

行业高速增长，优先配置白酒行业

食品饮料行业 2010 年报及 2011 年 1 季报点评

食品饮料 领先大市-A

上次评级

同步大市-B

报告关键点:

- 行业高速增长，白酒行业表现靓丽；
- 一线白酒在行业中最具估值优势；
- 行业领先大市，优先配置白酒行业公司

报告摘要:

➤ **行业稳定增长，白酒行业表现靓丽:** 2010年食品饮料行业上市公司收入达2138.8亿元，同比增长23.4%，2011年一季度食品饮料行业实现收入651.6亿元，同比增长27.9%。白酒行业、黄酒行业、乳制品行业、肉制品行业和其他食品饮料公司在2010年均实现了20%以上的收入增长，其中，白酒行业收入增速最快，达到35%。白酒行业、啤酒行业、葡萄酒行业、乳制品行业和其他食品饮料公司在2011年一季度保持了20%以上的收入增长，其中白酒行业收入增速提升至49.0%。食品饮料行业总体在2010年和2011年一季度收入高速增长，白酒行业在食品饮料细分行业中表现出了收入强劲增长的趋势。从2011年一季度收入、成本、费用变化趋势看，我们认为白酒行业仍然是2011年业绩高增长的行业，葡萄酒行业龙头公司张裕的业绩也值得期待。啤酒和肉制品行业的龙头公司具有更强的成本转移能力，如年内原料成本出现下降，两个行业盈利水平将显著回升，驱动净利润增长。黄酒行业暂时还未实现整体格局突破，业绩高增长尚待时日。肉制品行业受瘦肉精影响，短期行业内龙头公司双汇业绩受损，应关注市场恢复的业绩回升机会。其他食品饮料行业公司，业绩增长需关注各细分行业的成本转嫁能力。

➤ **一线白酒在行业中最具估值优势:** 2011年1月4日至2011年5月11日以来，电子元器件行业跌幅约为12.31%，是A股调整幅度最大的行业板块，大盘（沪深300）在此期间下跌了1.88%，食品饮料跌幅超越大盘，降幅约为3.06%，跌幅处于A股各个行业板块的中等水平。从食品饮料各子行业来看，按照2011年的盈利预测，除肉制品行业外，白酒是行业估值水平最低的。我们认为肉制品行业目前估值较低主要是由于龙头公司-双汇发展受“瘦肉精”事件的影响，自3月中旬经历连续几个跌停所致，属于非正常状态，葡萄酒行业估值虽高于白酒行业，但在整个食品饮料行业各个子行业中较低。啤酒行业估值虽高，但行业龙头公司燕京和青啤的估值水平并不高，2011年PE在23-24倍左右。我们注意到在白酒子行业中，一线白酒更具估值优势，代表公司五粮液、贵州茅台和泸州老窖2011年的估值平均约为22-24倍左右，具有较高的安全边际。

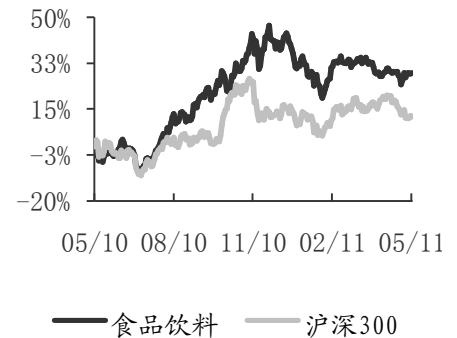
➤ **行业领先大市，优先配置白酒行业公司:** 根据今年流动性偏紧、投资偏谨慎的市场特点，我们认为进入二季度可以考虑配置以中等估值和中等弹性的食品饮料行业逐步替代估值变高，弹性变差的低估值高弹性板块。给予行业领先大-A的投资评级。投资标的为具有估值优势、未来增长确定的公司。结合未来业绩增长以及估值情况，同时考虑到今年通胀成本压力，我们的投资组合为一、二线的白酒组合。一线白酒的排序为：五粮液、泸州老窖和贵州茅台；二线白酒山西汾酒和古井贡也值得关注；肉制品行业关注双汇销售的恢复和资产重组的进程，乳制品行业伊利关注管理层行权的进展。

➤ **风险提示:** 食品饮料行业激烈的市场竞争和食品安全问题。

报告日期
2011-05-15

首选股票	目标价	评级
000858 五粮液	43.0	买入-A
000568 泸州老窖	60.0	买入-A
600519 贵州茅台	240.0	买入-B
000596 古井贡酒	96.0	买入-B
600809 山西汾酒	78.0	增持-A

12个月行业表现



李铁
010-66581633
执业证书编号

行业分析师
litie2@essence.com.cn
S1450511020014

前期研究成果

农业数据周报：国际国内大宗农产品价格持续下跌

2011-05-11

农业数据周报(2011年5月6日)

2011-05-06

农业数据周报(2011年4月18日)

2011-04-18

1. 2010 年年报和 2011 年 1 季报总结

1.1. 食品饮料行业收入增长稳健，白酒行业增速突出

2010 年食品饮料行业上市公司收入达 2138.8 亿元，同比增长 23.4%，2011 年一季度食品饮料行业实现收入 651.6 亿元，同比增长 27.9%。

分行业来看：白酒行业、黄酒行业、乳制品行业、肉制品行业和其他食品饮料公司在 2010 年均实现了 20% 以上的收入增长，其中，白酒行业收入增速最快。白酒行业、啤酒行业、葡萄酒行业、乳制品行业和其他食品饮料公司在 2011 年一季度收入增长保持了 20% 以上的增速，其中白酒行业收入增速提升至 49.0%。食品饮料行业总体在 2010 年和 2011 年一季度收入稳定增长，白酒行业在食品饮料细分行业中表现出了收入强劲增长的趋势。

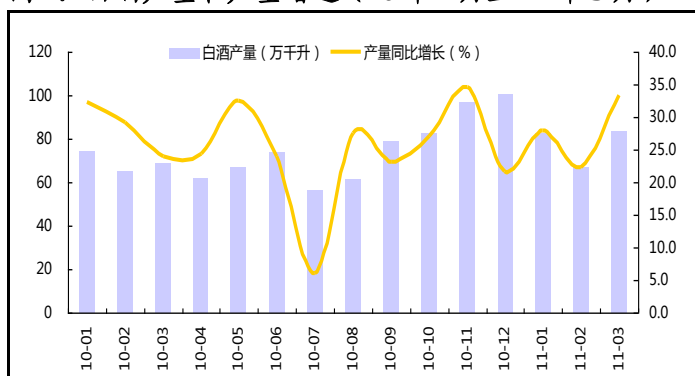
表 1: 食品饮料行业上市公司分行业 2010 年全年和 2011 年一季度收入汇总

单位: 亿元	2010 年收入	同比增速	2011 年一季度收入	同比增速
白酒	520.29	35.67%	212.81	49.01%
啤酒	382.95	7.76%	94.27	21.32%
葡萄酒	59.22	19.77%	23.00	32.63%
黄酒	20.57	22.09%	7.34	10.57%
乳制品	462.49	21.08%	136.93	26.88%
肉制品	383.49	29.51%	89.76	6.50%
其他食品饮料公司	309.77	23.63%	87.49	20.13%

数据来源：食品饮料上市公司年报和一季报 安信证券研究中心

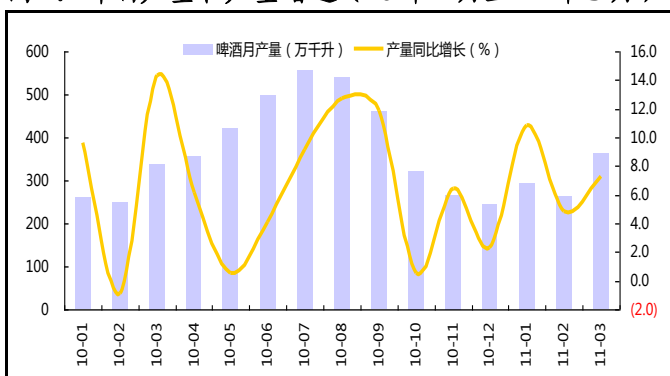
影响食品饮料行业收入增长主要是产品价格和产品销量方面因素。总体看食品饮料行业在 2010 年和 2011 年一季度产量增长情况良好。2010 年白酒月产量平均增速 25.5%、冷鲜肉月产量平均增速 25.3%、葡萄酒月产量平均增速 13.3%、乳制品月产量平均增速 10.8%。

图 1: 白酒产量和产量增速 (10 年 1 月至 11 年 3 月)



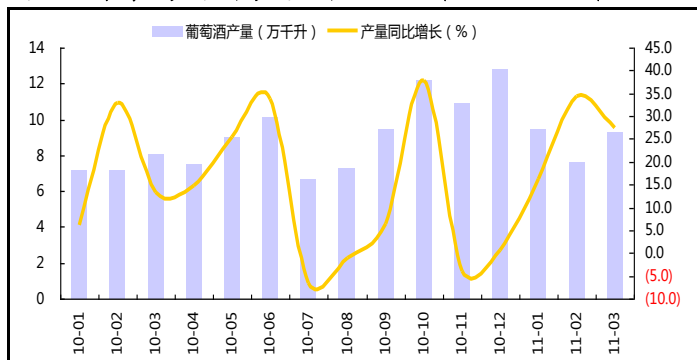
数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

图 2: 啤酒产量和产量增速 (10 年 1 月至 11 年 3 月)



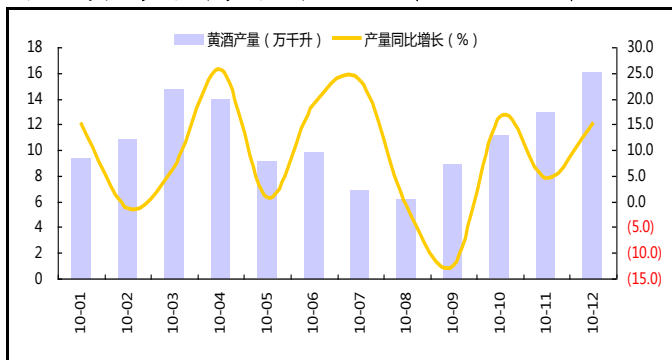
数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

图 3: 葡萄酒产量和产量增速 (10 年 1 月至 11 年 3 月)



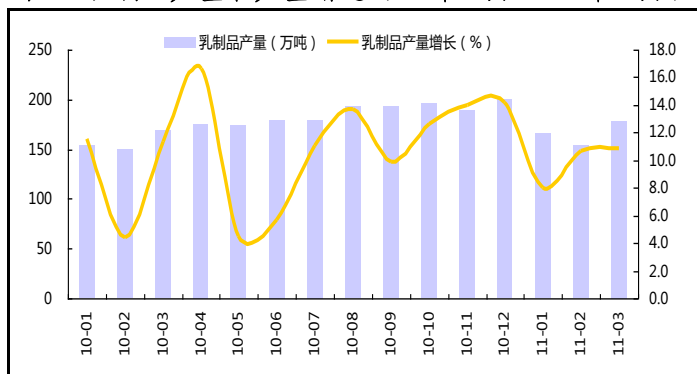
数据来源: 国家统计局 安信证券研究中心

图 4: 黄酒产量和产量增速 (10 年 1 月至 10 年 12 月)



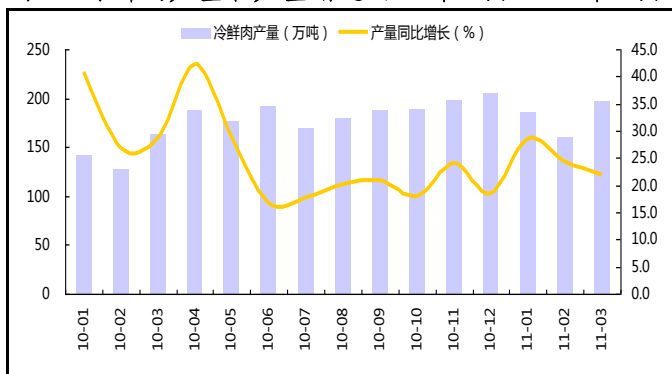
数据来源: 国家统计局 安信证券研究中心

图 5: 乳制品产量和产量增速 (10 年 1 月至 11 年 3 月)



数据来源: 国家统计局 安信证券研究中心

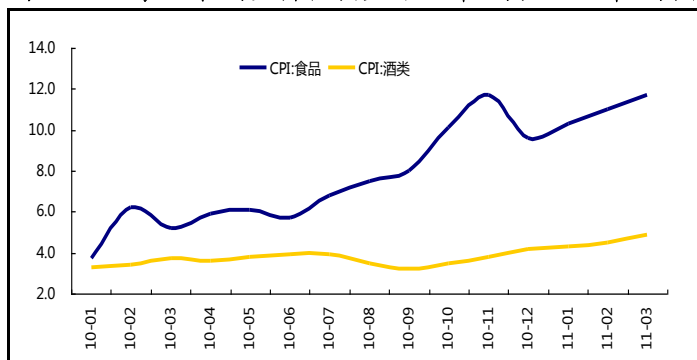
图 6: 冷鲜肉产量和产量增速 (10 年 1 月至 11 年 3 月)



数据来源: 国家统计局 安信证券研究中心

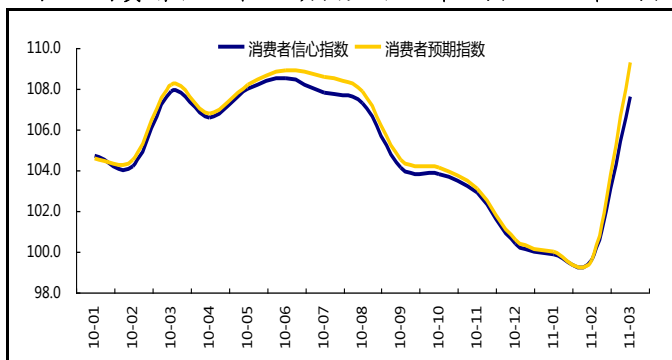
2010 年食品价格呈现上升趋势，2011 年一季度价格指数经过短期下调后延续了上行的趋势，这反应出食品价格上升对 2010 年和 2011 年一季度食品饮料行业收入增长是正向推动作用。但从消费者信心和消费者预期来看，在通胀水平不断上升的区间，消费者信心和消费者预期下降，将对消费产生不利影响，但两个指数在 2011 年一季度已经出现显著好转。我们认为消费者信心和消费者预期指数的明显回升也是一季度食品饮料行业收入增长的有力支撑。

图 7: CPI 食品和酒类价格指数 (10 年 1 月至 11 年 3 月)



数据来源: 国家统计局 安信证券研究中心

图 8: 消费者信心和预期指数 (10 年 1 月至 11 年 3 月)



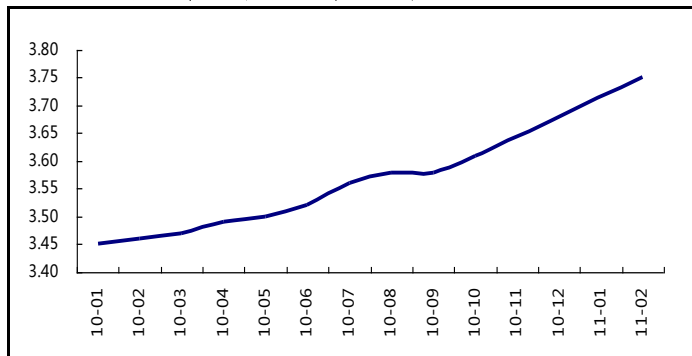
数据来源: 国家统计局 安信证券研究中心

我们观测到酒类消费价格指数在 2010 年的走势相对平稳，虽然白酒行业的一线、二线及部分区域强势品牌 2010 年内有明显提价，但对酒类整体消费价格体系影响并不

显著，没有造成行业整体价格出现快速上涨。这反映出白酒行业的提价是源于资源稀缺的供求关系推动的，其他酒种和酒类产品并不存在如此强的供求关系。从这一点看，我们认为发改委限制白酒行业提价的行政措施仅仅作用于短期，强势品牌的白酒产品价格还是会按照供求关系来反映。

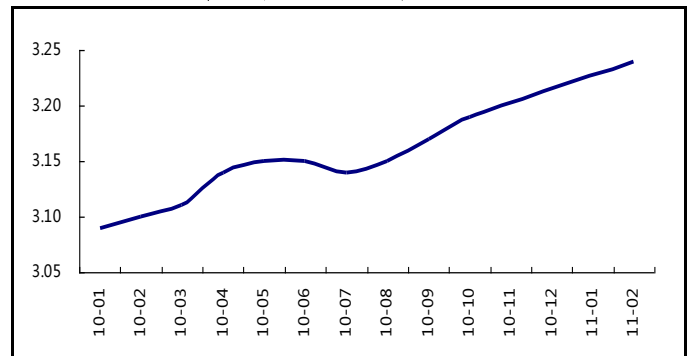
2010 年啤酒、乳制品、肉制品等产品价格也有上涨，但我们认为价格上行动力主要源自成本的推升，这与白酒显著区别的是，供求关系拉动价格上升的因素较弱。

图 9：36 个大中城市袋装鲜奶零售价格（元/500 克）



资料来源：国家发改委 安信证券研究中心

图 10：36 个大中城市瓶装醋零售价格（元/500ml）



资料来源：国家发改委 安信证券研究中心

由于食品饮料行业多数子行业的销售具有较强的“季节性”：通常白酒、葡萄酒、乳制品和部分饮料品种春节前为全年的销售旺季，在全年销售收入中占有 1/3 甚至更高的比重，因此一季度行业收入的良好增长奠定了全年收入增长的基础，从细分行业 2011 年一季度收入增速看，我们认为白酒、葡萄酒和乳制品行业在 2011 年有望延续收入增长趋势。

1.2. 上游农产品涨价，行业成本压力上升

表 2：食品饮料行业上市公司分行业 2010 年全年和 2011 年一季度成本汇总

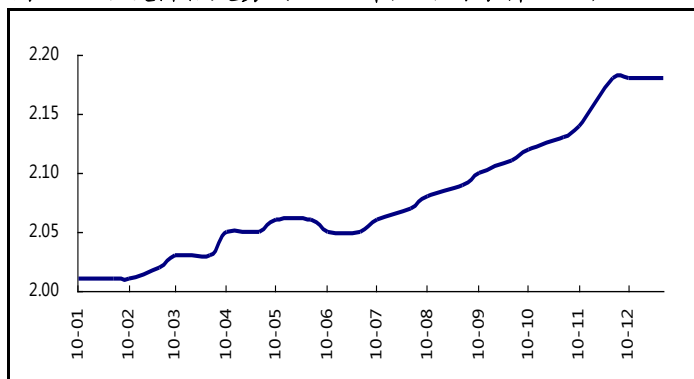
单位：亿元	2010 年成本	同比增速	2011 年一季报成本	同比增速
白酒	156.40	32.39%	63.27	53.38%
啤酒	221.19	6.53%	56.30	22.72%
葡萄酒	18.13	9.79%	6.47	18.38%
黄酒	11.12	24.20%	3.95	9.25%
乳制品	308.87	28.23%	90.19	27.65%
肉制品	348.37	31.02%	80.67	8.13%
其他食品饮料公司	236.34	24.14%	66.61	24.68%

数据来源：食品饮料上市公司年报和一季报

2010 年食品饮料行业生产成本达 1300.4 亿元，同比增长 24.0%，2011 年一季度行业生产成本 367.5 亿元，同比增长 24.6%。

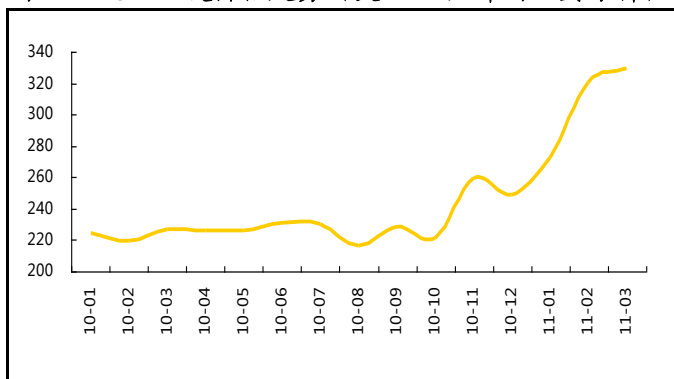
分行业来看：2010 年白酒行业、黄酒行业、乳制品行业、肉制品行业和其他食品饮料公司的成本增速都在 20% 以上。2010 年白酒、啤酒、葡萄酒的成本增速低于收入增长，黄酒、乳制品、肉制品和其他食品饮料公司成本增速高于同期收入增长。2011 年一季度，白酒、啤酒、乳制品、肉制品和其他食品饮料公司的成本增速高于收入增速。从细分行业收入增速的趋势看，啤酒、黄酒、乳制品、肉制品和其他食品饮料公司均在 2010 年至 2011 年一季度面临较大的成本压力。虽然白酒行业在 2011 年一季度成本增长较快，但我们认为成本上升动力并非主要源自原料成本上升，而是成本结构性变化，中档白酒销量的快速上升带来成本增加。

图 11: 小麦价格走势 (元/公斤, 白酒原料之一)



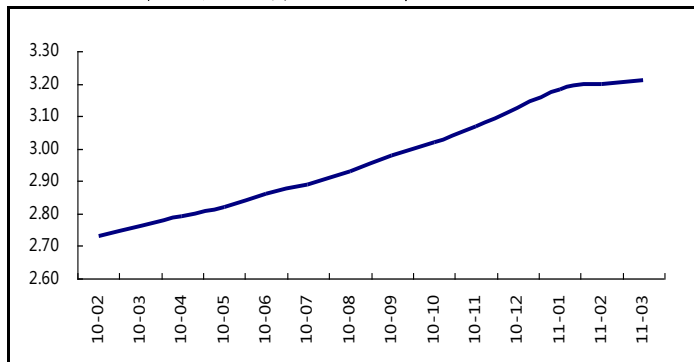
数据来源: 国家统计局 安信证券研究中心

图 12: 进口大麦价格走势 (美元/吨, 啤酒主要原料)



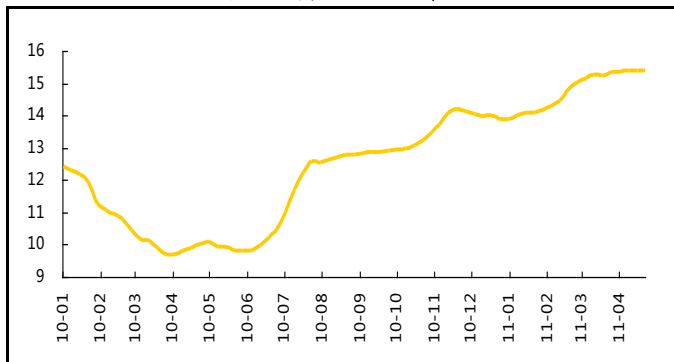
数据来源: 海关总署 安信证券研究中心

图 13: 原料奶价格走势 (元/公斤)



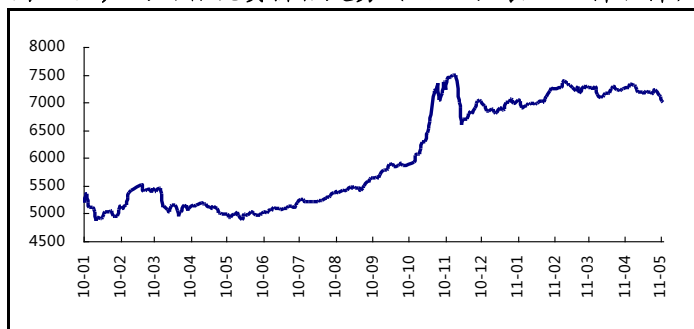
数据来源: 国家统计局 安信证券研究中心

图 14: 生猪出栏价格走势 (元/公斤)



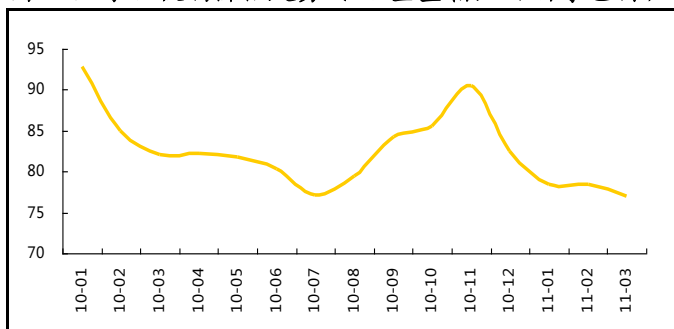
数据来源: 国家统计局 安信证券研究中心

图 15: 广西白糖现货价格走势 (元/吨, 食品饮料配料)



数据来源: 广西糖网 安信证券研究中心

图 16: 浮法玻璃价格走势 (元/重量箱, 白酒等包材)



数据来源: 中国建筑玻璃与工业玻璃协会 安信证券研究中心

食品饮料行业生产成本中, 原料成本占比较大, 我们看到 2010 年至 2011 年一季度, 农产品价格普遍处于涨价趋势中。啤酒的主要原料大麦 2011 年一季度末进口价格达到 330 美元/吨, 同比上涨 45.4%, 大麦价格的上涨从 10 年底开始。一季度啤酒行业成本上涨 22.7%, 今年啤酒行业将面临较大的成本压力。2011 年一季度末全国原奶平均价格 3.21 元/公斤, 同比上涨 17.6%。原奶价格在 2010 年也维持了 1 年的上涨趋势。2011 年一季度末, 生猪出栏价 15.33 元/公斤, 同比上涨 57.9%。白糖价格在 2010 年也出现大幅上涨, 也增加了行业成本。

从上游农产品涨价趋势看, 原料奶、啤酒大麦和生猪均有供求关系对涨价趋势的支撑,

我们判断 2011 年三项农产品的价格仍将在高位运行。啤酒、乳制品和肉制品均属于大众消费品，在当前政治、经济的环境下，成本转嫁的能力有限。我们认为随着下半年通胀形势的缓解，对提价的行政干预松动，大众消费品的盈利情况将有所改善。

1.3. 提价驱动毛利率提升

表 3: 食品饮料行业上市公司分行业 2010 年全年和 2011 年一季度毛利率汇总

	2010 年毛利率	绝对值同比变化	2011 年一季度毛利率	绝对值同比变化
白酒	69.94%	0.75%	70.27%	-0.85%
啤酒	42.24%	0.67%	40.27%	-0.68%
葡萄酒	69.39%	2.78%	71.89%	3.38%
黄酒	45.94%	-0.92%	46.19%	0.65%
乳制品	33.22%	-3.72%	34.13%	-0.40%
肉制品	9.16%	-1.04%	10.12%	-1.35%
其他食品饮料公司	23.87%	-2.78%	23.71%	-0.31%

数据来源：食品饮料上市公司年报和一季报 安信证券研究中心

2010 年食品饮料行业整体毛利率为 39.2%，同比小幅下降，2011 年一季度食品饮料行业整体毛利 43.6%，同比小幅增长。

分行业来看，白酒行业、葡萄酒行业、黄酒行业、啤酒行业毛利水平比较高。一季度白酒、啤酒、乳制品、肉制品、其他食品饮料公司毛利率出现同比小幅下降。白酒行业毛利率变化因为中档白酒收入占比提升，毛利结构有所变化。啤酒、乳制品、肉制品和其他食品饮料公司随后将面临如何转嫁成本的问题。

我们认为 2011 年白酒、葡萄酒和黄酒毛利率仍将维持较高水平，白酒行业因为提价支撑毛利率上升。啤酒、乳制品、肉制品行业由于原料成本的快速上升，而提价幅度不能够有效覆盖上升的成本，毛利率可能有小幅下降。

1.4. 期间费用变化基本同步收入增长

表 4: 食品饮料行业上市公司分行业 2010 年全年和 2011 年一季度期间费用汇总

单位: 亿元	2010 年费用	期间费用占比	2011 年一季度费用	期间费用占比
白酒	101.23	19.46%	30.82	14.48%
啤酒	90.14	23.54%	22.95	24.34%
葡萄酒	20.43	34.50%	8.00	34.78%
黄酒	5.52	26.85%	1.52	20.70%
乳制品	140.15	30.30%	43.11	31.48%
肉制品	18.08	4.71%	4.97	5.53%
其他食品饮料公司	54.81	17.69%	15.41	17.61%

数据来源：食品饮料上市公司年报和一季报 安信证券研究中心

2010 年食品饮料行业期间费用占比 20.12%，同比下降了 1.01 个百分点，2011 年一季度期间费用占比 19.45%，同比下降 0.63 个百分点，期间费用总体增速略低于收入增速，基本与行业收入增速相当。

分行业来看：啤酒、葡萄酒、黄酒和乳制品行的期间费用的占比较高，葡萄酒和乳制品行业的费用占比超过了 30%。期间费用占比高的原因是销售费用占比较高。

我们认为销售费用水平可以大致反映企业的营销方式以及市场竞争的激烈程度，从几大酒精饮料行业看，葡萄酒行业竞争程度最激烈，其次是啤酒行业、黄酒行业，白酒行业的竞争状况相对较好。

1.5. 白酒行业净利润规模最大、增速最高

表 5: 食品饮料行业上市公司分行业 2010 年全年和 2011 年一季度净利润汇总

单位: 亿元	2010 年净利润	净利润同比增速	2011 年一季度净利润	净利润同比增速
白酒	153.41	31.85%	71.06	49.02%
啤酒	29.38	29.96%	4.94	35.17%
葡萄酒	15.30	70.08%	5.72	69.33%
黄酒	2.56	15.04%	1.19	9.79%
乳制品	15.02	41.35%	2.73	27.66%
肉制品	11.81	16.51%	3.12	11.20%
其他食品饮料公司	19.30	16.90%	5.07	-10.28%

数据来源: 食品饮料上市公司年报和一季报 安信证券研究中心

2010 年食品饮料行业实现净利润 246.8 亿元, 同比增长 31.7%, 2011 年一季度行业实现净利润 83.8 亿元, 同比增长 41.3%。

从分行业来看, 白酒行业净利润规模远远超越其他行业, 2010 年白酒上市公司净利润 153.4 亿元, 同比增长 31.8%, 2011 年一季度净利润增速提高至 49.0%, 增速提高主要是因为中档白酒收入快速增长和中档白酒毛利率提升。

2010 年净利润增速最高的是葡萄酒行业, 但葡萄酒行业净利润几乎集中在张裕一家公司, 其他葡萄酒公司净利润规模较小。2010 年啤酒和乳制品行业净利润增长也在 30% 以上。

从 2011 年一季报看, 除白酒行业外, 啤酒、葡萄酒和乳制品保持了 25% 以上的净利润增长, 啤酒和葡萄酒行业净利润增速超过市场预期。其他食品饮料行业公司一季度净利润水平出现下降, 反映成本压力已经开始体现在报表数据上。

从 2011 年一季报收入、成本、费用变化趋势看, 我们认为白酒行业仍然是 2011 年业绩高增长的行业, 葡萄酒行业龙头公司张裕的业绩也值得期待。啤酒和肉制品行业龙头公司拥有更强的成本转嫁能力, 如果年内原料成本出现下降, 两个行业盈利水平将显著回升, 驱动净利润增长。黄酒行业暂时还未实现整体格局突破, 业绩高增长尚待时日。肉制品行业受瘦肉精影响, 短期行业内龙头公司双汇业绩受损, 应关注市场恢复的业绩回升机会。其他食品饮料行业公司, 业绩增长需关注各细分行业的成本转嫁能力。

表 6: 食品饮料行业 2011 年半年报预增汇总

行业	公司名称	2011 年一季报增速	2011 上半年报预增幅度
白酒	山西汾酒	94.33%	50%以上
白酒	洋河股份	62.39%	50%-70%
方便食品	三全食品	36.41%	0-50%
调味品	加隆股份	30.95%	10%-30%
粉丝	双塔食品	43.59%	30%-50%

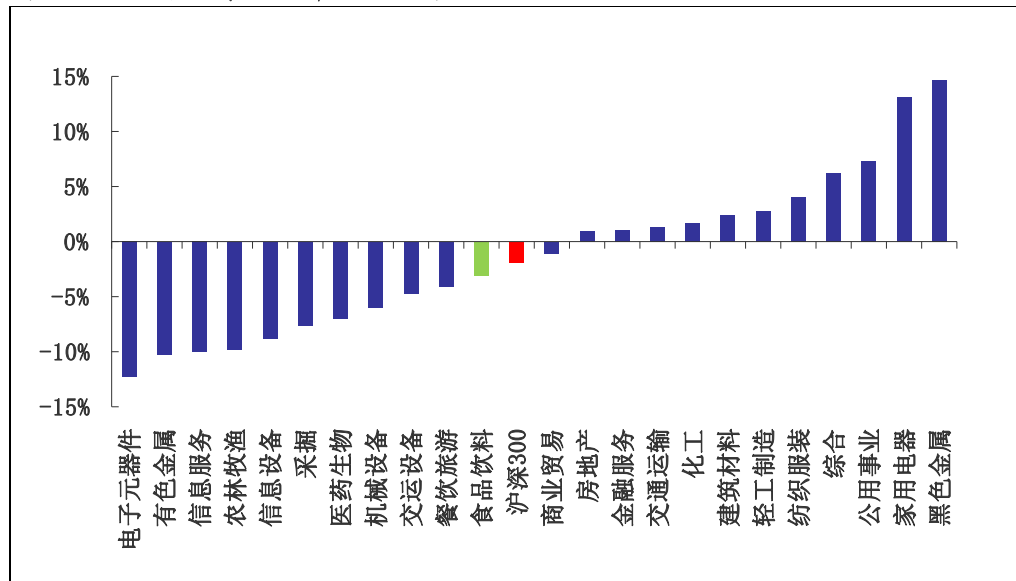
数据来源: 上市公司公告 安信证券研究中心

2. 食品饮料行业及各个子行业的估值

2.1. 年初至今跌幅超越大盘

2011 年 1 月 4 日至 2011 年 5 月 11 日以来, 电子元器件行业跌幅约为 12.31%, 是 A 股调整幅度最大的行业板块, 大盘 (沪深 300) 在此期间下跌了 1.88%, 食品饮料行业跌幅超越大盘, 降幅约为 3.06%, 跌幅处于 A 股各个行业板块的中等水平。

图 17 A 股各板块表现（申万一级行业 2011.1.04-2011.05.11）

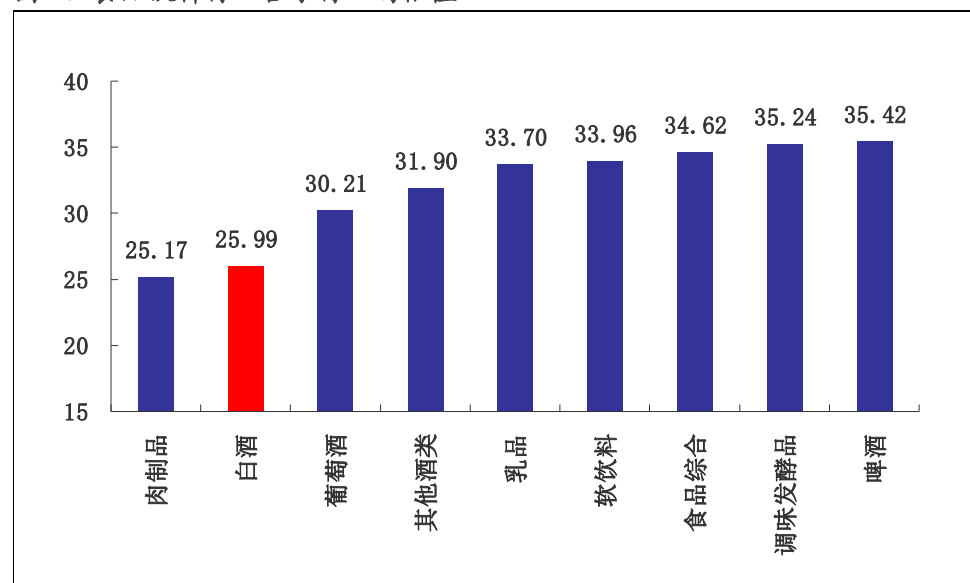


数据来源：Wind 安信证券研究中心

2.2. 白酒行业是食品在饮料行业中最具估值优势

从食品饮料各子行业来看，按照 2011 年的盈利预测，除肉制品行业外，白酒是行业估值水平最低的。我们认为肉制品行业目前估值较低主要是由于龙头公司-双汇发展受“瘦肉精”事件的影响，自 3 月中旬经历连续几个跌停所致，属于非正常状态，葡萄酒行业估值虽高于白酒，但在整个食品饮料各个子行业中估值较低。啤酒行业估值虽高，但行业龙头公司燕京和青啤的估值水平并不高，2011 年 PE 在 23-24 倍左右。我们注意到在白酒子行业中，一线白酒更具估值优势，代表公司五粮液、贵州茅台和泸州老窖 2011 年的估值平均约为 22-24 倍左右，具有较高的安全边际。

图 18 食品饮料行业各子行业的估值



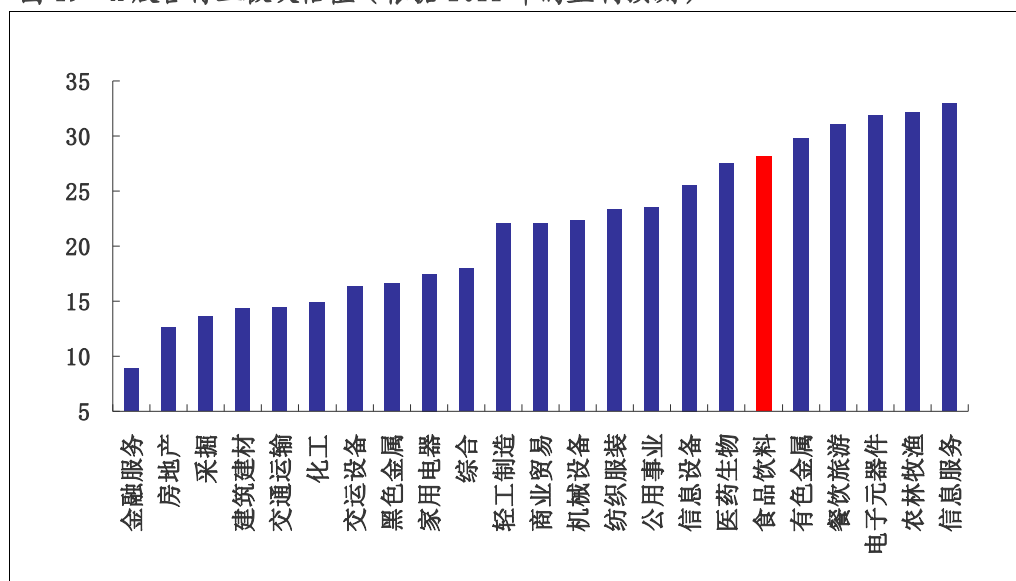
数据来源：Wind 安信证券研究中心

2.3. 对比 A 股其他板块估值较高

截至 2011 年 2 月 11 日，A 股各个板块的估值中，食品饮料行业的估值水平仍处于相

对较高的位置，仅次于有色金属、餐饮旅游、电子元器件、农林牧渔、信息服务行业。

图 19 A 股各行业板块估值（根据 2011 年的盈利预测）

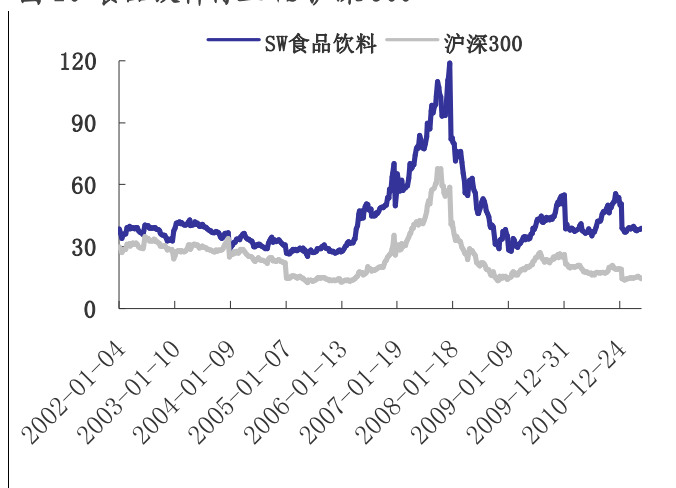


数据来源：Wind 安信证券研究中心

2.4. 食品饮料行业估值处于历史低点

食品饮料行业的上市公司多为各个子行业的龙头公司，具有一定的品牌溢价。因此，尽管食品饮料行业的估值水平在 A 股各个板块中处于相对较高的位置，但对比行业与大盘的历史估值溢价水平，行业目前的相对估值溢价水平处于自 2002 年以来较低位置，但相对大盘估值仍偏高。

图 20 食品饮料行业 VS 沪深 300



数据来源：Wind 安信证券研究中心

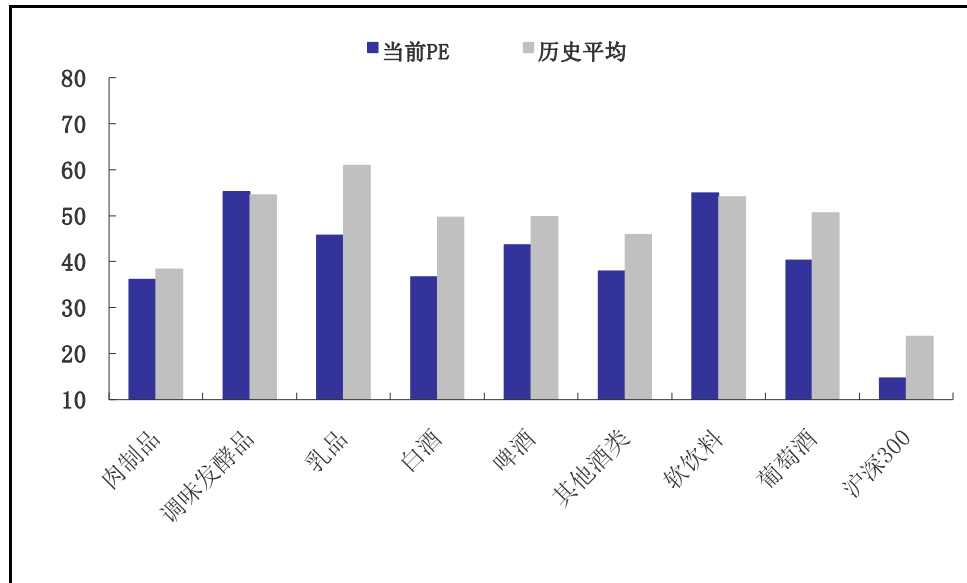
图 21 食品饮料/沪深 300PE



数据来源：Wind 安信证券研究中心

尽管目前食品饮料行业的估值水平相对 A 股其他行业仍处于相对较高的水平，但由于食品饮料行业众多上市公司均为各子行业的龙头公司，都具有一定的溢价，除调味品和软饮料外，其他子行业的估值水平均低于自 2006 年以来行业的平均估值水平。

图 22 食品饮料各个子行业自 2006 年以来的平均估值比较



数据来源: Wind 安信证券研究中心

3. 二、三季度投资策略

根据今年流动性偏紧、投资偏谨慎的市场特点,我们认为进入二季度可以考虑配置以中等估值和中等弹性的食品饮料行业逐步替代估值变高,弹性变差的低估值高弹性板块。投资标的为具有估值优势、未来增长确定的公司。

结合未来业绩增长以及估值情况,同时考虑到今年通胀成本压力,我们的投资组合为一、二线白酒组合。一线白酒的排序为:五粮液、泸州老窖和贵州茅台;二线白酒山西汾酒和古井贡也值得关注;肉制品行业关注双汇销售的恢复和资产重组的进程,伊利关注管理层行权的进展。

4. 重点公司投资概要

五粮液: 公司 2011 年的目标是总销量至少提高 20%,大力支持五粮春、五粮醇、六和液和尖庄这几种成熟产品,因此上述产品的销售增速将达到约 30%。结合公司高端产品当前市场价格情况和实现厂商联合、决策前移等一系列给力中低端产品营销体制改革,同时公司正处于天时、地利、人和的又一最佳发展时期,我们判断公司未来几年将迎来发展建设的新高潮,利用资本运作并购国内资质好的白酒企业。由于公司目前估值水平正处于历史较低水平,极具安全边际,整体向上的趋势已经开始确立,建议从全局和长远发展的战略高度重新审视五粮液公司。我们预计公司 2011-2013 年的销售收入分别增长 21.30%、29.40%和 20.40%,EPS 分别为 1.52 元、2.01 元和 2.50 元,对应 21、16 和 13 倍 PE。考虑到公司的行业龙头地位以及未来 3-5 年的快速发展势头,我们给予公司 2011 年 28 倍 PE,6 个月的目标价为 43 元,投资评级为买入-A。

泸州老窖: 尽管品牌力尚不及茅台、五粮液,但公司却采取先发制人的价格策略,在有利时机抢先提价,使价格站在五粮液之上。我们认为这种打破常规的做法考验管理层的智慧和勇气,使其稳稳处于白酒品牌的第一阵营。厂商结合的“柒泉模式”的效果已经显现-2010 年的销售费用率下降 5.4 个百分点,达到 6%,主要原因是将一些费用有效地转移至柒泉公司。公司去年 10 月在“国窖 1573”之上推出“中国品味”目的是提高公司的品牌影响力。以窖龄概念推出的“百年泸州老窖”终端价格涵盖 200-600 元,有效地填补了高端产品提价后留下的价格空档。公司今年将大力推广该产品,预计全年销售收入为 10 亿元。泸州老窖的管理团队一直为业界所称道。公司

经营体制灵活高效，产品线完整丰富，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 2.16 元、2.81 和 3.45 元，其中，华西证券贡献 0.20 元，给予白酒业务 30XPE，证券业务 10XPE，则公司未来 6 个月的目标价为 60 元，给予买入-A 的投资评级。

贵州茅台：2010 年底公司宣布对茅台产品提价 20%，即普通 53 度茅台的出厂价提高到 619 元，此次提价引起了舆论和媒体的口诛笔伐，但从市场终端反映的情况来看，茅台酒缺货的现象仍很普遍。尽管公司发出 929 元的限价令，有些地区的终端价格高达 1300-1500 元。一批价甚至已经涨到 1000 元左右，与出厂价的价差近 400 元，比五粮液高出近 200 元（尚未提价），渠道价格健康顺畅。尽管茅台经过近几年的扩产和技改已经进入产能释放期。按照产能计算，2011 年公司的销量可以达到约 15000 吨，但考虑到公司 2011 年仍将坚持其“饥饿营销”的价格策略，预计公司继续实行控量政策。根据当前的销售情况，考虑到公司自 2011 年开始茅台酒平均提价幅度 20%，同时销售小幅放量，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 7.41 元、8.99 元和 10.90 元（未摊薄），对应 26、21 和 17 倍 PE。考虑到国酒茅台强劲的品牌号召力，以及未来业绩增长的确切性，给予 2011 年 32X PE，6 个月的目标价定为 240 元，维持买入-B 的投资评级。（认为风险性较大主要是考虑到政府控制公款消费以及社会舆论对茅台提价的压力）

山西汾酒：目前公司省外市场的销售规模占全部的 36%，我们预计随着清香型白酒消费市场的恢复，未来公司省外市场的销售额将超过省内。2011 年 3 月底公司宣布对老产品 30 年青花瓷提价 20%，对新品 20 年、40 年青花瓷以及 20 年老白汾提价 10%，因此 2011 年毛利率继续提升不仅受益产品结构升级，还将受益直接提价。公司“十二五”发展规划还将重点放到竹叶青这个产品系列上，成立了专门的销售团队运作。除山西省外，重点开拓东南沿海地区如广东、浙江、江苏、福建和上海市场。原来竹叶青的产品结构层次较低，公司自 2010 年 10 月份推出了国酿、精酿和特酿并计划逐步取代原来的低端产品。我们认为公司推出高端竹叶青产品的目的是提升竹叶青产品的品牌形象，使竹叶青系列产品成为公司又一利润增长点，成为公司的支柱产品。公司计划到 2015 年竹叶青的销售额达到 12-13 亿元，目前公司竹叶青的销售额不到 2 亿元。预计公司 2011-2013 年的销售额为 41 亿元、53 亿元和 69 亿元，EPS 分别为 1.74 元、2.46 元和 3.20 元。以公司当前的股价计算公司 2011 年的 PE 为 36 倍，考虑到公司未来几年的复合增长率高达 40%以上，尽管公司估值水平不低，但综合未来几年的成长性，公司估值水平在二线白酒公司中具有优势。给予 2011 年 45X PE，6 个月的目标价为 78 元，维持增持-A 的投资评级

古井贡酒：产品线清晰简洁，公司在继 09 年推出高端产品“年份原浆”后，又推出“花系淡雅系列”。这样公司高端（年份原浆）、中端（老古井系列）和低端（玻贡系列）产品覆盖了整个价格带。公司在省内市场份额约为 15%，省外聚焦苏、鲁、豫、冀、浙五大市场。2010 年公司省内销售占销售收入 50%以上，但省外市场增速超预期，豫、苏两省双超 2 亿元，山东达到 1 亿元，约占 30%。公司采取稳健的省外扩张政策—做一个市场就做好，暂时没能力做的宁可先空白。我们认为，随着公司营销体制改革的深化和完善，公司在本省和省外市场还有很大的发展空间。因此公司在计划 2012 年实现销售 50 亿（含税）的同时规划未来 100 亿的长远目标。我们预计公司 2011-2012 年的 EPS 为 2.40 元和 3.57 元，给予公司 40XPE，6 个月的目标价为 96 元，给予买入-B 的投资评级。

表 7 重点公司盈利预测和估值

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率				CAGR	PEG	投资评级
			09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	10-12	10-12	
002329	皇氏乳业	41.41	0.43	0.54	0.89	1.22	96.30	76.69	46.53	33.94	42%	0.82	增持-A
002387	黑牛食品	30.88	0.50	0.61	0.91	1.17	61.76	50.62	33.93	26.39	33%	0.81	增持-A
000568	泸州老窖	47.60	1.20	1.58	2.16	2.81	39.67	30.13	22.04	16.94	33%	0.52	买入-A
000596	古井贡酒	77.00	0.60	0.99	2.40	3.57	128.33	77.78	32.08	21.57	81%	0.27	买入-B
000729	燕京啤酒	19.68	0.52	0.65	0.86	1.05	37.85	30.28	22.88	18.74	26%	0.71	增持-A
000848	承德露露	31.07	0.46	0.59	0.72	0.93	67.54	52.66	43.15	33.41	26%	1.26	增持-A
000858	五粮液	33.75	0.48	1.15	1.52	2.01	70.31	29.35	22.20	16.79	61%	0.27	买入-A
000869	张裕 A	97.70	2.14	2.72	3.37	4.15	45.65	35.92	28.99	23.54	25%	0.95	增持-A
000895	双汇发展	57.56	1.50	2.40	2.60	3.24	38.37	23.98	22.14	17.77	29%	0.61	增持-A
002304	洋河股份	233.40	2.78	4.90	7.23	8.98	83.96	47.63	32.28	25.99	48%	0.54	增持-A
600519	贵州茅台	184.95	4.57	5.35	7.41	8.99	40.47	34.57	24.96	20.57	25%	0.81	买入-B
600600	青岛啤酒	35.04	0.95	1.13	1.41	1.71	36.88	31.01	24.85	20.49	22%	0.95	增持-A
600702	山西汾酒	68.74	0.82	1.14	1.74	2.46	83.83	60.30	39.51	27.94	44%	0.63	增持-A
600887	伊利股份	37.17	0.81	0.97	1.20	1.49	45.89	38.32	30.98	24.95	23%	1.11	增持-A

数据来源: Wind 安信证券研究中心

附件 1: 食品饮料行业重点公司 2010 年年报和 2011 年一季报财务数据汇总表

公司名称	收入增速		销售毛利率		净利润增速		销售净利率	
	2010A	2011Q1	2010A	2011Q1	2010A	2011Q1	2010A	2011Q1
贵州茅台	20.30%	38.84%	90.95%	90.71%	17.13%	48.85%	43.42%	44.64%
五粮液	39.64%	38.96%	68.71%	65.76%	35.46%	36.70%	28.28%	33.33%
洋河股份	90.38%	87.95%	56.31%	59.05%	75.86%	62.39%	28.94%	32.24%
泸州老窖	22.89%	42.44%	69.41%	70.21%	31.79%	31.93%	41.06%	43.27%
山西汾酒	40.74%	81.34%	76.59%	75.73%	39.30%	94.33%	16.39%	27.03%
水井坊	8.64%	-1.83%	55.54%	79.70%	-26.57%	14.00%	12.95%	29.17%
古井贡酒	40.09%	66.19%	71.15%	74.48%	123.97%	122.04%	16.70%	17.76%
金种子酒	31.97%	92.12%	42.15%	58.48%	136.72%	181.79%	12.24%	19.23%
老白干酒	24.72%	59.11%	41.19%	35.97%	16.59%	40.50%	3.57%	4.04%
酒鬼酒	53.60%	63.22%	73.91%	72.79%	35.79%	806.40%	14.17%	11.29%
沱牌曲酒	23.66%	-14.11%	44.10%	54.86%	42.18%	17.30%	8.55%	13.56%
伊力特	24.60%	20.17%	50.94%	43.69%	22.79%	20.38%	12.36%	15.10%
青岛啤酒	10.38%	26.67%	43.54%	43.70%	21.32%	38.21%	7.64%	7.50%
燕京啤酒	8.52%	23.69%	41.33%	34.44%	22.69%	21.13%	7.48%	1.44%
珠江啤酒	7.96%	3.10%	40.90%	39.51%	6.56%	19.37%	2.99%	1.64%
重庆啤酒	5.08%	2.63%	44.07%	42.99%	99.42%	0.89%	15.24%	7.45%
惠泉啤酒	-17.04%	-0.92%	34.01%	29.88%	-31.18%	6.50%	5.82%	2.06%
啤酒花	0.41%	18.37%	36.55%	34.29%	677.71%	431.41%	3.97%	2.20%
兰州黄河	-9.46%	-2.17%	37.45%	37.87%	234.41%	185.41%	13.20%	5.96%
张裕 A	18.66%	31.85%	74.76%	74.01%	27.22%	48.78%	28.78%	26.92%
莫高股份	11.47%	20.32%	46.77%	52.96%	16.30%	27.19%	11.44%	17.29%
古越龙山	45.73%	21.10%	36.54%	35.99%	62.51%	59.10%	11.52%	11.50%
金枫酒业	3.55%	-0.75%	56.30%	59.58%	-9.86%	-9.29%	13.43%	22.23%
伊利股份	21.96%	29.18%	30.27%	31.89%	20.00%	16.20%	2.62%	1.60%
三元股份	8.10%	15.70%	15.96%	21.34%	-139.96%	-241.96%	2.00%	2.54%
光明乳业	20.51%	23.05%	34.50%	34.24%	58.71%	5.27%	2.03%	1.03%
皇氏乳业	34.89%	28.12%	37.28%	39.44%	24.80%	15.64%	13.85%	18.27%
贝因美	24.13%	25.89%	62.48%	58.68%	12.36%	5.29%	10.48%	5.54%
黑牛食品	9.10%	10.11%	33.10%	33.82%	20.44%	-38.60%	12.67%	7.12%
维维股份	67.75%	15.44%	30.88%	30.98%	-31.67%	24.56%	3.16%	4.07%
双汇发展	29.62%	4.89%	8.89%	9.61%	19.61%	10.49%	2.96%	3.16%
得利斯	29.30%	41.77%	12.43%	14.33%	-29.89%	16.35%	3.08%	5.61%
金字火腿	10.11%	10.13%	40.58%	43.40%	19.15%	13.73%	28.85%	28.83%
上海梅林	11.13%	19.48%	7.01%	8.84%	-103.93%	193.61%	0.12%	0.76%
海南椰岛	9.47%	55.15%	18.35%	9.76%	72.03%	-96.89%	12.24%	0.57%
三全食品	33.15%	37.75%	33.44%	33.63%	39.07%	36.41%	6.42%	6.14%
承德露露	36.71%	-4.88%	34.22%	38.13%	28.68%	-8.52%	9.82%	12.74%
佳隆股份	15.51%	14.18%	37.67%	37.63%	1.34%	30.95%	21.35%	19.91%
涪陵榨菜	23.29%	29.53%	32.36%	28.33%	34.15%	26.13%	10.23%	9.97%
保龄宝	37.16%	36.53%	19.56%	20.28%	8.99%	24.25%	5.94%	5.40%
量子高科	23.51%	3.42%	46.40%	32.94%	14.82%	-56.95%	27.26%	12.70%
安琪酵母	24.59%	32.35%	33.75%	32.24%	35.59%	54.92%	13.56%	13.78%
双塔食品	15.24%	61.05%	24.87%	20.37%	25.11%	43.59%	14.51%	11.37%
洽洽食品	29.98%	32.43%	27.35%	22.00%	50.08%	-2.41%	7.09%	7.20%
晨光生物	41.07%	115.36%	21.23%	18.70%	30.28%	31.07%	10.88%	10.05%
恒顺醋业	-2.14%	-7.46%	31.06%	33.15%	2.80%	6.72%	2.77%	4.39%

平均	23.90%	28.49%	40.34%	44.74%	31.06%	41.31%	11.94%	14.88%
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司 2010 年年报和 2011 年一季报

注：深色背景标注的公司为 2010 年和 2011 年一季度净利润增速均在 30%以上的公司

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2011-05-11

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E				
000729	燕京啤酒	增持-A	买入-B	1.03	1.26	1.55	19	16	13	12.0%	12.0%	13.0%	19.60	27.00	2011-03-18	3%
600600	青岛啤酒	增持-A	增持-A	1.46	1.78	2.35	24	20	15	17.0%	17.0%	18.0%	34.72	40.00	2011-04-01	11%
000858	五粮液	买入-B	买入-A	1.53	2.02	2.51	22	16	13	24.0%	24.0%	23.0%	33.20	43.00	2011-04-06	4%
000869	张裕 A	增持-A	增持-A	3.50	4.32	5.30	27	22	18	37.0%	37.0%	37.0%	96.03	102.00	2011-04-11	10%
600519	贵州茅台	买入-B	买入-B	7.58	9.19	11.15	24	20	17	30.0%	28.0%	27.0%	185.27	240.00	2009-03-25	59%
002216	三全食品	增持-A	增持-A	0.89	1.10	1.52	40	32	23	14.0%	15.0%	17.0%	35.70	44.00	2011-03-11	-1%
600887	伊利股份	增持-A	增持-A	1.29	1.61	2.00	29	23	19	19.0%	19.0%	19.0%	37.75	40.00	2011-05-04	11%

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034