



食品饮料

2011.06.13

可见的提价·可预期的稳定增长·防御

——食品饮料行业 2011 年中期策略

	胡春霞	林园远
	021-38676186	021-38676654
	huchunxia@gtjas.com	linyuan@gtjas.com
编号	S0880511010015	S0880511010018

本报告导读：

分析目前食品饮料行业现状，提出以发展的眼光看待高档消费品的量、价空间，继续推荐一线白酒、葡萄酒。

摘要：

- 行情演绎及观点回顾：食品饮料板块今年以来涨幅-2.0%，跑赢上证综指 0.9 个百分点，其中白酒上涨 4.2%，领涨所有子行业，啤酒其次，上涨 0.67%。维持我们 4、5 月报对行业推荐的观点，继续推荐一线白酒、葡萄酒。
- 用发展的眼光看待消费品质、价增长：经济增长，收入增加、消费升级三方面都将推动食品饮料销量和销售价格持续走高。从海外高档消费品的经验看，人均 GDP 过万美金后奢侈品消费才刚起步，我国一线大城市刚达到这一标准，因此可乐观看待高档食品饮料的量价上涨空间。贵州茅台终端价格突破千元后是否意味着价格天花板上升？
- 行业分析：低档消费保持高增长，高档消费超预期。
 - ◆ 白酒：有必要重新审视高档酒增速。白酒上市公司 10 年、11 年一季度整体收入同比增长 36%、49%。其中今年一季度茅台、五粮液在预收账款上升情况下，收入保持了大幅增长。我们草根调查的情况也显示高档酒经销商价差进一步扩大，销售淡季不淡。中低档白酒维持了去年销量的高增速，二线名酒结构升级态势明显。
 - ◆ 葡萄酒：市场蛋糕扩大，竞争格局明晰。我国人均葡萄酒消费量 1.2 升，为世界平均水平的 1/3。在行业快速成长背景下，预计未来几年，进口葡萄酒和国内葡萄酒市场仍将处于共生共增状态。张裕仍然领跑行业，短期竞争优势难以撼动。
 - ◆ 啤酒：跑马圈地新时代加速集中度上升。啤酒兼并收购加速，已经进入最后的肉搏时代，预计最近 2-3 年集中度将加速上升。今年啤酒行业成本压力较大，提价恐难以完全覆盖成本上升；长期继续等待行业集中度提升和企业规模扩大后的费用率下降、盈利能力上升。
 - ◆ 屠宰及肉制品行业：事件性机会是否存在？双汇具备事件机会。
 - ◆ 乳制品净利润提升时点即将来临。市场增速放缓，预计行业竞争也将趋缓，未来无论是费用率下降，还是产品结构提升，净利率都将有提升。短期伊利股份增发博弈中应该有较好的机会。
- 投资策略：增持；一线品种风险收益整体更优。在目前 PE 水平继续强烈建议增持食品饮料行业，即便估值保持如此低的水平，很多公司也仍能有 30% 左右由于净利润增长带来的收益。继续维持 2 季度的推荐策略，子行业推荐顺序为：一线白酒、一线葡萄酒、二线白酒、大众消费品。公司：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、张裕 A、山西汾酒、古井贡、青岛啤酒，双汇发展、伊利股份。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

增持

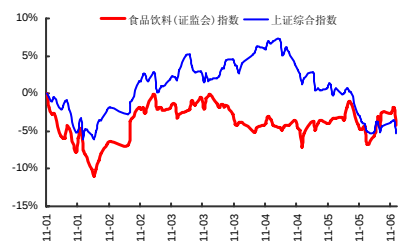
上次评级：

增持

细分行业评级

食品	增持
饮料	增持

图：食品饮料行业指数



相关报告

食品饮料：《高档白酒将受益中国奢侈品消费的成长》
2011.05.29

食品饮料：《估值安全，继续首推一线白酒》
2011.05.23

食品饮料：《白酒依然领跑 啤酒增速略升》
2011.05.15

食品饮料：《重新审视高档酒增速》
2011.05.10

食品饮料：《一季度白酒、葡萄酒产量增速较快》
2011.04.19

目 录

1. 观点：可以预见的提价和业绩增长,强防御性体现	3
2. 上半年食品饮料行情演绎及我们的观点回顾	3
3. 用发展的眼光看待消费品的量、价增长	5
3.1. 发展的看待消费增长：经济发展、收入增加、消费升级	5
3.2. 中国奢侈品之路刚起步，乐观看待价格上涨	7
3.3. 茅台从千元大关向 2000 元迈进，天花板上升？	8
4. 行业分析：低档消费保持高增长，高档消费超预期	9
4.1. 白酒：销售持续超预期，有必要重新审视高档酒销售	9
4.2. 葡萄酒：市场蛋糕扩大，竞争格局明晰	11
4.2.1. 葡萄酒消费普及和销量增长乐观	11
4.2.2. 张裕经营仍然领跑行业，竞争格局清晰	12
4.3. 啤酒：行业集中度加速上升，净利率提升可期	13
4.3.1. 啤酒跑马圈地新时代加速集中度上升	13
4.3.2. 区域净利率差异显示未来行业净利率空间	14
4.3.3. 2011 年成本压力大，提价难以完全覆盖成本上升	15
4.4. 屠宰及肉制品行业：事件性机会是否存在？	15
4.4.1. 总量增长不快，工业化和结构调整带来利润快速增长	15
4.4.2. 双汇发展存在事件性机会？存在	16
4.5. 乳制品：净利率存在提升空间	17
4.5.1. 乳制品市场将保持 12%左右的增速	17
4.5.2. 行业竞争趋缓，净利率将有提升	18
4.5.3. 乳制品行业净利率能到多高？	19
5. 投资策略：增持；一线品种风险收益整体更优	20
6. 公司推荐与简评	22
6.1. 贵州茅台：新一轮业绩大幅增长	22
6.2. 五粮液：估值起底，期待业绩释放	23
6.3. 泸州老窖：今年跨越式发展	24
6.4. 山西汾酒：继续维持高增长	25
6.5. 张裕 A：稳定增长典范，高档酒增长加速	26
6.6. 青岛啤酒：又一次跑马圈地时代	26

1. 观点：可以预见的提价和业绩增长,强防御性体现

受到一季度食品饮料一线白酒、葡萄酒报表超预期、以及我们草根调研酒类价格数据上升和销售情况刺激，我们4月底提出《重新审视高档酒增速》。

沿着这一思路，我们最近在与一些投资一线的朋友们沟通时，最想说的是：以发展的眼光看待国内消费品价格的上涨。一方面经济发展、收入增加导致需求增加，以及由此推动的价格上涨；另一方面这也是种货币现象，通胀预期下，高档食品饮料的价格总是能跟上或者超越CPI的上升。目前这两方面的条件对食品饮料消费量、价都有推动，因此我们仍然毫不犹豫的推荐食品饮料行业，继续给予增持评级。

- **继续首推一线白酒和葡萄酒：**食品饮料行业消费仍然保持快速增长趋势，尤其是高档酒，在经济还不错以及通胀的预期下，销售加速上升，提价预期进一步强化，预计全年仍可能有超预期的业绩增长，且目前估值较低，下跌空间小。随着时间推移，考虑到2012年业绩仍能有30%左右增速，即便是估值维持在目前水平，也有30%左右的股价空间，中期我们继续首推一线白酒、葡萄酒。
- **二线白酒超预期空间和概率都不大，今年超额收益将大幅下降。**我们仍看好二线白酒中的优秀企业：山西汾酒、古井贡、洋河股份等的2011、2012年的业绩增长，但是基于市场预期已经比较充分的情况下，估值已经不低，所以，我们认为今年二线白酒相对行业的超额收益将大幅下降，不过对于其股价的绝对涨幅仍能看得到。
- **大众消费品市场空间大，年底可能出现投资时点：**维持对大众消费品行业下半年经营状况会好于上半年的预期。高通胀环境下大众品面临成本上升压力，待通胀回落盈利有望提升。大众消费品公司经营状况差异非常大，建议积极布局有事件性机会的双汇发展、伊利股份。长期看好啤酒行业整合完成后的净利率提升，短期等待成本压力缓解后或现大规模建仓时机，有望走出跨年度行情。
- **可能有机会的中小企业建议积极关注：**深深宝、ST南方、恰恰食品、恒顺醋业。

继续首推一线白酒和葡萄酒，其次为二线白酒、大众品。具体推荐顺序为：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、张裕A、山西汾酒、古井贡、青岛啤酒，双汇发展、伊利股份。

2. 上半年食品饮料行情演绎及我们的观点回顾

我们的推荐观点及思路回顾：

- 4月月报《白酒销售热度不减 估值下移再现买点》中旗帜鲜明首推一线白酒，并指出茅台一季报符合预期有望带动板块反弹。
- 4月底随着一季度逐渐披露，尤其是在贵州茅台、张裕A等超预期的业绩披露后，我们提出今年食品饮料的行情将提前到来。

- 5月月报《重新审视高档酒增速》中对一线白酒和葡萄酒2010年报、2011一季报进行了详细的分析和讨论，全面上调了高档酒企业收入利润增长的预期，重申推荐一线品种的投资逻辑。
 - 5月份开始的连续两期周报《估值安全，继续首推一线白酒》、《高档白酒将受益中国奢侈品消费的成长》：重申对一线品种的推荐，调整排序为：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、张裕A。
- 周报版块【习旧图新】：对海外奢侈品在亚洲的增长数据展示，提出国内奢侈品消费刚刚起步。

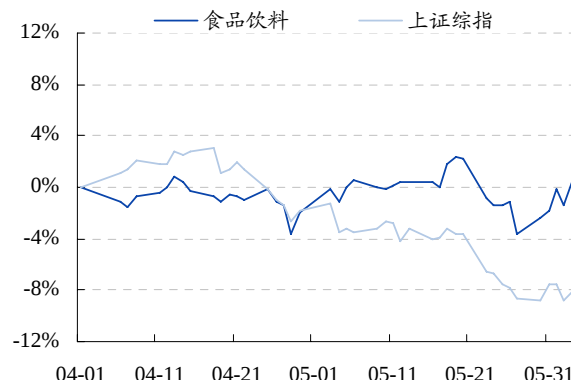
4月底，白酒板块伴随着茅台一季报业绩符合预期如期启动，行情演绎基本符合我们此前的判断。截止6月3日，食品饮料板块今年以来涨幅-2.0%，跑赢上证综指0.9个百分点。其中白酒上涨4.2%，领涨所有子行业，啤酒（剔除西藏发展后）上涨0.67%，葡萄酒跌4.3%，乳品跌7.6%，软饮料跌9.2%，其他食品跌16.4%，肉制品跌29.1%。

图 1：年初至今食品饮料相对上证综指涨跌幅



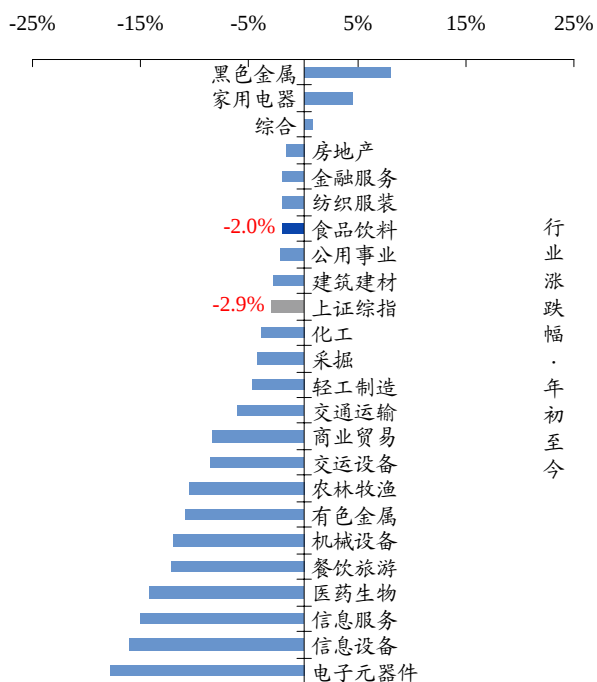
数据来源：WIND，国泰君安证券研究（截止 11-06-03）

图 2：4月1日至今食品饮料相对上证综指涨跌幅



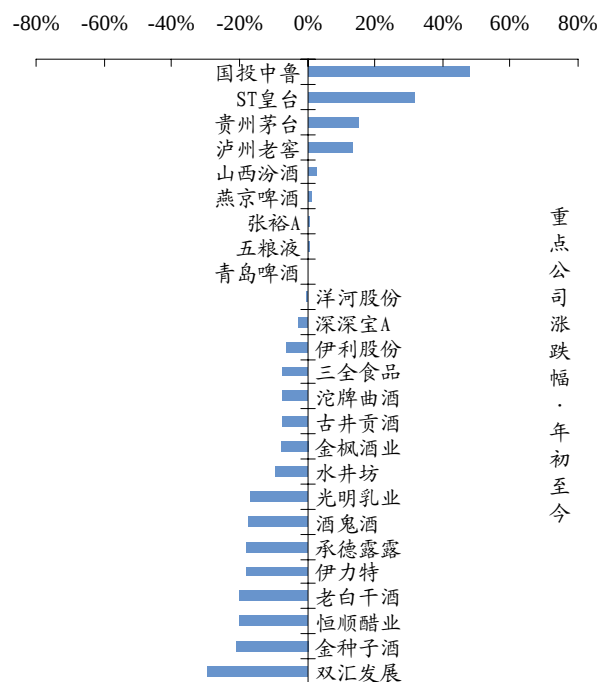
数据来源：WIND，国泰君安证券研究（截止 11-06-03）

图 3：食品饮料年初至今上涨-2.0%



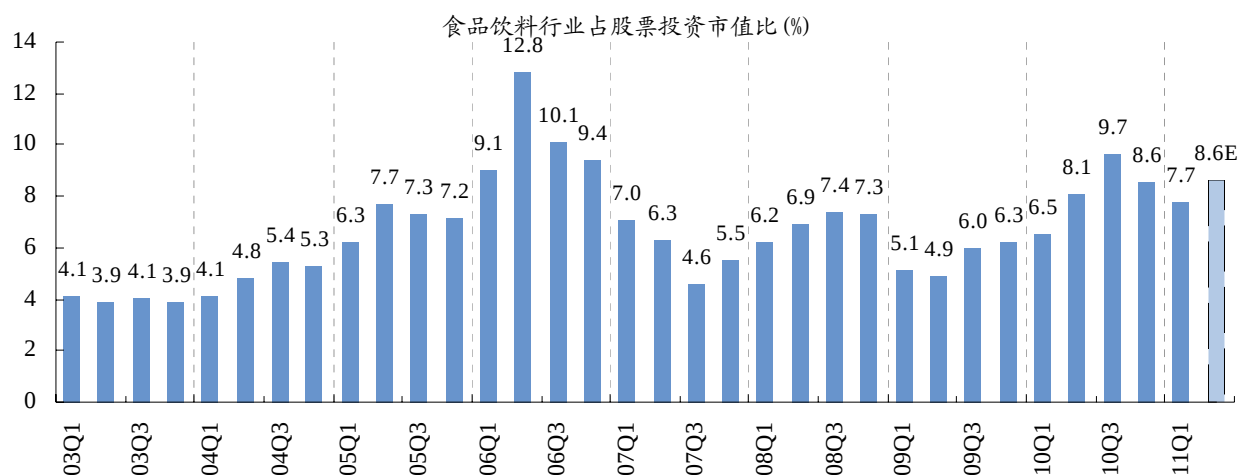
数据来源：WIND，国泰君安证券研究（截止 11-06-03）

图 4：重点公司涨跌幅



数据来源：WIND，国泰君安证券研究（截止 11-06-03）

图 5：基金食品饮料行业占股票投资市值比(%)



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

3. 用发展的眼光看待消费品的量、价增长

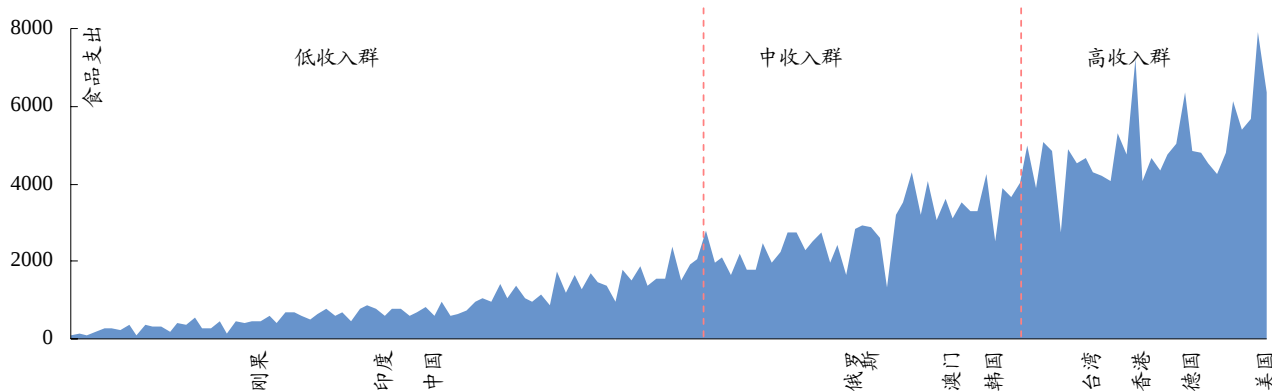
3.1. 发展的看待消费增长：经济发展、收入增加、消费升级

USDA 2011 年发布的《国际食品消费实证模型》中，将全球 144 个国家划为低、中、高收入三个群组进行食品消费实证研究。按该报告的分类，我国处于低收入群，经济增长，收入增加、消费升级将是我国食品饮料行业发展的三大驱动因素。

➤ 驱动因素 1：经济发展带来的生活水平提高，将增加食品支出绝对额

随着收入水平的提高，饮食支出占消费支出的占比虽会下降，但其绝对值是逐步增加的。2009 年我国的人均收入为食品支出约 700 美金（人均食品支出=（城镇+农村食品支出）/总人口），仅约为中高等收入群食品支出的 15-25%。

图 6：人均食品支出随着收入的增加而增加



数据来源：USDA, 国泰君安证券研究

注：横轴以人均收入水平由低到高排列

➤ 驱动因素 2：收入增加带来价值较高的食品饮料消费增加

当低收入群向中等、高等收入群发展的过程中，消费者会对肉类、乳制品、烟草饮料、家庭外餐饮消费的需求增加。目前我国仍是国际上相对的低收入群，随着人均收入的提升，预计这些高附加值的食品饮料消费的支出比例将增加，这点在近几年我国居民食品消费量结构变化、城镇与农村居民消费结构差异、餐饮店营业额增长等数据上都已得到验证。

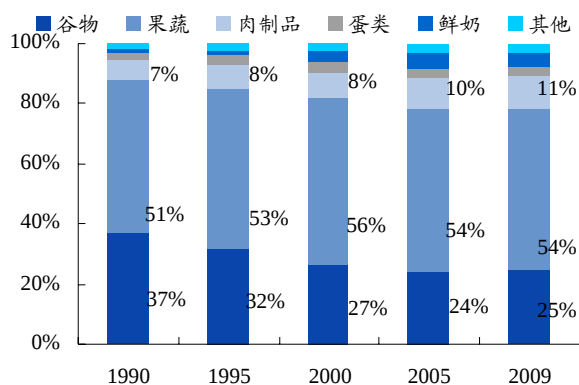
表 1: 不同收入群对食品消费的边际倾向

	谷物	肉类	鱼类	乳制品	油脂	果蔬	其他食物	饮料烟草
低收入	0.16	0.15	0.05	0.08	0.03	0.15	0.22	0.16
中国	0.17	0.15	0.05	0.08	0.03	0.15	0.21	0.16
中等收入	0.05	0.14	0.04	0.08	0.01	0.09	0.35	0.23
高收入	0.01	0.14	0.03	0.09	0	0.07	0.4	0.27
台湾	0.02	0.14	0.03	0.09	0.01	0.08	0.39	0.26
香港	0.02	0.14	0.03	0.09	0.01	0.08	0.38	0.26
日本	0.01	0.14	0.03	0.09	0.01	0.08	0.39	0.26
美国	-0.02	0.14	0.03	0.09	0	0.06	0.42	0.28

数据来源: USDA《国际食品消费实证模型》，国泰君安证券研究

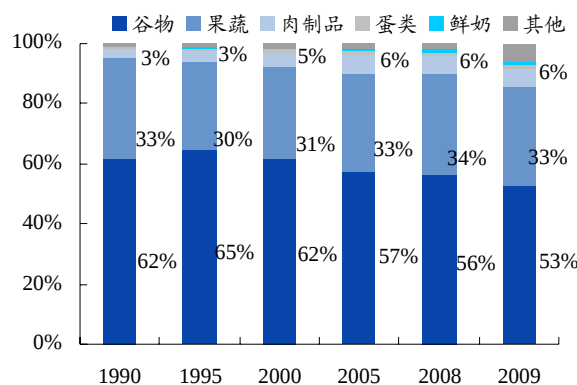
注: 表为每增加 1 美元所增加食品消费倾向; 其他食物包括家庭外的餐饮消费

图 7: 中国城镇居民主要食品消费量占比



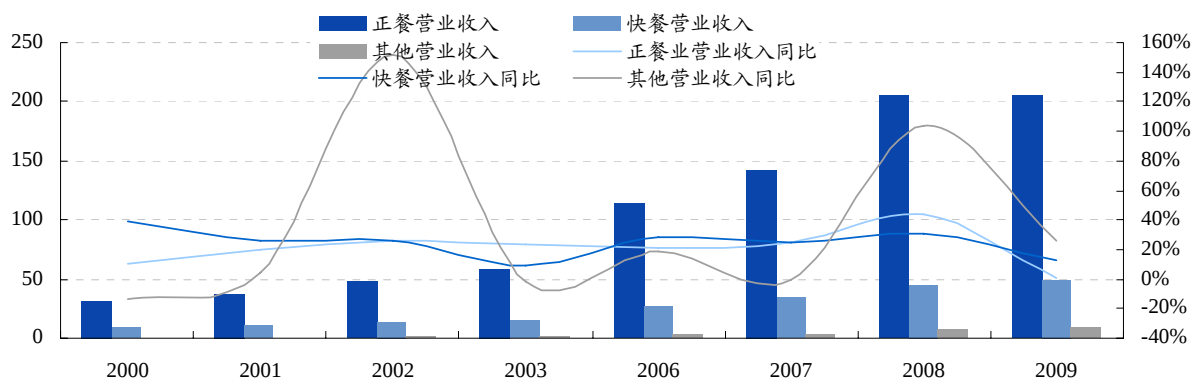
数据来源: 国泰君安证券研究

图 8: 中国农村居民主要食品消费量占比



数据来源: 国泰君安证券研究

图 9: 餐饮店营业额同比增速 (1999-2009)



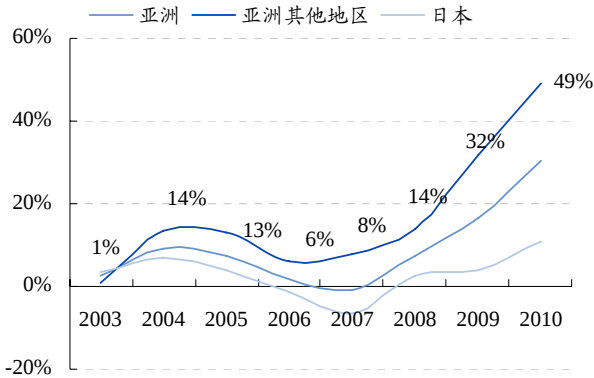
数据来源: 国泰君安证券研究

注: 缺 04 年数据, 因增速处理原因, 剔除了 05 年数据

➤ 驱动因素 3：消费升级对奢侈品、高档品需求增加

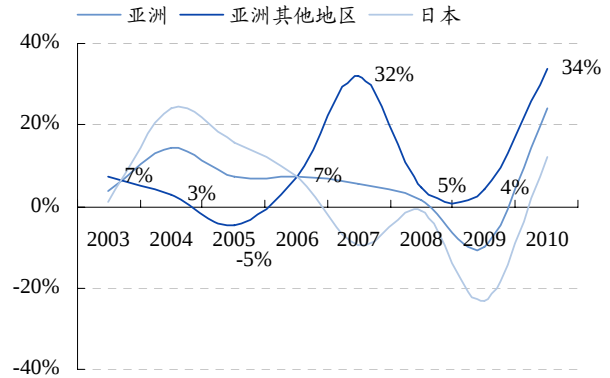
我们近期研究了部分国际知名的奢侈品品牌的经营数据，巴宝莉、爱马仕、Swatch、宝格丽、瑞士历峰 5 家奢侈品公司年报均将中国视为最有增长潜力的市场，其中 Swatch、瑞士历峰已单独披露中国区的收入增长，2010 年该增速分别为 42%、23%。

图 10：爱马仕亚洲区主要增量来自日本外的国家



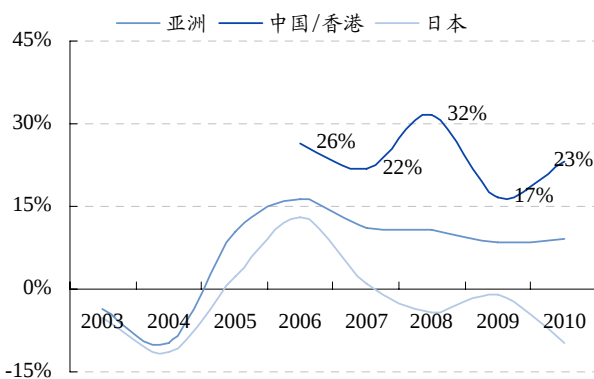
数据来源：国泰君安证券研究

图 11：宝格丽亚洲区主要增量来自日本外的国家



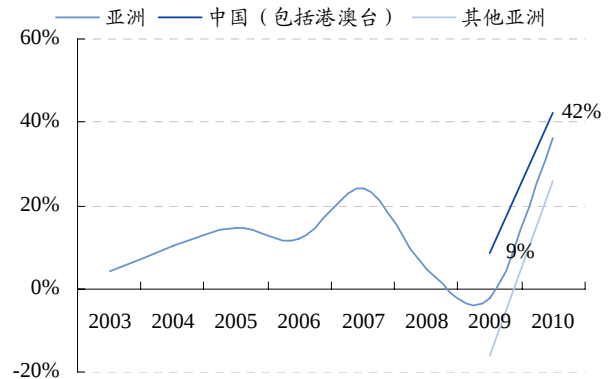
数据来源：国泰君安证券研究

图 12：瑞士历峰亚洲地区主要增量来自中国



数据来源：国泰君安证券研究

图 13：Swatch 亚洲地区主要增量来自中国



数据来源：国泰君安证券研究

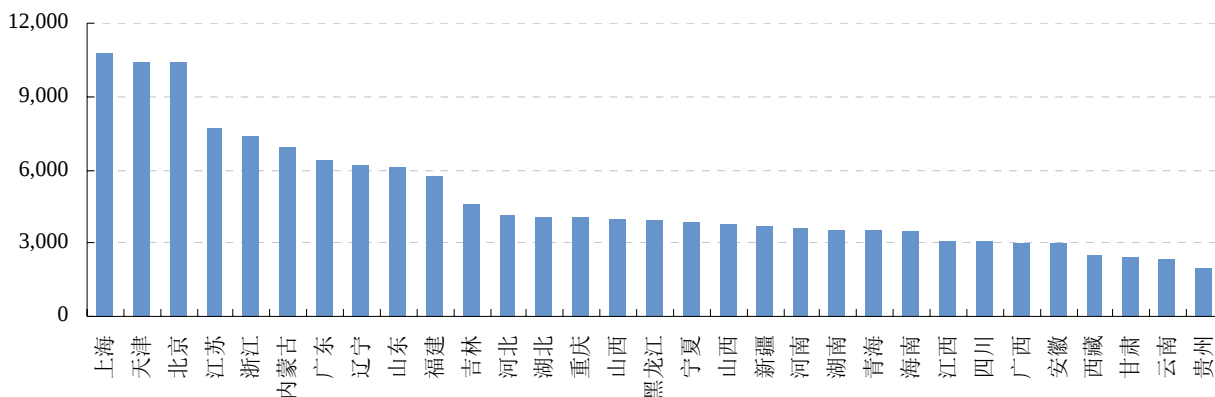
3.2. 中国奢侈品之路刚起步，乐观看待价格上涨

中国的奢侈品之路才刚刚起步：贝恩顾问有限公司与意大利奢侈品生产者协会合作发布全球奢侈品市场报告显示，2010 年全球市场规模达 1,720 亿欧元（2,540 亿美元），超出公司去年 10 月份做出的 1,680 亿欧元预期，而中国已经超过日本成为全球第二大奢侈品消费国。借鉴我们宏观、策略同事的研究成果：人均 GDP 过万美金后奢侈品消费将出现大幅的增加，目前国内几个一线城市的人均收入才刚过 1 万美金，意味着中国的奢侈品之路才刚刚起步。同理，可以推导至具有部分奢侈品消费特性的国内高档白酒、葡萄酒消费。还有很大增长空间。

海外奢侈品经典款长期持续涨价，幅度在 5%-19% 不等，海外顶级葡萄

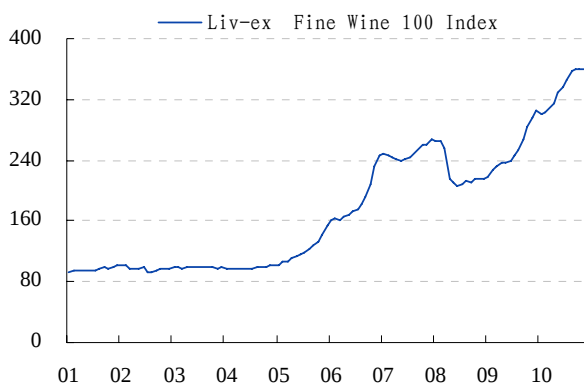
酒指数也显示出持续大幅上升的态势，究其原因，我们认为主要有三：1）消费群体收入提升和收入扩大；2）某种程度上也是种货币现象的诠释；3）具有供给稀缺或具强品牌壁垒，并长期保持，消费者愿意为其支付溢价。对于具有类奢侈品属性的高档白酒的价格，我们认为也应该用发展的眼光去衡量，未来价格上升的空间可以更具有想象力些。

图 14：上海、北京等大城市人均 GDP 超过 1 万美金，奢侈品之路才刚开始



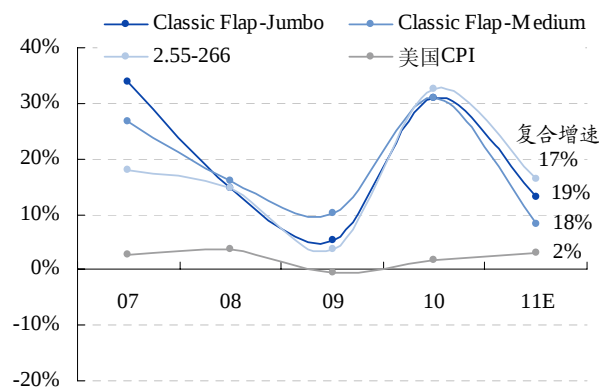
数据来源：国泰君安证券研究

图 15：Liv-ex Fine Wine 100 Index



数据来源：Liv-ex，国泰君安证券研究

图 16：香奈儿经典款提价增速远超同期 CPI 增速



数据来源：国泰君安证券研究

表 2：奢侈品价格复合增速超过 CPI

品牌	款型	区域	时间跨度	复合增速	CPI 增速
香奈儿	2.55-226	美国	2006-2011	17%	2.3%
	Classic Flap-Jumbo	美国	2006-2011	19%	2.3%
LV	Speedy 30	美国	1998-2011	6%	2.6%
Dior	Lady Dior bag	美国	1998-2011	8%	2.6%
劳力士	日志型 36mm (116139-LFC)	香港	2008-2011	5%	2.5%
	潜海型 40mm (116610LV、LN)	香港	2008-2011	10%	2.5%

数据来源：国泰君安证券研究

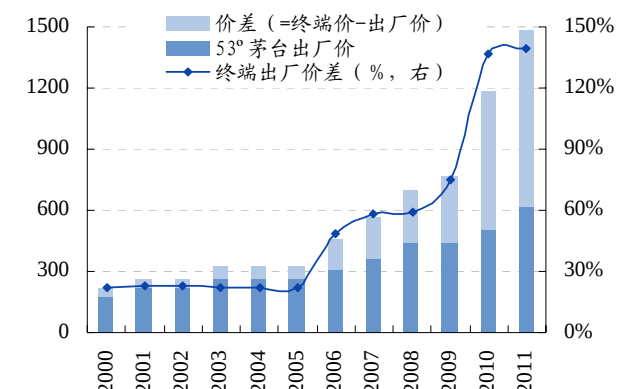
3.3. 茅台从千元大关向 2000 元迈进，天花板上升？

2010 年初，市场还在讨论茅台终端价格 1000 元会不会是天花板？年底

零售价格就突破了千元，目前很多地区的零售价格已经突破了 1400 元，我们是否可以预期下一个讨论的天花板将是 2000 元？如果估计茅台终端价格在 5 年内上涨至 2000 元，其实年均涨幅仅需要 8%，似乎并不是遥不可及的啊。

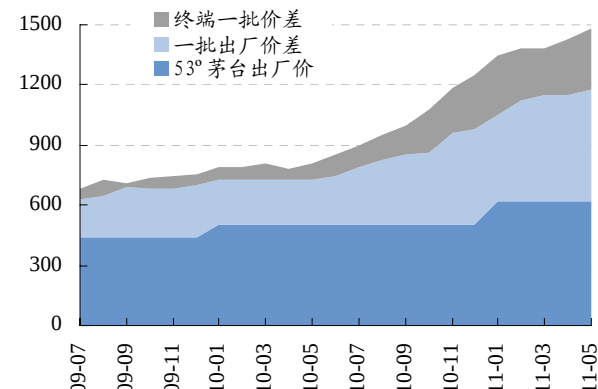
参考国外奢侈品牌近几年在亚洲（除日本外）地区的增长速度以及近几年的提价幅度，我们认为应该给予茅台等高档白酒、葡萄酒等终端价格、销量更高的想象空间。

图 17：茅台出厂与终端价



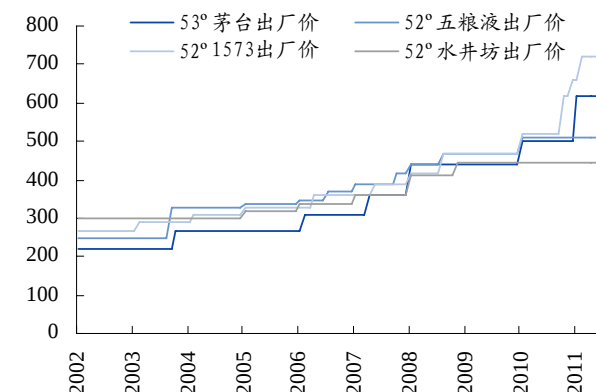
数据来源：国泰君安证券研究

图 18：茅台出厂、一批、终端价差



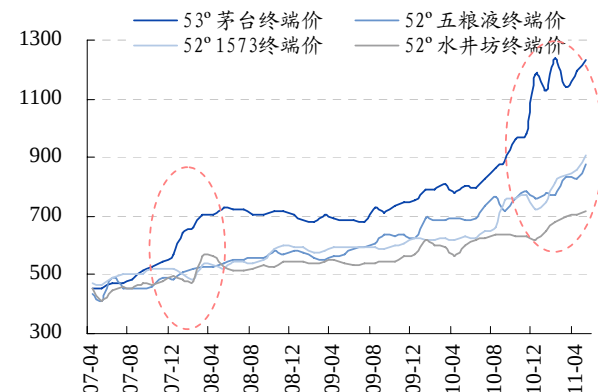
数据来源：糖酒快讯，草根调研，国泰君安证券研究

图 19：高档白酒出厂价



数据来源：国泰君安证券研究

图 20：高档白酒终端零售价



数据来源：糖酒快讯，国泰君安证券研究

4. 行业分析：低档消费保持高增长，高档消费超预期

前面两节阐述了我们对于国内食品饮料消费还将保持乐观的增长预期的观点，本章我们将分析不同食品饮料子行业的增长空间、竞争格局、业绩增长变化预期等。

4.1. 白酒：销售持续超预期，有必要重新审视高档酒销售

2010 年白酒行业产量突破历史高点达到 891 万吨，同比增长 27%；今年 1-4 月维持了去年 27% 左右的高增速，从白酒上市业绩看，今年业绩也持续超预期。白酒行业 13 家上市公司 2010 年、2011 年一季度整体收入

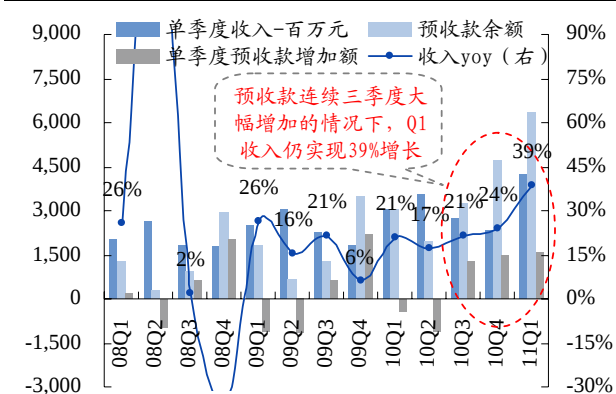
同比增长 36%、49%。其中，今年一季度茅台、五粮液在预收账款比去年底、比去年 1 季度大幅上升的情况下，收入保持了大幅增长，或者超预期的增长。

高档酒价格大幅上涨后销售仍超预期。从我们跟踪了解到的情况来看，茅台一批价从年初 1000 元左右上涨至目前 1240 元左右，五粮液一批价从年初 730 元上涨至目前 800 元左右；从终端销售层面来看，目前茅台、五粮液终端价从去年至今大幅上涨至 1400 多元和 889 元之后，产品仍一直处于供不应求状态，部分终端甚至经常出现断货的现象，按照目前销售火爆的情况，今年茅台和五粮液分别增加 1500-2000 吨的销量市场将完全有能力消化。

中低档白酒维持了去年销量的增速，二线名酒结构升级态势明显。年初以来汾酒、古井、洋河销售收入保持了 50% 左右甚至更高的增长，且产品结构不断升级。汾酒青花瓷持续放量、古井主打产品在省内市场向 5 年+8 年原浆上移、洋河天之蓝在省外市场维持快速增长。

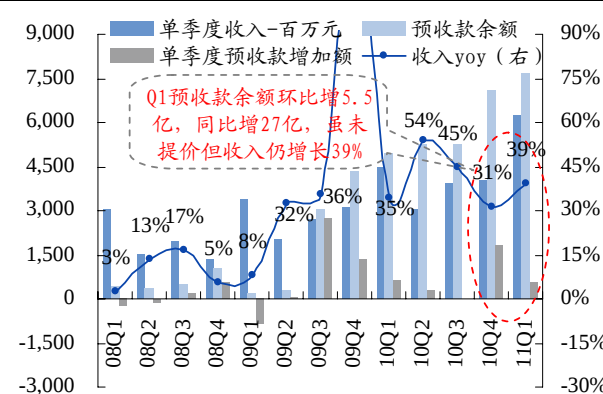
总体上看我们认为今年白酒整体情况都好与预期，尤其是高档白酒销售超预期的好，淡季也不淡。我们在 4 月底提出了“重新审视高档酒增速”，目前仍然维持高档酒能持续快速增长的判断，中低档白酒销售仍延续了去年的高增长，目前看，无论如何乐观的预期白酒今年的增长都不为过。继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖。

图 21: 茅台单季收入、预收账款及变动



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 22: 五粮液单季收入、预收账款及变动



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

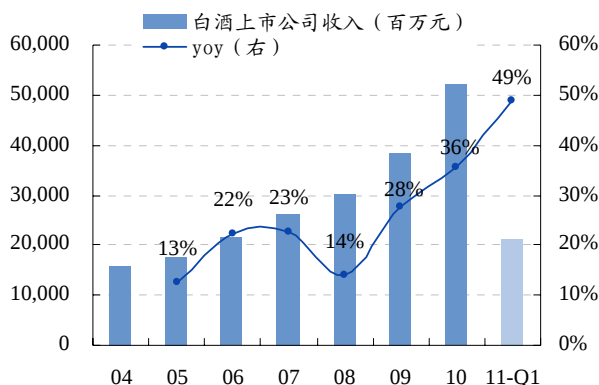
表 3: 一、二线白酒分季度收入增速表

分类	公司	2009 年				2010 年				2011 年
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
一线白酒	贵州茅台	26%	16%	21%	6%	21%	17%	21%	24%	39%
	五粮液	8%	32%	36%	129%	35%	54%	45%	31%	39%
	泸州老窖	1%	9%	4%	61%	13%	8%	30%	38%	42%
	一线合计	12%	20%	24%	60%	26%	28%	33%	30%	39%
二线白酒	洋河股份	-	-	53%	75%	75%	121%	90%	86%	88%
	山西汾酒	94%	77%	14%	-5%	68%	20%	28%	43%	81%
	古井贡酒	8%	-4%	-15%	-3%	29%	9%	46%	72%	66%

金种子酒	109%	51%	48%	43%	32%	43%	30%	25%	92%
二线合计	186%	140%	28%	32%	61%	64%	60%	67%	83%

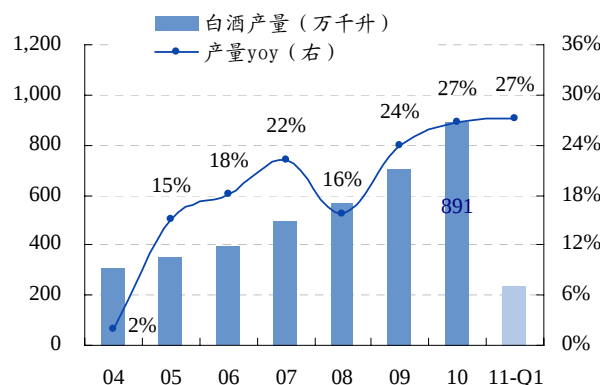
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 23：白酒上市公司收入及增速（百万元；%）



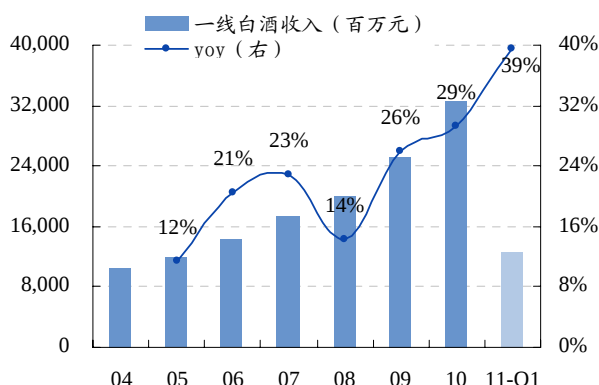
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 24：白酒年产量及增速（万千升；%）



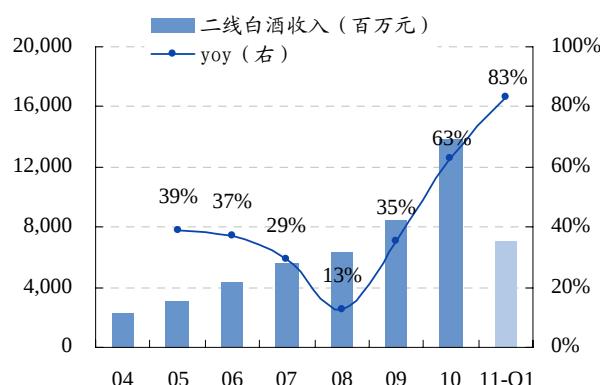
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 25：一线白酒收入及增速（百万元；%）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 26：二线白酒收入及增速（百万元；%）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

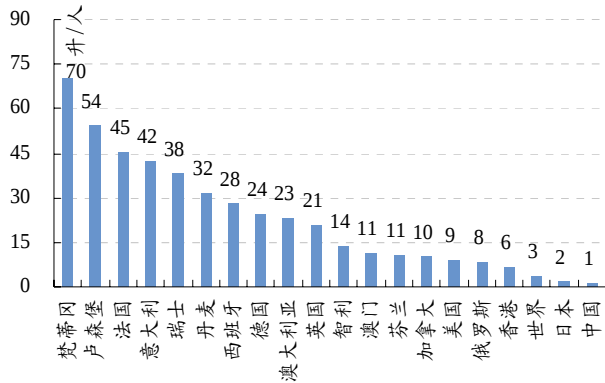
4.2. 葡萄酒：市场蛋糕扩大，竞争格局明晰

4.2.1. 葡萄酒消费普及和销量增长乐观

葡萄酒行业仍有增长空间：Wine Institute 统计表明，09 年我国的人均葡萄酒消费量为 1.2 升，低于世界平均水平的 3.5 升，为世界平均水平的 1/3，也大幅低于消费习惯相近的香港、日本，未来随着收入的增长和葡萄酒消费的普及，人均消费量仍有一定增长空间。

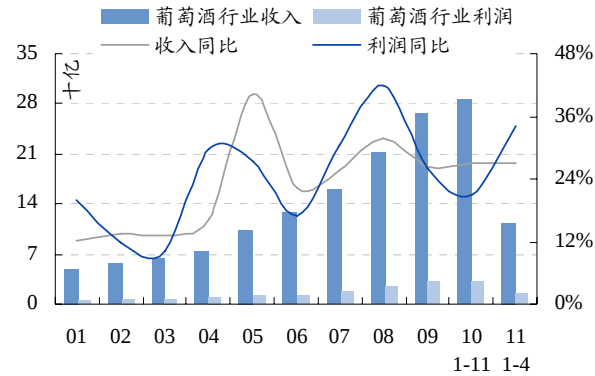
进口葡萄酒与国内葡萄酒市场将处于共生共增状态：随着国内消费者对葡萄酒认知的提升，国内葡萄酒消费继续维持比较快的增长水平。尽管国外进口葡萄酒大幅增加，但在如此快的市场增长的背景下，预计未来几年中，进口葡萄酒和国内葡萄酒市场仍将处于共生共增状态。毋需过分担忧进口酒对国产葡萄酒的冲击，我们认为未来的多年将是进口酒品牌打造和国产葡萄酒品质改善两方面比拼改善速度的过程。

图 27: 人均葡萄酒消费量(2009 年)



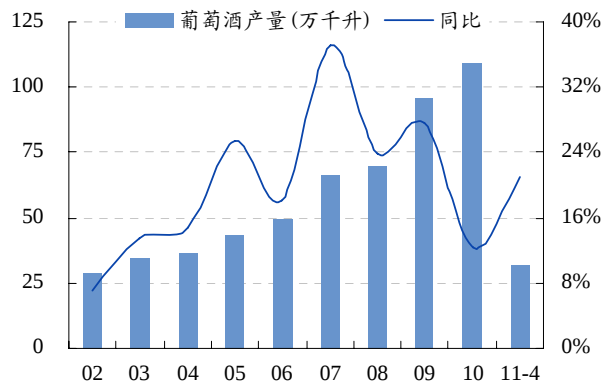
数据来源: Wine Institute, 国泰君安证券研究

图 28: 国内葡萄酒行业收入、利润维持快速增长



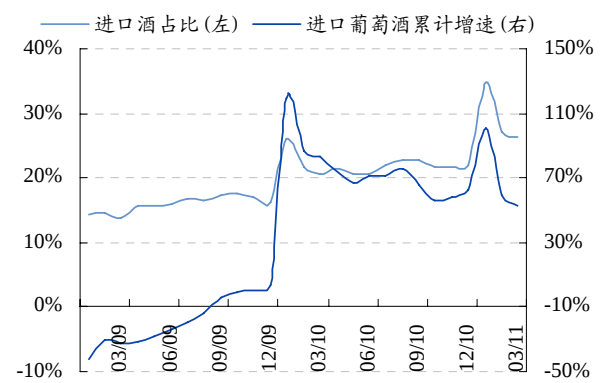
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 29: 葡萄酒产量同比增速



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 30: 进口酒增速及市场占比

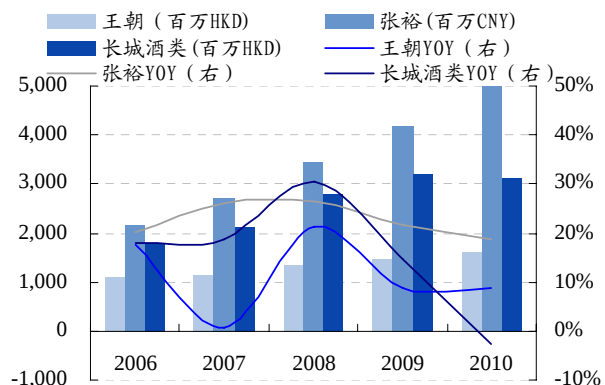


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

4.2.2. 张裕经营仍然领跑行业，竞争格局清晰

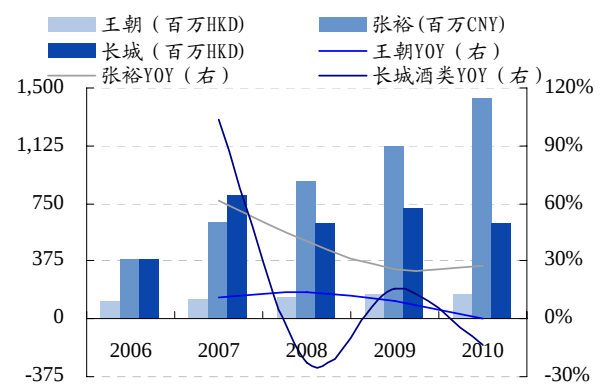
携渠道与品牌优势，张裕经营继续领跑行业，看尽管处于第二、第三位的长城、王朝这两年也陆续进行各种改革，但是竞争格局仍然没有明显变化。张裕收入增速、毛利率水平均高于长城、王朝。在国内葡萄酒行业成长过程中，我们认为三家公司还未到此消彼长的阶段，而是在市场继续大幅增长的背景下，在未来一段时间内维持可以预见的共同发展。

图 31: 张裕、长城、王朝收入及增速



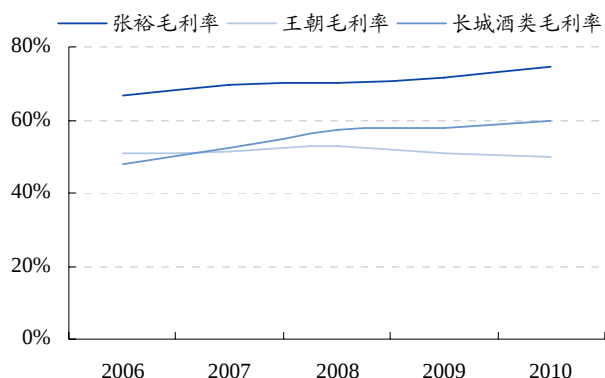
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 32: 张裕、王朝、长城酒业净利润及增速



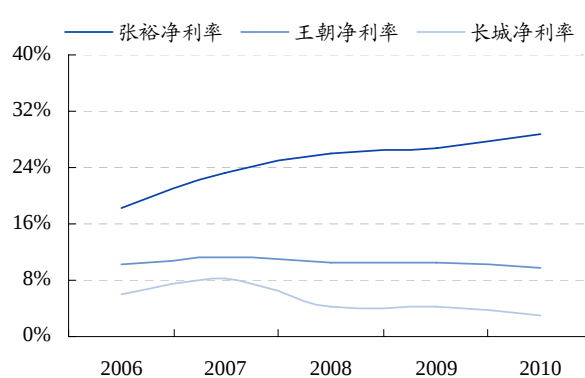
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 33: 张裕、王朝、长城酒业毛利率



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 34: 张裕、王朝、长城酒业净利率



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

4.3. 啤酒: 行业集中度加速上升, 净利率提升可期

国内啤酒人均消费量已经达到世界平均水平, 我们并不期望啤酒销量会有快速增长, 但对行业收入, 尤其是利润增速, 仍保有很大的期望: 一方面依赖于产品结构升级和提价; 另一方面来自行业集中度提升和企业规模扩大后的费用率下降, 收购兼并将加速行业达到此临界点。

4.3.1. 啤酒跑马圈地新时代加速集中度上升

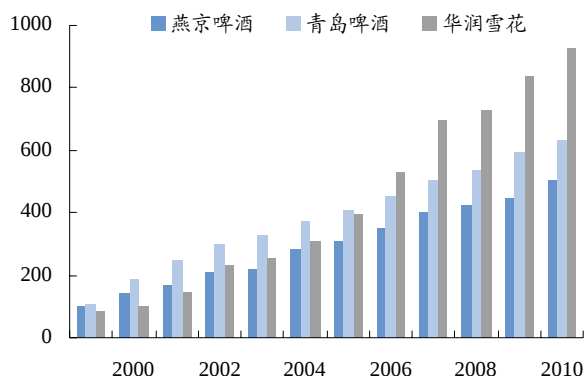
2009-2011 年华润雪花、青岛、燕京继续收购历程, 尤其是青岛啤酒、燕京啤酒, 在沉寂了几年之后, 再次开始了收购扩张步伐。预计行业内收购整合加速将推动啤酒行业加速形成最终的市场格局。

表 4: 国内三大啤酒企业 2009、2011 收购案

	日期	收购标的	收购价格	持股比例	收购产能
燕京啤酒	2010-08	河南月山	2.27 亿	90%	产能 25 万吨
	2010-11	内蒙古金川	1.5 亿	96%	
青岛啤酒	2008-11	烟台啤酒		39%	产能 25 万吨, 青啤取得烟台啤酒销售权
	2010-03	济南趵突泉	1.74 亿	100%	产能 30 万吨
	2010-09	嘉禾啤酒	1.7 亿	100%	产能 18 万吨
	2010-12	新银麦啤酒	18.73 亿	100%	产能 55 万千升
	2011-03	杭州紫金滩酒业	0.66 亿	80%	产能 20 万千升
华润雪花	2009-02	安庆天柱		80%	产能 9.8 万吨
	2009-02	辽宁松林	7.49 亿	85%	产能 20.8 万吨
	2009-02	浙江洛克		100%	产能 12 万吨
	2009-03	山东琥珀	2.85 亿	90%	产能 27 万吨
	2010-03	山东滨州啤酒		100%	产能 30 万
	2010-06	河南悦泉	2700 万	100%	产能 10 万吨
	2010-11	西湖啤酒	2.68 亿	45%	产能 30 万吨
	2011-01	河南奥克啤酒		100%	
	2011-02	江苏三泰			产能 15 万吨
	2011-04	河南蓝牌			产能 23.67 万吨

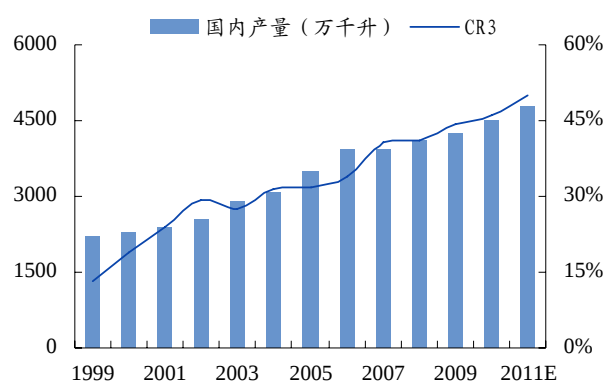
数据来源：国泰君安证券研究

图 35：三大啤酒巨头产能继续提升（万千升）



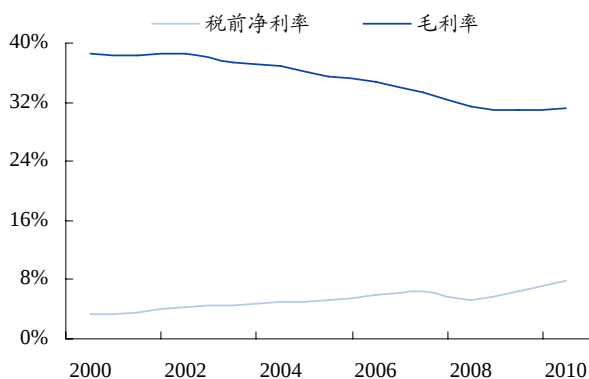
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 36：啤酒行业集中度持续上升



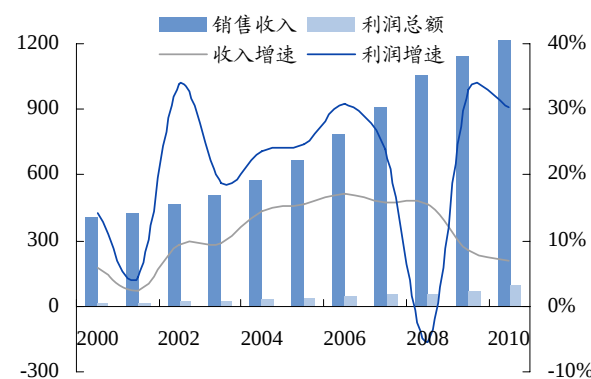
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 37：啤酒行业毛利率、净利率变化



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 38：啤酒行业收入、利润变化（亿元）

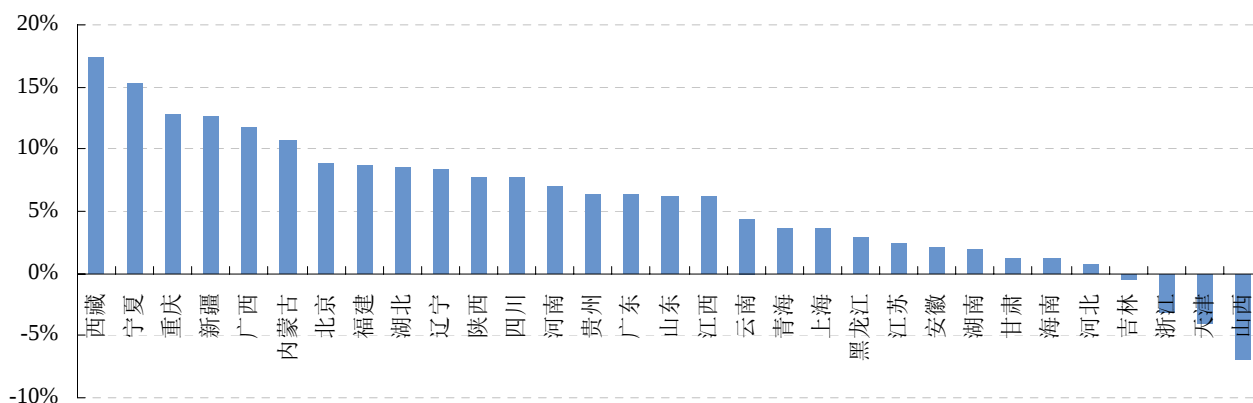


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.3.2. 区域净利率差异显示未来行业净利率空间

由于各省啤酒消费习惯、竞争格局和市场集中度不同，行业毛利率、净利率差距较大，总体看，集中度高的省市净利率相对也较高，其中净利率最高的依次为西藏（17%）、宁夏、重庆、新疆、广西、内蒙、北京、福建、湖北、辽宁、陕西、四川、河南、贵州、广东、山东、江西、云南、青海、上海、黑龙江、江苏、安徽、湖南、甘肃、海南、河北、吉林、浙江、天津、山西。

图 39：2010 年各省啤酒行业净利率（采用 11 月份数据）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.3.3. 2011 年成本压力大，提价难以完全覆盖成本上升

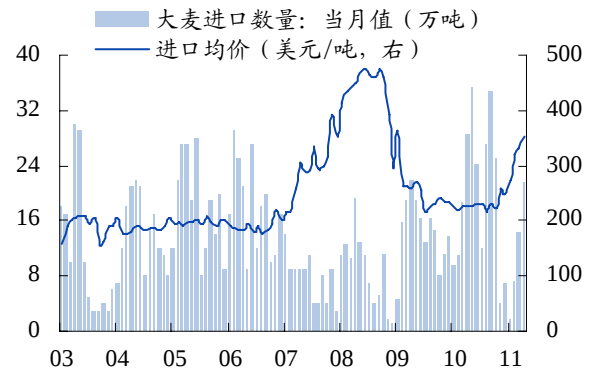
今年国内几大啤酒企业都有不同程度的提价，但行业毛利率却从去年的 31%，下降到 2 月的 29.6%，显示了成本压力比较大。从国内大麦进口的数据来看，4 月份价格已上升至 353.86 美元/吨，比去年同期上涨 40%，加麦 4 月现货价 208.7 美元/吨，比 1 月上涨 7%。比去年同期上涨 37.75%。目前看今年啤酒直接提价和结构调整可能难以完全覆盖成本上升。

图 40：加拿大大麦现价



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 41：进口大麦量价变化



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

4.4. 屠宰及肉制品行业：事件性机会是否存在？

4.4.1. 总量增长不快，工业化和结构调整带来利润快速增长

我国年生猪出栏量、猪肉产量已经多年保持 3-5% 的增长水平，猪肉作为生活必需品，人均消费量已经比较高，我们认为未来猪肉消费量出现大幅度增长的可能性不大，预计猪肉产量未来也就保持年均 3% 左右的稳定增长。但是有两点：行业工业化程度持续上升，加工的深化，推动了行业收入和利润的快速增长。

工业化程度的上升，可以从几方面看到：第一，规模以上企业数目最近几年持续大幅上升；第二，规模以上企业收入大幅增加，04 年以后规模以上企业收入、利润总额长期保持了 20-50% 的增速；第三，90 年代末，本世纪初常见的小刀手现在已经比较少见。

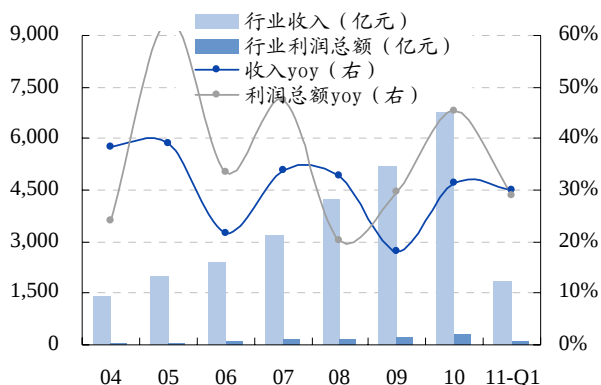
从结构上看，与国内庞大的猪肉消费市场相比，冷鲜肉所占比例仅占到猪肉消费量的 10% 左右，与欧美、日本等发达国家 90% 以上都是冷鲜肉相比，市场发展潜力非常巨大。此外，我国猪肉制品的占比也不高，这也是目前猪肉产品增长最快的品种。

企业盈利能力持续上升，尽管可能受到某些负面因素的影响，如“瘦肉精”事件的打击以及由此带来的检测成本上升，行业销售利润率已由十年前的 1% 左右上升到目前的 4.5% 左右的水平，并且我们认为未来还有

上升空间。

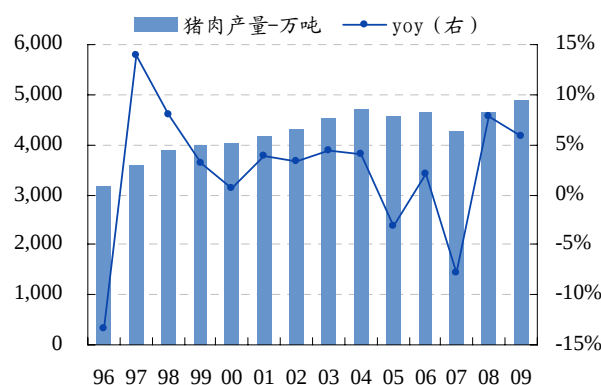
预计今年猪肉价格仍将维持高位：近期猪肉价格已达 24.34 元/kg，同比上涨 59.8%，生猪价格逼近 17 元关口。猪肉价格长期存在周期波动，根据国泰君安农业研究团队预测，本轮猪价上涨的高点或将出现在 4Q11 到 1Q12 这个时段。我们认为猪价长期看大幅下降的概率也不大。

图 42：屠宰及肉制品行业收入利润增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 43：猪肉产量及增速



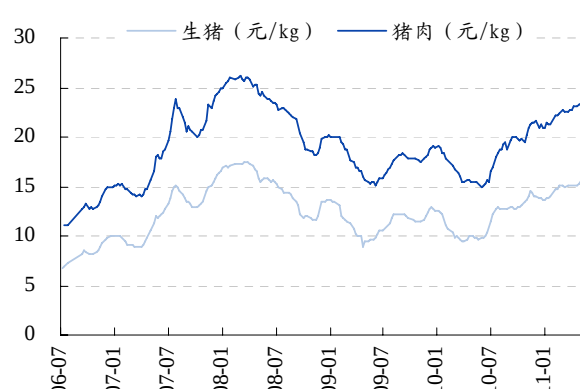
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 44：屠宰及肉制品行业销售利润率



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 45：猪肉价格走势



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

4.4.2. 双汇发展存在事件性机会？存在

瘦肉精问题爆发后的事件性冲击为双汇发展提供了低价买入好公司的机会，理由如下：

- **行业性问题在龙头公司被曝光，非管理不善：**生猪养殖环节添加“瘦肉精”以行业潜规则的形式一直存在并屡见报端，但最终由双汇一家承担，短期内对公司股价和产品销售情况形成了非常大的打击。
- **最坏的时刻已过去，6 个月内彻底恢复完全有可能：**从近期舆情风向的角度来看，双汇负面消息频发的时期已经过去，销售也在逐步恢复，以目前 4300 吨肉制品的日均出货量可能有补货因素，但预计 6 个月内彻底恢复是完全有可能的。

➤ 资产注入时间可以延后不少，但是我们认为最终的注入是大概率时间。待注入资产济元双汇受影响最大，重新评估会影响公司资产注入进程，但是考虑到解决关联交易，保护中小股东利益是政策宗旨，因此我们认为最后完成注入是大概率事件。

后续股价表现依赖销售恢复状况：参考三聚氰胺爆发后伊利和蒙牛的恢复情况以及后续的股价走势，我们认为瘦肉精问题爆发后的事件性冲击提供了低价买入好公司的机会，后续股价表现主要取决于恢复程度，大规模建仓的时间窗口或将出现在三季度。

图 46：三聚氰胺事件后伊利股价表现



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 47：三聚氰胺事件后蒙牛股价表现



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

4.5. 乳制品：净利率存在提升空间

4.5.1. 乳制品市场将保持 12%左右的增速

根据奶制品统计年鉴的数据，我国最高收入层对乳制品的需求在达到 38 kg/人后就出现停滞（奶粉以 1:8 换算），假设 10 年内，中国所有收入层消费乳制品的极限为 38 kg/人，则估算得乳制品行业的复合增速为 12%。这一数值的估算并不激进，因为 2009 年我国乳制品消费占食品支出仅 4.4%，甚至低于低收入群的 8%，因此长期看，乳品消费上限会随着消费理念的改变还会有提升。

表 5：不同收入层的乳品消费量

	城镇居民家庭平均每人全年乳制品购买量 (kg/人)								农村居民每人奶及制品消费量 (kg/人)
	城镇平均	最低收入 (10%)	低收入 (10%)	中等偏下 (20%)	中等收入 (20%)	中等偏上 (20%)	高收入 (10%)	最高收入 (10%)	
2000	14.98	7.18	9.54	12.59	15.08	17.85	20.95	25.18	1.06
2001	17.26	8.48	11.23	14.47	17.24	20.96	23.93	27.79	1.2
2002	21.9	8.06	12.73	17.69	22.19	27.01	31.81	34.97	1.19
2003	25.63	9.87	15.88	22.08	26.39	31.5	35.7	37.66	1.71
2004	25.76	10.92	17.58	22.85	26.53	31.3	34.94	38.08	1.98
2005	25.31	11.04	17.15	21.93	26.52	31.25	35.49	37.35	2.86
2006	26.04	12.43	18.3	23.15	27.43	31.35	34.7	37.34	3.15
2007	25.32	13.66	18.8	22.28	27.22	29.71	32.82	34.99	3.52

2008	23.29	12.12	16.33	20.31	24.46	28.33	31.28	33.54	3,429
2009	22.63	11.9	16.26	19.46	24.26	27.52	30.11	33	3.6

数据来源：奶业统计年鉴，国泰君安证券研究

注：奶粉以 1:8 换算

表 6：乳制品市场容量及复合增速测算

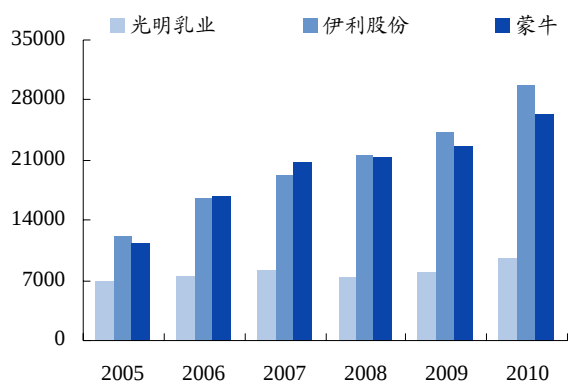
市场容量测算		敏感性分析	
项目	消费量	时间	复合增长率
最高收入者的消费量 (kg/人)	38.08	8	15%
09 年城镇人口 (亿)	6.22	9	13%
09 年乡村人口 (亿)	7.13	10	12%
总消费量上限 (万吨)	5,082.69	11	11%
城镇居民平均乳制品购买量 (kg/人)	22.63	12	10%
乡村居民平均乳制品购买量(kg/人)	3.60	13	9%
09 年消费量 (万吨)	1,663.91	14	8%

数据来源：统计年鉴，国泰君安证券研究

4.5.2. 行业竞争趋缓，净利率将有提升

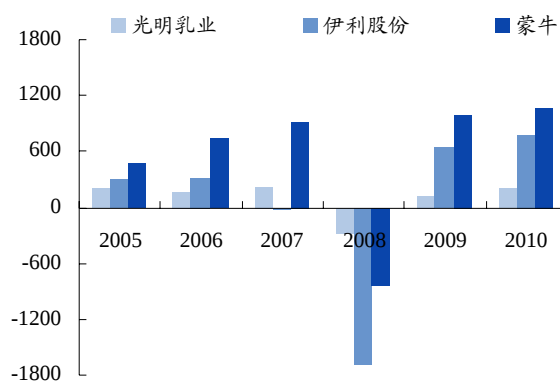
根据我们的测算，乳制品行业未来的增速在 12% 左右，行业已过高速增长期，而乳制品行业也已然形成伊利、蒙牛寡头垄断的格局，行业竞争趋于缓和。对于上市公司而言，如继续坚持基础乳制品，则在竞争格局缓和的背景下，费用率将可下行，净利率将提升；如转而进军高附加值的乳制品，则毛利上升，费用增加，净利率也将提升。

图 48：伊利、蒙牛、光明营业收入（百万元）



数据来源：国泰君安证券研究

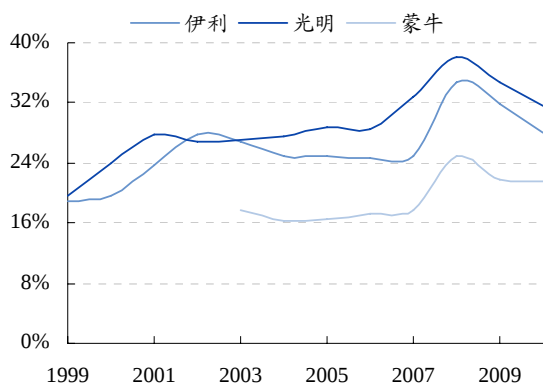
图 49：伊利、蒙牛、光明净利润（百万元）



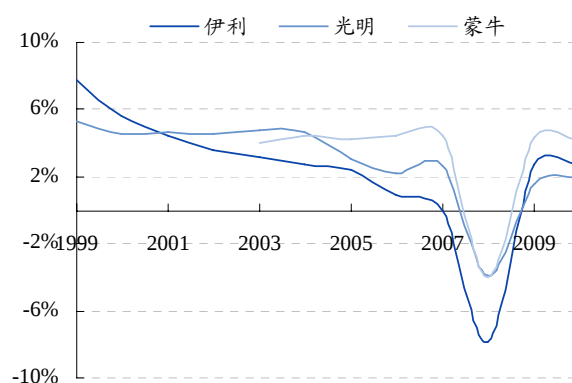
数据来源：国泰君安证券研究

图 50：伊利、蒙牛、光明费用率

图 51：伊利、蒙牛、光明的净利率



数据来源：国泰君安证券研究



数据来源：国泰君安证券研究

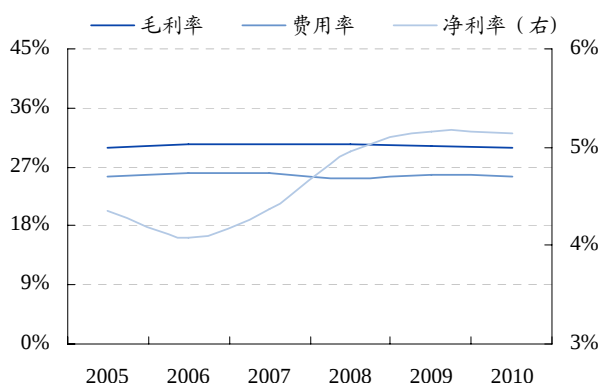
4.5.3. 乳制品行业净利率能到多高？

参考国外成熟乳制品公司的经营数据，发现

- 定位为液态乳及奶粉等基础乳制品，则净利润上限约 5%。以液态乳以及奶粉等基础乳制品为主的美国奶农联合社、恒天然则采用了通过扩大对奶源的掌控来获得竞争优势，这类公司净利率常态约为 4-5%。
- 往休闲食品等高毛利产品发展，净利润上限可达 10% 左右。雀巢、达能将产品往休闲食品等高毛利产品发展，则费用率会提升，这类公司净利率常态为 10%。

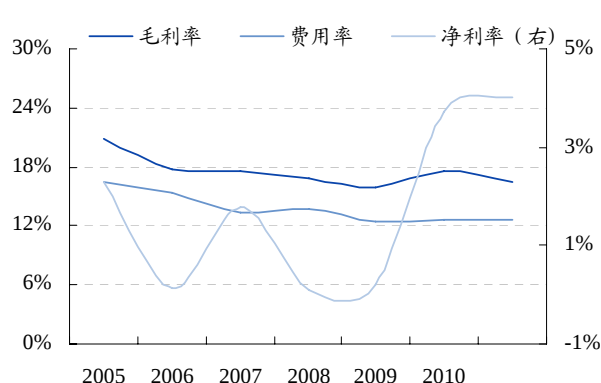
我国乳制品行业龙头未来净利率空间能有多大，一方面是取决于行业竞争格局，目前双寡头垄断的基本格局已经形成，未来变数不大；另一方面是取决于产品结构，蒙牛、伊利都希望能提升三高产品占比，这将提升公司整体盈利能力。预计未来 2-3 年，5% 左右的净利润是可以见到的。

图 52：美国奶农联合社历史经营数据



数据来源：国泰君安证券研究

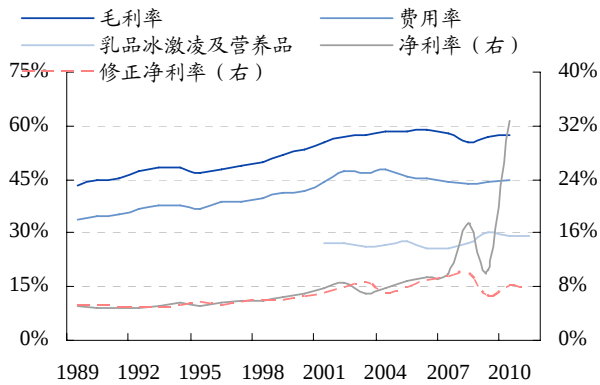
图 53：恒天然历史经营数据



数据来源：国泰君安证券研究

图 54：雀巢历史经营数据

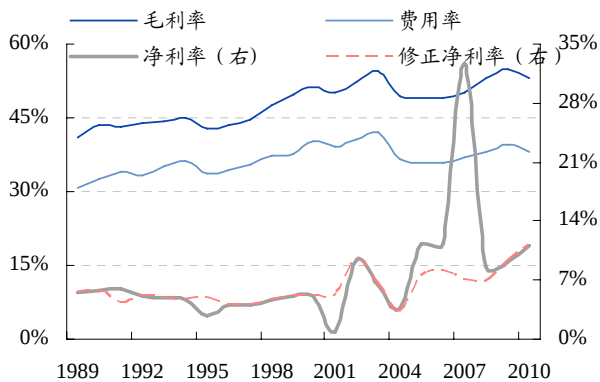
图 55：雀巢收入结构



数据来源：国泰君安证券研究

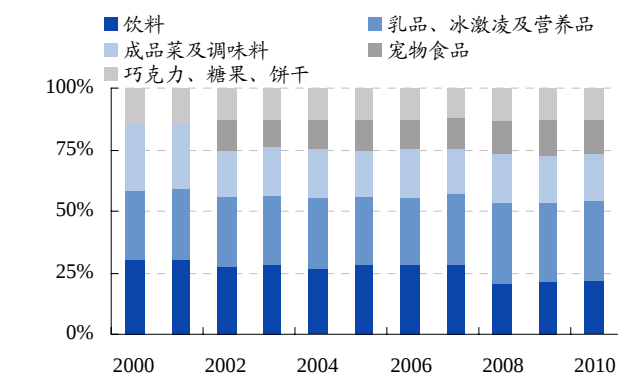
2010年，剔除非经常性损益修正后净利率最高为10%

图 56：达能历史经营数据



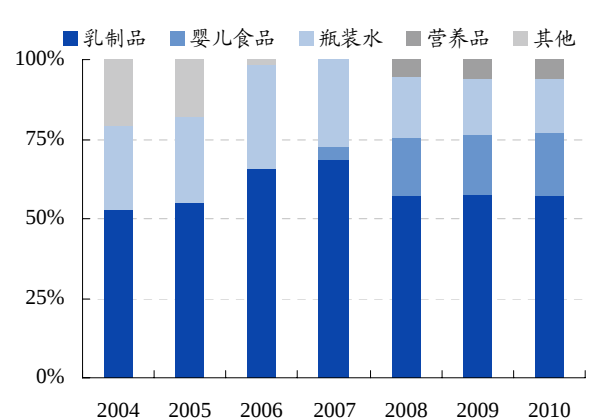
数据来源：国泰君安证券研究

2010年修正后净利率最高为11%



数据来源：国泰君安证券研究

图 57：达能收入结构



数据来源：国泰君安证券研究

5. 投资策略：增持；一线品种风险收益整体更优

继续推荐食品饮料行业，维持“增持”评级。基于以上对国内消费增长、高档产品量价增长空间以及食品饮料各个子行业的分析，我们认为在目前的PE水平下，完全可以大胆的推荐增持食品饮料行业，我们预计即便在估值保持在如此低的水平下，行业中的重点公司也仍然能有30%左右由于净利润增长带来的收益。

推荐行业和品种上，我们继续维持2季度的策略，子行业推荐顺序为：一线白酒、一线葡萄酒、二线白酒、大众消费品。理由如下：

- **继续首推一线白酒和葡萄酒：**高档酒类今年销售持续超预期，未来提价预期强烈，目前估值较低。考虑到2012年业绩仍能有30%左右增速，继续首推一线白酒、葡萄酒：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、张裕A。这4家一线品种，在我们的风险、收益综合评估的图中，也基本处于靠近圆心的位置。
- **二线白酒仍能有一定股价空间，但是超额收益将大幅下降。**仍看好二线白酒中的优秀企业，但基于市场预期已经比较充分的情况下估值已经不高，认为今年二线白酒相对行业的超额收益将大幅下降，

不过对于其股价的绝对涨幅仍能看得到。推荐：山西汾酒、古井贡、洋河股份

- **大众消费品年底可能出现投资机会：**维持对大众消费品下半年业绩增速好于上半年的预期，通胀回落后盈利能力有望提升。建议积极布局有事件性机会的双汇发展、伊利股份。长期看好啤酒行业整合完成后的净利率提升，短期等待年底成本压力稳定后或现啤酒大规模建仓时机，有望走出跨年度行情。

具体到公司推荐顺序为：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、张裕A、山西汾酒、古井贡、青岛啤酒，双汇发展、伊利股份。

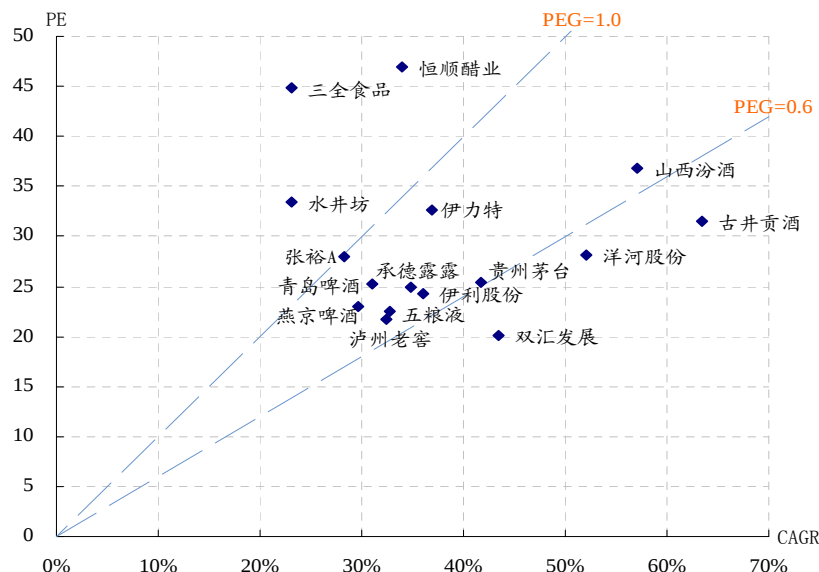
风险提示：一体两面，业绩稳定增长也表明，如果出现经济的大幅回升，食品饮料公司业绩增长波动性不大，从而导致股价波动幅度有限。

图 58：食品饮料行业相对与绝对 PE



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 59：风险收益评估：估值与两年复合增速象限图



数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 7: 乳制品市场容量及复合增速测算

		行业竞争格局							
		竞争阶段，集中度不断提升				垄断阶段，基本格局已定			
		快速增长公司	稳定增长公司	增长缓慢公司	可能面临转折公司	快速增长公司	稳定增长公司	增长缓慢公司	可能面临转折公司
行业增长	行业快速增长						张裕 A		ST 通葡
	行业稳定增长	山西汾酒、古井贡、洋河股份、金种子酒	青岛啤酒、燕京啤酒、三全食品、承德露露				贵州茅台、五粮液、泸州老窖		
	行业缓慢增长	双汇发展	恒顺醋业		深深宝、ST 南方		伊利股份	光明乳业、金枫酒业	老白干酒、沱牌曲酒

表 8: 重点公司盈利预测表（截止日期：2011-06-08）

	总市值 (亿元)	EPS			CAGR 10-12 年	PE			PS 2010 年	PEG	评级
		10A	11E	12E		10A	11E	12E			
贵州茅台	1,970	5.35	8.22	10.76	42%	39.0	25.4	19.4	16.9	0.6	增持
五粮液	1,306	1.16	1.53	2.04	33%	29.7	22.5	16.9	8.4	0.7	增持
泸州老窖	649	1.58	2.14	2.77	32%	29.4	21.8	16.8	12.1	0.7	增持
洋河股份	1,013	2.45	4.00	5.67	52%	45.9	28.1	19.9	13.3	0.5	增持
山西汾酒	302	1.14	1.90	2.82	57%	61.1	36.7	24.8	10.0	0.6	增持
古井贡酒	159	1.34	2.40	3.57	64%	56.6	31.5	21.2	8.5	0.5	增持
水井坊	99	0.48	0.61	0.73	23%	42.3	33.4	27.9	5.5	1.4	谨慎增持
伊力特	56	0.30	0.39	0.57	37%	41.9	32.6	22.3	5.2	0.9	增持
双汇发展	365	1.80	3.00	3.70	43%	33.5	20.1	16.3	1.0	0.5	增持
张裕 A	482	2.72	3.54	4.48	28%	36.4	28.0	22.1	9.7	1.0	增持
伊利股份	290	0.97	1.49	1.80	36%	37.3	24.3	20.1	1.0	0.7	增持
承德露露	63	0.49	0.69	0.89	35%	35.1	24.9	19.3	3.5	0.7	谨慎增持
青岛啤酒	246	1.13	1.40	1.93	31%	31.5	25.3	18.4	1.2	0.8	增持
燕京啤酒	231	0.64	0.83	1.07	30%	30.0	23.0	17.9	2.2	0.8	增持
恒顺醋业	19	0.25	0.32	0.45	34%	60.1	47.0	33.4	1.7	1.4	谨慎增持
三全食品	65	0.66	0.77	1.00	23%	52.3	44.8	34.5	3.4	1.9	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

6. 公司推荐与简评

6.1. 贵州茅台：新一轮业绩大幅增长

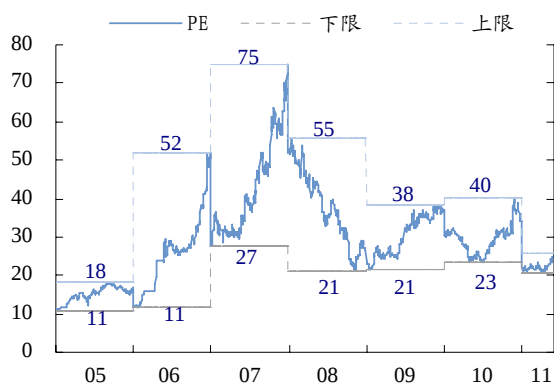
量价齐升保证十二五增长提速：贵州茅台计划到 2015 年实现 4 万吨产量、400 亿含税收入，以此计算股份公司 2010-2015 年收入复合增速将达 24%。2005 年后年增 2000 吨产量进入释放期，未来几年提价趋势依然明显，按照茅台酒销量年均增加 12%，出厂价年均上涨 10%来保守估

计，完成计划问题不大。

2011 年高增长无忧：按照公司今年制定的财务预算指标来计算 Eps 将达 8.22 元左右，考虑到贵州省领导对茅台做大做强积极给予各方面支持有望激发管理层释放业绩的动力，我们认为公司 2011 年最终业绩符合预期甚至超预期的可能性很大。预计：1) 2011 年茅台酒销量增加 1500-2000 吨至在 1.25-1.30 万吨左右；2) 高度茅台酒去年底提价 24% 直接贡献收入：按照销量增加 1500 吨来计算高度茅台酒收入增长将达 45% 左右；3) 产品结构升级：超高端年份酒和新品次高端产品汉酱推出带来结构不断升级，总体完成 45% 的收入增长目标难度不大。

投资建议：我们认为无论从年内投资还是长期持有的角度来看，贵州茅台都非常有吸引力，长期业绩增长稳定，今年较高增速目标仍然有望超预期，值得积极配置。预测 2011、2012 年 Eps8.22、10.76 元，目标价 260 元，建议增持。

图 60：贵州茅台 PE 运行区间



数据来源：国泰君安证券研究

表 9：贵州茅台财务摘要（百万元；%）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	8,242	9,670	11,633	16,888	21,559
(+/-)%	14%	17%	20%	45%	28%
经营利润	5,288	5,942	6,984	10,762	14,100
(+/-)%	18%	12%	18%	54%	31%
净利润	4,001	4,553	5,340	8,196	10,734
(+/-)%	35%	14%	17%	53%	31%
Eps	4.03	4.57	5.35	8.22	10.76
每股股利	1.16	1.19	1.39	2.13	2.79

数据来源：国泰君安证券研究

6.2. 五粮液：估值起底，期待业绩释放

五粮液高档酒旺销，预收款继续增加。截止一季度末公司预收账款余额 77 亿，较去年同期增 27 亿，单季增 5.5 亿。预计今年五粮液销量增速仍能达到 15-20% 左右，抵挡酒品种之间销量增长，但是整体也应该能达到两位数以上增长。

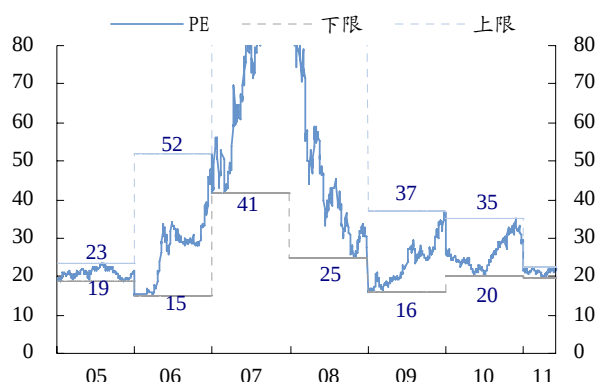
吨酒价格上涨 10%，年底提价预期明确。在去年底的提价大潮中，五粮液错过了最佳提价机会，不过一批和零售价格仍有大幅上涨。目前五粮液出厂价维持 509 元/瓶，但是终端价已经到达 889 元左右，一批价 809 元，产品自年初以来供应偏紧，预计公司年底前提价 20% 以上。尽管“五粮液”没提价，但结构调整和系列酒不同幅度的提价，仍然使得公司今年吨酒价格上涨 10%。

三方面刺激未来业绩释放：1) 市值考核：市值考核把公司管理层个人利益与公司业绩、资本市场表现挂钩，对公司业绩的增长有正面的刺激；同时，这也促进了公司与资本市场的沟通，有利于进一步加大公司透明度，我们一再强调市值考核是我们看好公司的重要原因之一；2) 领导

换届，十二五开局；3）同业业绩释放攀比的压力。今年贵州茅台、泸州老窖业绩大幅增长趋势明显，这将对五粮液形成一定刺激。

投资建议：预计五粮液测 11-12 年 Eps1.53、2.04 元，如果茅台释放业绩刺激五粮液在业绩释放节奏上有所动作，我们会择机上调全年盈利预测。考虑到公司年内大幅提价的确定性强，未来业绩稳定增长，给予 11 年 30 倍 PE，目标价 46 元，建议增持。

图 61：五粮液 PE 运行区间



数据来源：国泰君安证券研究

表 10：五粮液财务摘要（百万元；%）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	7,933	11,129	15,541	19,341	24,388
(+/-)%	8%	40%	40%	24%	26%
经营利润	2,270	4,467	5,921	7,749	10,337
(+/-)%	9%	97%	33%	31%	33%
净利润	1,811	3,245	4,402	5,795	7,731
(+/-)%	23%	79%	36%	32%	33%
Eps	0.48	0.85	1.16	1.53	2.04
每股股利	0.05	0.15	0.30	0.40	0.50

数据来源：国泰君安证券研究

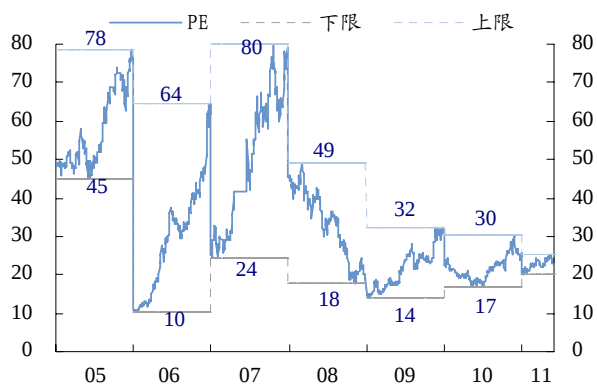
6.3. 泸州老窖：今年跨越式发展

老品牌 1573 大幅提价，新品主推中国品味和年份特曲：1）2010 年中秋节后，1573 连续多次上调出厂价，实际提价幅度 30%左右；2）中国品味和年份特曲自从 2010 年 9、10 月份上市以来，公司在电视和杂志等媒体做了大量的广告投放，密集广告轰炸进行高空拉动也符合超高端产品初创期打品牌的营销策略。预计今年品味放量在 300-600 吨左右。年份特曲主要为了填补高档酒提价后的价格空档，终端价 698 元，一定程度上对普通特曲也可起到品牌拉动的作用。

重视并积极运作中档酒，等待放量：公司非常重视中档酒这块的巨大市场，老窖特曲去年并未提价，希望能通过积极运作放量。今年公司计划推出并重点打造“百年泸州老窖”品牌，按照窖龄分为 30 年、60 年、90 年窖龄酒，价格在 200-600 元之间，希望完成 10 亿左右含税收入。

投资建议：经过过去一年的调整巩固，公司今年给经销商的各方面压力较大，管理层一度提出要在今年争取做到收入税前 90 亿左右，严抓市场和营销的态度坚决，内部调整理顺后公司正在逐步发力。预测 11-12 年 Eps2.14、2.77 元，给予白酒业务 30 倍 PE+2 元券商，目标价 60 元，建议增持。

图 62: 泸州老窖 PE 运行区间



数据来源: 国泰君安证券研究

表 11: 泸州老窖财务摘要 (百万元; %)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,798	4,370	5,371	7,340	9,282
(+/-)%	30%	15%	23%	37%	26%
经营利润	1,506	1,799	2,576	3,729	4,921
(+/-)%	62%	19%	43%	45%	32%
净利润	1,266	1,673	2,205	2,986	3,855
(+/-)%	64%	32%	32%	35%	29%
Eps-元	0.91	1.20	1.58	2.14	2.77
每股股利	0.65	0.75	1.00	1.35	1.80

数据来源: 国泰君安证券研究

6.4. 山西汾酒: 继续维持高增长

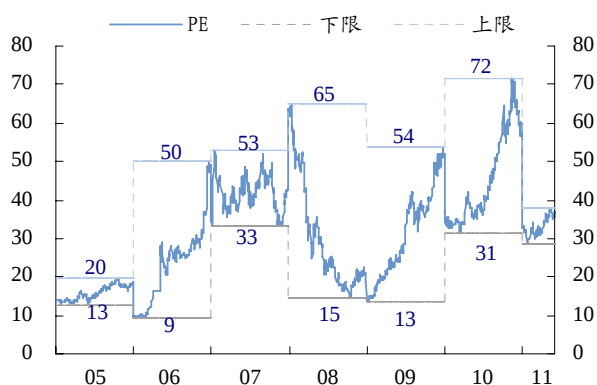
产品线清晰, 销售成效正在释放。公司产品线已经非常清晰, 管理层对于未来发展的规划思路也很清楚, 最近两年公司处于质量规模发展阶段, 费用投入仍将比较高, 但是依靠优秀的产品、管理改善、渠道下沉所带来的变革, 公司今年以来收入依然保持了同比 40-50% 的高速增长

提价、中高档化推动产品结构不断上移:2010 年公司销量实际增长 10% 左右, 其中青花瓷 (包括 20 年) 增长 20% 以上。公司 11 年继续主推以青花瓷为代表的中高端的品牌, 11 年 3 月 29 日起公司对部分产品提价, 其中 30 年青花汾酒系列上调 20% 左右, 我们预计产品结构上移在 11 年仍将延续, 带动公司收入和毛利率水平仍有比较大的提升。

收入继续保持高速增长:公司今年以来收入依然保持同比 40-50% 的高速增长, 全年计划可能上调, 市场对 11 年收入预期在 45 亿左右, 如果公司将收入计划上调至接近 50 亿元将超出此前预期; 今年一季度费用摊销比较充分, 预计全年销售费用接近 10 个亿。

投资建议:继续看好山西汾酒, 预测 11-12 年 Eps1.90、2.82 元, 目标价 84 元对应于 11 年 45 倍、12 年 30 倍左右, 增持评级, 预计公司未来业绩逐步兑现将带动公司股价进一步提升。

图 63: 山西汾酒 PE 运行区间



数据来源: 国泰君安证券研究

表 12: 山西汾酒财务摘要 (百万元; %)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,585	2,143	3,017	4,665	6,081
(+/-)%	-14%	35%	41%	55%	30%
经营利润	507	671	912	1,449	2,081
(+/-)%	-26%	32%	36%	59%	44%
净利润	245	355	494	822	1,220
(+/-)%	-32%	45%	39%	66%	49%
Eps-元	0.57	0.82	1.14	1.90	2.82
每股股利	0.40	0.50	0.50	0.70	1.00

数据来源: 国泰君安证券研究

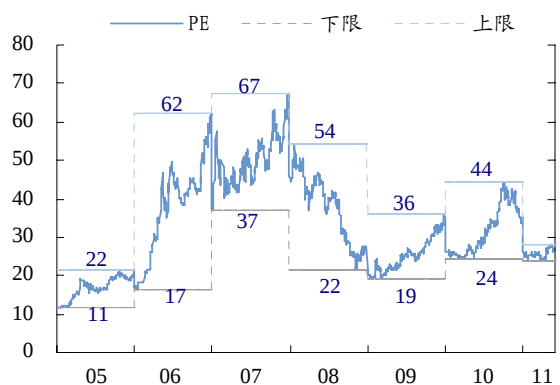
6.5. 张裕 A: 稳定增长典范，高档酒增长加速

葡萄酒行业处于成长期: 葡萄酒消费在国内还处于量增的成长阶段，因此国外进口葡萄酒对行业的冲击，虽会影响葡萄酒的市场份额，但不改其量增趋势。预计未来几年中，进口葡萄酒和国内葡萄酒市场将处于共生共增阶段。

分类营销显成效，2012 年产能投放再增长: 销售上，公司分类营销体系改革，对销售人员实施单品及渠道终端考核，使公司在保证盈利能力的前提下，销量增速高于行业；产能上，在建的 3 个酒庄，将于年底建完，于明年贡献产能，销量增长可期。将来公司还将分 2 期投资 30-40 亿用于烟台中档葡萄酒 40 万吨产能；

投资建议: 在葡萄酒行业中，不管是自上而下，还是自下而上的选择，稳定增长的张裕 A 都是很好选择，预计公司 2011、2012 年 EPS 为 3.54、4.48 元，对应 PE 为 28、22 倍，维持目标价 130 元，“增持”评级。

图 64: 张裕 A PE 运行区间



数据来源: 国泰君安证券研究

表 13: 张裕 A 财务摘要 (百万元; %)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,453	4,199	4,983	6,142	7,437
(+/-)%	26.50%	21.60%	18.70%	23.30%	21.10%
经营利润	1,215	1,413	1,511	1,783	2,052
(+/-)%	31.40%	16.30%	6.90%	18.10%	15.10%
净利润	895	1,127	1,434	1,864	2,363
(+/-)%	40.70%	26.00%	27.20%	30.00%	26.80%
Eps-元	1.7	2.14	2.72	3.54	4.48
每股股利	1.2	1.2	1.4	2.11	2.62

数据来源: 国泰君安证券研究

6.6. 青岛啤酒: 又一次跑马圈地时代

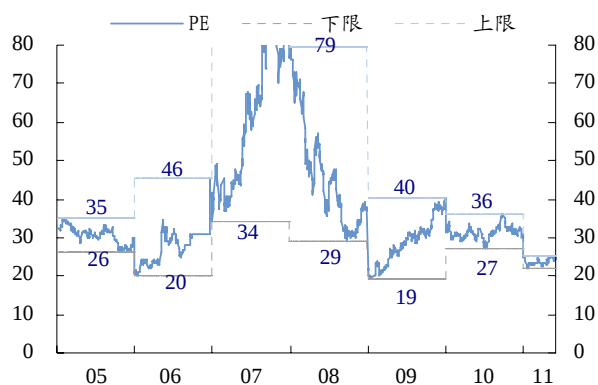
啤酒行业再次跑马圈地迹象明显，等待盈利能力上升。 青岛啤酒 1 季度 6600 万收购杭州紫金滩酒业有限公司 80% 股权，并计划增资扩建，这是继公司前年底收购烟台以后的第 4 家收购。预计未来一段时间内仍会有继续的啤酒企业收购，

主品牌销量加速增长，预计全年销量增速达到 21% 左右，提价与结构调整提升吨酒价格预计达到 7%，但是仍有成本压力。 在去年大量新建扩张产能与收购后，预计公司全年销量增速能达到 21%。提价因素 4 月后将成为吨酒价格上升的主力，而新进入合并报表的银麦主要为中低档啤酒，可能会影响高档产品占比的上升。2 季度后大麦成本上升 40%，预计预计全年毛利率可能小幅下降 0.5-0.8%。

投资建议: 继续看好青岛公司盈利能力提升和行业竞争缓和，吨酒价格提升、销量加快增长都将推动公司未来业绩增长，短期大麦成本上升对

投资心理压力较大，但是实际可以通过各种途径化解大部分。预计 11、12EPS 分别为 1.40、1.93 元，等待下半年成本压力预期缓解后的行情，增持评级。

图 65: 青岛啤酒 PE 运行区间



数据来源: 国泰君安证券研究

表 14: 青岛啤酒财务摘要 (百万元; %)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	16,023	18,026	19,898	25,681	29,802
(+/-)%	16.90%	12.50%	10.40%	29.10%	16.00%
经营利润	1,034	1,652	1,941	2,537	3,551
(+/-)%	17.50%	59.70%	17.50%	30.70%	40.00%
净利润	734	1,299	1,584	1,969	2,709
(+/-)%	25.30%	79.20%	21.30%	24.30%	38.00%
Eps-元	0.53	0.95	1.13	1.4	1.93
每股股利	0.25	0.16	0.23	0.28	0.77

数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业六年。2007 年进入国泰君安, 2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名, 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

林园远:

执业资格证书编号: S0880511010018

电话: 021-38676654

邮箱: linyuanyuan@gtjas.com

上海财经大学会计学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员。2007 年进入国泰君安, 2009 年新财富交运行业最佳分析师第四名, 2011 年加盟食品饮料行业。

张楷湔 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业助理研究员, 2010 年进入国泰君安。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		