

关注确定性与成长性

食品饮料行业 2011 年中期投资策略报告

报告关键点:

- 短期看好高端可选消费品板块, 如: 白酒和葡萄酒行业;
- 长期看好大众快速消费品板块, 如: 乳制品、饮料行业、速冻米面行业;
- 综合估值和成长性, 给予食品饮料行业“领先大市-A”的投资评级

报告摘要:

- 从短期看, 在强烈的通胀预期下, 有定价权优势、对原材料价格不敏感的高端可选消费品抗通胀能力强、业绩增长确定、估值具有安全边际, 如: 白酒和葡萄酒行业。推荐公司: 五粮液、贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒和张裕A。
- 在国家“调结构、促消费”的大背景下, 大众快速消费品板块将长期受益。乳制品、饮料行业、速冻米面行业值得关注。推荐公司: 伊利股份、皇氏乳业和黑牛食品、承德露露和三全食品;
- 白酒行业: 抗通胀能力强, 一线白酒业绩增长确定, 有估值优势; 部分二线白酒业绩增长迅猛。给予领先大市-A的投资评级;
- 葡萄酒行业: 成长空间大, 抗通胀能力强, 近期虽受到进口酒的冲击, 但趋势是先强后弱, 行业龙头公司具有渠道优势。给予领先大市-B的投资评级;
- 软饮料行业: 行业成长空间巨大, 果蔬汁、茶饮料、功能型饮料、蛋白饮料等健康饮品将构成行业框架的主体, 中长期受益。给予同步大市-B的投资评级;
- 乳制品行业: 虽然行业整体增速放缓, 原奶价格居高不下, 但婴幼儿奶粉业务成为新的利润增长点, 区域发展不平衡将孕育出新的区域龙头公司。给予领先大市-B的投资评级;
- 肉制品行业: 市场集中度低, 整合空间大, 龙头公司有优势。生猪价格与猪肉价格波动较大, 国家“维稳”的行政干预使企业利润受损。给予同步大市-A的投资评级;
- 啤酒行业: 2011年行业盈利受原材料、人工等成本上涨的侵蚀, 但中长期是受益于消费升级和城镇化的子行业。给予同步大市-A的投资评级。
- 综合估值和成长性, 给予食品饮料行业领先大市-A 的投资评级。

消费行业的投资机会在于把握“变化”, 通过“否极泰来”, 寻找“预期差”。发现原来有基础的公司内部和外部发生的变化就是投资的机会: 双汇发展: “瘦肉精”事件平息后, 公司销售迅速恢复, 集团资产注入解决关联交易, 业绩大幅提升, 目标价将直逼100元, 给予买入-B的投资评级; 沱牌曲酒引入战略投资者、股权激励, 推动营销管理改善, 并具有释放业绩的动力。

- 风险提示: 食品安全问题成为行业最大的系统性风险; 另外, 行业公司间激烈的市场竞争也是公司面临的较大风险。

食品饮料 领先大市-A

上次评级

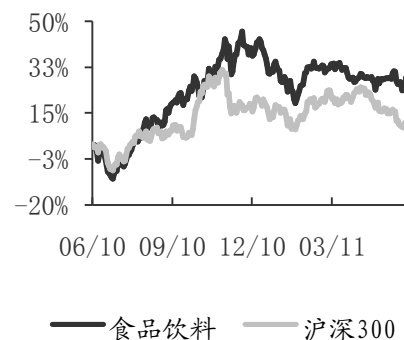
领先大市-A

报告日期

2011-06-23

首选股票	目标价	评级
000858 五粮液	43.0	买入-A
600519 贵州茅台	240.0	买入-B
000568 泸州老窖	40.0	增持-A
600809 山西汾酒	87.0	买入-B
000596 古井贡酒	82.0	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: 我国长江中下游、欧盟均遭遇干旱

2011-05-31

农业数据周报(2011年5月31日)

2011-05-31

食品饮料: 密西西比河洪水, CBOT小麦、玉米反弹

2011-05-25

核心观点

从短期看，在强烈的通胀预期下，有定价权优势、对原材料价格不敏感的高端可选消费品抗通胀能力强、业绩增长确定、估值具有安全边际，如：白酒和葡萄酒行业。推荐公司：五粮液、贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒和张裕 A。

在国家“调结构、促消费”的大背景下，快速消费品板块将长期受益。乳制品和饮料行业、速冻米面行业值得关注。推荐公司：伊利股份、皇氏乳业、黑牛食品、承德露露和三全食品；

消费品板块各个子行业的观点：

白酒行业：抗通胀能力强，一线白酒业公司业绩增长确定，有估值优势；部分二线名白酒公司业绩增长迅猛。给予行业领先大市-A 的投资评级；

葡萄酒行业：成长空间大，抗通胀能力强，近期虽受到进口酒的冲击，但趋势是先强后弱，行业龙头公司具有渠道优势。给予行业领先大市-B 的投资评级；

软饮料行业：行业成长空间巨大，果蔬汁、茶饮料、功能型饮料、蛋白饮料等健康饮品将构成行业框架的主体，中长期受益。给予行业同步大市-B 的投资评级；

乳制品行业：虽然行业整体增速放缓，原奶价格居高不下，但婴幼儿奶粉业务成为新的利润增长点，区域发展不平衡将孕育出新的区域龙头公司。给予行业领先大市-B 的投资评级；

肉制品行业：市场集中度低，整合空间大，龙头公司有优势。生猪价格与猪肉价格波动较大，国家的“维稳”的行政干预使企业利润受损。给予行业同步大市-A 的投资评级；

啤酒行业：2011 年行业盈利受原材料、人工等成本上涨的侵蚀，但中长期是受益于消费升级和城镇化进程的子行业。给予行业同步大市-A 的投资评级。

综合估值和成长性，给予食品饮料行业领先大市-A 的投资评级。

1. “十二五”规划对食品饮料行业的影响

国家的发展规划以及宏观政策对我们把握行业和公司发展的方向至关重要。2011 年是我国“十二五”规划的开局之年，我们分析认为：“十二五”规划的核心是经济结构调整、经济政策转变以及城镇化进程加速。在“十二五”“促消费，扩内需”的背景下我国宏观经济增长将更多体现在消费需求的拉动上。从货币政策看“十二五”前期将以控制通胀的操作为主，后期逐步转向稳健，保证平稳增长，抑制过度投资。财政政策则体现为“保民生、调结构”。另外，未来五年我国的城镇化建设仍将处于快速发展阶段，总体上呈现小幅加速增长的态势。因此我们认为新规划和政策利好以食品饮料为代表的消费类行业公司。

表 1 我国五年规划宏观指标增速（单位：百分比）

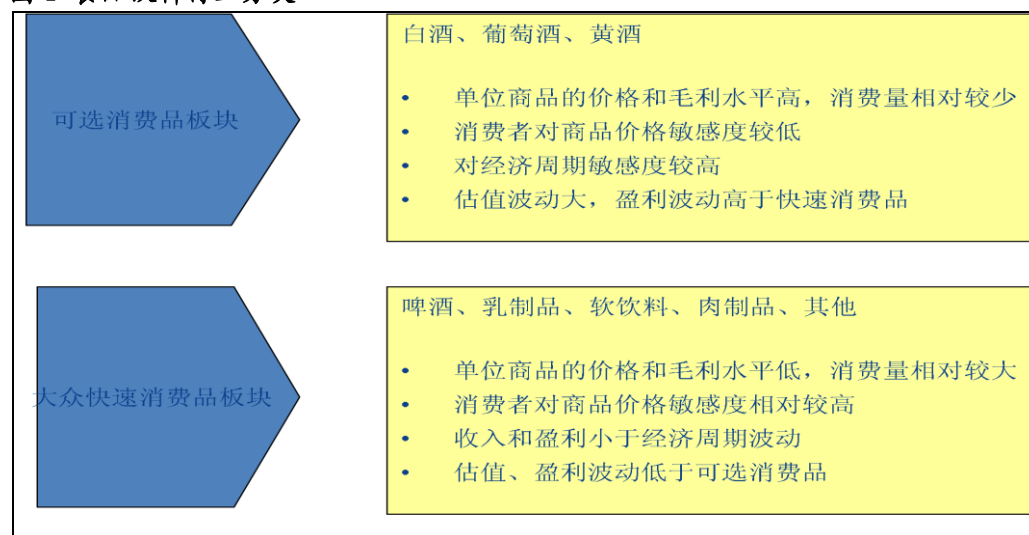
	GDP 增速	固定资产投资	出口增速	社会消费
“六五”	10.8	23.3	8.9	15.2
“七五”	7.9	13.0	18.0	14.3
“八五”	12.3	35.6	19.4	23.5
“九五”	8.6	10.5	11.4	10.7
“十五”	9.8	22.1	25.5	13.0
“十一五”	11.1	25.6	16.5	18.1
“十二五”	8.5-9.5	18.0-25.0	10.0-15.0	16.0-22.0

数据来源：国家发改委、安信证券研究中心

2. 白酒行业、葡萄酒行业公司是我们近期（下半年）的推荐

通常食品饮料行业的分类是从生产者的角度直接分为白酒、葡萄酒等各个子行业，但从商品和消费者的角度分类则主要划分为可选消费品板块和大众快速消费品板块。

图 1 食品饮料行业分类



数据来源：安信证券研究中心

2.1. 近期（下半年）看好的食品饮料子行业

白酒行业和葡萄酒行业。

推荐理由：

- 业绩/盈利增长确定，有些公司甚至可能超预期；
- 抗通胀能力强。

2.2. 餐饮业快速增长，带动白酒消费

2.2.1. 餐饮消费与白酒消费具有极高的相关度

按照中国的饮食文化习惯，餐饮宴请在社会活动中占据极为重要的作用。因此餐饮业自然成为了我国白酒消费的主要载体。白酒的社交属性使其充当了人际关系、政商沟通的润滑剂和催化剂。相关调研表明，在中国城镇约 80%以上的白酒消费是在朋友聚会、商务往来、政务活动等餐饮环节实施，因此餐饮收入与白酒消费的相关度高达 0.98。

图 2 餐饮消费与白酒消费具有极高的相关度

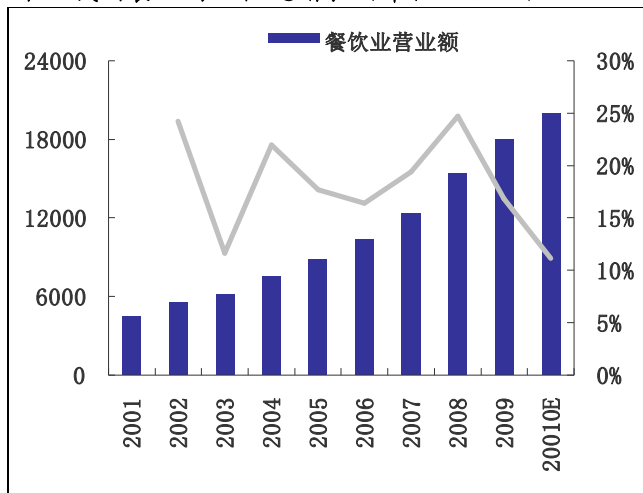


数据来源：华夏酒报、安信证券研究中心

2.2.2. 餐饮业快速增长，带动白酒消费

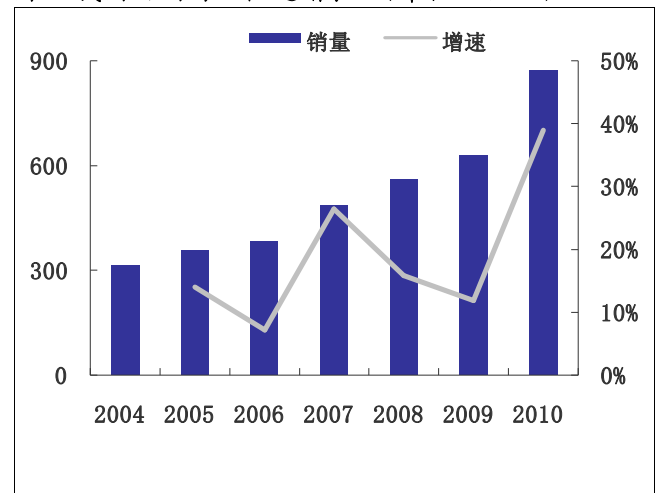
统计数据表明 2001-2005 年，我国餐饮消费每年增加 1000 亿元，最近 3 年每年增加 2000-3000 亿元。根据中国烹饪协会的统计，我国餐饮消费已经连续 18 年保持 2 位数的高增长，而且这种增长趋势还将延续 3-5 年。与餐饮行业的快速增长相应，自 2007 年开始我国白酒的销量增速始终保持在 2 位数以上，预计未来 3-5 年白酒行业的销量增速仍能保持在 10%左右。

图 3 我国餐饮行业快速增长（单位：亿元）



数据来源：新食品、安信证券研究中心

图 4 我国白酒行业快速增长（单位：亿元）



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

2.2.3. 餐饮业消费升级带动白酒消费升级

从进入 21 世纪到未来相当长的一段时期内，我国餐饮消费处于由小康型向享受型转

变阶段。随着餐饮消费级别的提升，白酒消费档次也在不断攀升。餐饮消费高速增长同时带动了白酒消费的升级。当然其背后的推动力量则是我国经济的持续快速地增长，国家财政税收的连续大幅提升以及居民人均可支配收入的提高，加之人们消费观念的转变等因素。

表 2 我国餐饮行业的升级

	第一次	第二次	第三次
时间跨度	新中国成立之初至改革开放前	改革开放至 20 世纪末	21 世纪初至今
城市消费方式	温饱型	温饱型向小康型转变	由小康型向享受型转变
农村消费方式	温饱型	温饱型向小康型转变	温饱型向小康型转变，个别发达地区升级到享受型消费
消费级别	十元级	百元级	多元化，部分向千元级、万元级升级，部分走向价廉物美
持续时间	30 年左右	30 年左右	数十年以上

数据来源：《关于中国餐饮消费研究》-荆林波、安信证券研究中心

2.2.4. 消费升级带动白酒价格带发生位移

白酒价格上涨会使白酒企业的阵营主流竞争档位发生位移。1000 元价格带成为一线名酒的“主力销售价格带”，600 元价格带成为一线名酒常态化产品、二线名酒的竞争性价格带，50 元成为区域割据品牌和全国通路品牌的核心竞争价格带。

表 3 不同白酒阵营的价格带

白酒阵营	1000 元档位	600 元档位	200 元档位	50 元档位
一线白酒	主力销售档位	常态化产品	区隔化价格产品	
二线白酒	形象产品	竞争性档位	常态化价格带	
区域强势品牌	选择性传播	形象性档位	控制性档位	核心竞争档位
区域割据品牌		象征性传播	象征性档位	核心竞争档位
全国通路品牌				核心竞争档位

数据来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

2.2.5. 不同价格带白酒的竞争战略

对于高端白酒企业，由于需求价格弹性很低，所以通过量价配合的方式实现企业的战略目标（如茅台、五粮液、国窖 1573）；对于中高端产品为主的企业，主要是通过聚焦战略（产品、市场聚焦），实现“量价平衡”的战略目标（如：汾酒、古井贡、洋河）；中低档酒为主的企业由于需求价格弹性较高，则综合成本最低为企业获得最大利润的关键。

表 4 不同价格带白酒企业的竞争战略

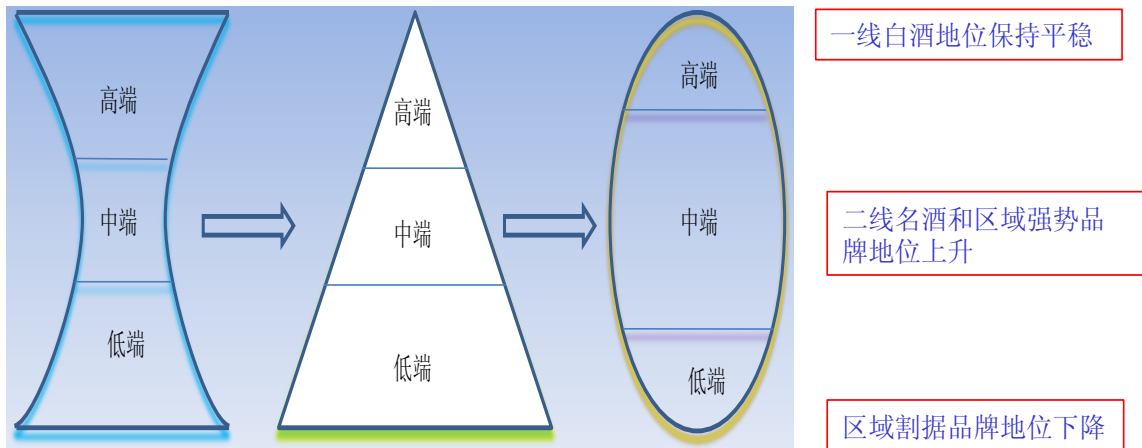
档位	市场结构	需求价格弹性	战略选择	主要竞争战略	代表品牌
600 元以上	寡头垄断	低	控量提价	差异化	茅台、五粮液、国窖 1573
200-600 元	垄断竞争	较低	量价平衡	目标聚集	洋河蓝色经典、汾酒青花瓷、古井年份原浆、老窖特曲
200 元以下	充分竞争	高	成本优势	低成本	老白干、牛栏山、金种子

数据来源：新食品、安信证券研究中心

2.2.6. 白酒阵营地位结构演变

行业集中度不断提升，行业整合力度不断增强，一线白酒地位保持稳固；二线及区域强势品牌规模迅速提升，竞争力进一步发挥和释放，奠定坚实的行业地位，区域割据品牌竞争力在削弱，企业地位下降。

图 5 白酒阵营地位结构演变



数据来源：安信证券研究中心

2.2.7. 次高端、中端将迎来高速增长

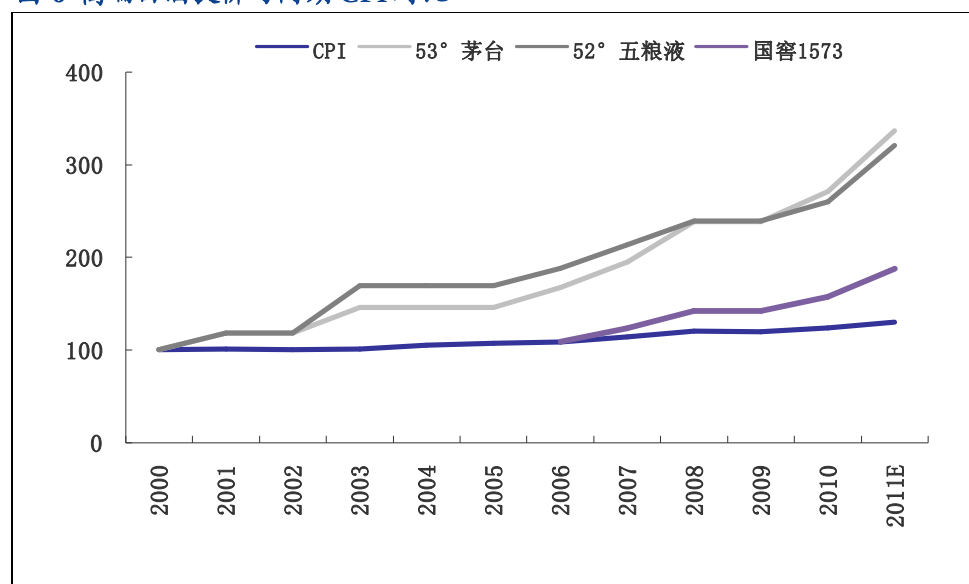
2004-2006 年是超高端白酒发展的黄金三年，2009-2011 年是次高端和中端白酒发展的黄金三年。我们预计“十二五”期间次高端和中端白酒将呈现快速增长的态势，城镇低收入人群和农村居民人均可支配收入提升的带动下中低价位白酒快速增长，而超高端白酒增速将放缓。

2.3. 通胀背景下选择可选消费品板块

根据我们宏观部门分析判断，今年下半年的通胀压力依然较大，CPI 预计达到 5% 的水平。由于高端可选消费品具有较高的毛利率，对原材料成本价格变化不敏感，并具有价格传导能力（直接或间接提价），因此可选消费品（白酒、葡萄酒）行业公司具有抗通胀能力。

例如：我们以 2000 年为基数（国窖 1573 为 2005 年）参照相应的 CPI 走势经过数据处理后清晰地观测到：高端白酒的提价幅度远远超越 CPI 的增长速度。

图 6 高端白酒提价与同期 CPI 对比



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.4. 白酒上市公司：攻守兼备

一线白酒：资源稀缺、品牌壁垒高、业绩增长确定、具有估值优势（守）
 推荐公司：五粮液、贵州茅台、泸州老窖

部分二线名白酒：受益消费升级，量增价升，未来几年业绩大幅增长（攻）
 推荐公司：山西汾酒、古井贡酒

2.4.1. 一线白酒公司具有估值优势

表 5 安信证券重点研究公司估值及预测

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	17.39	0.22	0.27	0.45	0.61	80.88	64.41	39.08	28.51	42%	0.69	增持-A
002387	黑牛食品	14.73	0.28	0.34	0.51	0.65	53.03	43.47	29.14	22.66	33%	0.69	增持-A
000568	泸州老窖	45.19	1.20	1.58	2.16	2.81	37.66	28.60	20.92	16.08	33%	0.49	买入-A
000596	古井贡酒	72.89	0.60	0.99	2.40	3.57	121.48	73.63	30.37	20.42	81%	0.25	买入-B
000729	燕京啤酒	18.79	0.52	0.65	0.86	1.05	36.13	28.91	21.85	17.90	26%	0.68	增持-A
000848	承德露露	17.10	0.46	0.59	0.72	0.93	37.17	28.98	23.75	18.39	26%	0.70	增持-A
000858	五粮液	34.65	0.48	1.15	1.52	2.01	72.19	30.13	22.80	17.24	61%	0.28	买入-A
000869	张裕 A	96.44	2.14	2.72	3.37	4.15	45.07	35.46	28.62	23.24	25%	0.94	增持-A
000895	双汇发展	62.96	1.50	2.40	2.60	3.24	41.97	26.23	24.22	19.43	29%	0.66	买入-B
002304	洋河股份	110.00	2.78	4.90	7.23	8.98	39.57	22.45	15.21	12.25	48%	0.26	增持-A
600519	贵州茅台	202.56	4.57	5.35	8.34	10.54	44.32	37.86	24.29	19.22	32%	0.60	买入-B
600600	青岛啤酒	35.44	0.95	1.13	1.41	1.71	37.31	31.36	25.13	20.73	22%	0.96	增持-A
600702	山西汾酒	67.73	0.82	1.14	1.74	2.46	82.60	59.41	38.93	27.53	44%	0.62	买入-B
600887	伊利股份	36.17	0.81	0.97	1.20	1.49	44.65	37.29	30.14	24.28	23%	1.08	增持-A

数据来源：Wind、安信证券研究中心

2.4.2. 保证一线白酒业绩稳定增长的因素

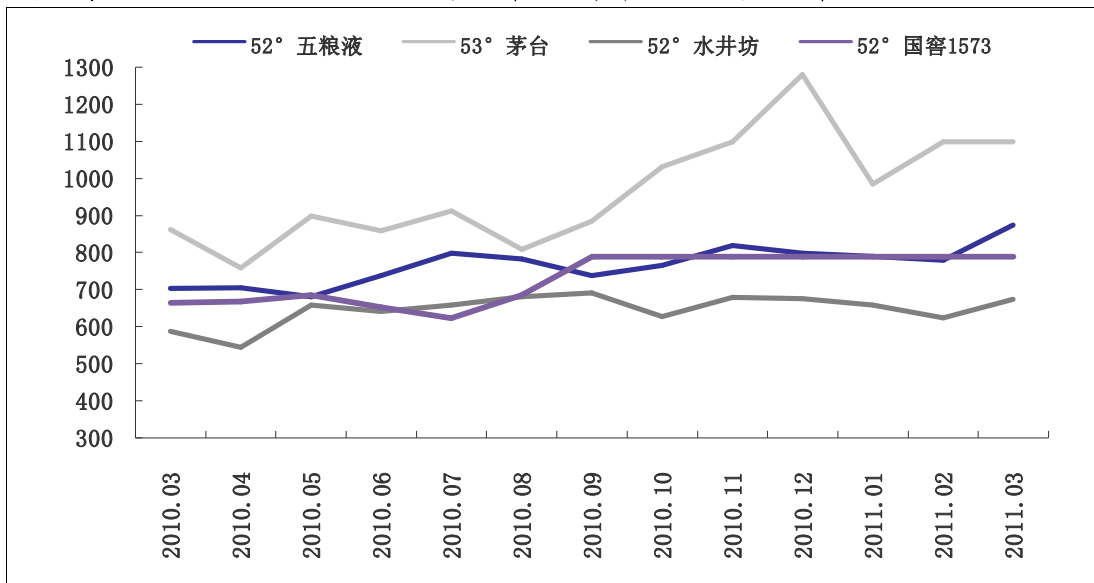
- 资源的稀缺性和强大的品牌号召力，使其具有直接提价的能力
- 通过产品结构升级（年份酒和定制酒等）实现间接提价
- 通过技改和扩大产能实现销量的小幅增长

2.5. 五粮液-走进新时代

2.5.1. 品牌地位稳固，五粮液系列酒“量价齐升”

目前北京地区实际高度茅台酒的 market 价格为 1300-1500 元（专卖店 1099 的价格限购 2 瓶，基本断货）；五粮液 874 元，国窖 1573 为 788 元，水井坊 673 元。市场价格在一定程度上反映供需关系，因此从市场价格上看目前只有茅台和五粮液能够屹立在这个千元价格带上。从五粮液整体的销售情况看：2010 年公司销售五粮液 12800 吨，同比增长了 23%，而且是在提价的基础上。说明五粮液在价格上涨的同时稳步放量，这是非常积极的信号。

图 7 茅台、五粮液、国窖 1573 和水井坊北京市场终端价格（单位：元 / 500ml）



数据来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

2.5.2. 五粮液：提升腰部力量

公司从 2010 年底开始尝试营销方式转变，以提升中价位产品的销量和销售额，包括品牌打造、市场支持和促销政策。发展的重点是向两边延伸，扩大新的营销增长点：把中价产品位做大、做强，把上量的低价位产品做实、做稳，实现营销转型。公司在原“1+9+8”的产品体系的基础上重点打造五粮春、五粮醇、六和液这几种现有产品。按照公司“十二五”规划，至少要培育出一个销量在 5 万吨以上的产品，翻阅五粮液的发展史，尖庄销量曾经达到过 15 万吨，金六福、浏阳河都达到过 10 万吨的销售记录。2011 年公司的计划是总销量增长 20%，我们预计上述产品的增长要达到 25-30%。

表 6 五粮液“1 + 9 + 8”的产品系列

五粮液酒系列	紫光液系列	金六福酒系列
五粮春酒系列	尖庄酒系列	长三角酒系列
五粮醇酒系列	浏阳河酒系列	王者风范酒系列
五湖液酒系列	京酒系列	百年老店酒系列
两湖春酒系列	酿神酒系列	国宴酒系列
现代人酒系列	玉酒系列	春夏秋冬酒系列

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.5.3. 营销体系改革

2.5.3.1. 厂商结合，决策前移

我们认为华东营销中心的设立正是落实公司大力发展中低端产品的具体措施。由于五粮液的高端、超高端产品拥有绝对优势的品牌地位，但其中、低端产品却面临着二线名酒和区域强势品牌厂家和经销商的夹击，公司集权式的管理模式流程多，对市场变化缺乏效率而受到诟病。华东营销中心获得部分授权后，将有效地提升市场反应速度。决策组织前移，还可以更大限度地发挥五粮液的整体优势，打出“组合拳”。公司在政策上也给予支持：包括品牌打造、市场支持、促销政策等。因此，华东营销中心不仅是一次“决策前移”的尝试，更是公司对于厂商结合这种新的营销模式（对五粮液来说）的探索，对于五粮液未来的发展至关重要。

表 7 300 元价格带

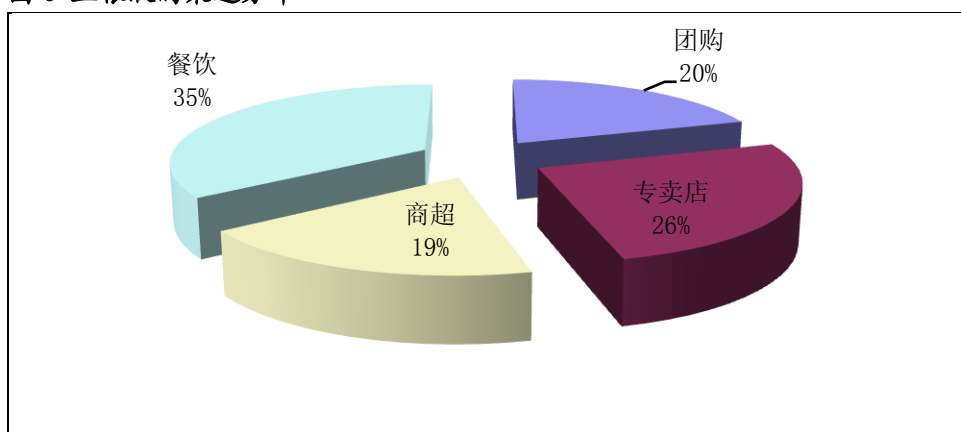
	一线名酒	二线名酒	区域强势品牌	区域割据品牌	全国性通路品牌
300 元价格带	金腰带价格带，利用品牌优势追求撇脂利润	规模性产品，实现对区域强势品牌战略遏制	竞争性价格带，并力争实现规模化销售，挑战二线名酒战略基础	很难跟进，很难规模化	主要看品牌背书与品牌历史，以及品牌价值延伸空间

数据来源：远景咨询、安信证券研究中心

2.5.3.2. 团购建设渐入佳境

尽管五粮液掘金高端团购市场较晚，但所幸是终于“觉悟”了，这对公司当前和今后的发展具有战略性的意义。一方面相对于餐饮、商超渠道名目繁多的“苛捐杂税”，以及销售的各种不确定性，结合当前日益盛行的“后备箱文化”，和自带酒水的新餐饮消费方式，作为具备中国白酒超级品牌的五粮液及系列产品本身极具团购“资质”。另一方面由于团购省去了众多中间环节，使得营销效率最高，买卖双方实现双赢。我们相信五粮液作为受众最大的浓香型白酒的第一大品牌，只要意识到团购的重要性，公司就有能力把团购作得有声有色，成为公司营销的重要渠道。预计五粮液产品团购渠道的贡献 2011 年上升到 25% 的份额并无悬念。

图 8 五粮液的渠道分布



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.5.4. 公司处于“天、地、人”的最佳时期

- 天时：餐饮带动白酒消费；高端白酒“受益”通胀提价；
- 地利：四川打造白酒“金三角”；
- 人和：唐桥先生全面主持五粮液的工作。

2.5.5. 股价催化因素（三件大事）

我们认为以下三件大事是今年五粮液股价催化因素：

- 证监会处罚决定下达，开始公司资本整合；
- 唐桥先生正式任命为集团总经理；
- 下半年提高五粮液出厂价；

另外，市场对其预期不高，极有可能超预期。因为最近茅台提高了其“十二五”发展规划和 2011 年发展目标。作为同为白酒行业龙头公司的大型国企五粮液，也会相应地提高其目标，并能够实现。

2.6. 贵州茅台：“十二五”规划再提速

2.6.1. 供不应求，提价空间大

当前茅台酒供不应求的销售状况以及产品出厂价、一批价和终端价的巨大价差（出厂价 619 元、一批价 1100 元，终端价 1300-1500 元）表明未来茅台酒价格仍有巨大的提升空间。

表 8 一线白酒出厂价、一批价和终端价比较（单位：元/500ML）

	出厂价	一批价	一批价/出厂价	终端价	终端价/出厂价
茅台	619	1150	185.78%	1400	226.17%
五粮液	509	738	144.99%	874	171.71%
国窖 1573	679	680	100.15%	824	121.35%

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.6.2. “十二五”进入产能释放期

茅台酒“十二五”的销量受益于“十一五”每年近 2000 吨产能的提升，这也就是说未来公司业绩的增长除提价外，还有量的增长。

表 9 公司“十二五”进入产能释放期

预算开工时间	项目	建设期	新增产能（吨）	可供销售年份
2006	“十一五”万吨茅台一期工程	2006 年 1-12 月	2000	2011
2007	“十一五”万吨茅台二期工程	2007 年 2-12 月	2000	2012
2008	“十一五”万吨茅台三期工程	2008 年 1-12 月	2000	2013
2009	“十一五”万吨茅台四期工程	2009 年 1-12 月	2000	2014
2010	“十一五”万吨茅台五期工程	2010 年 1-12 月	2000	2015
2011	“十二五”万吨茅台一期工程	2011 年 1-12 月	2600	2016

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.6.3. “十二五”规划再提速

近期公司股东大会上公司将“十二五”规划大幅“提速”：到 2015 年销售额从年初提出的 260 亿元上升到 400 亿元（含税），产量达到 4 万吨。2011 年财务计划：销售收入同比增长 45%，成本和销售费用等增长 30%。我们测算，根据新规划“十二五”期间销售额的复合增长率将达到 25%以上！

2.6.4. 内外因作用“十二五”规划再提速

我们认为公司全面提升公司业绩增速主要有以下两方面因素作用：

- 内因：公司去年 10 月份换届后“十二五”是考验新班子的第一个五年，因此公司管理层也更有动力向主管领导和股东递交一份“开门红”的“成绩单”；
- 外因：贵州省新的领导班子希望茅台带领贵州白酒振兴当地经济，将茅台树立为当地经济发展的旗帜、贵州省的一张“名片”。因此贵州省政府为茅台承诺打造包括立体交通（仁怀附近修机场、仁怀建火车站、几条高等级的公路）在内的支持。因此茅台也十分有必要以优秀的成绩回报政府的厚望。

2.7. 部分二线名白酒量增价升的驱动因素

- 顺应消费升级，产品结构提升，主推高端产品，实现间接提价；
- 填补一线白酒提价后的价格空档，跟随一线白酒直接提价；

- 在深度挖掘本土市场的基础上积极开拓周边市场，实现销量大幅增长。

2.7.1. 二线名白酒的高估值是对其未来高增长的溢价

表 10 二线白酒上市公司未来 2 年增速与行业其他公司对比

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	17.39	0.22	0.27	0.45	0.61	80.88	64.41	39.08	28.51	42%	0.69	增持-A
002387	黑牛食品	14.73	0.28	0.34	0.51	0.65	53.03	43.47	29.14	22.66	33%	0.69	增持-A
000568	泸州老窖	45.19	1.20	1.58	2.16	2.81	37.66	28.60	20.92	16.08	33%	0.49	买入-A
000596	古井贡酒	72.89	0.60	0.99	2.40	3.57	121.48	73.63	30.37	20.42	81%	0.25	买入-B
000729	燕京啤酒	18.79	0.52	0.65	0.86	1.05	36.13	28.91	21.85	17.90	26%	0.68	增持-A
000848	承德露露	17.10	0.46	0.59	0.72	0.93	37.17	28.98	23.75	18.39	26%	0.70	增持-A
000858	五粮液	34.65	0.48	1.15	1.52	2.01	72.19	30.13	22.80	17.24	61%	0.28	买入-A
000869	张裕 A	96.44	2.14	2.72	3.37	4.15	45.07	35.46	28.62	23.24	25%	0.94	增持-A
000895	双汇发展	62.96	1.50	2.40	2.60	3.24	41.97	26.23	24.22	19.43	29%	0.66	买入-B
002304	洋河股份	110.00	2.78	4.90	7.23	8.98	39.57	22.45	15.21	12.25	48%	0.26	增持-A
600519	贵州茅台	202.56	4.57	5.35	7.41	8.99	44.32	37.86	27.34	22.53	25%	0.89	买入-B
600600	青岛啤酒	35.44	0.95	1.13	1.41	1.71	37.31	31.36	25.13	20.73	22%	0.96	增持-A
600702	山西汾酒	67.73	0.82	1.14	1.74	2.46	82.60	59.41	38.93	27.53	44%	0.62	买入-B
600887	伊利股份	36.17	0.81	0.97	1.20	1.49	44.65	37.29	30.14	24.28	23%	1.08	增持-A

数据来源: Wind、安信证券研究中心

2.8. 山西汾酒: 百亿目标描绘发展宏图

2.8.1. 丰富产品线

在产品瘦身的同时, 公司从今年开始, 对主力产品青花瓷的产品线进行延伸- 在原来 30 年青花瓷的基础上向上、向下分别增加了 40 年和 20 年两个品种, 每个品种又推出 42 度和 55 度两款产品。中档产品老白汾在原来 10 年、15 年的基础上增加了两个新品, 公司汾酒系列的产品线更加丰富。我们认为: 延伸青花瓷和老白汾的产品线除了使青花瓷、汾酒的忠实消费者有了更多选择之外, 新品的投放使原产品价格体系过于透明的矛盾得到缓解, 提高了经销商的积极性。

表 11 公司主要的产品线

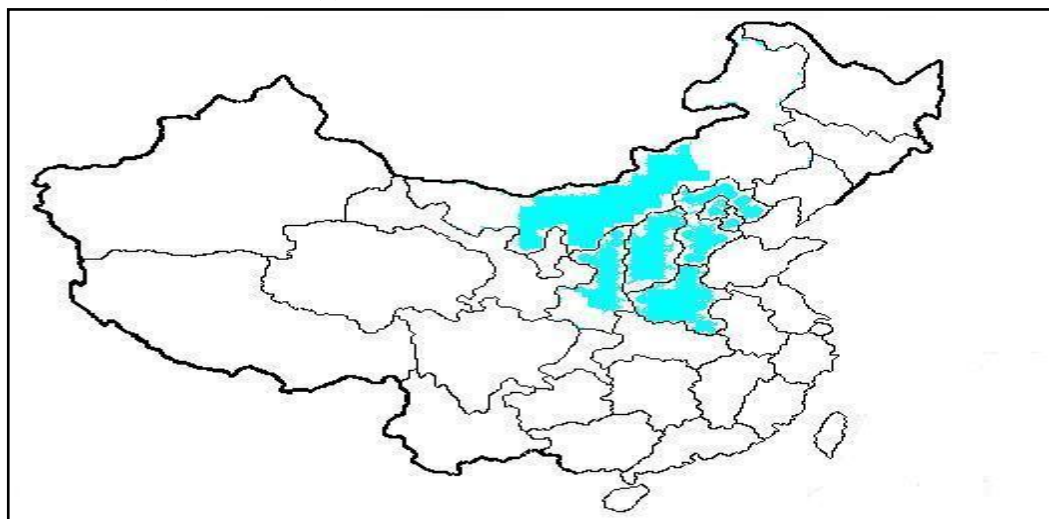
		出厂价 (元)	市场价 (元)
国藏汾	55 度	1500	2052
	53 度	675	875
	45 度	658	846
青花瓷	30 年 48 度	338	498
老白汾	15 年 45 度	100	128
	10 年 45 度	78	118
玻汾	38 度	27.5	48
	53 度	28	48
竹叶青	玻竹-国宝竹	29-98	46-126

数据来源: 公司资料、安信证券研究中心

2.8.2. 省外拓展成重点

公司在山西省内的市场占有率已经高达 60%，占公司销售比重约为 65%，因此省外市场是未来的主要增长点，公司计划未来省内、外的销售占比达到 3: 7。目前公司主要省外市场主要为北京、河北、河南、山东、陕西、内蒙等清香型传统市场。公司“十二五”规划重点是省外扩张，因此我们判断未来 2-3 年的营销费用将维持高位，但随着销售额的大幅提升，费用率将逐步下降，维持在 22%-24% 的水平。

图 9 传统清香型白酒消费市场

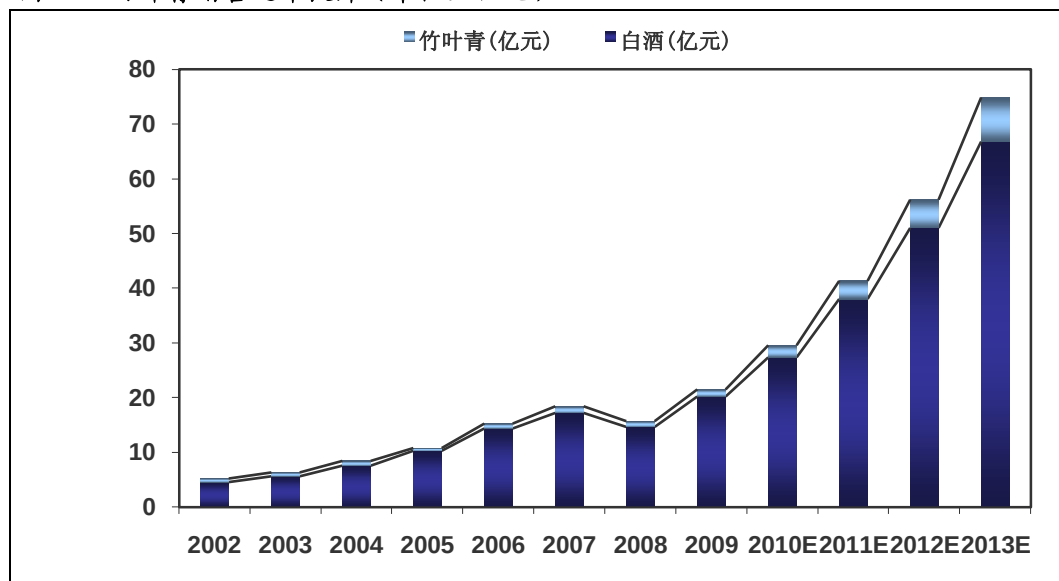


数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.8.3. 竹叶青发力，培育未来增长点

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。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今后公司业绩又一增长点，成为公司业绩的支柱产品。公司计划在 2015 年竹叶青的销售额达到 15 亿元，目前公司竹叶青的销售额不到 2 亿元。

图 10 竹叶青销售逐年提升（单位：亿元）



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.8.4. 百亿目标描绘发展宏图，产能建设奠定坚实基础

公司新领导班子 2009 年制定的发展规划是到 2015 年集团实现销售额 100 个亿，2010 年 8 月又将实现日期提前至 2013 年。照此推算股份公司的销售额将达到 70 亿元，每年的销售额增长在 10 亿元以上，年复合增长率高达 40%。

销售收入未来几年大幅增长，原酒产能成为最基本的保证。目前公司原酒的生产能力是年产约 2 万吨，公司计划在“十二五”期间达到约 5 万吨，产能翻了一番多。届时再通过降度和勾调，公司的成品酒生产能力将达到 7-8 万吨。由于清香型白酒的生产工艺特点，我们认为产能的快速提升是能够实现的。另外，公司新建产能主要用来生产青花瓷、老白汾等次高端和中端产品，产品结构得到提升。产能的保障为公司实现百亿销售目标奠定了坚实的基础。

2.9. 古井贡酒：回归第一阵营，再造一个古井

2.9.1. 产品系列全新设计（一高一低）

推出仅 2 年多的主导产品-“年份原浆”系列获得了巨大的成功，2010 年销售额达到了 7.4 亿元，同比增长 208%。预计年份原浆的销售占比达到 7%，随着年份原浆占比的提升，公司的综合毛利率也将随之提升。未来的产品架构是以年份原浆系列为高端和超高端产品，以下依次为老贡酒系列（也是公司的战略性品牌）、淡雅系列产品、以及低档的光瓶酒系列。管理层认为公司的品牌形象将伴随着年份原浆的占比提高而不断提升，产生的协同效应也将会促进中低档酒的销售。形成“一高一低”的格局，高端顺应消费升级，低端反映广大人民群众的基本需要。因此公司对于低端的光瓶酒产品也不会放弃。

表 12 古井贡产品系列

主要产品	零售价 (元)	毛利率	销售收入占比		销售综合毛利率				
			2008E	2009E	2007	2008	2009	2010	2011
年份原浆 5-26 年	158-1188	80%	3.70%	23.00%	32.32%	38.47%	60.81%	71.11%	74.48%
红运古井贡、精品古井贡	68-124	43%	69.00%	57.09%					
金奖古井贡、老淡雅	68 元以下	14%	27.30%	22.91%					

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.9.2. 从安徽到全国市场布局

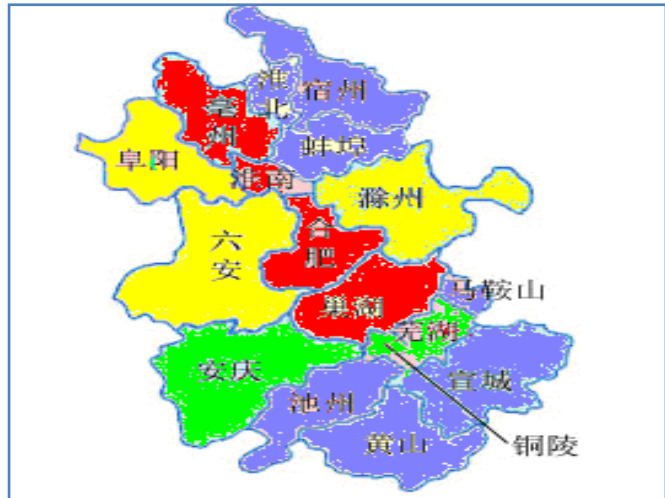
目前古井贡安徽的市场份额仅 13%。因此我们认为公司制定安徽未来达到 30 亿-50 亿的销售目标是能够实现的，而且也是其重回第一阵营所必需的（参照洋河在江苏的市占率）。苏、鲁、豫、浙、冀是古井贡未来一定时期重点发展的省外市场。近 2 年古井贡的省外市场实现了大幅增长，上述有些地区实现 200%以上的增速。我们认为未来在河南、江苏两翼的带动下，山东、河北与浙江南北呼应，必将带动这些地区销售的全面爆发。

图 11 公司在全国主要市场



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

图 12 年份原浆在安徽省主要市场分布



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.9.3. 加大营销投入

尽管投资央视广告的费用高，效果不能直接衡量，但要使公司产品进入主流消费，这却是必须的，因为央视的公信力强、收视率高。另外，古井远离央视已经有很长一段时间了（2007 年之前基本没有什么声音），此次重返中央台也表明公司回归与振兴的决心和信心。在品牌传播方面公司计划投入 6.50 亿元，其中电视媒体投入 3.7 亿元；重点城市户外广告和车身广告分别为 1.2 亿元和 0.55 亿元；大型公关活动 0.55 亿元；平面网络媒体 0.5 亿元。在形象展示方面，公司计划在安徽省增加 102 个营销网点，分为体验馆（1 个）、旗舰店（12 个）和专卖店（89 个）三个层次。

表 13 古井贡“深度营销”的网路建设规划

类别	2011	2012	2013	累计
体验馆	1			1
旗舰店	2	4	6	12
专卖店	14	30	45	89
合计	102			

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.9.4. 冲击 50 亿元，回归第一梯队

当前白酒行业的规模结构早已突破了之前的 10 亿-20 亿-30 亿元的格局态势，已经形成了较稳定的 30 亿-50 亿-100 亿元的行业规模结构，可以预见到由原子型的市场结构向高集中的寡占型市场的转型过程中，未来行业规模结构会继续上移，会有更多名企冲击百亿元俱乐部，而 50 亿元会成为第一和第二梯队的重要分界线。未来 3 年公司的销售目标为 50 亿元，相当于目前的 2 倍，之后力争百亿，回归白酒第一阵营。

表 14 白酒企业规模梯队

梯队	销售规模	代表公司
第一梯队	100 亿元以上	贵州茅台、五粮液
	50-100 亿元	洋河、泸州老窖、郎酒、山西汾酒、稻花香
第二梯队	30-50 亿元	剑南春、口子窖、迎驾、西凤
第三梯队	20-30 亿元	古井贡、四特、皖酒、牛栏山、衡水老白干、枝江
第四梯队	10-20 亿元	白云边、金种子、扳倒井、泰山、宋河
	10 亿元以下	山庄、宣酒、文王、汤沟、杜康、宝丰

数据来源：远景咨询、安信证券研究中心

2.10. 葡萄酒行业：品牌壁垒尚未形成，渠道掌控成关键

- 行业仍处于培育和导入期，成长空间大；
- 受原装进口酒冲击影响先强后弱；
- 张裕凭借其品牌和渠道优势一枝独秀。

2.10.1. 稳健快速发展，进入黄金成长期

无论从销售规模还是盈利水平看，张裕都将主要竞争对手远远甩在后面。当前，张裕抓住对手发展缓慢的机会，大力扩充产能，5年内将目前13万吨产能扩大到25万吨。新建3个酒庄，将酒庄酒产能扩大到1万吨。解百纳产能从3万吨提升至5万吨。未来在葡萄优秀产区使葡萄基地达到30万亩。未来5年将是张裕的黄金成长期。另外，我们预计公司2012年将以优异的业绩迎接公司成立120周年大庆。

表 15 张裕与王朝销售额、净利润对比（单位：亿元）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
销售额（亿元）								
张裕	11.33	13.38	18.04	21.67	27.3	34.53	41.99	49.83
王朝（HK\$）	7	8	9	11	11	14	15	16
长城（HK\$）	8.86	11.63	15.5	18.03	21.4	27.9	31.97	?
净利（亿元）								
张裕	1.52	2.05	3.13	3.98	6.39	8.95	11.36	14.34
王朝（HK\$）	1	2	2	1	1	1	2	2
长城（HK\$）	?	?	2.95	3.19	4.45	4.47	?	?

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

3. 大众消费品板块公司是我们长期看好的投资品种

3.1. 快速消费品需求增长的驱动因素

我们分析认为大众快速消费品快速增长的主要驱动因素如下：

- 居民购买力的提高；
- 城市化进程加速；
- 消费者购买意愿增强

其结果为：

- 消费需求呈爆发式增长；
- 消费升级：啤酒-纯生；液态奶-特伦苏；饮料-茶饮料、蛋白饮料...

3.2. 值得关注的快速消费品板块的子行业

- 乳制品行业；
- 饮料行业；
- 速冻米面行业；

上述快速消费品的子行业，我们长期看好。

3.3. 乳制品行业：区域发展不平衡，婴幼儿奶粉业务成亮点

- 配方奶粉业务成为行业新的利润增长点；
- 区域间差异大，成就区域新龙头；
- 准入门槛提高，行业/区域龙头公司受益；

代表公司：伊利股份、皇氏乳业

3.4. 饮料行业：进入健康品质的时代

- 饮料市场发展空间巨大；
- 健康营养饮料将构成新的产业结构主体；
- 蛋白饮料行业未来成长空间大。

代表公司：黑牛食品、承德露露

3.5. 速冻米面行业：创造健康时尚新生活

- 营养卫生，经济实惠；
- 方便快捷，适合现代都市快节奏的生活；
- 消费升级，引领农村生活新时尚

代表公司：三全食品

3.6. 部分乳业、软饮料和速冻米面行业推荐公司主要看点

表 16 推荐长期看好公司的看点

公司	看点
伊利股份	乳品行业龙头公司。受益行业整合，奶粉业务成为公司新的利润增长点。
皇氏乳业	广西地区区域性行业龙头公司。水牛奶、果奶适合当地地理气候条件，有特色，未来成长空间大。
黑牛食品	受益我国蛋白饮料行业的快速发展。公司的豆奶粉和液态豆奶双轮驱动，随着新建产能的释放，公司将迎来高速成长期。
三全食品	公司品牌知名度高。受益于我国速冻米面行业快速发展，随着公司西南等三个生产基地投产，公司产能瓶颈将得到较大缓解。

数据来源：安信证券研究中心

4. 值的关注的“题材”

消费行业的投资机会在于把握“变化”，通过“否极泰来”，寻找“预期差”。发现原来有基础的公司，内部和外部发生的变化就是投资的机会：

双汇发展：“瘦肉精”事件平息，销售恢复，集团资产注入解决关联交易，业绩将大幅提升，目标价将直逼百元。

沱牌曲酒：引入战略投资者、股权激励，推动营销管理改善，并具有释放业绩的动力。

5. 总结

从近期看，在强烈的通胀预期下，有定价权优势、对原材料价格不敏感的高端可选消费品抗通胀能力强，业绩增长确定，如：白酒和葡萄酒行业。代表公司：五粮液、泸州老窖、贵州茅台、古井贡、山西汾酒、张裕 A 将是我们投资的首选。

在国家“调结构、促消费”的大背景下，快速消费品板块将长期受益。代表行业为乳制品、饮料行业和速冻米面行业。代表公司：伊利股份、皇氏乳业、黑牛食品、承德露露和三全食品。

附件：1

表 17 重点公司盈利预测和投资评级：

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	17.39	0.22	0.27	0.45	0.61	80.88	64.41	39.08	28.51	42%	0.69	增持-A
002387	黑牛食品	14.73	0.28	0.34	0.51	0.65	53.03	43.47	29.14	22.66	33%	0.69	增持-A
000568	泸州老窖	45.19	1.20	1.58	2.16	2.81	37.66	28.60	20.92	16.08	33%	0.49	买入-A
000596	古井贡酒	72.89	0.60	0.99	2.40	3.57	121.48	73.63	30.37	20.42	81%	0.25	买入-B
000729	燕京啤酒	18.79	0.52	0.65	0.86	1.05	36.13	28.91	21.85	17.90	26%	0.68	增持-A
000848	承德露露	17.10	0.46	0.59	0.72	0.93	37.17	28.98	23.75	18.39	26%	0.70	增持-A
000858	五粮液	34.65	0.48	1.15	1.52	2.01	72.19	30.13	22.80	17.24	61%	0.28	买入-A
000869	张裕 A	96.44	2.14	2.72	3.37	4.15	45.07	35.46	28.62	23.24	25%	0.94	增持-A
000895	双汇发展	62.96	1.50	2.40	2.60	3.24	41.97	26.23	24.22	19.43	29%	0.66	买入-B
002304	洋河股份	110.00	2.78	4.90	7.23	8.98	39.57	22.45	15.21	12.25	48%	0.26	增持-A
600519	贵州茅台	202.56	4.57	5.35	7.41	8.99	44.32	37.86	27.34	22.53	25%	0.89	买入-B
600600	青岛啤酒	35.44	0.95	1.13	1.41	1.71	37.31	31.36	25.13	20.73	22%	0.96	增持-A
600702	山西汾酒	67.73	0.82	1.14	1.74	2.46	82.60	59.41	38.93	27.53	44%	0.62	买入-B
600887	伊利股份	36.17	0.81	0.97	1.20	1.49	44.65	37.29	30.14	24.28	23%	1.08	增持-A

数据来源：Wind 、安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2011-06-08

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	增持-A	1.03	1.26	1.55	18	15	12	12.0%	12.0%	13.0%	19.05	27.00	2011-03-18	1%
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%	35.00	40.00	2011-04-01	12%
000858	五粮液	买入-A	买入-A	1.53	2.02	2.51	23	17	14	24.0%	24.0%	23.0%	34.57	43.00	2011-05-30	6%
000869	张裕 A	增持-A	增持-A	3.50	4.32	5.30	28	23	19	37.0%	37.0%	37.0%	98.73	102.00	2011-04-11	13%
600519	贵州茅台	买入-B	买入-B	8.54	10.78	13.34	24	19	16	32.0%	31.0%	29.0%	207.87	240.00	2011-05-30	14%
600809	山西汾酒	增持-A	买入-B	2.36	3.39	5.02	30	21	14	37.0%	38.0%	40.0%	70.00	87.00	2011-05-24	4%
002216	三全食品	增持-A	增持-A	0.89	1.10	1.52	39	32	23	14.0%	15.0%	17.0%	34.73	44.00	2011-03-11	-3%
600887	伊利股份	增持-A	增持-A	1.73	2.03	2.50	21	18	14	24.0%	22.0%	21.0%	35.95	45.00	2011-05-24	6%

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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@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