

食品饮料行业：
确定性成长品种超预期表现

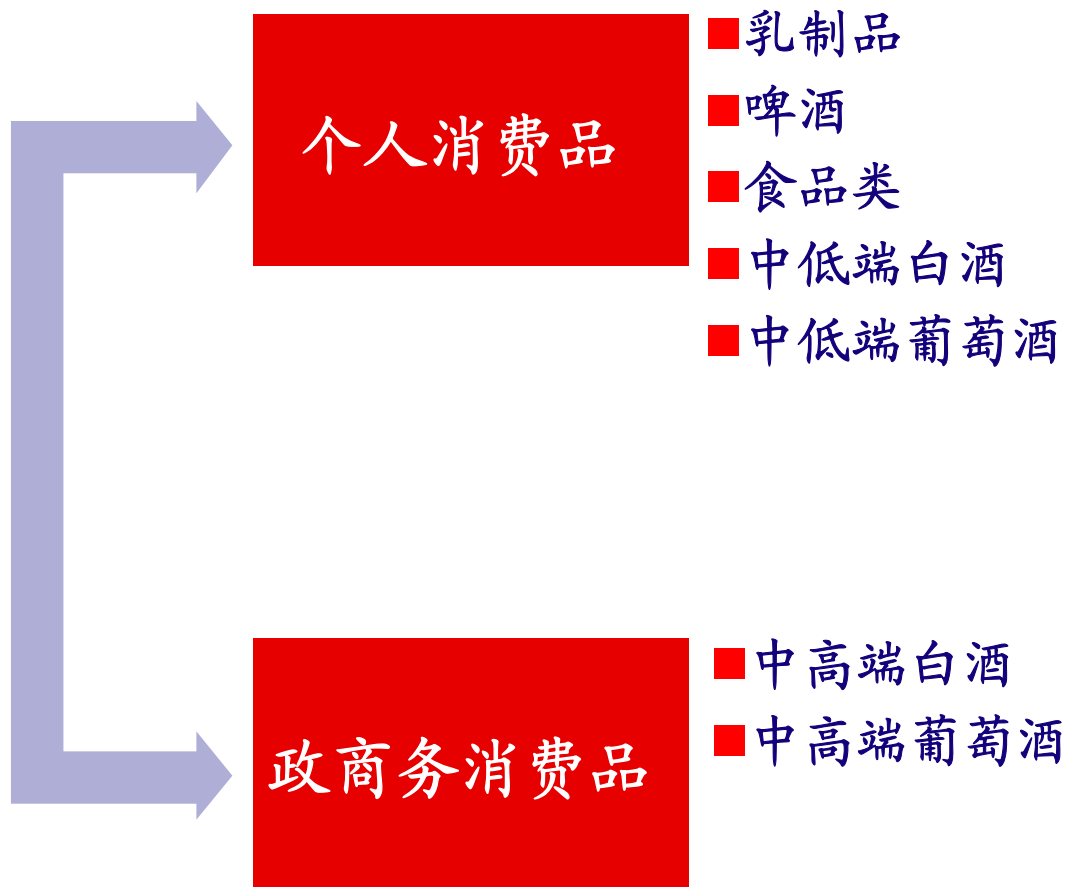
食品饮料团队

董俊峰 行业研究主管 执行总经理 兼食品饮料行业分析师（首席）

周颖 总监 食品饮料行业分析师（非白酒业）

郭怡娴 VP 食品饮料行业分析师（白酒业）

个人消费品VS政商务消费品



十二五规划力促长期消费潜力获得极大释放

保守

居民
消费
支出
有望
年均
增长
12%
以上

提高居民收入

社会保障体系（养老、医疗、失业、工伤、生育）

社保基金规模和覆盖人数

安居工程

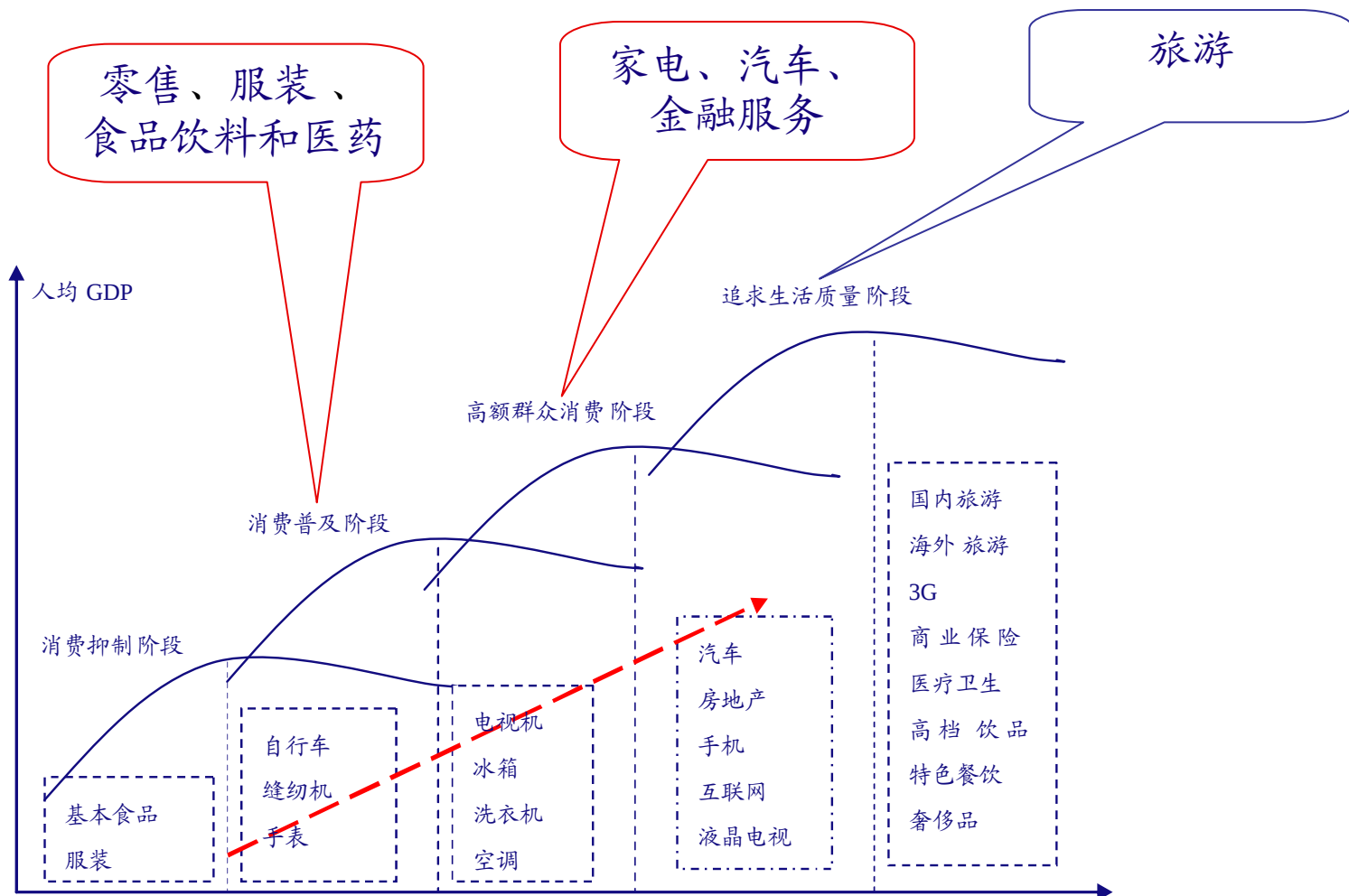
教育

城市化水平



中国银河证券研究部
CHINA GALAXY SECURITIES RESEARCH

“消费普及”和“高额群众消费”：历史机遇到来



行业：个人和政商务消费品联袂表现

政商务消费品增速高位

下半年提价概率较大

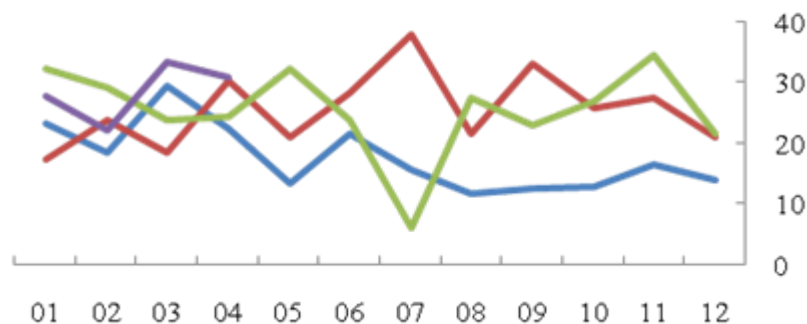
个人消费品长期看好

乳品、啤酒行业增长

白酒：通胀资产重估因素显现

当月产量增速继续保持较高水平，近月再攀四年来新高

— 2008年 — 2009年 — 2010年 — 2011年各月份 (%)



吨酒价格增长率达到7%左右

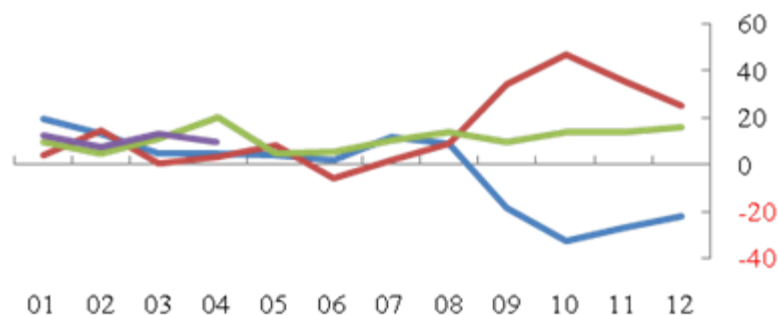


销售收入增长率达到26%左右

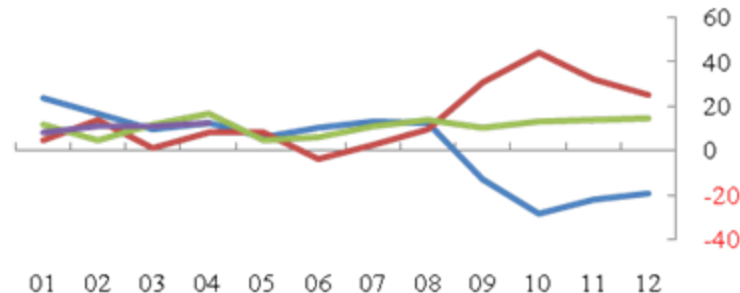
液体乳及乳制品：盈利能力稳步提高

液体乳、乳制品当月产量增速运行稳定

— 2008年 — 2009年 — 2010年 — 2011年各月份 (%)



— 2008年 — 2009年 — 2010年 — 2011年各月份 (%)



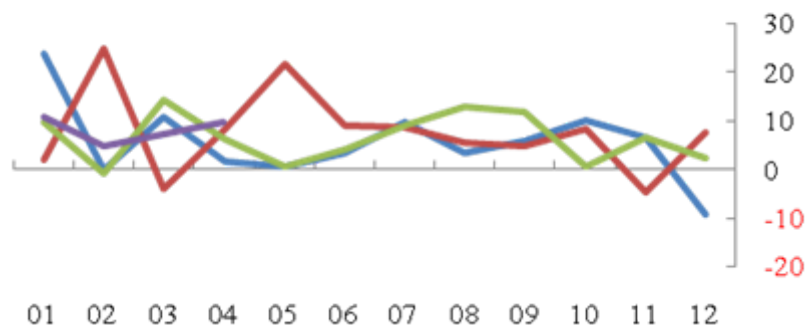
吨产品价格增长率达到7%左右

销售收入增长率达到18%左右

啤酒：消费增速稳定上升

当月产量2011年4月达到10%

— 2008年 — 2009年 — 2010年 — 2011年各月份 (%)



吨酒价格增长率达到5%左右



销售收入增长率达到11%左右

葡萄酒：累计增速稳步攀升

累计增速维持在20%左右

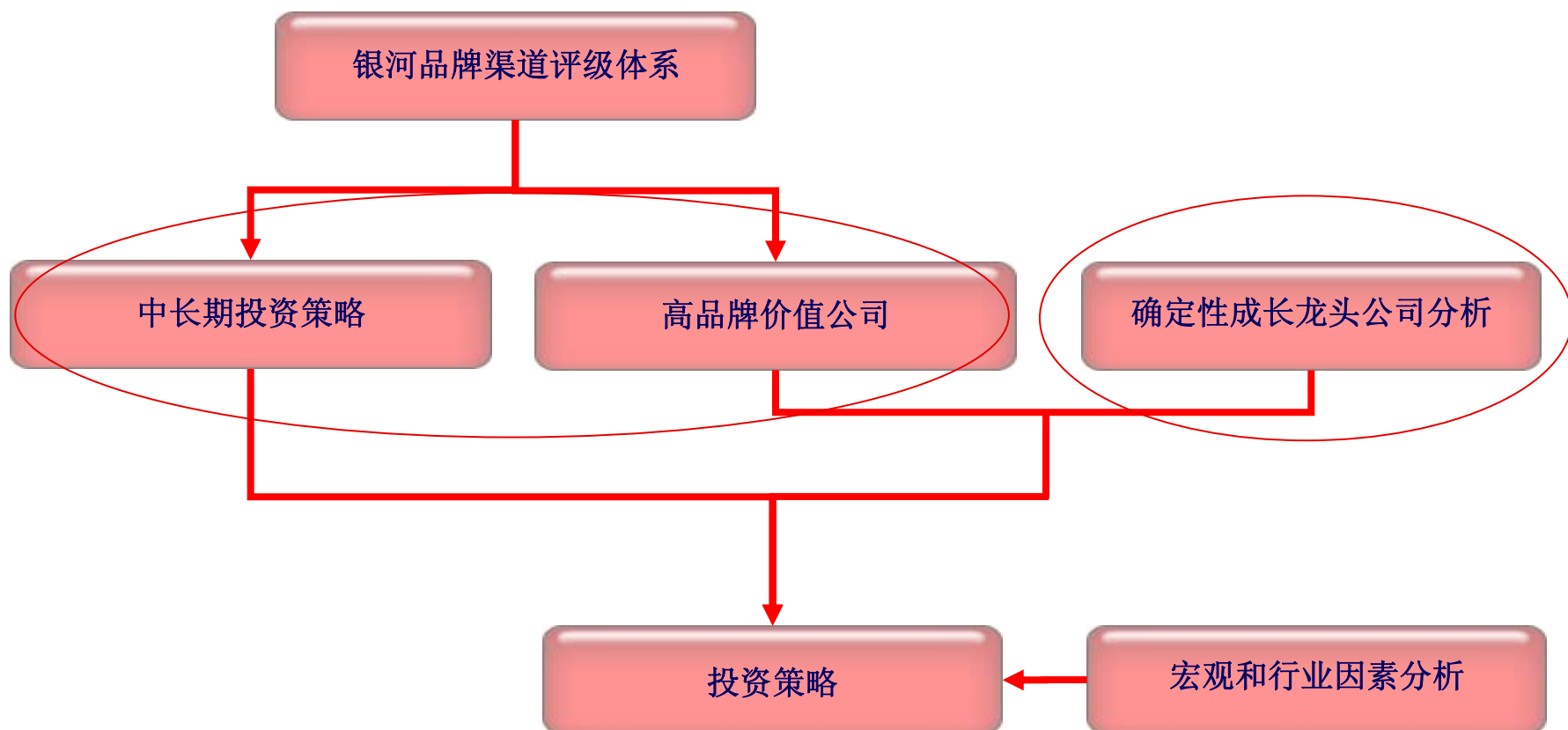


吨酒价格增长率达到9%左右



销售收入增长率达到20%左右

上市公司选择：最优投资收益与安全边际配比



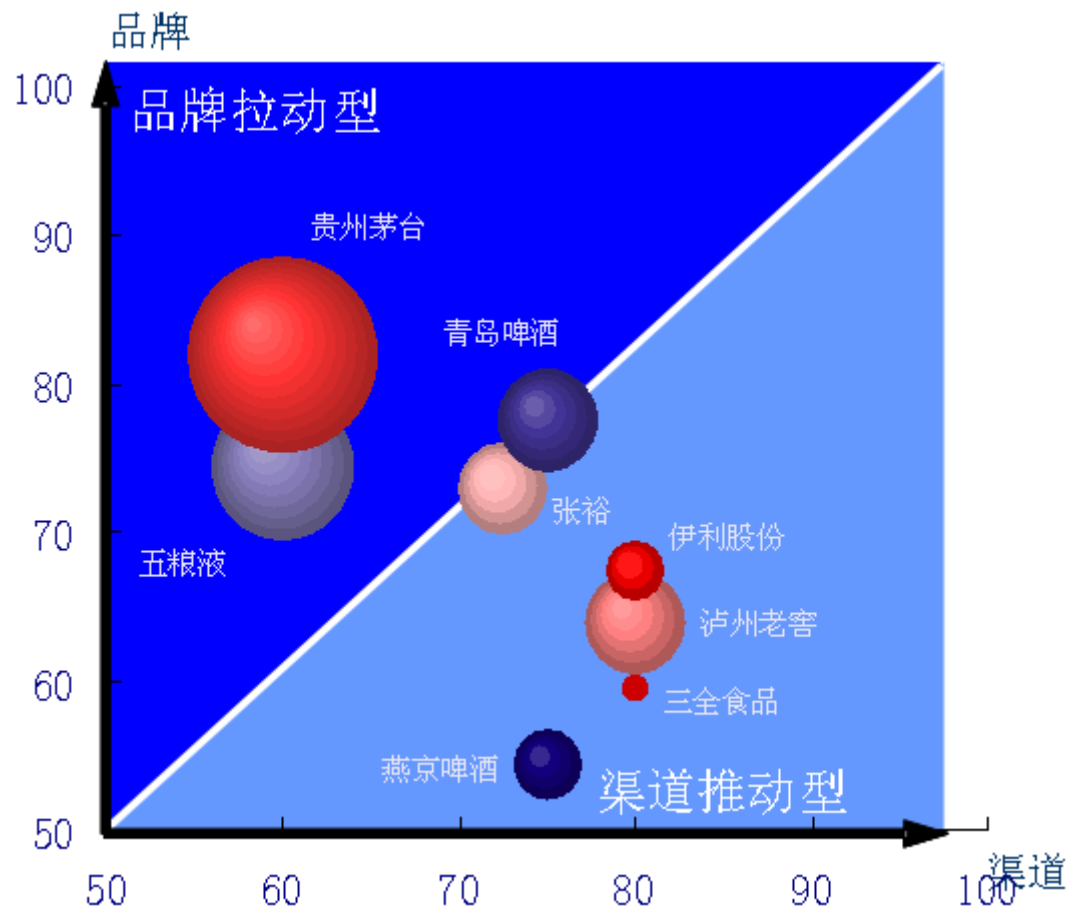
从市值对比角度寻求投资机会

■ 分类模型



从市值对比角度寻求投资机会

■ 品牌渠道坐标系



高确定性成长寻求安全边际

	EPS					CAGR	CAGR
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2010-2012	2011-2013
伊利股份	0.41	0.49	0.78	1.08	1.41	49%	35%
青岛啤酒	0.95	1.13	1.35	1.52	1.78	16%	15%
三全食品	0.47	0.66	0.92	1.33	2.01	42%	48%
贵州茅台	4.57	5.35	8.49	12.03	15.64	50%	36%
五粮液	0.86	1.16	1.50	1.93	2.43	29%	27%
张裕A	2.14	2.72	3.30	3.93	4.72	20%	20%

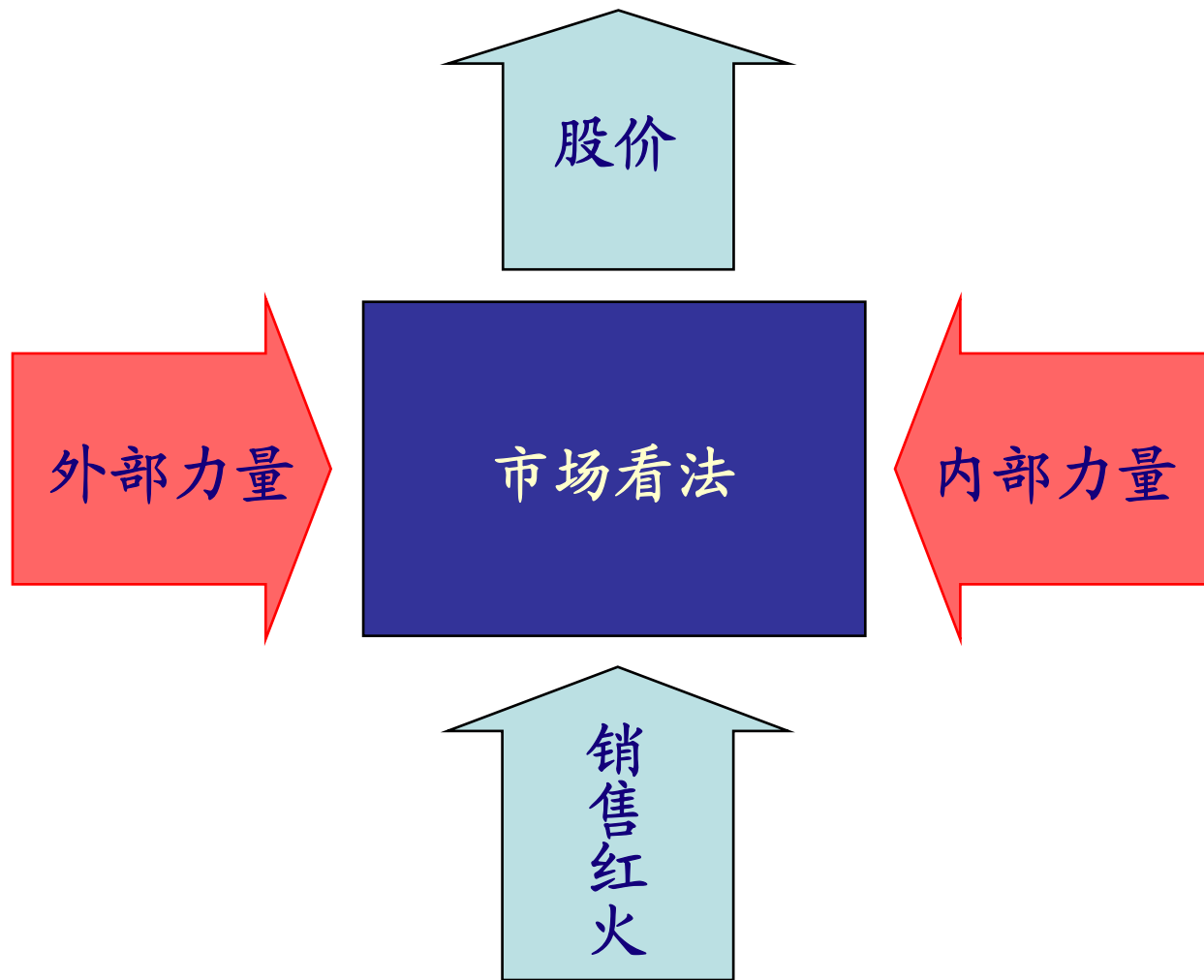
投资策略：看好确定性成长的龙头公司

	总股本(百万股)	流通A股(百万股)	已流通A股市值 (亿元)	总市值(亿元)
贵州茅台	944	944	1916	1916
伊利股份	1,599	1,587	257	259
三全食品	187	123	43	65
青岛啤酒	1,351	279	95	460
五粮液	3,796	3,796	1303	1304
张裕A	527	349	324	489

重点公司推荐：贵州茅台（600519）

价量齐升再超预期 多重因素和谐发展

核心逻辑



上调十二五发展目标，业绩释放动力充足

因素分析

- 11年是十二五的开局之年，新一届贵州省委省政府提出了“又快又好、更快更好”的发展方针。
- 4月9日，省委、省政府在仁怀市召开专题会议，研究部署推进茅台酒厂和全省白酒行业加快发展
- 公司上调“十二五”时期公司发展的战略目标和规划是：到2015年，茅台酒生产达到4万吨；销售收入力争突破400亿元（含税）。（对比原计划：2015年260亿元，2020年达到500亿元。2015年产能达到3万吨，2020年4万吨）
- 10年以来收入增速逐季提升，预收账款不断提高并创出新高。终端销售火爆，收入、利润、预收账款同步走高，财务报表与基本面并轨，业绩释放正在进行。

2011年财务预算指标EPS接近8.5

	2011年财务预算		2011
收入	同比增加45%	收入（亿元）	168.7
成本	同比增加35%	毛利率	91.6%
消费税及附加	同比增加35%	主营业务税金及附加率	12.6%
营业费用	同比增加25%	营业费用率	5%
管理费用	同比增加25%	管理费用率	10%

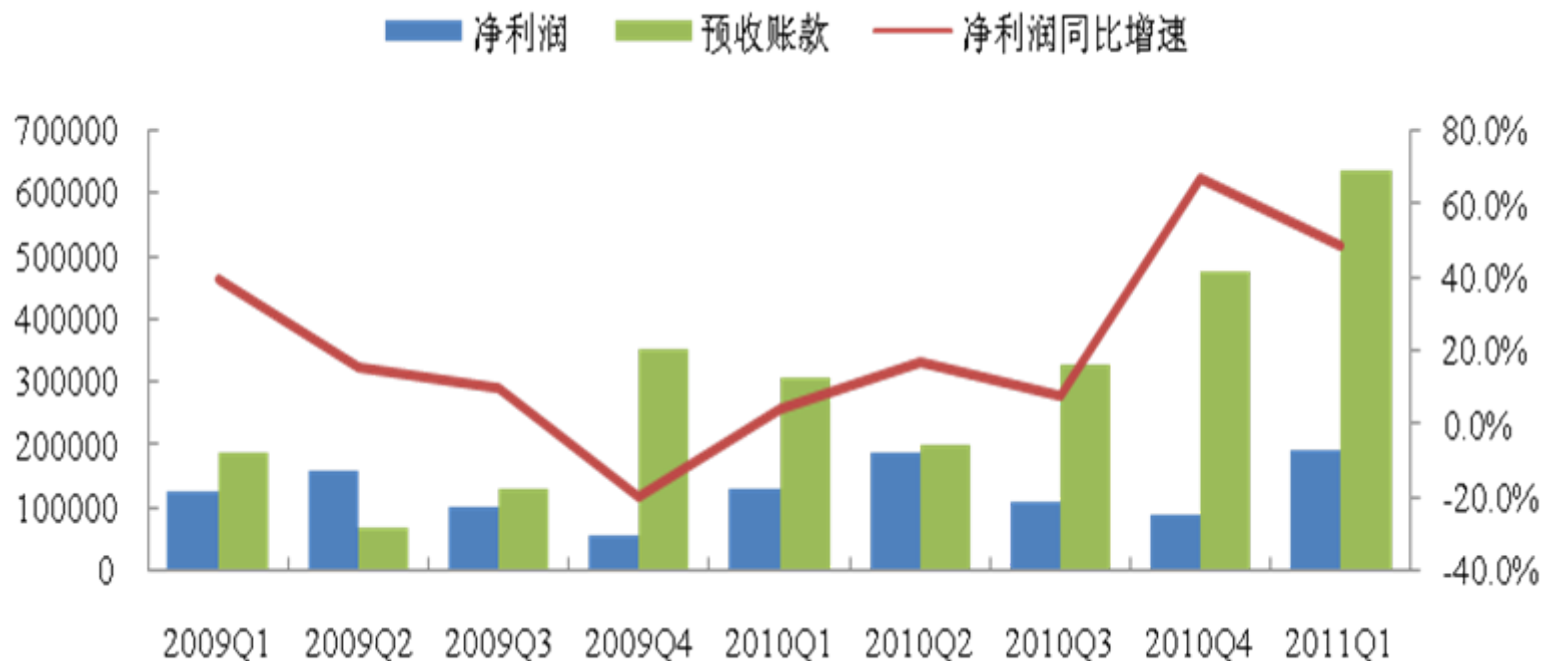
财务报表与基本面并轨，业绩释放正在进行

贵州茅台单季度收入及同比增长情况（万元，%）



财务报表与基本面并轨，业绩释放正在进行

贵州茅台单季度净利润及同比增长、预收账款情况（万元，%）



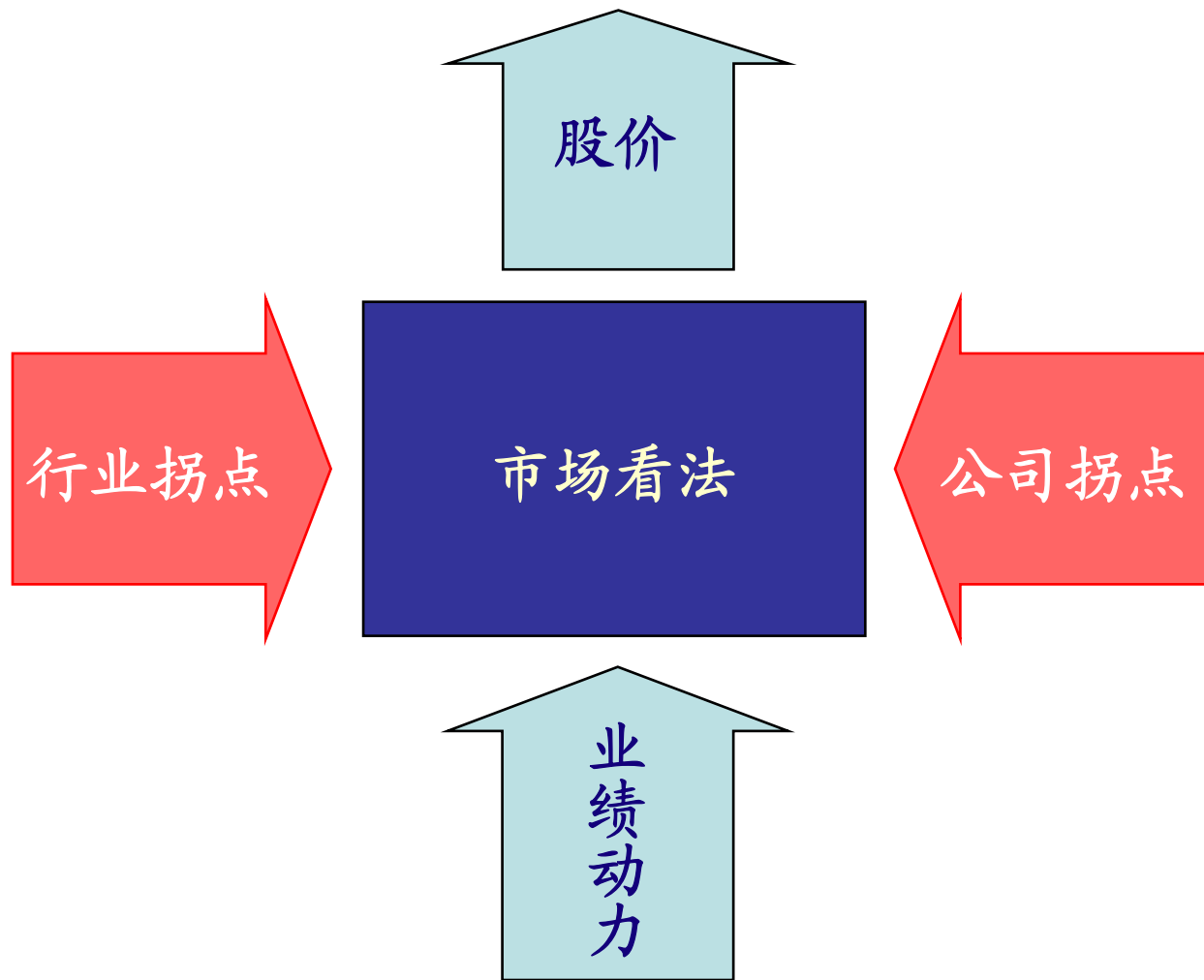
盈利预测

单位: 百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8241.69	9670.00	11633.28	17622.62	24276.89
收入增长率%	13.88%	17.33%	20.30%	51.48%	37.76%
EBITDA	5451.66	6147.94	7266.36	11524.38	16176.06
净利润	3799.48	4312.45	5051.19	8008.23	11359.39
摊薄EPS (元)	4.03	4.57	5.35	8.49	12.03
PE	50.62	44.60	38.08	24.02	16.93
EV/EBITDA (X)	62.75	55.64	47.08	29.68	21.15
PB	16.72	13.13	10.37	7.12	4.93
ROIC	111.46%	106.92%	98.37%	166.33%	294.72%

重点公司推荐：伊利股份（600887）

**行业和公司“双拐点”
有望进入业绩释放通道**

核心逻辑

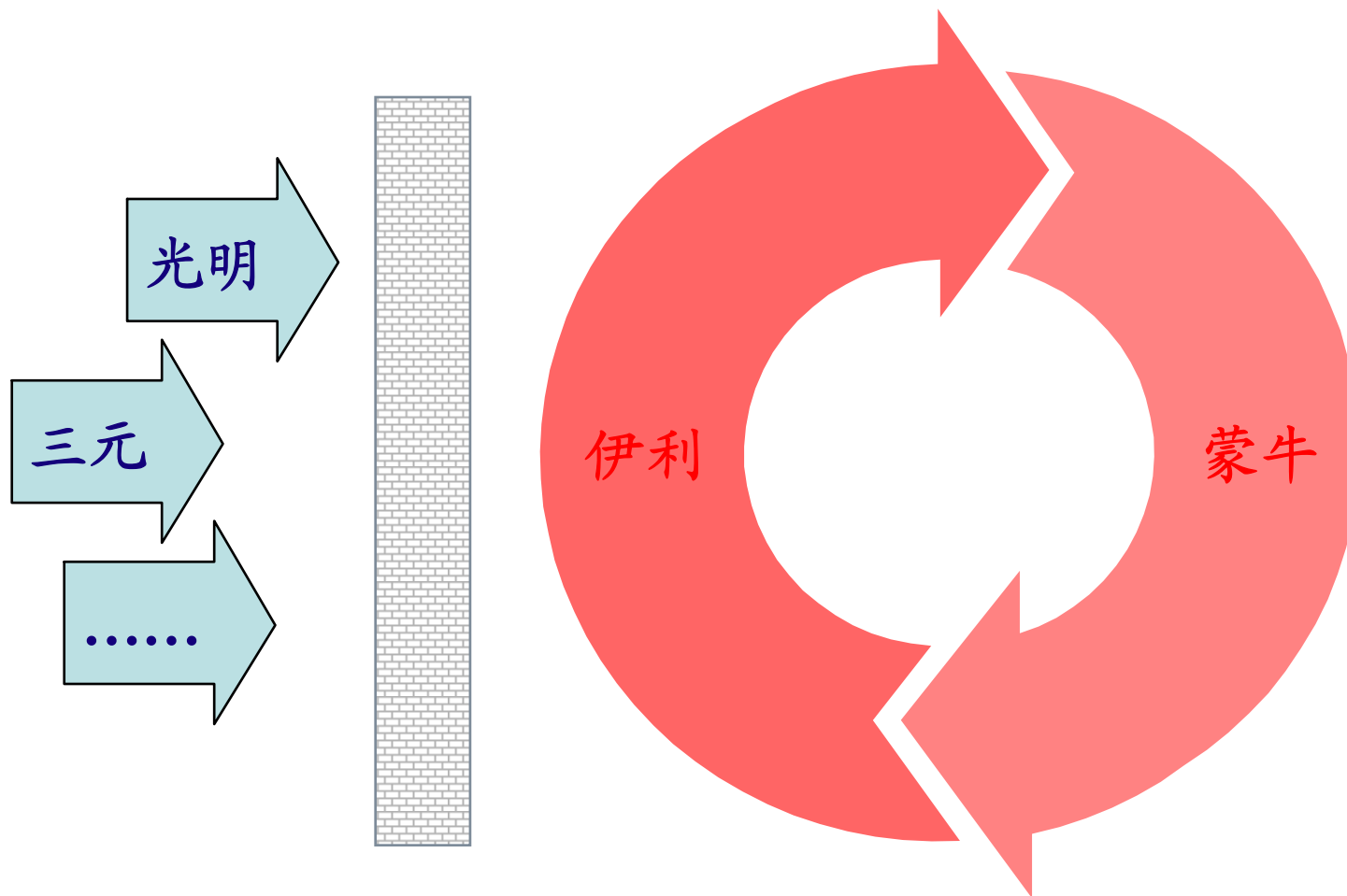


行业拐点

消费品行业成长期竞争三阶段模型

毛利率 - 原材料 价格关系		特点	分类模型	代表公司
恶性竞争期	不相关	无论原材料价格如何大幅波动，毛利率一直处于下降通道	渠道推动型	2009年前的蒙牛和伊利
良性竞争期	负相关	原材料价格与毛利率呈相反方向变动	渠道推动型	现在的伊利股份
同谋竞争期	不相关	无论原材料价格如何大幅波动，毛利率一直处于上升通道	品牌拉动型	贵州茅台、五粮液、泸州老窖

公司拐点



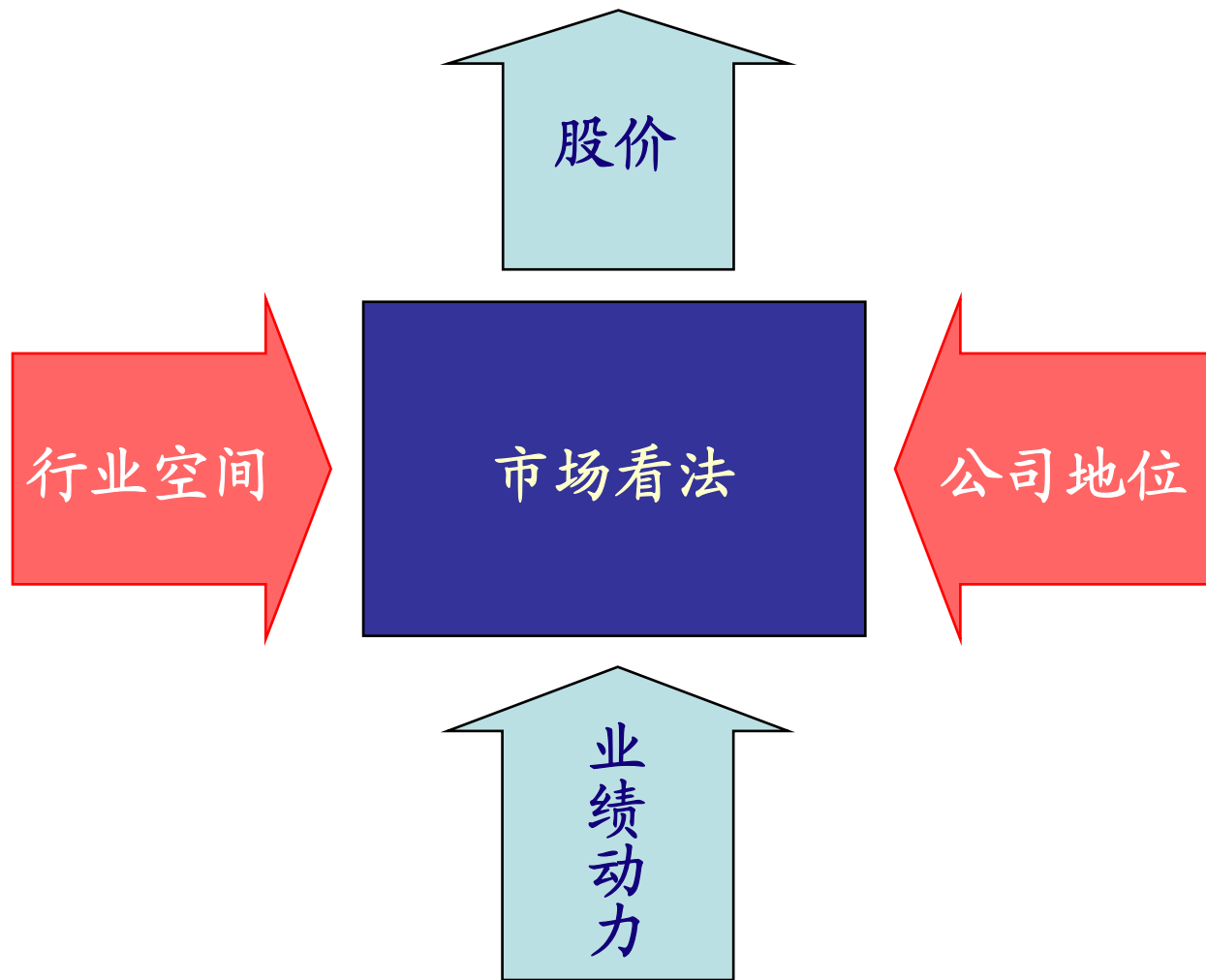
财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	4114	3342	941	2042	4480	营业收入	24324	29665	35663	43141	48991
固定资产	5109	5591	6372	7343	7126	营业成本	15778	20686	24596	28974	32596
资产总计	13152	15362	12690	15541	18832	销售费用	6496	6807	7760	9746	9746
短期借款	2685	2698	900	900	900	管理费用	1191	1521	1534	1855	10961
长期借款	110	60	70	80	89	营业利润	665	606	1573	2265	2974
负债合计	9442	10850	6764	7656	8385	税前利润	812	854	1663	2305	3014
股东权益合计	3710	4512	5926	7884	10446	母公司净利润	648	777	1248	1729	2260
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	稀释每股收益	0.41	0.49	0.78	1.08	1.41
净利润	665	796	1414	1959	2561	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
折旧与摊销	492	610	620	771	887	营收增长率	12.3%	21.96%	20.2%	21.0%	13.6%
经营活动现金流	2029	1475	246	2246	3573	EBIT增长率	-66.21%	-14.95%	169.6%	43.6%	30.7%
投资活动现金流	-715	-2181	-796	-1157	-1158	净利润增长率	-61.6%	20.0%	60.5%	38.6%	30.8%
融资活动现金流	-98	-87	-1851	12	24	销售毛利率	35.1%	30.0%	31.0%	32.8%	33.5%
现金净变动	1215	-793	-2401	1101	2439	销售净利率	2.7%	2.6%	3.5%	4.0%	4.6%
期初现金余额	2774	4113	3342	941	2042	ROE	18.8%	18.4%	22.8%	24.3%	23.9%
期末现金余额	3990	3926	941	2042	4480	ROIC	33.7%	16.32%	28.6%	35.5%	45.5%
						PE	20	16	21	15	12
						P/S	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5
						P/B	3.8	3.1	4.8	3.6	2.8

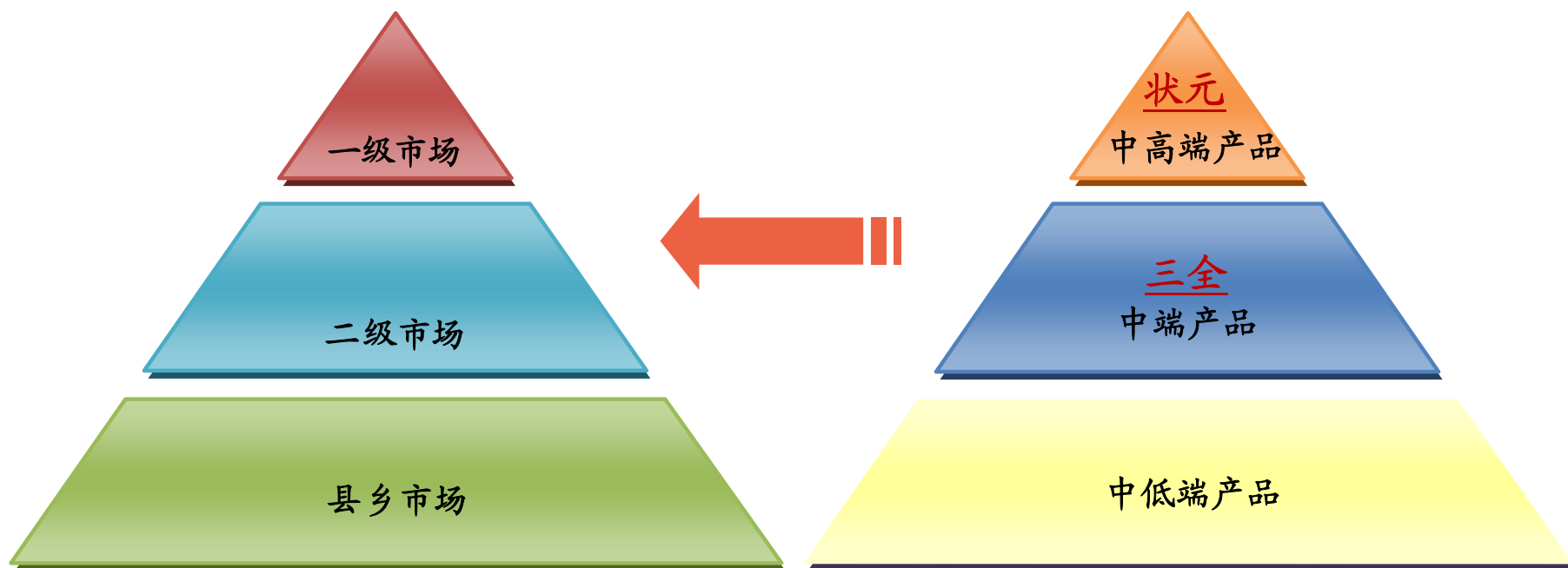
重点公司推荐：三全食品（002216）

**业绩释放决定于产能
超预期因素飙升空间**

核心逻辑

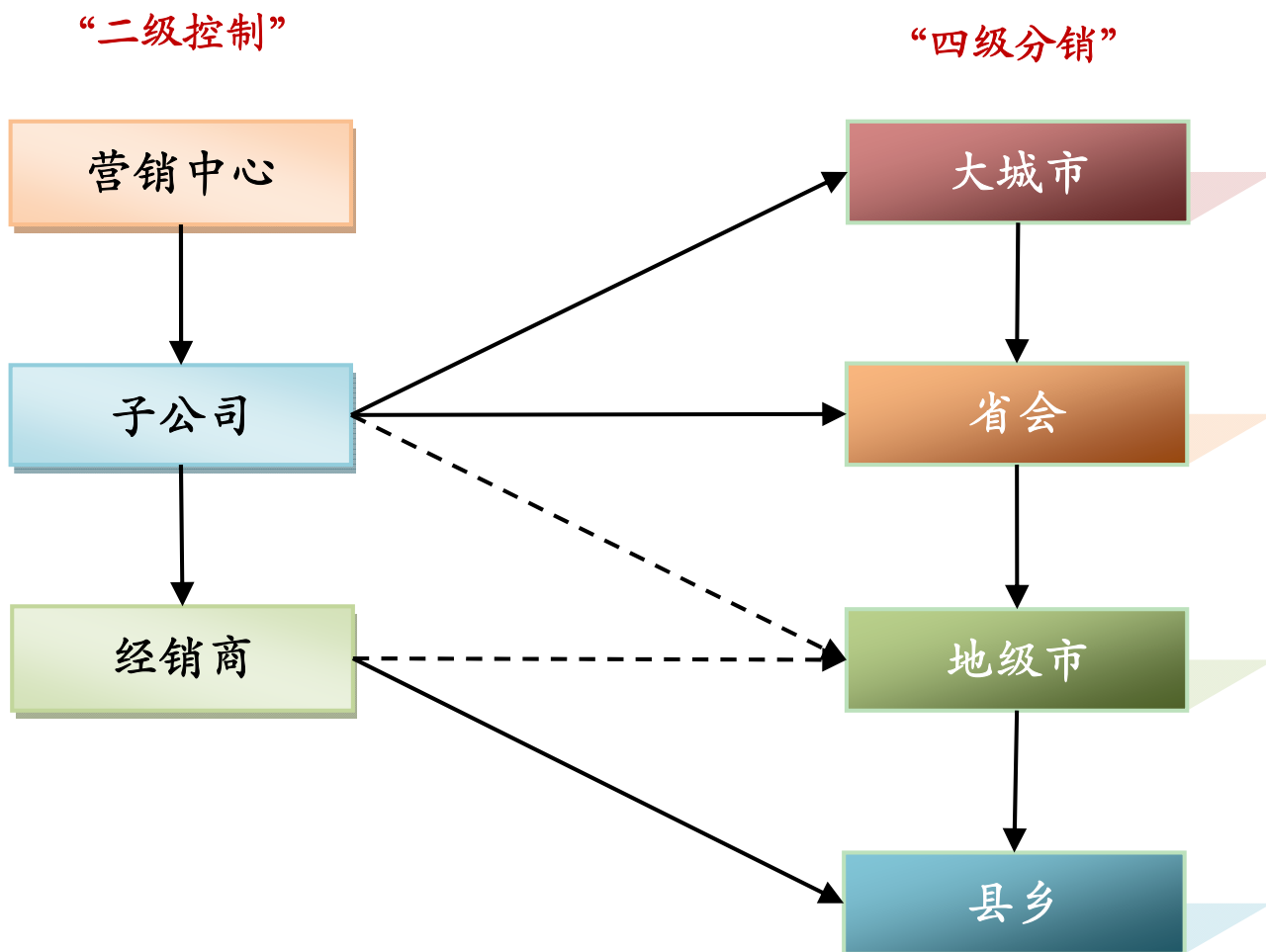


公司业绩提升三要素：品牌



着力于品牌影响力，率先开发高端产品。

公司业绩提升三要素：营销模式



财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	568.29	616.08	580.27	614.38	782.76	营业收入	1444.54	1923.39	2549.51	3455.17	4961.04
固定资产	345.96	370.60	503.36	605.88	685.99	营业成本	928.61	1280.26	1681.74	2258.74	3198.86
资产总计	1611.77	1906.04	2262.10	2728.85	3542.50	销售费用	360.58	460.73	608.57	814.38	1179.73
短期借款	35.39	20.68	61.27	32.19	32.47	管理费用	63.38	74.77	111.04	145.28	208.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	82.21	104.54	160.73	246.10	383.47
负债合计	674.86	883.60	1109.50	1387.97	1914.83	税前利润	93.72	139.10	185.33	271.83	410.29
股东权益合计	936.90	1022.44	1152.61	1340.89	1627.67	母公司净利润	93.26	123.45	171.62	249.52	376.58
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	稀释每股收益	0.50	0.66	0.92	1.33	2.01
净利润	88.55	122.93	167.57	243.94	369.12	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
折旧与摊销	28.90	36.63	46.98	63.55	79.13	营收增长率	4.47%	33.15%	32.55%	35.52%	43.58%
经营活动现金流	287.66	208.81	112.28	270.31	397.03	EBIT增长率	19.04%	23.06%	38.96%	61.73%	58.75%
投资活动现金流	-94.48	-104.96	-172.99	-173.70	-174.10	净利润增长率	17.20%	32.38%	39.01%	45.39%	50.92%
融资活动现金流	-93.62	-60.08	24.90	-62.50	-54.55	销售毛利率	35.72%	33.44%	34.04%	34.63%	35.52%
现金净变动	98.23	81.90	-35.81	34.11	168.38	销售净利率	6.46%	6.42%	6.73%	7.22%	7.59%
期初现金余额	496.82	568.29	616.08	580.27	614.38	ROE	9.99%	11.92%	14.66%	18.29%	22.71%
期末现金余额	595.05	650.19	580.27	614.38	782.76	ROIC	18.35%	19.54%	20.11%	26.53%	36.55%
						PE	69.84	52.76	37.95	26.10	17.30
						P/S	4.51	3.39	2.55	1.89	1.31
						P/B	6.98	6.29	5.57	4.77	3.93

谢谢!

www.chinastock.com.cn