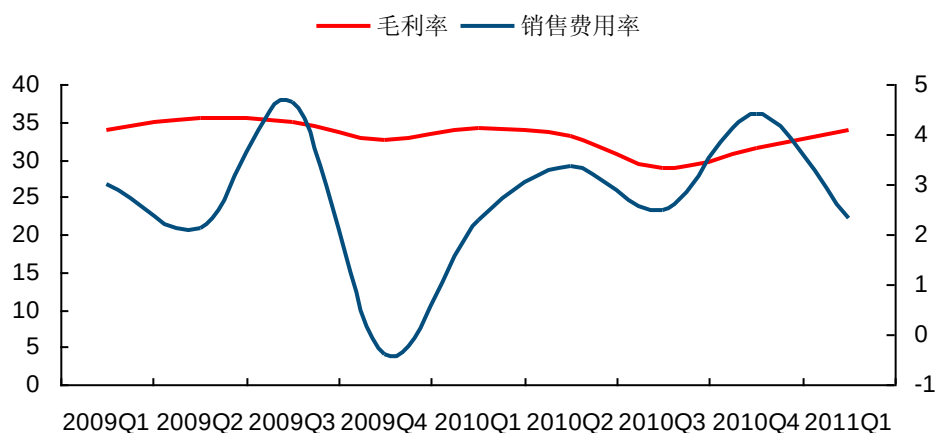
图 31:乳制品板块 1 季度净利润同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

净利润增幅高于营收增幅的主要原因是企业经营环境的改善，1 季度毛利率同比上升了 7%，显示企业已经可以通过提价等方式有效化解成本压力，与此同时销售费用率同比仅出现了小幅的上涨，反映消费需求的强劲，企业并不需要花费太多的营销费用就可获得销售收入的增长。

图 32:乳制品板块毛利率、销售费用率环比变化情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

乳制品板块毛利触底后已经连续三个季度回升, 目前已经高于去年 2 季度水平, 并且 1 季度在毛利率环比上升的情况下销售费用率还出现了下降, 反映需求对产品销售支撑已经十分明显。我们认为乳制品行业的拐点已经到来, 11 年成本压力将小于去年, 而需求的支撑将使行业业绩具有超预期的可能性, 特别是龙头公司受益将更加明显。

表 8: 乳制品上市公司应收及净利润增速情况

证券代码	证券简称	营业收入(同比增长率)			归属母公司股东的净利润(同比增长率)		
		2011Q1	2010Q1	增速变化	2011Q1	2010Q1	增速变化
600429.SH	三元股份	16	26	-10	242	-141	383
600597.SH	光明乳业	23	15	8	5	191	-186
600887.SH	伊利股份	29	37	-8	16	10	6
002329.SZ	皇氏乳业	27	15	13	17	23	-6
600300.SH	维维股份	15	35	-20	25	-44	69
002570.SZ	贝因美	26	0	26	5	0	5
板块平均		23	21	1	52	7	45

资料来源: WIND, 中信建投研发部; 备注: 红色表示指标同比上升

1 季度伊利股份营业收入增速再次超越行业平均值, 在 A 股 6 家乳制品上市公司中位居第一, 反映了在行业复苏过程中龙头公司是最大的收益者, 在严厉的行业监管政策的背景下, 行业整合的速度将会加快, 伊利作为行业龙头将更多受益于行业集中度提升带来的盈利提高。

表 9: 乳制品上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1
三元股份	21	18	2	-2	16	26	242	-141
光明乳业	34	35	1	1	23	15	5	191
伊利股份	32	32	2	2	29	37	16	10

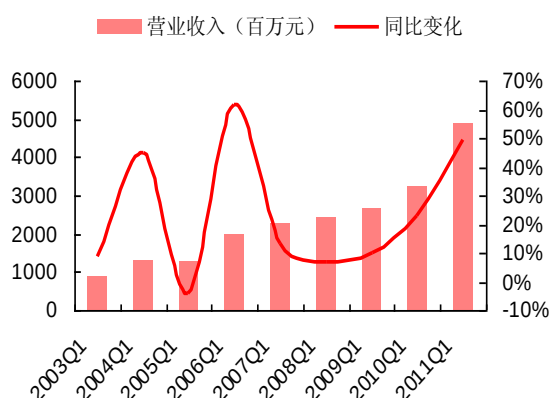
皇氏乳业	39	40	18	20	27	15	17	23
维维股份	31	29	5	5	15	35	25	-44
贝因美	59		6		26		5	

资料来源: wind, 中信建投研发部

3.2 调味品: 延续高景气

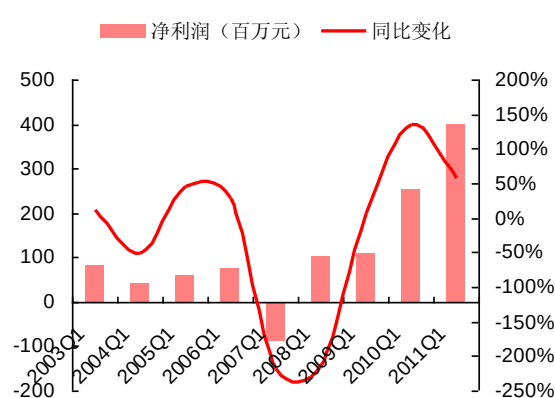
调味品板块(莲花味精、恒顺醋业、星湖科技、丰原生化、安琪酵母、梅花集团)1 季度营业收入和净利润都获得大幅增长, 反映该子行业的景气度较高, 而 1 季度的业绩表现延续了以往的良好态势。我们从图 17 可以看到调味品板块的 1 季度业绩已经连续 3 年同比上升, 显示了行业景气的持续。但是净利润同比增速有所下降, 主要由毛利率的下降引起, 2011 年 1 季度毛利率下降了 2 个百分点, 同比下降 9%。

图 33: 调味品板块 1 季度营收同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 34: 调味品板块 1 季度净利润同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

毛利率环比下降说明调味品非生活必需品, 需求价格弹性较大, 但厂家可以通过薄利多销的方式赚取利润。我们对该板块的判断是景气度继续延续, 板块盈利情况令人满意, 板块中成长性较好、估值较低的品种可以作为投资标的。

表 10: 调味品上市公司应收及净利润增速情况

证券代码	证券简称	营业收入(同比增长率)			归属母公司股东的净利润(同比增长率)		
		2011Q1	2010Q1	增速变化	2011Q1	2010Q1	增速变化
600186.SH	莲花味精	32	4	28	-642	13	-654
600305.SH	恒顺醋业	-7	-5	-3	7	2	5
600866.SH	星湖科技	-32	55	-87	-58	441	-499
000930.SZ	丰原生化	22	30	-9	87	115	-28
600298.SH	安琪酵母	32	34	-2	55	77	-22
600873.SH	梅花集团	23	3	20	-2	1487	-1489
板块平均		12	20	-9	-92	356	-448

资料来源: WIND, 中信建投研发部

我们一直看好的安琪酵母在 1 季度营收增长 32%, 增速在 6 家上市公司中排名第一, 归属母公司净利润增速超过营收, 达到 55%, 公司受糖蜜价格上涨的影响已经开始减弱, 毛利率已经开始环比上升, 预计未来将继续

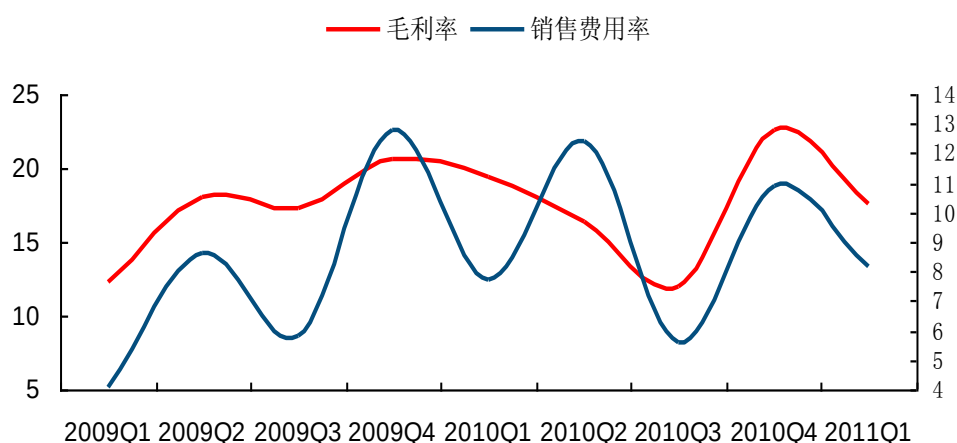
续保持快速发展势头，增长确定性强。且公司在糖蜜产地的产能占比在不断提高，这将加大公司的成本优势，公司正在积极推进定增事宜，增发完成后公司高端酶制剂以及其它酵母衍生产品产量将提高，将进一步优化公司的产品结构。

表 11：调味品上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润 (同比增长率)	
	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1
莲花味精	4	14	-5	1	32	4	-642	13
恒顺醋业	33	29	4	6	-7	-5	7	2
星湖科技	29	47	14	24	-32	55	-58	441
丰原生化	7	5	5	4	22	30	87	115
安琪酵母	32	36	15	17	32	34	55	77
梅花集团	27	26	15	2	23	3	-2	1487

资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 35：调味品板块毛利率、销售费用率环比变化情况

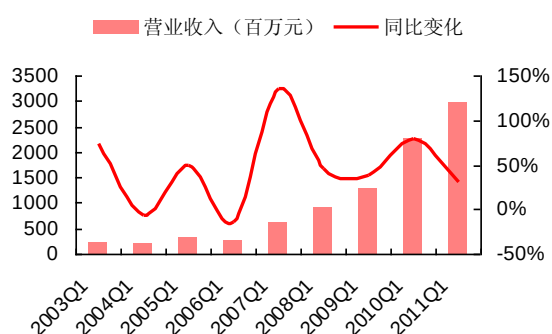


资料来源：wind, 中信建投研发部

3.3 其他食品制造：行业拐点或已来临

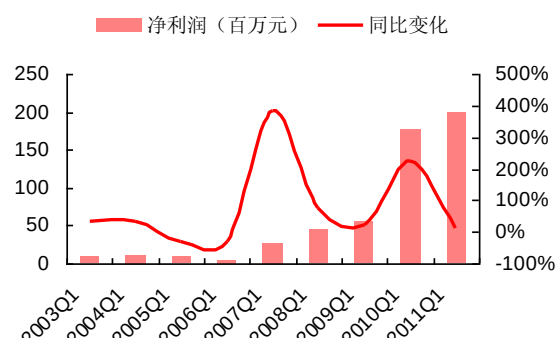
其他食品制造板块（包括量子高科、涪陵榨菜、黑牛食品、双塔食品、保龄宝、佳隆股份、三全食品、上海梅林、海通集团、哈高科、洽洽食品、易食股份）一季度获得营业收入 30.31 亿元，同比增长 27%，虽然超过了去年全年 24% 的增速水平，但是同比增速依然有所下降，净利润情况也表现出相同的趋势，主要原因是去年的基数较高。

图 36:其他食品制造板块 1 季度营业收入同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 37:其他食品制造板块 1 季度净利润同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

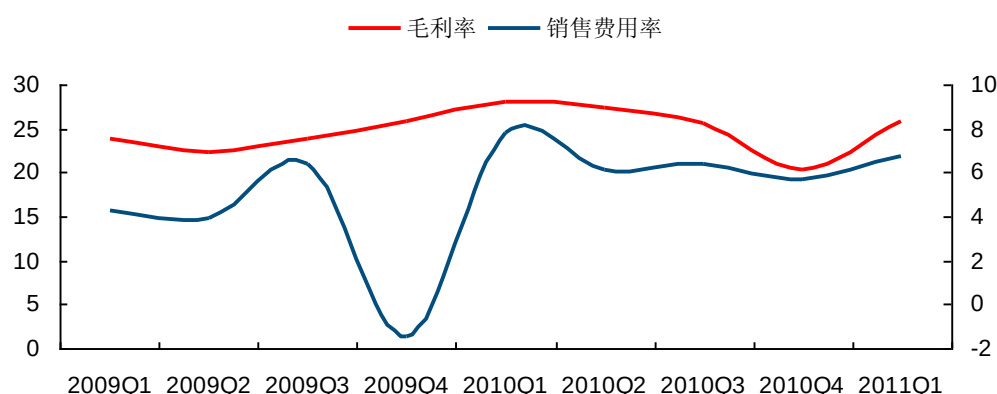
表 12: 其他食品制造上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1
量子高科	33		13		3		-57	
涪陵榨菜	28		10		30		26	
黑牛食品	34	33	7	13	10	17	-39	49
双塔食品	20		11	0	61	0	44	
保龄宝	20	22	5	6	37	62	24	23
佳隆股份	38		20		14		31	
三全食品	34	35	6	6	38	22	38	21
上海梅林	9	10			19	2	194	34
哈高科	11	13	-18	-9	-33	72	-43	45
海通集团	18	25	0	-6	43	16	80	
洽洽食品	22		7	0	32	0	-2	
易食股份	46	46	7	13	19	-64	-39	-32

资料来源: WIND, 中信建投研发部

从毛利率的角度看, 该子行业在去年 4 季度已经触底反弹, 这可能预示着行业最坏的时期已经过去, 从投资的角度意味着建仓期的临近, 应当密切关注未来的盈利状况以发现拐点到来的迹象。

图 38:其他食品制造板块毛利率、销售费用率环比变化情况

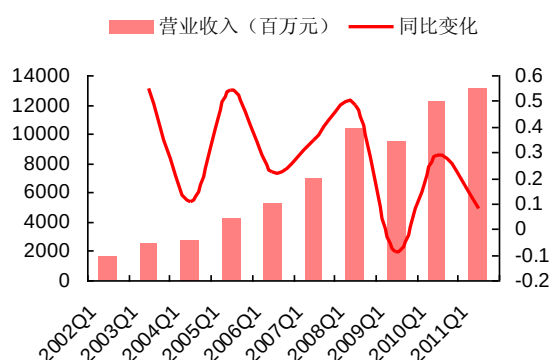


资料来源: wind, 中信建投研发部

三、农副产品加工：收入略有增长，利润下滑严重

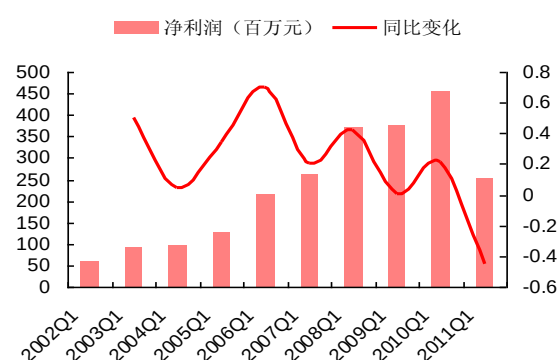
农副产品加工板块（包括国投中鲁、中粮屯河、新中基、双汇发展、顺鑫农业、天宝股份、高金食品、得利斯、金字火腿）的一季报业绩表现较差，营业收入一季度同比增长了 8%，营收增速同比有较大幅度的下滑。而利润总额和净利润则出现了绝对值的下降，下降幅度分别为 37%和 45%，1 季度盈利下降的幅度比去年全年更甚。

图 39:农副产品加工板块 1 季度营业收入同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 40:农副产品加工板块 1 季度净利润同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

表 13: 农副产品加工上市公司营收及净利润增速情况

证券代码	证券简称	营业收入(同比增长率)			归属母公司股东的净利润(同比增长率)		
		2011Q1	2010Q1	增速变化	2011Q1	2010Q1	增速变化
600962.SH	国投中鲁	125	-41	166	128	-186	315
600737.SH	中粮屯河	44	28	16	-377	53	-430
000972.SZ	新中基	5	-3	8	-108	-212	104
000895.SZ	双汇发展	5	30	-25	10	38	-28

000860.SZ	顺鑫农业	2	32	-31	-6	108	-114
002220.SZ	天宝股份	-23	140	-163	-15	299	-314
002143.SZ	高金食品	-6	38	-44	-49	-482	434
002330.SZ	得利斯	42	9	32	16	-29	45
002515.SZ	金字火腿	10	0	10	14	0	14
板块平均		23	26	-3	-43	-46	3

资料来源: WIND, 中信建投研发部

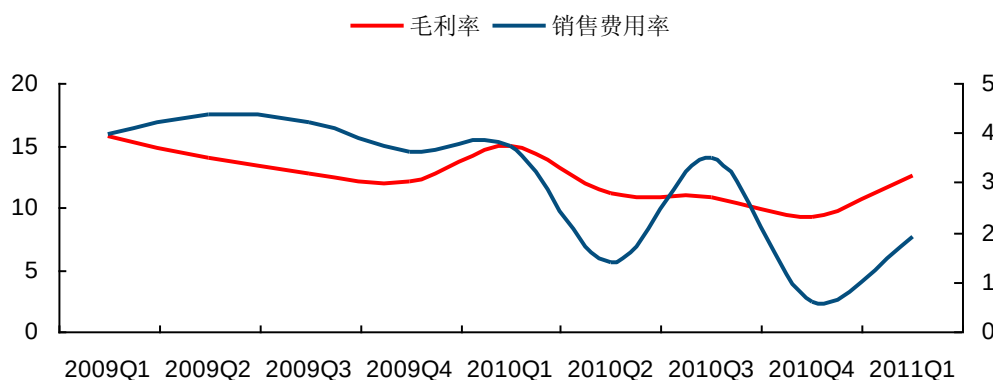
表 14: 农副产品加工上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润 (同比增长率)	
	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1
国投中鲁	19	12	2	-6	125	-41	128	-186
中粮屯河	10	29	-12	6	44	28	-377	53
新中基	-5	16	-22	-9	5	-3	-108	-212
双汇发展	10	11	3	4	5	30	10	38
顺鑫农业	28	28	5	5	2	32	-6	108
天宝股份	16	12	9	8	-23	140	-15	299
高金食品	2	5	-6	-4	-6	38	-49	-482
得利斯	14	20	6	8	42	9	16	-29
金字火腿	43		29		10		14	

资料来源: WIND, 中信建投研发部

同时我们看到 1 季度板块整体毛利率也延续了去年的下降态势, 比去年同期下降了 15%, 说明整体来看, 食品加工子行业并没能抵御成本上涨的压力, 销售收入的下降也说明产品的销售缺乏需求支持, 这也是企业缺乏提价能力的根本原因。从图 41 可以看到食品加工业 1 季度环比比上季有所上升, 但这更多的是季节性反弹, 同往年一季度相比这一水平仍然较低。

图 41: 食品加工板块毛利率、销售费用率环比变化情况

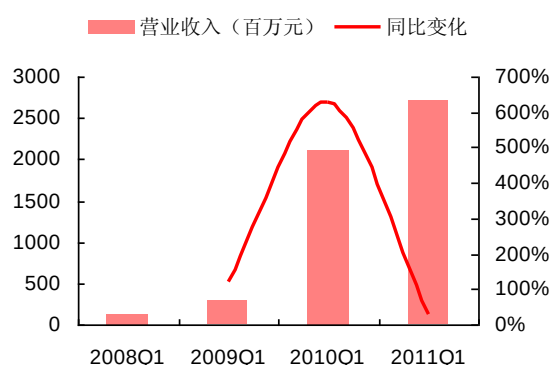


资料来源: wind, 中信建投研发部

四、中小板和创业板次新股：利润普遍下降，未来发展有待观察

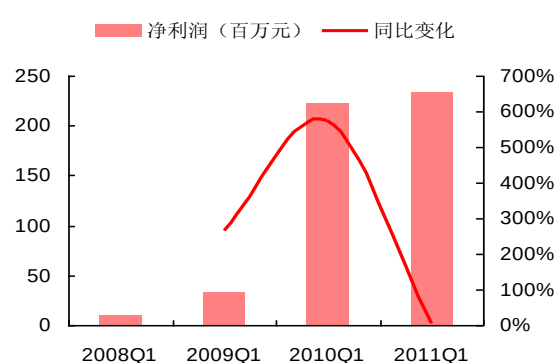
食品制造板块 2010 年以来新上市的公司有 9 家之多，（量子高科、涪陵榨菜、黑牛食品、双塔食品、保龄宝、佳隆股份、洽洽食品、皇氏乳业、贝因美），除了量子高科与汤臣倍健在创业板以外，其他均集中在中小板，由于次新股在业绩和股价走势上都有相似的表现，我们把这 9 家公司作为一个单独的板块进行分析。

图 42：次新板块 1 季度营业收入同比情况



资料来源：wind, 中信建投研发部

图 43：次新板块 1 季度净利润同比情况



资料来源：wind, 中信建投研发部

从 1 季报的情况来看，次新板块的业绩表现并不理想，业绩普遍低于预期。这一方面由于去年 1 季度同比增速很高，使投资者对未来预期过于乐观，另一方面板块上市公司在经历润表现上也确实不尽人意，去年同期净利润增幅为 23%，而今年 1 季度净利润增长仅 5%。我们认为造成这种现象的主要原因是管理费用的大幅提升，由于新上市公司都有和以往相比大规模募项目，这将大幅增加折旧、摊销和研发费用，而产能的释放一般都在 2 年以后，这使得短期内管理费用率大幅提升，造成净利润的下降。

但是从毛利率和销售费用率的表现来看，出现了我们最希望看到的毛利率上升同时销售费用率下降的局面，反映该板块需求旺盛，制约板块盈利的主要是产能还未释放。

表 15：次新板块上市公司应收及净利润增速情况

证券代码	证券简称	营业收入(同比增长率)			归属母公司股东的净利润(同比增长率)		
		2011Q1	2010Q1	增速变化	2011Q1	2010Q1	增速变化
300149.SZ	量子高科	3		3	-57		-57
002507.SZ	涪陵榨菜	30		30	26		26
002387.SZ	黑牛食品	10	17	-7	-39	49	-88
002481.SZ	双塔食品	61		61	44		44
002286.SZ	保龄宝	37	62	-26	24	23	1
002495.SZ	佳隆股份	14		14	31		31
002557.SZ	洽洽食品	32		32	-2		-2
002329.SZ	皇氏乳业	27	15	13	17	23	-6
002570.SZ	贝因美	26		26	5		5
板块平均		27	10	16	5	11	-5

资料来源：WIND, 中信建投研发部

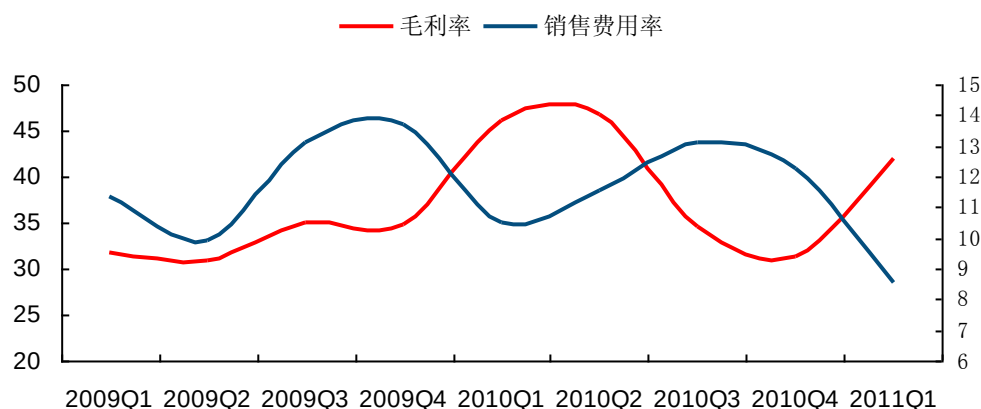
我们认为次新板块一些上市公司的质地还是不错的，估值偏高是最主要的风险因素，虽然 1 季度业绩低于预期，但是悲观情绪的蔓延反而有益于板块估值风险的迅速释放，待产能释放以后，板块业绩将重新获得快速增长的支撑力量。而产能释放以后销售的情况则是需要密切关注的问题，投资上这个板块可以作为潜力板块来考虑，未来产销两旺的公司将是最好的投资标的。

表 16：此新板块上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1	2011Q1	2010Q1
量子高科	33		13		3		-57	
涪陵榨菜	28		10		30		26	
黑牛食品	34	33	7	13	10	17	-39	49
双塔食品	20		11		61		44	
保龄宝	20	22	5	6	37	62	24	23
佳隆股份	38		20		14		31	
洽洽食品	22		7		32		-2	
皇氏乳业	39	40	18	20	27	15	17	23
贝因美	59		6		26		5	

资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 44:次新板块毛利率、销售费用率环比变化情况



资料来源：wind, 中信建投研发部

五、估值与盈利预测

行业评级：维持“增持”评级

1、“十二五”期间强劲的市场需求会带动行业的整体繁荣，特别是已经形成板块效应的白酒仍将维持适度增长，葡萄酒、软饮料市场潜力巨大，将保持较快增长，而啤酒由于基数较大，将维持适度增长，但随着行业

集中度继续提升，收入与利润将不断向行业龙头转移，我们看好青啤、张裕的发展。

2、从 PE 估值来看，食品饮料板块目前估值水平不高，11 年动态市盈率为 28 倍，为全部 A 股的 1.89 倍。其中白酒板块 11 年的市盈率水平最低，约为 26 倍，我们认为伴随盈利的兑现和业绩超预期贡献，本板块会出现较好表现。

表 17：主要覆盖上市公司估值水平

板 块	子板 块	股票代码	股票简称	评级	最新价格 (元)	市盈率 PE			市销率 PS
						2010	11E	12E	11E
1、 饮 料 制 造	白 酒	000568.SZ	泸州老窖	买入	46.37	30	23	18	12
		000596.SZ	古井贡酒	增持	77.20	58	33	23	10
		000799.SZ	酒 鬼 酒	增持	18.93	73	51	38	10
		000858.SZ	五 粮 液	增持	33.45	29	21	16	8
		600199.SH	金种子酒	增持	17.86	57	34	21	7
		600519.SH	贵州茅台	买入	183.50	35	24	19	15
		600559.SH	老白干酒	增持	29.85	103	36	24	4
		600779.SH	水 井 坊	增持	20.21	43	28	21	6
		600809.SH	山西汾酒	买入	68.21	60	34	24	10
		002304.SZ	洋河股份	买入	227.00	48	29	23	14
	白酒板块					37	26	20	
	啤 酒	000729.SZ	燕京啤酒	增持	19.15	31	23	19	2
		600600.SH	青岛啤酒	增持	34.39	31	21	16	2
		002461.SZ	珠江啤酒	中性	17.19	128	109	97	4
	啤酒板块					43	35	29	
	葡 萄 酒	000869.SZ	张裕 A	增持	96.00	36	27	21	10
	葡萄酒板块					48	30	24	
	其 他 饮 料 制 造	000848.SZ	承德露露	增持	22.37	38	29	19	4
		600059.SH	古越龙山	增持	11.56	59	41	33	7
		600238.SH	海南椰岛	增持	13.70	21	27	13	3
		600616.SH	金枫酒业	增持	12.33	42	28	25	6
	饮料制造			增持		39	27	21	7
2、 食 品 制 造	乳 制 品	600429.SH	三元股份	中性	7.27	125.77	183.00	—	2.75
		600597.SH	光明乳业	增持	9.44	49.95	41.03	30.87	1.25
		600887.SH	伊利股份	买入	37.17	35.07	24.65	21.95	1.01
		002329.SZ	皇氏乳业	增持	41.41	79.55	44.23	33.40	14.11
	调 味 品	600298.SH	安琪酵母	买入	36.19	35.82	26.93	19.56	5.07
		600305.SH	恒顺醋业	增持	15.66	63.42	34.51	24.62	1.89
		600866.SH	星湖科技	买入	12.91	23.24	19.14	15.96	5.22
		600873.SH	梅花集团	不评级	14.76	18.51	15.04	12.13	8.68
	其 它 食 品	002216.SZ	三全食品	增持	35.25	53.70	40.92	30.98	3.39
		002286.SZ	保 龄 宝	增持	21.21	55.10	28.96	20.92	3.61
3、农副产		000860.SZ	顺鑫农业	增持	17.21	28.90	16.96	14.62	1.39

品加工	000895.SZ	双汇发展	增持	57.56	32.35	26.31	21.22	1.38
	002330.SZ	得利斯	中性	14.02	80.85	26.33	17.87	3.06
	002515.SZ	金字火腿	增持	36.25	43.07	41.06	27.81	18.83

资料来源: WIND, 中信建投研发部

六、投资策略

经过连续前期的下跌, 食品饮料板块目前有企稳迹象, 板块走势已连续两周强于大盘。通过我们对食品印料行业 1 季报的分析, 并结合我们宏观和策略团队, 对未来中国宏观经济及市场走势和行业配置的判断, 并考虑到板块的防御性, 我们认为食品饮料行业迎来阶段性建仓时机。具体推荐如下:

1、白酒板块: 山西汾酒、贵州茅台、洋河股份

1.1 山西汾酒: 厚积薄发, 迈上复兴之路

汾酒的“清香型”白酒已深入人心, 清香鼻祖地位不可撼动, 汾酒在品牌上属于全国一流品牌, 其影响力不容忽视, 这是二线品牌所无法比拟的; 营销上, 汾酒向二线品牌靠拢, 比一线大品牌公司转变得更为彻底, 其深度营销和对终端的掌控力度较一线白酒更有优势; 保健酒“竹叶青”并不是新产品, 比新开发的保健酒更具文化底蕴, 市场认可度高、支持力度大。其顺应市场潮流, 主打植物养生概念, 能够快速得到消费者的认同。2010 年销量达 3300 吨, 未来或将成为公司新增长点, 有望实现 15 亿收入; 产品定位清晰, 提价空间大。2011 年公司继续调整产品结构, 主推以“青花瓷”为代表的中高端, 此外, 单品汾酒价格持续上调, 更于近期对整个系列产品进行了 10% 以上的调整。

公司基数低, 2010 年收入仅有 30 亿元, 未来增长潜力巨大。汾酒发展的思路十分明确, 2015 年实现汾酒的百亿销售, 股份公司每年新增 10 个亿的销售规模, 预计这一目标将可能提前实现。我们看好汾酒的持续改善和成长性, 公司 2011 年—2013 年业绩预测: EPS 分别为 1.86 元、2.6 元、3.63 元。我们认为汾酒未来 3-5 年继续保持高增长较为确定。

1.2 贵州茅台: 地位确立, 曲高和寡

伴随着中国成为全球第二大奢侈品消费大国, 茅台以他独特的“国酒身份”政治光环以及国窖 1573 “自明代沿用至今的国宝窖池”形成了奢侈品的必要条件即“稀缺性,”并逐步脱离普通白酒身量, 开始以奢侈品身份续战江湖。02 年开始营销费用率逐年下降, 而同期毛利率、净利润始终处于上升通道, 可见茅台拥有了奢侈品每年提价的物理条件, 同时维持其“供不应求”的状态; 茅台出厂、零售价差达 1 倍, 未来继续大幅提价预期明确, 产量适当放量也将驱动收入快速增长。

预计 2011-2013 年 EPS7.20、9.36、12.24 元, 维持买入评级。

1.3 洋河股份: 定位准确, 强化营销

公司初步构建集团公司为投资决策中心、新建苏酒实业作为营销利润中心、洋河酒厂和双沟酒厂作为制造成本中心, 有助于更有效控制成本和创造利润; 双沟成为全资子公司, 直接提升净利润 9.8%; 产品结构继续提档升级, 三大主导品牌占销售总额 70% 以上, 同比增加 19.37%; 省外市场扩张迅速, 去年在 13 个省销售过亿



元，省外市场增速达到 134.09% 省外实现收入 24.50 亿元，占比提升至 32.46%。

我们判断公司未来还将维持 50% 以上的高增长，预测 2011-2012 年 EPS 为 8.00 元、10.40 元，6 个月目标价 248 元，维持买入评级。

2、乳制品：伊利股份

2.1 伊利股份：营收重回升势，业绩有望超预期

中国乳品行业未来发展空间依然较大，今后乳品消费数量和消费质量都将继续提高；作为行业龙头，伊利的市场占有率仅为 17%，公司未来扩大市场份额速度将超越行业整体增速；公司未来盈利模式仍为“扩大销售，加快营收增长来实现业绩快速增长”。

“十二五”期间公司将迎来又一黄金期，我们预计 2010-2012 年 EPS 为 0.91 元、1.38 元和 1.55 元，给予买入评级，6 个月目标价为 48 元。

3、红酒：张裕 A

3.1 张裕：产品结构继续优化，毛利率不断提升

随着酒庄建设的风起云涌以及产区品牌推广，张裕盈利能力将继续保持较高水平。一季度收入超预期增长 32%，增速较去年同期提升 5 个百分点。收入的大幅增长主要由于销量和均价的上升。整体上看，高档酒庄酒、解百纳等中高档产品销量旺盛，产品结构进一步优化带来毛利率提升 3.5 个百分点。此外，公司调整了对经销商的考核政策，分渠道销售列入考核指标，这将提升销售人员的积极性。

收入、利润增长的再次提速，强有力的营销手段，推动张裕快速发展。我们预计今年公司 EPS 分别为 3.3 元，增持评级。

4、啤酒：青岛啤酒

4.1 青岛啤酒：双轮驱动继续演绎

品牌升级和市场占有率提升推动公司盈利能力提升。投资亮点：1、多个收购项目并进，加速产能扩张步伐；2、发挥品牌优势，抢占中高端市场；3、坚持“体育营销”主线，开发巩固基地市场；4、原材料价格有望回落，将有助于公司盈利能力提升。

我们保守估计 11 年净利润增长达 25%，预测 2011、2012 年 EPS 分别为 1.4 元、1.76 元。给予公司 27 倍市盈率，目标价为 38 元。

5、其他：承德露露、安琪酵母

5.1 承德露露：未来将迎来发展良机

2010 年恢复性发展，收入、利润得到较快增长，公司积极筹备异地新厂，解决产能瓶颈；露露集团更名，

解决多年商标顽疾；公司丰富产品线，引领行业标准。虽然露露 1 季报表现不尽如意，但排除春节提前以及去年基数高因素，表现尚符合我们的判断。

我们预计 2011 年公司将平稳较快发展，收入增长达 20%，乐观预计净利润将增加 25%。预测 2011-2013 年每股收益分别为 0.75 元、1.12 元、1.45 元，给予公司 2011 年 35 倍市盈率，6 个月目标价 26 元。

5.2 安琪酵母：产业升级进入发展新周期

定增募投项目全面投向新产品，构建“酵母系列产品与酶制剂”两翼齐飞的新产品格局，公司发展进入新时期；即将投入的新项目产品均已经经过若干年的市场培育，至少三个产品年收入已过亿，初步建立起了适应市场的营销体系和基本的客户群体，在解决产能瓶颈后，将实现快速增长；安琪酵母通过构建新产品格局，实现传统产业向高新技术产业升级，由食品添加剂向终端食品发展；“菌种专利+强大的应用技术实力+融资平台”，使公司提高酶制剂进入门槛，保持了行业领先竞争优势。

2011 年之后公司新项目达产，实现高增长基本无悬念。但 2010 年凭借酵母延伸产品，公司仍将获得 20% 以上收入增长；成本影响因素较大的糖蜜价格和动力煤价格上涨幅度小于 2010 年。埃及项目此前受到一定影响，但目前已经消除，对公司中长期发展没有造成影响。高利润率新产品收入占比提高，预计 2011 年 EPS1.30 元/股。给予公司 2011 年 38 倍估值，买入评级，目标价 43 元。



分析师介绍

郑绮: 食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5 年投资银行工作经验,11 年证券研究经验,曾在 2006 年、2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围,获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生: 经济学博士,曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。农业、食品饮料行业分析师,2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。2010 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。