



食品饮料

2011.06.20

## 稳定的增长，稳健的收益

**食品饮料行业周报第 5 期：2011/06/13-2011/06/17**

|                                                                                   |                     |                   |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-------------------|
|  | <b>胡春霞</b>          | <b>林园远</b>        |
|  | 021-38676186        | 021-38676654      |
|  | huchunxia@gtjas.com | linyuan@gtjas.com |
| 编号                                                                                | S0880511010015      | S0880511010018    |

### 习旧“图”新导读：

纵观国外啤酒行业的发展及盈利能力的提升，预计在国内啤酒企业的集中度继续提升后，未来盈利能力将有望继续增加。

### 摘要：

- **市场回顾：**食品饮料行业周涨幅-3%，名列行业第 12，行业年初以来涨幅-5.3%，居行业第 6。五粮液本周股价创年初以来新高。
- **行业新闻聚焦：**牛奶产量今年预计达到 4 千万吨，行业恢复具有结构性特征；欧盟批准法乳业巨头拉克塔利斯收购意帕玛拉特；《品醇客》称亚洲消费模式改变整个葡萄酒行业；奢侈品关税下调破冰，烟酒化妆品或先行。
- **习旧“图”新：**啤酒行业的规模经济，使行业具有集中度高、盈利能力随着集中度提升而增强的特性。墨西哥、南非、韩国等啤酒消费成熟国家，前三家啤酒公司的市场占有率达 90%以上。纵观国外啤酒行业的发展，以及盈利能力的提升，我们认为国内啤酒企业的集中度还将继续提升。依赖产品结构升级、提价，以及行业集中度提升带来的规模效益，期待行业收入及利润的增速的释放。
- **行业数据跟踪：**1-5 月国内白酒总产量 395.8 万千升，同比增长 30.4%，与去年同期增速基本持平；啤酒 1792.4 万千升，增长 11.3%，比去年同期增速升 6.54 个百分点；葡萄酒产量 40.1 万千升，增长 16.6%，比去年同期增速降 1.9 个百分点，1-4 月进口葡萄酒 11.8 万升，同比增长 44%。4 月份大麦进口价格已上升至 353.9 美元/吨，同比上涨 56.7%。6 月第二周猪肉均价上涨至 26.29 元/kg，生猪价格 18.05 元/kg，同比上涨 73.6%、82.7%。
- **中期策略会情况速递：**1) 贵州茅台将受益于十二五期间贵州实行工业强省发展规划，贵州省要加快以茅台酒为重点的发展模式。2) 五粮液去年总销量 10.5 万吨，今年计划 13.5 万吨（对应增速 28%左右）；今年以来产品持续旺销，预收款持续增加；五粮醇有望成为公司主要产品中今年单品增速最快的品种；五粮液酒生产在去年 1.4 万吨的基础上今年增长超过 10%，支撑明年高档酒放量。3) 山西汾酒年初以来青花瓷销售完成 1000 多吨，同比翻番，去年销量 1400 吨，预计全年青花瓷销量增长 80%左右；20 年老白汾开始上量，年初以来销量增速 150%超出我们预期；公司二季度呈现销售淡季不淡的格局，销售形势同比增速好于一季度。今年以来环山西周边市场拓展速度加快。
- **我们的观点及推荐：**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。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：

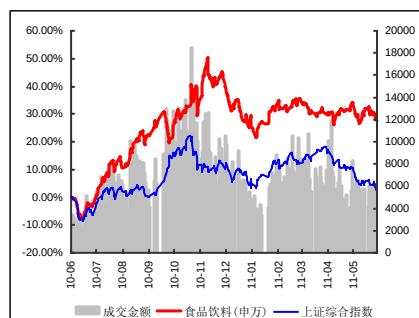
增持

上次评级：

增持

### 细分行业评级

|    |    |
|----|----|
| 食品 | 增持 |
| 饮料 | 增持 |



### 本周重点公司涨跌幅-%：

| 涨幅榜前五 |      | 跌幅榜前五 |       |
|-------|------|-------|-------|
| 国投中鲁  | 5.0  | 伊利股份  | -14.7 |
| 双汇发展  | 4.2  | 承德露露  | -9.9  |
| 贵州茅台  | 3.0  | 燕京啤酒  | -9.5  |
| ST 皇台 | 0.0  | 光明乳业  | -8.4  |
| 三全食品  | -0.2 | 金枫酒业  | -7.9  |

### 数据跟踪：

- 1) **上海地区终端酒价草根调研：**茅台终端价 1480 元/瓶；五粮液终端价 889 元/瓶；1573 终端价 959 元/瓶；张裕价格与上周持平。
- 2) **生猪预警：**6 月第二周，生猪价格 18.05 元，同比上涨 83%，较上周上涨 1.2%；猪肉价格 26.29 元/kg，同比上涨 74%，较上周环比上涨 3%。预计今年猪肉价格将在高位运行。

### 相关报告

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| 食品饮料：《白酒产销增速维持高景气》       | 2011.06.16 |
| 食品饮料：《增长稳定，防御制胜》         | 2011.06.13 |
| 食品饮料：《可见的提价？可预期的稳定增长？防御》 | 2011.06.10 |
| 食品饮料：《用发展的眼光看待高档消费品价格上涨》 | 2011.05.29 |

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 市场回顾及观点.....                      | 3  |
| 2. 行业新闻聚焦.....                       | 4  |
| ☞ 牛奶产量今年预计达到 4000 万吨，恢复具有结构性特征 ..... | 4  |
| ☞ 欧盟批准法乳业巨头拉克塔利斯收购意帕玛拉特 .....        | 4  |
| ☞ 《品醇客》称亚洲消费模式改变整个葡萄酒行业 .....        | 4  |
| ☞ 奢侈品关税下调破冰 烟酒化妆品或先行 .....           | 4  |
| 3. 公司信息汇总.....                       | 5  |
| 3.1. 公告及点评.....                      | 5  |
| 3.2. 中期策略会情况速递.....                  | 5  |
| 贵州茅台：高档白酒标杆 长短期投资皆宜 .....            | 5  |
| 五粮液：销售淡季不淡 中报业绩有望超预期 .....           | 6  |
| 山西汾酒：长期看好清香龙头崛起 .....                | 6  |
| 4. 数据跟踪.....                         | 7  |
| 4.1. 草根调研数据.....                     | 7  |
| 4.2. 行业数据跟踪.....                     | 7  |
| 5. 习旧“图”新：啤酒业集中度将带来盈利提升 .....        | 9  |
| 啤酒行业的规模经济，驱使行业集中度提升 .....            | 9  |
| 市场集中度提升，带来企业盈利提升 .....               | 10 |
| 6. 附录：参考报告 .....                     | 11 |
| 图 1：食品饮料行业本周周涨幅-3% .....             | 3  |
| 图 2：重点公司周涨跌幅 .....                   | 3  |
| 图 3：白酒累计产量及同比增速（万千升 %） .....         | 8  |
| 图 4：啤酒累计产量及同比增速（万千升 %） .....         | 8  |
| 图 5：葡萄酒累计产量及同比增速（万千升 %） .....        | 8  |
| 图 6：葡萄酒累计进口量（万千升 %） .....            | 8  |
| 图 7：大麦进口数量和进口均价 .....                | 9  |
| 图 8：猪肉与生猪价格持续上涨 .....                | 9  |
| 图 9：4 家啤酒公司的营业利润率 .....              | 10 |
| 图 10：4 家啤酒公司的净利率 .....               | 10 |
| 表 1：本期重点公司公告信息 .....                 | 5  |
| 表 2：上海地区白酒终端草根调研价格表 .....            | 7  |
| 表 3：上海地区张裕终端草根调研价格表 .....            | 7  |
| 表 4：啤酒市场集中度 .....                    | 9  |
| 表 5：重点公司盈利预测表及中报业绩预测 .....           | 11 |

## 1. 市场回顾及观点

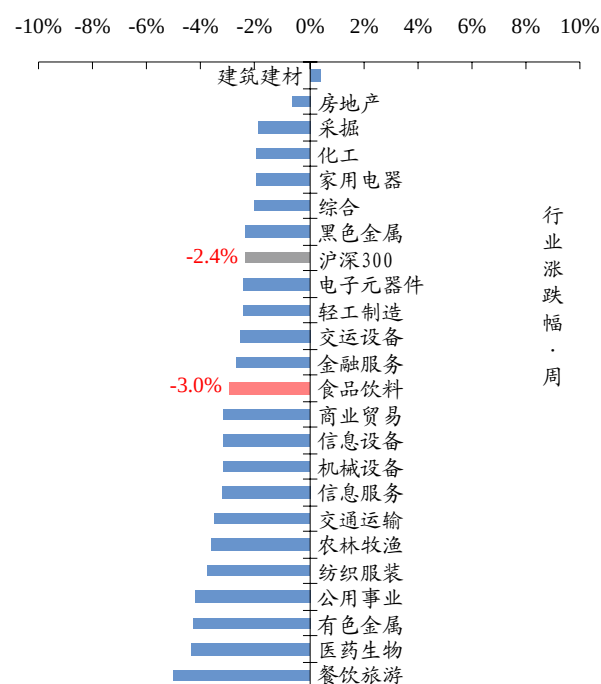
**市场回顾：**食品饮料行业周涨幅-3%，名列行业第 12，行业年初以来涨幅-5.3%，居行业第 6。本周股价创年初以来新高的股票为：五粮液。

**行业观点：**维持中期策略观点，建议加仓食品饮料：1）白酒、葡萄酒销量维持高增速，去年大面积提价，今年业绩增长预期明确。预计明年仍然继续提价的能力和动力，业绩增长可预期性强，预计一线品牌业绩增速能达到 30%左右，二线白酒业绩增长更快，大众消费品在成本回落的推动下，预计业绩增速也都将快于今年。从弱势市场环境下寻求防御的角度来看，食品饮料公司稳定、可预期的业绩增长是我们目前推荐行业的重要原因；2）估值较低，具备安全边际，特别是一线白酒公司在业绩有望超预期的情况下估值仍处于历史相对底部区域；3）我们认为这个价位一线白酒仍然非常有吸引力，且业绩有望超预期，继续重点推荐；二线白酒由于业绩增速快，弹性也大，预计今年仍有不错的表现，但是超额收益预期并不高；继续看好葡萄酒的增长前景，维持张裕增持评级。

**推荐顺序：**我们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。

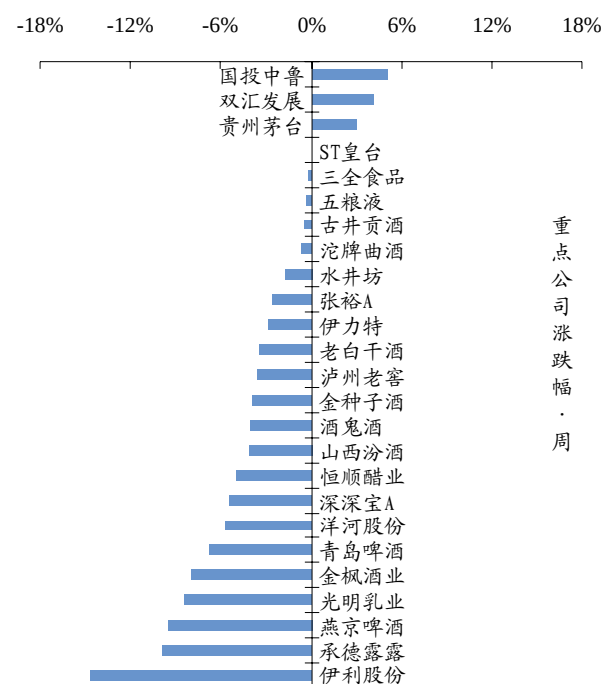
**风险提示：**宏观经济如果出现硬着陆可能会影响高档酒类销售。

图 1：食品饮料行业本周周涨幅-3%



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2：重点公司周涨跌幅



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

## 2. 行业新闻聚焦

- ☞ 牛奶产量今年预计达到 4000 万吨，恢复具有结构性特征
- ☞ 欧盟批准法乳业巨头拉克塔利斯收购意帕玛拉特
- ☞ 《品醇客》称亚洲消费模式改变整个葡萄酒行业
- ☞ 奢侈品关税下调破冰 烟酒化妆品或先行

### 牛奶产量今年预计达到 4000 万吨，恢复具有结构性特征

农业部副部长、中国奶业协会会长高鸿宾日前在出席于合肥举行的“第二届中国奶业大会”时说：“三聚氰胺事件到今天，已经有 3 年左右的时间，消费者对国产乳制品的信心还没有恢复。”其中 2010 年，全国奶牛存栏 1260 万头，牛奶产量 3575 万吨，今年预计有可能达到 4000 万吨；生鲜乳收购价格稳步回升；第三是乳制品产量稳步增长，2010 年全国 36 个大中城市居民人均乳制品消费支出达 277 元，比 2006 年增长 40%。但有关部门提供的数据显示，恢复有明显的结构性特征，在婴幼儿奶粉领域，销量并没有恢复到三聚氰胺危机前的水平。

（新浪网）

### 欧盟批准法乳业巨头拉克塔利斯收购意帕玛拉特

身为目前欧洲第一大乳品企业，拉克塔利斯今年 3 月通过收购成功将其所持帕玛拉特的股份比例提高到近 29%。今年 5 月，拉克塔利斯又发起公开收购要约，提出以每股 2.6 欧元的价格购买帕玛拉特余下股权，交易总额 34 亿欧元(约合 49 亿美元)。如果交易得以顺利完成，一个年营业额高达 140 亿欧元的全球第一大乳品企业将横空出世。

（新浪网）

### 《品醇客》称亚洲消费模式改变整个葡萄酒行业

葡萄酒杂志《品醇客》(Decanter)公布了 2011 年该行业最具影响力的 50 人名单，其编辑盖伊·伍德沃德(Guy Woodward)说，亚洲的消费模式正在改变着整个葡萄酒行业，甚至影响到了法国和其他传统的葡萄酒大国。

风云人物榜单上远东地区具有影响力的人物：中国 ASC 精品葡萄酒集团 Don St. Pierre, Jr.(沈品同)从此前 16 位上升至第 7 位；中国最大的葡萄酒出口企业中粮酒业总经理吴飞(Wu Fei)位居第 8；富隆(Aussino)葡萄酒公司首席执行官沈宇辉(Robert Shum)从 28 位上升至 17 位；三得利集团首席执行官佐治信忠(Nobutada Saji，目前也是 ASC 最大股东)则位居第 12 位。

（华尔街日报）

### 奢侈品关税下调破冰 烟酒化妆品或先行

商务部新闻发言人姚坚 6 月 15 日表示，中国将进一步下调进口关税，包括部分中高档商品的关税。参与该议案的知情人士向《华夏时报》记者透露：这次进口税调整不会如之前外界传言的那样，采取一步到位关税降低为零，基本降低幅度定在 2%-15%左右，化妆品、高档烟酒品种



会先行；但具体方案和实行时间要以商务部和国税总局最终出台的政策为准。

（华夏时报）

**点评：**高档烟酒进口关税下调将一定程度上扩大高档烟酒商品的进口。由于国内外餐饮和社交习惯有所不同，高档白酒适应于中国独特的圆桌餐饮和社交文化，前几年兴起的洋酒尝鲜之风在近几年也有所退潮，我们认为进口关税下调对中国高档白酒的影响有限，由于进口葡萄酒关税目前已经降到 14%，再有少量的下降应该影响也比较有限。换个角度看，引起了税务部门重视最终导致进口关税进一步下调的主因是国内关税较高，国人更多将奢侈品消费地从国内转移至境外，造成大量税收流失，说明国人在奢侈品消费市场的购买力日益增强不容忽视。

### 3. 公司信息汇总

#### 3.1. 公告及点评

表 1：本期重点公司公告信息

| 时间         | 公司   | 事件                                                          | 影响                                                                          |
|------------|------|-------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 2011/06/14 | 双塔食品 | 收购烟台宋家松林食品有限公司，预计总价款不超过 1000 万元，收购还须经烟台双塔食品股份有限公司董事会审批通过后生效 | 收购成功，年可为公司增加出口生产能力 2000 吨                                                   |
| 2011/06/14 |      | 伊利将网络转载的举报贴，以诽谤罪向公安机关报案，并于 14 日停牌                           | 举报贴不影响公司正常经营，超跌是投资机会：总体来说，事件对公司经营影响有限。但如果证监会参与审查，则公司定向融资将会延期，延期的程度将取决于审查过程。 |
| 2011/06/15 | 伊利股份 | 15 日，伊利发布复牌公告                                               | 公司净利率存在提升空间，在业绩有支持的背景下，超跌将是投资机会。                                            |

数据来源：国泰君安证券研究

#### 3.2. 中期策略会情况速递

我们于上周在贵阳召开国泰君安 2011 年中期策略会，我们荣幸邀请到贵州茅台、五粮液和山西汾酒的领导与投资者交流。

##### 贵州茅台：高档白酒标杆 长短期投资皆宜

我们荣幸邀请到贵州茅台集团董事长季克良先生出席国泰君安 2011 年中期策略会开幕式并致欢迎辞。

**调研反馈：1）国酒品牌飘香，发展速度超常：**茅台酒历史悠久，至新中国成立以来党和国家的领导人都非常关心茅台酒，被誉为中国国酒，是中国传递给世界的一张飘香名片。公司找到了一条属于自己的发展之路，特别是从 2001 年贵州茅台上市以来，公司总资产从 34 亿多增加到了 255 亿多，增长了 7.4 倍，收入从 16 亿多增加到现在 167 亿多，增长了 7 倍，利润增加了 12 倍，净利润从 3 亿多增长到现在的 50 亿多，增长了 15 倍。**2）贵州省政府支持：**十二五地区贵州实行工业强省，贵州

省要加快以茅台酒为重点的发展模式，为茅台酒发展创作广阔的环境；

**3) 居安思危：**管理层也认识到白酒企业界的竞争将更加激烈，外国资本加速进入白酒行业，呈井喷式发展，这都将对传统白酒行业带来挑战；

**4) 核心竞争力解析：**茅台的成功靠的不是营销策略，而是一种持之以恒的企业信念，要做世界上品质最好的白酒。

**盈利预测与投资建议：**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。

### 五粮液：销售淡季不淡 中报业绩有望超预期

**调研反馈：**1) **生产形势：**今年五粮液计划销量 1.4 万吨（由去年产量决定），2010 年五粮液酒销售接近 1.2 万吨，增长 2000 吨；今年以来在 1.4 万吨的基础上，产量增长超过 10%；2) **销售形势：**包括部分系列酒在内一律采取先款后货方式，公司预收款持续增加并长期保持在 60-70 亿左右的水平，五粮液酒年初以来供不应求，目前拖欠经销商五粮液酒在 2000 吨左右，销售淡季不淡，二季度销售形势同比增速好于一季度，其中五粮醇可能成为今年中档酒增速最大的亮点；3) **资金利用：**证监会调查已经结案，公司准备走出去收购一些区域性的有影响力的酒厂；4) **关于提价：**参考去年同业提价的幅度，我们认为今年下半年五粮液提价 20%以上是大概率事件；5) **经营规划：**去年总销量 10.5 万吨，今年计划 13.5 万吨（对应增速 28%左右），未来的 2-3 年要达到 20 万吨以上的商品酒销量。

**盈利预测与投资建议：**继续推荐五粮液，看好公司销量和价格提升。预测 11-12 年 Eps1.55、2.06 元，目标价 46 元。鉴于公司二季度呈现销售淡季不淡的火爆局面，预计中报业绩增速将达 35-40%左右，目前估值 22 倍左右仍处于历史估值底部区域，建议增持。

### 山西汾酒：长期看好清香龙头崛起

**调研反馈：**1) **销售形势：**年初以来青花瓷销售完成 1000 多吨，同比翻番，去年销量 1400 吨，预计全年青花瓷销量增长 80%左右；20 年老白汾开始上量，年初以来销量增速 150%超出我们此前预期；公司二季度呈现销售淡季不淡的格局，销售形势同比增速好于一季度（一季度收入剔除确认预收款影响后收入增速达到 44%）；2) **费用投入：**2011-2012 年公司发展依然处于质量规模阶段，预计费用投入仍将较高，今年销售费用率应该会高于 2010 年（19.3%）的水平，我们预计 2011 年销售费用总额接近 10 个亿；3) **省外拓展：**今年以来环山西周边市场的拓展速度特别快，公司下一步省外省内收入比例要做到 6: 4，最终实现目标是 7: 3；4) **人员扩张：**2009 年底公司开始充实营销队伍，到 2010 年底人数增长到 600 多人，今年以来又扩充了 100 人，逐步贴近市场自己做终端。

**盈利预测与投资建议：**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。

## 4. 数据跟踪

### 4.1. 草根调研数据

本期上海地区酒类价格终端草根调研：茅台终端价 1480 元/瓶；五粮液终端价 889 元/瓶；1573 终端价 959 元/瓶。

表 2：上海地区白酒终端草根调研价格表

| 日期         | 地点   | 茅台    | 五粮液 |      | 剑南春 | 老窖   |         |       | 水井坊 | 洋河  |     |     |
|------------|------|-------|-----|------|-----|------|---------|-------|-----|-----|-----|-----|
|            |      |       | 水晶瓶 | 1618 |     | 1573 | 特曲      | 品味    |     | 海   | 天   | 梦   |
| 2011-05-21 | 商超 A | 1,450 | 889 | 939  | 388 | 959  | 228/198 | 1,980 | 738 | 198 | 428 | 788 |
| 2011-05-28 | 商超 A | 1,480 | 889 | 939  | 418 | 959  | 228/198 | 1,980 | 738 | 198 | 428 | 788 |
| 2011-06-04 | 商超 A | 1,480 | 889 | 939  | 418 | 959  | 228/198 | 1,980 | 738 | 210 | 455 | 818 |
| 2011-05-28 | 商超 B | 1,480 | 889 | 939  | 418 | 959  | 228/199 | 1,980 | 738 | 198 | 428 | 851 |
| 2011-06-04 | 商超 B | 1,480 | 889 | 939  | 418 | 959  | 228/199 | 1,980 | 738 | 198 | 428 | 851 |
| 2011-06-10 | 商超 B | 1,480 | 889 | 939  | 418 | 959  | 228/199 | 1,980 | 738 | 198 | 428 | 851 |
| 2011-06-16 | 商超 B | 1,480 | 889 | 939  | 418 | 959  | 228/199 | 1,980 | 738 | 198 | 428 | 851 |

数据来源：国泰君安证券研究。注：涨/跌价分别以红/绿色标注；老窖特曲价格分别为中华老字号/古法特酿

表 3：上海地区张裕终端草根调研价格表

| 日期         | 地点   | 解百纳  |      |      |     |     | 爱斐堡 |     |    |
|------------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|----|
|            |      | 优选简装 | 特选简装 | 特选盒装 | 珍藏  | 大师  | 烟台  | 珍藏  | 大师 |
| 2011-05-21 | 商超 A | 68   | 108  | 148  | 198 | 缺   | 398 | 588 | 缺  |
| 2011-05-28 | 商超 A | 68   | 108  | 148  | 198 | 缺   | 398 | 588 | 缺  |
| 2011-06-04 | 商超 A | 68   | 108  | 148  | 198 | 缺   | 398 | 588 | 缺  |
| 2011-05-28 | 商超 B | 69   | 110  | 128  | 208 | 338 | 418 | 588 | 缺  |
| 2011-06-04 | 商超 B | 69   | 110  | 128  | 208 | 338 | 418 | 588 | 缺  |
| 2011-06-10 | 商超 B | 69   | 110  | 128  | 208 | 338 | 418 | 588 | 缺  |
| 2011-06-16 | 商超 B | 69   | 110  | 128  | 208 | 338 | 418 | 588 | 缺  |

数据来源：国泰君安证券研究。注：涨/跌价分别以红/绿色标注

### 4.2. 行业数据跟踪

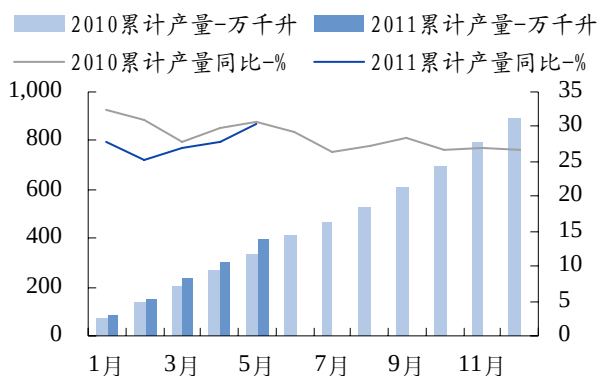
#### ● 行业产量数据

- **白酒产量增速维持高景气：**5 月单月产量 80.6 万千升，同比增长 29.2%，增速比 4 月略降 1.8 个百分点，比去年同期降 3.3 个百分点；1-5 月份累计产量 395.8 万千升，同比增长 30.4%，增速比 1-4 月上升 2.6 个百分点，比去年同期略降 0.2 个百分点。
- **啤酒产量同比增速回升：**5 月单月产量 475.1 万千升，同比增长 12.8%，增速比 4 月上升 2.9 个百分点，比去年同期提高 12.3 个百分点；1-5 月份累计产量 1792.4 万千升，同比增长 11.3%，增速比

1-4 月快 1.6 个百分点，比去年同期快 6.5 个百分点。

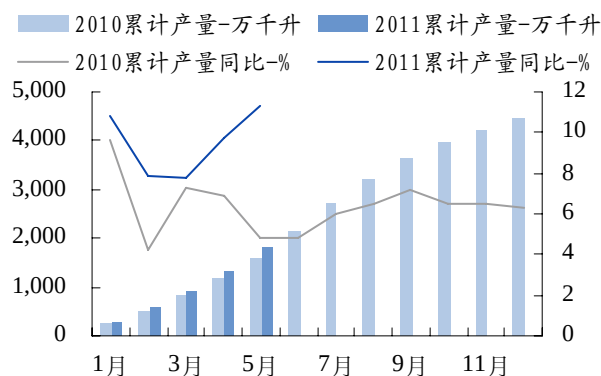
- **葡萄酒产量增速同比下降:**5月单月产量8.1万千升,同比增长1.4%,增速比4月低4.5个百分点,比去年同期低23.9个百分点;1-5月累计产量40.1万千升,同比增长16.6%,增速比1-4月降4.4个百分点,比去年同期降1.9个百分点。葡萄酒4月进口2.9万千升,1-4月累计增速为44%,进口酒占比为27%。

图 3: 白酒累计产量及同比增速 (万千升 %)



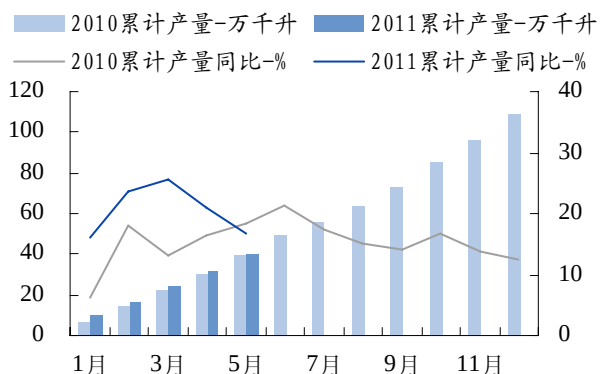
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 4: 啤酒累计产量及同比增速 (万千升 %)



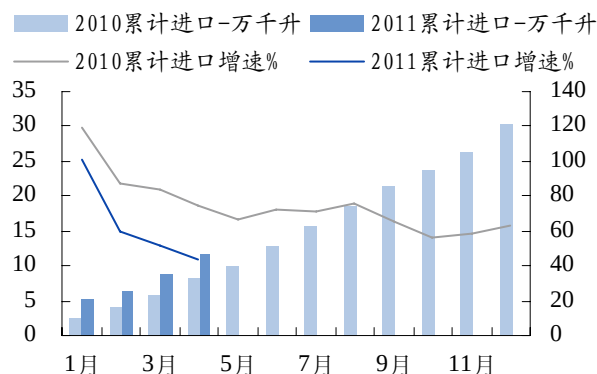
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 5: 葡萄酒累计产量及同比增速 (万千升 %)



数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 6: 葡萄酒累计进口量 (万千升 %)



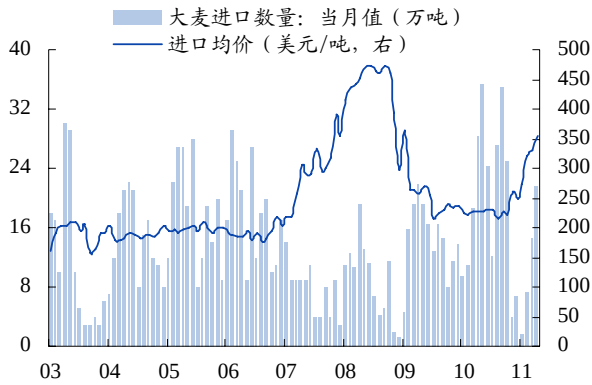
数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

## ● 行业成本数据

- **大麦进口价继续上升:**2011 年 4 月份大麦进口价格已上升至 353.9 美元/吨,相比 1 月上涨了 29.8%,比去年同期上涨 56.7%。
- **生猪预警:**6 月第二周猪肉均价上涨至 26.29 元/kg,生猪价格 18.05 元/kg,玉米批发价 2.28 元/kg,猪粮比 7.91,猪肉、生猪、玉米均价分别同比上涨 73.6%、82.7%、9.6%。

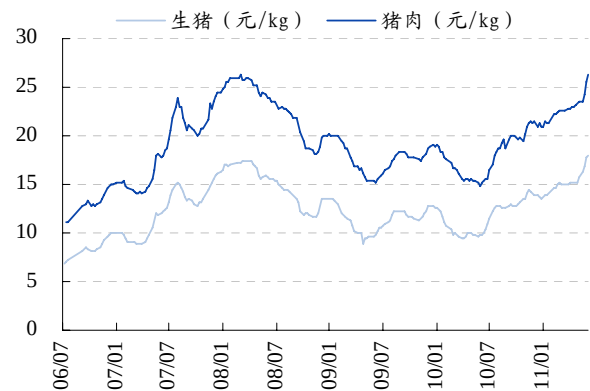


图 7: 大麦进口数量和进口均价



数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

图 8: 猪肉与生猪价格持续上涨



数据来源: WINDEDB, 国泰君安证券研究

详见 5 月食品饮料产量数据点评《白酒产销增速维持高景气》

## 5. 习旧“图”新：啤酒业集中度将带来盈利提升

### 啤酒行业的规模经济，驱使行业集中度提升

啤酒行业的规模经济，使行业具有集中度高、盈利能力随着集中度提升而增强的特性。因此，市场竞争的最后结果，往往导致成熟消费区域的市场集中度非常高。根据 DATAMONITOR 的统计，2009 年排全球前三的啤酒公司，市场占有率已达 45%，墨西哥、南非、韩国等啤酒消费成熟国家，前三家啤酒公司的市场占有率达 90% 以上。

纵观国外啤酒行业的发展，以及盈利能力的提升，我们认为国内啤酒企业 46% 的集中度还将继续提升。依赖于产品结构升级、提价，以及行业集中度提升带来的规模效益，期待行业收入及利润的增速的释放。

表 4: 啤酒市场集中度

|     | 前 3 家啤酒公司                             | 市场占有率 | 合计    |
|-----|---------------------------------------|-------|-------|
| 全球  | Anheuser-Busch InBev                  | 25.4% | 45.0% |
|     | SABMiller                             | 12.5% |       |
|     | Heineken N.V.                         | 7.1%  |       |
| 墨西哥 | Grupo Modelo S.A.B.de C.V.            | 51.4% | 95.9% |
|     | FEMSA                                 | 42.2% |       |
|     | Anheuser-Busch InBev                  | 2.3%  |       |
| 南非  | SABMiller                             | 87.8% | 95.2% |
|     | Molson Coors Brewing Company          | 5.6%  |       |
|     | Brandhouse                            | 1.8%  |       |
| 韩国  | Hite Brewery                          | 55.9% | 94.7% |
|     | Oriental Brewery                      | 34.1% |       |
|     | Anheuser-Busch InBev                  | 4.7%  |       |
| 日本  | Kirin Brewery Holdings Company,Limied | 37.8% | 85.9% |
|     | Asahi Breweries,Ltd.                  | 37.6% |       |
|     | Suntory Limited                       | 10.5% |       |
| 法国  | Carlsberg A/S                         | 42.9% | 85.3% |

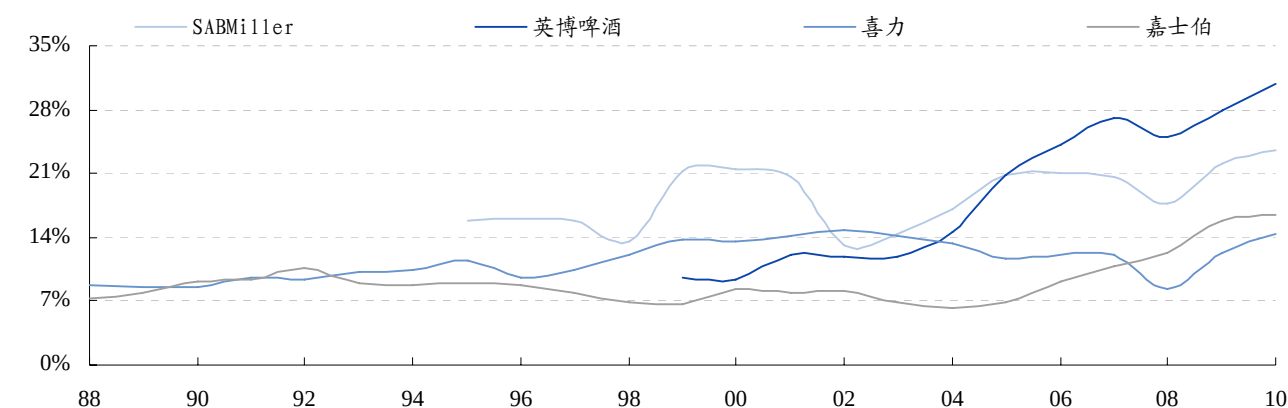
|    |                              |        |       |
|----|------------------------------|--------|-------|
| 美国 | Heineken N.V.                | 32.0%  |       |
|    | Anheuser-Busch InBev         | 10.4%  |       |
|    | Anheuser-Busch InBev         | 50.4%  |       |
|    | SABMiller                    | 18.6%  | 79.8% |
|    | Molson Coors Brewing Company | 10.8%  |       |
| 捷克 | SABMiller                    | 48.80% |       |
|    | Anheuser-Busch InBev         | 16%    | 76.5% |
|    | Heineken N.V.                | 12.20% |       |
| 英国 | Heineken N.V.                | 29.3%  |       |
|    | Molson Coors Brewing Company | 21.7%  | 71.6% |
|    | Anheuser-Busch InBev         | 20.6%  |       |

数据来源：DATAMONITOR，国泰君安证券研究

### 市场集中度提升，带来企业盈利提升

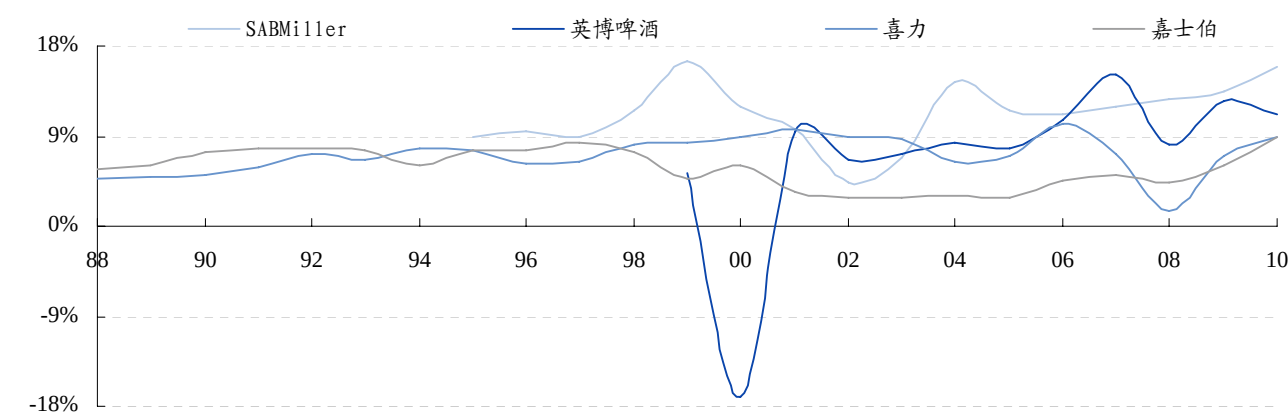
根据各公司披露的财务数据，可以发现 2000 年前，4 家啤酒公司中有 3 家公司的营业利润率在 14% 以下，而目前这 4 家公司均处于 14% 以上，其中英博啤酒公司的营业利润率从 99 年的 10% 上升到 2010 年的 31%；2000 年前 4 家公司中有 3 家公司净利率在 9% 以下，目前则有 4 家公司处于 9% 以上，其中 SABMiller 在 2010 年的净利率为 16%。

图 9：4 家啤酒公司的营业利润率



数据来源：国泰君安证券研究

图 10：4 家啤酒公司的净利率



数据来源：国泰君安证券研究

表 5: 重点公司盈利预测表及中报业绩预测 (截止日期: 2011-06-17)

|      | 总市值   | EPS  |      |       |        | CAGR    |     | PE   |     |        | PS   | PEG  | 评级 |
|------|-------|------|------|-------|--------|---------|-----|------|-----|--------|------|------|----|
|      | (亿元)  | 10A  | 11E  | 12E   | 1H2011 | 10-12 年 | 10A | 11E  | 12E | 2010 年 |      |      |    |
| 贵州茅台 | 1,969 | 5.35 | 8.22 | 10.76 | 4.88   | 42%     | 39  | 25.4 | 19  | 16.9   | 0.61 | 增持   |    |
| 五粮液  | 1,311 | 1.16 | 1.55 | 2.06  | 0.82   | 33%     | 30  | 22.3 | 17  | 8.4    | 0.67 | 增持   |    |
| 泸州老窖 | 608   | 1.58 | 1.99 | 2.63  | 1.02   | 29%     | 28  | 21.9 | 17  | 11.3   | 0.75 | 增持   |    |
| 洋河股份 | 934   | 2.45 | 4.00 | 5.67  | 1.80   | 52%     | 42  | 26.0 | 18  | 12.3   | 0.50 | 增持   |    |
| 山西汾酒 | 281   | 1.14 | 1.90 | 2.82  | 1.48   | 57%     | 57  | 34.2 | 23  | 9.3    | 0.60 | 增持   |    |
| 古井贡酒 | 171   | 1.34 | 2.40 | 3.57  | 0.89   | 64%     | 54  | 30.3 | 20  | 9.1    | 0.48 | 增持   |    |
| 水井坊  | 96    | 0.48 | 0.61 | 0.73  | 0.27   | 23%     | 41  | 32.2 | 27  | 5.3    | 1.40 | 谨慎增持 |    |
| 伊力特  | 53    | 0.30 | 0.39 | 0.57  | 0.24   | 37%     | 39  | 30.7 | 21  | 4.9    | 0.83 | 增持   |    |
| 双汇发展 | 397   | 1.80 | 3.00 | 3.70  | 0.50   | 43%     | 36  | 21.9 | 18  | 1.1    | 0.50 | 增持   |    |
| 张裕 A | 488   | 2.72 | 3.54 | 4.48  | 1.54   | 28%     | 34  | 26.2 | 21  | 9.8    | 0.92 | 增持   |    |
| 伊利股份 | 247   | 0.49 | 0.74 | 0.90  | 0.26   | 36%     | 32  | 20.9 | 17  | 0.8    | 0.58 | 增持   |    |
| 承德露露 | 56    | 0.49 | 0.69 | 0.89  | 0.31   | 35%     | 32  | 22.3 | 17  | 3.1    | 0.64 | 谨慎增持 |    |
| 青岛啤酒 | 446   | 1.13 | 1.40 | 1.93  | 0.77   | 31%     | 29  | 23.6 | 17  | 2.2    | 0.76 | 增持   |    |
| 燕京啤酒 | 206   | 0.64 | 0.83 | 1.07  | 0.43   | 30%     | 27  | 20.5 | 16  | 2.0    | 0.69 | 增持   |    |
| 恒顺醋业 | 18    | 0.25 | 0.32 | 0.45  | 0.13   | 34%     | 56  | 43.7 | 31  | 1.5    | 1.28 | 谨慎增持 |    |
| 三全食品 | 65    | 0.66 | 0.77 | 1.00  | 0.42   | 23%     | 53  | 45.1 | 35  | 3.4    | 1.96 | 谨慎增持 |    |

数据来源: 国泰君安证券研究

## 6. 附录: 参考报告

### 1. 泸州老窖:《高档酒奢侈品化 多品牌打造中档酒》2011/06/15

对公司现有产品线和未来发展战略进行了详细的梳理和分析, 今年收入有望爆发式增长, 白酒业绩有保障, 增持评级。

### 2. 五粮液:《继续建议增持, 中报业绩有望超预期》2011/06/12

结构调整和系列酒提价带动整体吨酒价格提升 10% 左右, 销售淡季不淡销量增长 20%。反馈正面强化市场对公司业绩增长信心, 建议增持。

### 3. 贵州茅台:《坚定信心 分享茅台新一轮高增长!》2011/05/27

对茅台十二五规划收入进行详细拆分测算, 明确指出贵州省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, 建议增持。

### 4. 5 月月报:《重新审视高档酒增速》2011/05/11

详细分析了白酒和葡萄酒 2010 年报和 2011 年一季报, 全面上调一线白酒和葡萄酒盈利预期, 继续重申推荐一线白酒和张裕的投资逻辑。

### 5. 4 月月报:《白酒销售热度不减 估值下移再现买点》2011/04/13

糖酒会信息反馈, 指出汾酒可能上调全年计划, 是本届糖酒会最大亮点, 开始首推一线白酒, 并建议二季度逐步加仓食品饮料。

**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       |                              |                               |