

食品饮料行业

行业研究报告

评级：推荐

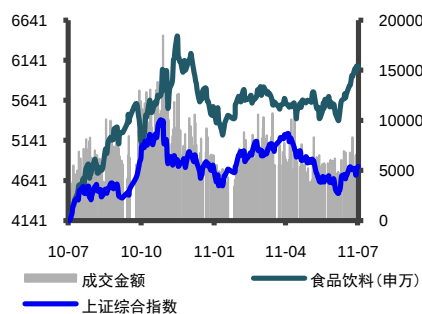
增长稳定 防御制胜首选

——食品饮料行业中期投资策略

重点推荐公司

公司名称	投资评级
泸州老窖 (000568)	买入
山西汾酒 (600809)	买入
贵州茅台 (600519)	买入
张裕 A (000869)	买入
金种子酒 (600199)	买入

相对股价表现



相关研究

研究员

刘晓华

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

报告摘要:

- **行业发展的环境及驱动力量依旧向好：**食品饮料销售景气上半年创下新高。而食品饮料的旺季一般集中在下半年，食品饮料行业需求的刚性决定了其防御性，而明显的消费弹性也体现出其成长性。我们认为鉴于食品饮料消费基础的驱动力量，下半年在经济承压背景下，行业仍有确定性的增长。预计行业利润2011年增速有望达到35%。在通货膨胀大环境未得到根本性改善之前，各路资金纷纷寻求防御性又有成长安全性品种，而食品饮料作为具有抗通胀性的消费类板块，将获得青睐。
- **各子行业下半年将获得不同的发展：**1) 白酒：量价齐升是最好的抗通胀品种；2) 葡萄酒：确定的成长空间，进口增长带来行业一定风险；3) 啤酒：市场竞争加剧，未来依然是整合期；4) 黄酒：受制地域消费习惯，成长潜力难以释放；5) 乳制品：产量增速和价格趋缓，向上游延伸获得更多增长机会。
- **策略重点：**经过前期调整，食品饮料目前仍有34倍动态市盈率，在各行业中居于适中的位置，从历史估值来看，虽然目前的市盈率已经大幅下降，但是相对沪深300的溢价率高达163%，目前仍然处于估值的相对高点。但是由于行业处于景气状态，板块的防御属性明显，年初至今，食品饮料行业指数涨幅强于A股整体走势15%，在所有分类行业中累计涨幅排名居前。我们看好国内食品饮料消费增长及相关公司的利润增长，无论是弱势环境寻求防御、估值安全边际，还是接近下半年行业表现时点的角度，我们建议逐步增仓食品饮料，推荐买入并持有一些具备估值优势，有明确成长性和业绩保障的公司。**重点推荐低估值且业绩有望超预期的一线品种；并关注业绩增速快、弹性大以及处于拐点的二三线白酒；**继续看好葡萄酒的增长前景；谨慎看好黄酒和啤酒。**重点推荐公司：**泸州老窖(000568)，贵州茅台(600519)，张裕A(000869)，山西汾酒(600809)，金种子酒(600199)等。
- **风险提示：**高档酒类限价；食品安全；白酒消费习惯的改变；禁止酒驾或有负面影响

目录

1. 行业整体趋势	2
行业发展的环境及驱动力量依旧向好	2
弱势市场环境下食品饮料板块将获得青睐	3
2. 子行业趋势	4
白酒：量价齐升，最好的抗通胀品种	4
葡萄酒：确定的成长空间，进口增长带来行业一定风险	5
啤酒：市场竞争加剧，未来几年依然是整合期	6
黄酒：受制地域消费习惯，成长潜力难以释放	7
乳制品：产量增速和价格趋缓，向上游延伸获得更多增长机会	8
3. 策略重点	9
首推低估值且业绩有望超预期的一线品种	10
关注业绩增速快、弹性大以及处于拐点的二三线白酒	12
重点公司推荐	13
泸州老窖（600887）：改善明显，估值偏低	13
山西汾酒（600809）：清香白酒龙头崛起 - 品牌地位提升、业绩高速增长	13
贵州茅台（600519）：高端白酒中基本面最好的公司，十二五增长提速	14
张裕 A（000869）：受益于行业需求快速增长的葡萄酒龙头	14
金种子酒（600199）：进入快速增长通道	15

图表

图 1：食品饮料消费额上升	2
图 2：11 年至今各行业动态市盈率	3
图 3：高端白酒历年提价情况（元）	4
图 4：历年 6 月至 12 月白酒、食品饮料和上证综合表现对比	5
图 5：葡萄酒历年产量	5
图 6：进口葡萄酒历年进口数量	6
图 7：历年大麦实际市场价格	7
图 8：历年黄酒产量	8
图 9：乳制品产量增速趋缓，价格趋稳	9
图 10：各行业动态市盈率	9
图 11：食品饮料行业历史动态市盈率及其相对沪深 300 溢价率	10
图 12：食品饮料行业毛利率	11
图 13：奢侈品消费增长	11
图 15：白酒调价情况	12
图 16：重点公司盈利预测及估值表	12

1. 行业整体趋势

行业发展的环境及驱动力量依旧向好

中国在“十二五”规划中特别强调了刺激内需，中国经济结构转型的信心非常明确，国内收入分配改革启动并逐步深化进一步提升了中低收入阶层的消费能力，食品饮料的消费基础进一步巩固。个税方案调整从中长期看，有利于提高居民消费率，中长期对消费构成利好。而且，低收入人群的减税增收效应明显高于中高收入人群，有利于启动内需特别是导致食品饮料类的需求增加。

今年6月的CPI以同比上涨6.4%创了35个月的新高。而在高通胀预期时，高档食品饮料的价格总是能跟上或者超越CPI的上升，形成对食品饮料量价的推动。

图 1：食品饮料消费额上升



资料来源：WIND，德邦证券研究所

居民对食品饮料的整体需求刚性很强，弹性也很大，二者交织推动行业的发展。而频发的食品安全问题，将促使更多更严的食品安全有关的监管，进一步提高行业的规范，优化消费环境，也为那些符合健康经济大方向的子行业和相关企业获得更为宽广的发展空间。规模扩张做大做强成为食品饮料行业共识，行业扩张成为一种趋势。行业性和地方性的利益驱动也愈加明显，食品饮料行业正成为拉动地方经济增长的重要引擎。

食品饮料销售景气上半年创下新高。而食品饮料的旺季一般集中在下半年，我们认为，鉴于上述的驱动力量，下半年在经济承压背景下，食品饮料行业仍有确定性的增长。预计行业利润 2011 年增速有望达到 35%。具有良好业绩增长的食品饮料行业在下半年具有较高的投资吸引力。

弱势市场环境下食品饮料板块将获得青睐

11 年初至今，A 股市场整体跌幅为 3.27%，而同期食品饮料板块下调了 2.79%，整体来讲跌幅较小，跑赢了沪深 300 近 15%。我们认为出于板块轮动效应，11 年以来 A 股市场涨幅居前的板块主要包括黑色金属、家电、采掘、房地产和金融等，而这些板块在 10 年表现普遍靠后（如表所示）。而食品饮料板块在 10 年以及 11 年以来排名一直位于前列，凸显出较好的防御性。

图 2：11 年至今各行业动态市盈率

板块名称	涨跌幅(11年初至今)	涨跌幅(2010年)
黑色金属	5.99	-28.57
家用电器	1.4	2.24
房地产	0.02	-23.63
金融服务	-0.78	-23.8
采掘	-1.13	-13.83
食品饮料	-2.79	24.37
公用事业	-3.16	-13.78
化工	-3.61	-19.64
纺织服装	-4.62	12.34
交运设备	-5.79	5.64
建筑建材	-6.51	2.44
轻工制造	-7.53	1.36
有色金属	-8.49	14.3
商业贸易	-9.58	4.43
交通运输	-10.96	-9.92
农林牧渔	-12.8	18.9
机械设备	-14.21	22.88
餐饮旅游	-14.31	10.85
信息服务	-16.68	3.05
医药生物	-17.53	29.81
信息设备	-17.96	14.94
电子元器件	-19.45	37.68
沪深300	-3.27	-14.87

资料来源：WIND，德邦证券研究所

食品饮料行业需求的刚性决定了其防御性，而明显的消费弹性也体现出其成长性，弹性越大，成长性也越强，随通胀时代的来临，其进攻成长性会更强。在通货膨胀大环境未得到根本性改善之前，各路资金纷纷寻求防御性又有成长安全性品种，而食品饮料作为具有抗通胀性的消费类板块，将获得青睐。

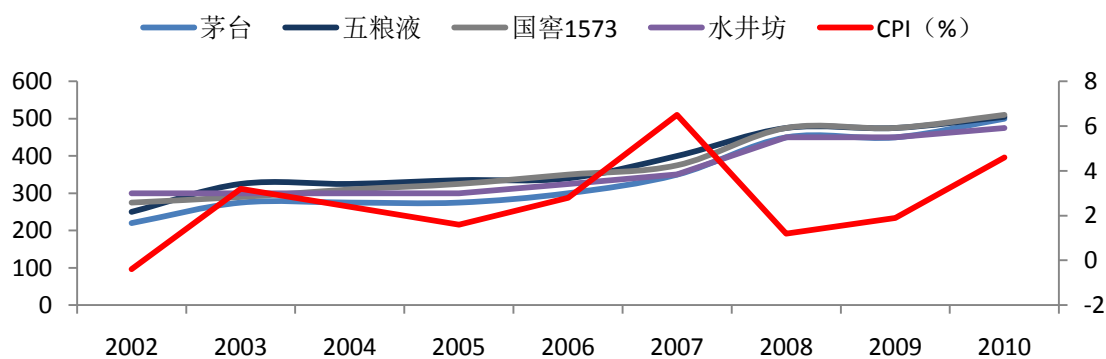
2. 子行业趋势

白酒：量价齐升，最好的抗通胀品种

白酒增速维持高位，2011 年 5 月份国内白酒行业产量达到 80.62 万千升，同比增长 29.2%；11 年 1-5 月份，行业累计产量为 395.764 万千升，同比增长 30.42%，行业整体处于景气扩张阶段，增速领先于食品饮料行业。我们看到，夏季本应是白酒板块的淡季，但今年在夏季也持续维持了 30% 左右的增长，出现了淡季不淡的现象。产量和价格的双驱动促使其销售也持续超预期。

我们认为下半年白酒板块走强有基本面的支持，可望获得超额收益，成为良好的抗通胀品种。主要原因是一方面高端白酒的商务型需求依然较为旺盛。高端白酒的涨价加大了酒厂的利润空间，如贵州茅台今年一季度的毛利率已经超过 90%，而且还会产生一定的收藏效应，白酒由于品牌、窖池的稀缺性和不可复制性，可以视为资源型股。如茅台年份酒拍卖价格的不断上涨引发了更多的人群购买。另一方面随着居民收入的不断提高，尤其是近年来中产阶级的崛起提高了国内次高端白酒的销量，高端白酒的提价也为次高端白酒留下了一定的提价空间。次高端和中高端白酒的消费群体对提价的敏感度不高，未来再次提价对公司产品的销售影响不大，反而将提升公司的利润空间。

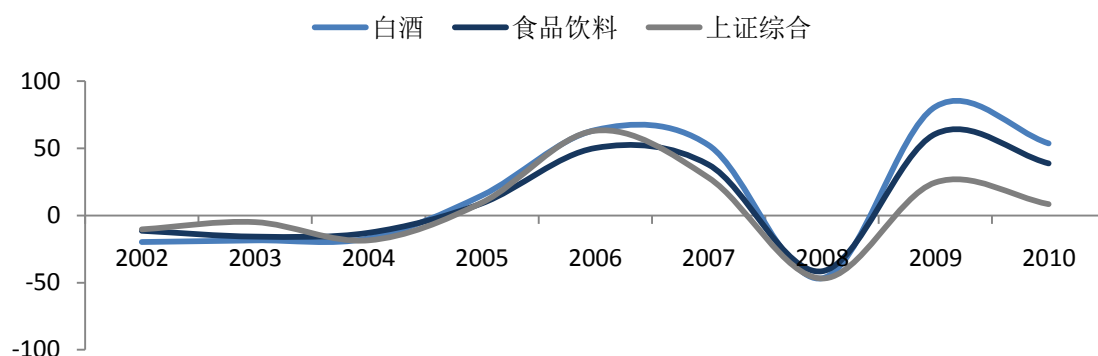
图 3：高端白酒历年提价情况（元）



资料来源：德邦证券研究所

我们在对 2002-2010 年的每年 6 月至 12 月的市场涨跌幅表现进行统计，白酒板块持续领先食品饮料行业，而且近 6 年，持续跑赢了大盘。白酒行业下半年步入消费旺季，提价强烈且估值偏低的背景下，下半年的季节性行情在 2011 年的景气周期中重演依旧是大概率发生的事件。

图 4：历年 6 月至 12 月白酒、食品饮料和上证综合表现对比

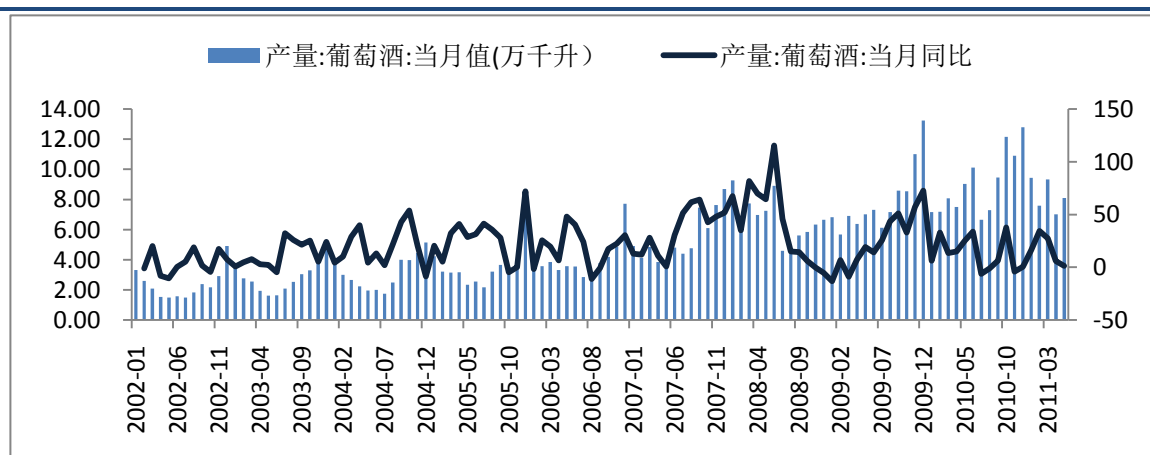


资料来源：德邦证券研究所

葡萄酒：确定的成长空间，进口增长带来行业一定风险

中国正处于葡萄酒消费的增长期，产量已连续 3 年增长超过 20%，成为增长最快的市场，中国葡萄酒行业的市场规模也迅速由 2002 年 50 亿元增长到 2009 年的 220 亿元，中国成长为世界第八大葡萄酒消费国，世界人均葡萄酒消费量为 4.5 升/年，法国人均消费量为 53 升/年，意大利为 30 升/年，我国人均葡萄酒消费量只有世界平均水平的 1/3，仍有巨大提升空间。随着中国经济持续增长和国民收入水平的提高，人们对健康的更加关注和时尚生活方式的持续追求，中国葡萄市场在可预见期内仍将保持持续较快地增长，特别是中高档优质葡萄酒如张裕、长城等国产知名品牌的销量将表现得更为出色。

图 5：葡萄酒历年产量

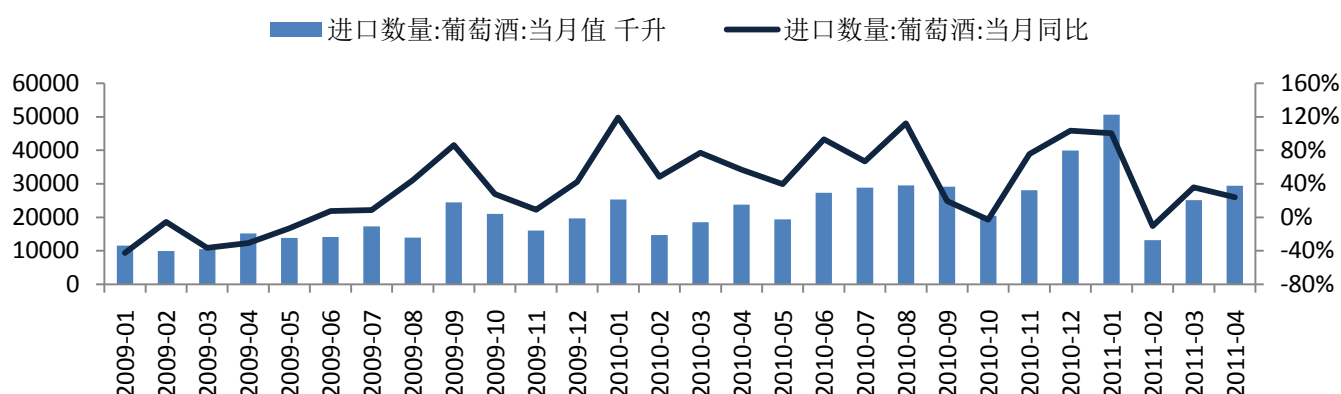


资料来源：WIND，德邦证券研究所

另一方面，近几年来，国际葡萄酒市场出现供大于求局面，市场 8 年平均增长率仅

2%，在国际市场趋于饱和的情况下，国外葡萄酒也看好在中国葡萄酒这块日益扩大的市场蛋糕，国外主要葡萄酒生产国对于中国本土市场的冲击将越来越大，11 年 1-4 月份中国进口葡萄酒数量达 11.8 万千升及金额为 5.7 亿元，分别同比增长了 44% 和 74.7%，其中大多数葡萄酒是从欧洲、智利及澳大利亚进口的。我们认为，进口大幅增长将对国内一些中小葡萄酒生产企业带来一定冲击，而对张裕、长城等行业龙头则并不一定构成实质性影响。随国内市场对葡萄酒的消费日益加大，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的状态。在未来几年国内葡萄酒市场成长前景依然十分看好判断下，张裕作为当之无愧的葡萄酒龙头企业，将跟随中国葡萄酒行业共同成长。

图 6：进口葡萄酒历年进口数量



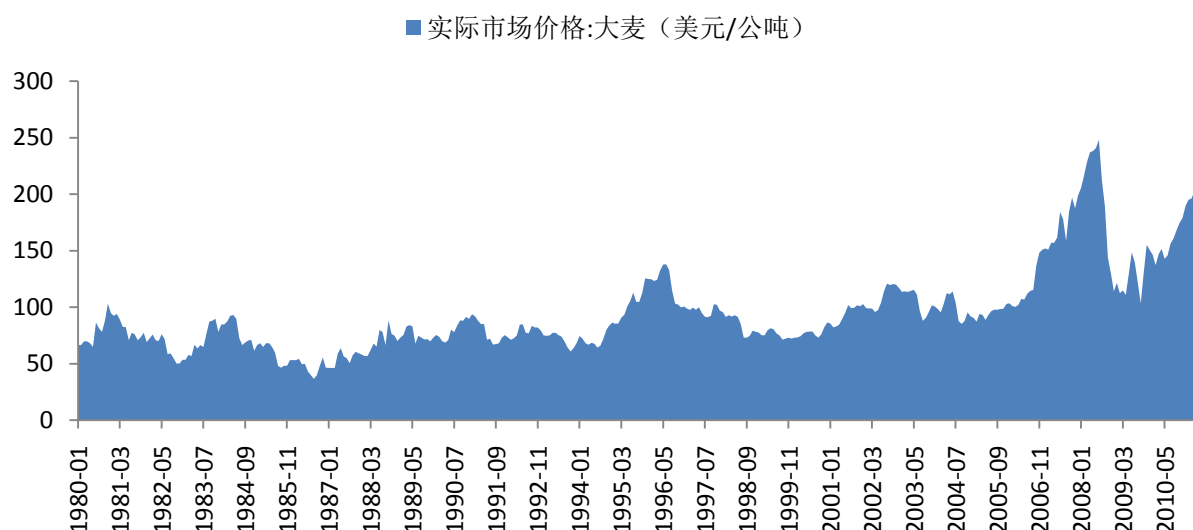
资料来源：WIND，德邦证券研究所

啤酒：市场竞争加剧，未来几年依然是整合期

中国啤酒产量处于世界产量首位，在基数规模大情况下，仍然保持稳定适度的增长，11 年前 5 月啤酒产量累计达 1792 万千升，同比增速 11.33%，依然维持平稳发展状态。预计随天气日趋炎热，啤酒的增速会加速。

啤酒行业整体整合依然没有完成。整合既表现内外资企业对既定市场的争夺，也表现啤酒生产企业对上游原材料市场及下游营销网络的竞争方面。2001 起，发生了超过 80 次的收购兼并参股事件，平均每年发生 9 起。中国的啤酒企业也由学习型转变为成熟型行业，前四大品牌市场份额占比已经达到 60%，行业集中度在逐步提高。预计最近 2-3 年的集中度将加速上升。

图 7：历年大麦实际市场价格



资料来源：WIND，德邦证券研究所

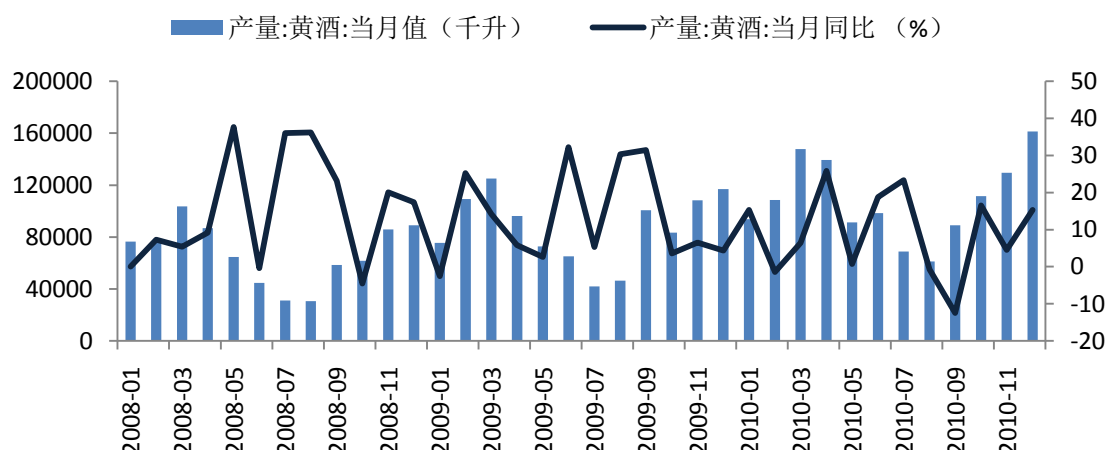
成本上升提升行业整体风险。大麦在啤酒生产成本中所占的比例在 30%至 40%，由于进口啤酒大麦在颗粒的直径、水分、蛋白质等指标方面比国产大麦高，因此大多数高端啤酒产品长时间依赖进口大麦作原料。

2010 年 11 月起，大麦价格开始出现反弹，持续走高，2011 年 5 月份，大麦价格同比上升 46%。大麦大幅涨价，对啤酒企业成本的影响是直接的，必须要重视 2011 年啤酒生产成本有大幅度升高的预期。国际大麦价格持续上扬将成为吞噬国内啤酒企业利润的主要方面。但是三季度是啤酒消费旺季，啤酒行业将迎来不错的销售行情，虽然上游大麦价格的上涨带来了一定的成本压力，但相信品牌啤酒企业的涨价将会转嫁这一压力。长期来看，啤酒企业有待在兼并收购行业集中度提升，规模扩大，产能扩张背景下，费用率下降获得一定的盈利水平。看好中高端品牌竞争力强的青岛啤酒和燕京啤酒。

黄酒：受制地域消费习惯，成长潜力难以释放

行业增长受制于消费区域。由于居民消费习惯的差异，黄酒销售受到地域限制明显，主要集中在江浙沪地区。从近 3 年的情况来看，我国黄酒产量平均增长率 12.75%多一点，行业增速低于白酒、啤酒和葡萄酒。产值更不及产量增长，与其它品种相比，黄酒吨酒销售均价较低，属于“低档酒”。

图 8：历年黄酒产量



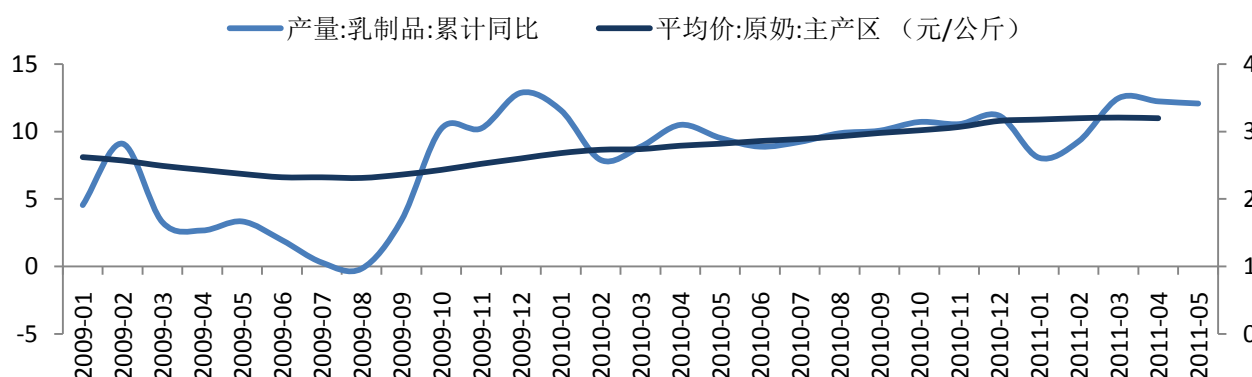
资料来源：WIND，德邦证券研究所

龙头企业存在整合的机会。缺乏系统的营销可能是行业发展滞缓的重要原因。目前黄酒行业集中度很低，且地域分割特征明显。行业整合动作也不少，如金枫酒业整合了上海黄酒，会稽山收购嘉善酒厂，古越龙山由原来的托管收购了女儿红。这些行业龙头有望借此提升自身的市场份额和品牌影响力。

乳制品：产量增速和价格趋缓，向上游延伸获得更多增长机会

1-5 月累计乳制品产量的同比增速 12%，对比上两个月 12.24%，12.48% 的增速，有所趋缓，预计行业竞争也将趋缓，这可能和去年国务院下发的《关于进一步加强乳品质量安全工作的通知》牌照重审加速了落后产能淘汰有关，工商总局也表示下一步食品市场重点整治乳制品酒类的消息利好行业内优质企业，行业整顿会给行业中的优质企业清理出更大的市场空间。同时，原奶以及生鲜乳的平均价也逐渐趋稳，行业毛利率有望回升。国内人均乳制品消费量只有日本的 1/3、美国的 1/10，前四名伊利、蒙牛、光明和三元在液体乳市场占有率不到 70%，中国还有很多小乳制品企业，整体而言，行业还有很大的空间。由于国内乳制品行业频繁的食品安全问题，促使大公司增加更多的投资包括向上游延伸的策略来获得新的增长机会。行业龙头在未来发展中更具优势，如伊利股份。

图 9：乳制品产量增速趋缓，价格趋稳

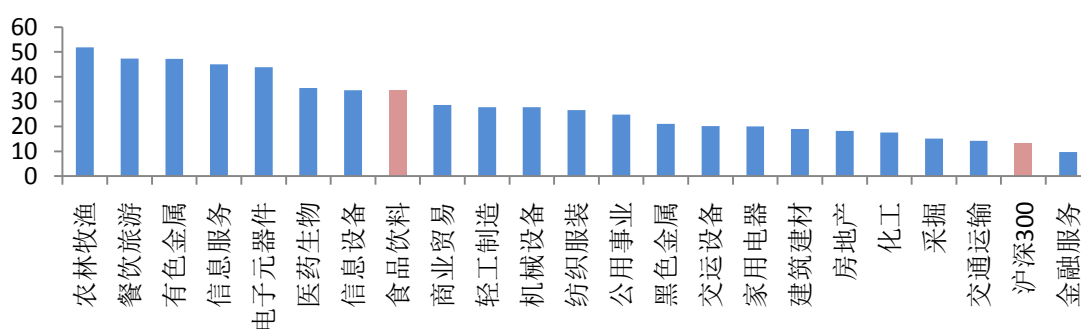


资料来源：WIND，德邦证券研究所

3. 策略重点

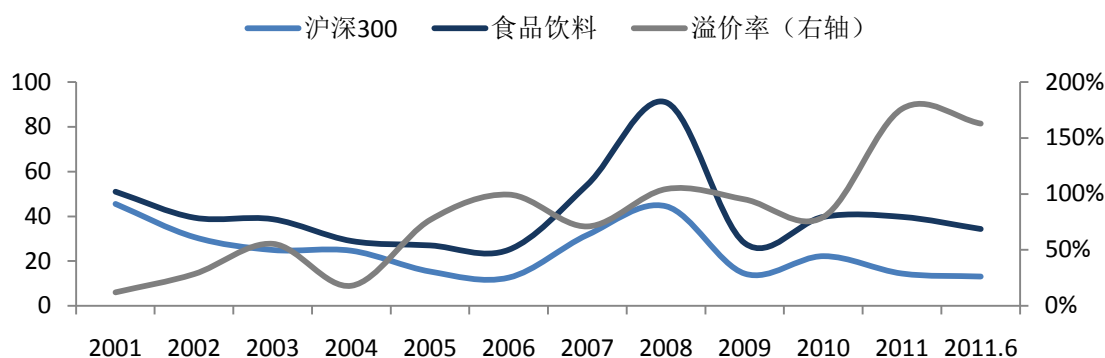
经过前期调整，食品饮料目前仍有 34 倍动态市盈率，在各行业中居于适中的位置，从历史估值来看，虽然目前的市盈率已经大幅下降，但是相对沪深 300 的溢价率高达 163%，仍处于历史较高位置。也就是说，由于食品饮料板块的坚挺，目前仍然处于估值的相对高点。但是由于行业处于景气状态，板块的防御属性明显，年初至今，食品饮料行业指数涨幅强于 A 股整体走势 15%，在所有分类行业中累计涨幅排名居前。

图 10：各行业动态市盈率



资料来源：WIND，德邦证券研究所

图 11：食品饮料行业历史动态市盈率及其相对沪深 300 溢价率



资料来源：WIND，德邦证券研究所

我们看好国内食品饮料消费增长及相关公司的利润增长，无论是弱势环境寻求防御、估值安全边际，还是接近下半年行业表现时点的角度，我们建议逐步增仓食品饮料，推荐买入并持有一些具备估值优势，有明确成长性和业绩保障的公司。目前，在整个食品饮料板块中，从风险收益比的角度，我们认为这个价位一线白酒有吸引力，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；继续看好葡萄酒的增长前景；谨慎看好黄酒和啤酒。

首推低估值且业绩有望超预期的一线品种

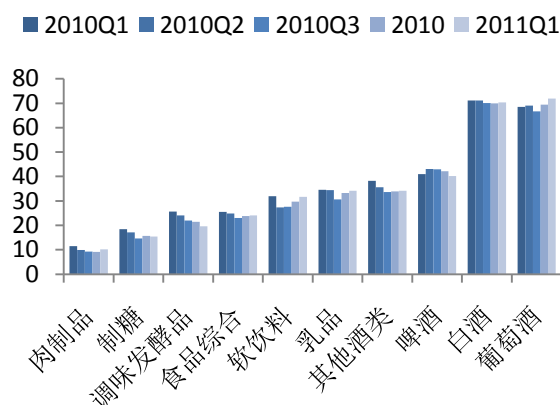
06-08 年，市场一致看好一线白酒，是一线白酒的辉煌期，各品牌也持续提价放量。二线白酒并不受关注，到 09 年，经济危机对高档白酒销售带来负面影响，一线白酒利润增速放缓，部分二线白酒如古井贡酒、金种子酒、山西汾酒崭露头角，市场对二线白酒关注度提高，到 2010 年，部分二线白酒被热捧，市场给予二线白酒的 PE 估值水平也大幅提升。

而今年一线品种强者更强，继续领跑，以品牌、盈利、规模表现出极强的提价力和市场号召力，能够凭借优秀的机制，良好的管理和营销团队，在全国铺开，形成有利的收入和利润增长。这些全国性一线酒类品种企业，长期来看，其成长性非常稳定，在估值合理的位置介入，可以享受盈利的稳定增长和较小的风险。近期来看，高档酒今年销售持续超过预期，出现了淡季不淡的局面，而且目前估值很低，具有很强的品牌溢价能

力，即便在通胀情况下，仍然可以保持较高毛利率，表明成本转移能力很强。我们认为一线品种将迎来估值修复，相对估值水平将提升，首推一线白酒和葡萄酒。包括贵州茅台，泸州老窖，张裕 A 等。

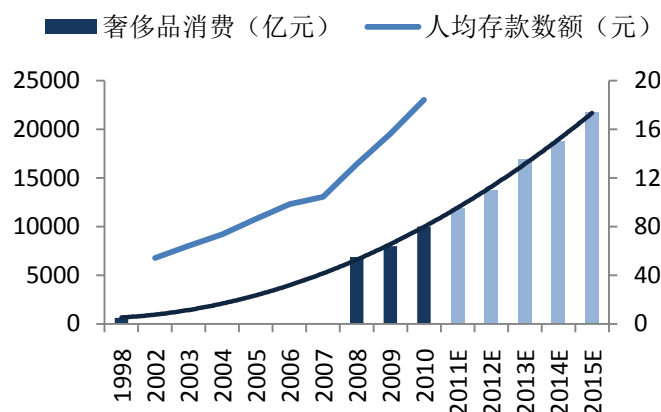
发达的大城市如北京上海的人均 GDP 才刚过 1 万美元，意味着中国的高端消费之路才刚刚起步。但 10 年中国内地去年的奢侈品市场消费总额已经达到 107 亿美元，占全球份额的 1/4。预计奢侈品消费将高于人均存款 16.5% 的复合增速，预计到 2015 年这一数据将为 270 亿美元，预计中国将在 2012 年超过日本，成为全球第一大奢侈品消费国。随消费能力提升和日益显著的财富效应，居民消费的质量明显提高，品牌消费意识增强，名优品牌在市场中具有较强的竞争能力。在白酒市场，五粮液、茅台酒等一线品牌占据了半壁江山；中国部分高档白酒已跻身奢侈品之列，如茅台年份酒等，它们将受益中国高端消费的成长。海外顶级葡萄酒也体现出储存价值和投资价值。一线白酒快速消费增长的背后，仍然是中国经济的快速增长以及日益明显的品牌消费趋势。

图 12：食品饮料行业毛利率



资料来源：德邦证券研究所

图 13：奢侈品消费增长



资料来源：德邦证券研究所

我们认为，政府所推出的公开“三公”费用的举措，只是一定程度上限制了公务白酒消费，而酒类限价令只是短期政令，而且也不会影响已经提价的酒类企业的盈利，酒驾入刑对政务商务用酒的冲击较小。所以综合来看，这些并不足以改变高端白酒量价齐升的局面，预计年内仍有不错表现。

图 15：白酒调价情况

公司名称	调价时间	调价内容
古井贡酒	2010/1/1	红运系列、金奖系列等部分产品价格上调 5%
	2010/3/26	年份原浆系列产品价格上调 5%-20%
	2010/10/29	年份原浆系列产品价格上调 5%-20%
	2011/3/21	淡雅系列和年份原浆系列产品价格上调 3%-25%
山西汾酒	2009/6/26	10 年陈酿老白汾酒系列产品价格上调 10%
	2009/12/10	老白汾系列、竹叶青酒系列产品价格上调 10%, 15 年以上汾酒系列上调 15%
	2011/3/29	30 年青花汾酒系列产品价格上调 20%; 40 年青花、20 年青花和 20 年老白汾酒系列产品价格上调 10%
洋河股份	2009/12/14	“蓝色经典”系列、“洋河大曲”系列产品价格上调 5%
	2010/10/15	“蓝色经典·天之蓝”系列产品价格上调 5%
金种子酒	2009/8/10	“地蕴醉三秋”、“柔和种子酒”和“祥和种子酒”系列产品价格上调 10%-18%
沱牌曲酒	2009/8/1	“陶醉”、“舍得”系列产品价格上调 6.5%-10%
五粮液	2010/1/16	五粮液产品出厂价格上调幅度约为 8.5%-10.3%
贵州茅台	2011/1/1	产品出厂价格平均上调幅度为 20%左右

资料来源：德邦证券研究所

关注业绩增速快、弹性大以及处于拐点的二三线白酒

二线白酒包括洋河股份、古井贡酒、老白干酒、沱牌曲酒等区域白酒龙头企业。食品饮料竞争的阵地已经在悄然改变，随一线原有消费空间向上，二三线留出了巨大的增量空间，终端 300-800 元一瓶的中高端价位出现了很多机会。二线强势品牌往往把一线品牌作为追赶的目标，在各方面积极发力，如白酒的洋河。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 2010 年二线白酒估值大幅提升，出现了市场热捧的二线白酒洋河股份、古井贡酒，金种子酒，山西汾酒。我们重点关注估值有所回落的原来热捧的二线白酒，但是，由于中高端白酒的整体发展空间比较高，处于行业景气周期中，估值会相应享受部分溢价，我们认为二线白酒仍然有一定股价空间。目前，中高端白酒相对一线白酒享受 30% 的估值溢价。但从 PEG 的角度来说，其仍低于 0.5，低于一线白酒整体 PEG 水平。同时，随着个股业绩兑现和超预期，有望带动公司股价稳定上涨，下半年中高端白酒的估值有望向 36 倍甚至 40 倍市盈率冲击，从而推动股价活跃趋势的延续。

其他要关注的是因盈利不确定较大未被充分挖掘的二线白酒如沱牌舍得、老白干酒、酒鬼酒、伊力特、ST 皇台、水井坊等，此类关注度较低的二线白酒个股仍有机会出现黑马，获取大幅超额收益。特别是二三线白酒的并购价值突现，成长拐点主要还是那些在营销转型、治理改善、管理重构、产品创新、价格提升及资产重组等方面出现积极而重大突破的企业。如沱牌舍得产品结构调整的时间较长，虽然现阶段还处于调整期，但是

最近酒的销售形势不错，发展前景乐观。

重点公司推荐

泸州老窖 (600887)：改善明显，估值偏低

推荐理由：1) 迅速完成发展战略的调整、产品创新、营销体系改革以及内部运营机制的变革，改善明显。目前公司整体经营趋势良好，进行了良好的产品结构调整和渠道拓展，其中柒泉模式效果显现，继续推进规模持续扩张。2) “国窖 1573”和“老窖特曲”双品牌定位清晰，丰富的高中低档产品线均衡发展应对细分市场需求，高端产品旺销的同时，中低价位酒也有较好的增长。3) 业绩持续较快增长。预计全年销售增长 50%左右，存在超预期可能。4) 估值偏低，可重点关注。

风险提示：中国品味仍需要培育。

盈利预测及评级：预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 2.02 元、2.65 元和 3.28 元。考虑到目前 PE 仅为 23 倍，给予“买入”评级。

山西汾酒 (600809)：清香白酒龙头崛起 - 品牌地位提升、业绩高速增长

推荐理由：1) 清香型白酒龙头，符合现代白酒消费文化的趋势，具有广阔的发展空间，公司注重以文化营销为先导，扩大公司的品牌价值和社会影响力，我们认为汾酒是二线白酒里最具冲击一线阵营能力的公司。2) 近年来对产品体系梳理和销售系统改进的效果正在显现，产品结构层次清晰且日趋中高端，双轮驱动的产品战略迎来汾酒历史上又一高速增长期。核心产品青花瓷等中高端品种放量迅速，逐步打开省外市场。“竹叶青”目标是成为中国养生酒第一品牌，未来可望成为公司重要的业绩引擎之一。3) 以山西为根据地、加快发展环山西市场，并向全国迅速扩张。省外增长存在超预期，省外市场拓展将成为其重要增长点，未来将贡献超过 7 成的收入。4) 和银基强强合作有助于弥补公司渠道短板并进一步拓展超高端市场。

盈利预测及评级：

公司具有悠久历史和文化底蕴，看好公司的持续改善和成长性，具有打造高端品牌并重返一线白酒公司的内外基础。预计 10 年收入超过 45 亿元是大概率事件，2011-2013 年公司 EPS 分别为 2.00 元、2.65 元和 3.38 元，对应的动态市盈率分别为 39 倍、29 倍和 23 倍，给予评级至“买入”。

贵州茅台（600519）：高端白酒中基本面最好的公司，十二五增长提速

推荐理由：从今年开始进一步跨越式发展，我们预计未来五年的产量和销售收入分别是 10 年的 1.25 倍和 2.9 倍，业绩增长快且明确，公司实现 2011 年的全年销售收入增长 45% 的目标可以预期。理由如下 1) 大量预收账款消除了产品销售的风险，预收账款逐步释放下，发展速度会加快。2) 年初提价后，目前终端销售价和出厂价差距还在 1 倍以上，未来提价空间还是较大。3) 产量每年增长 2000 吨，未来可释放业绩空间也较大。4) 通过推出新品和原来低端产品结构升级，逐步填补次高端价位空白，保障中档酱酒的同步增长。5) 省里拟在茅台建公路、火车站及申请建茅台机场等打造立体交通网络。政府的支持进一步推动茅台的高速发展。

盈利预测及评级：

预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 8.21 元，10.75 元和 13.48 元，对应 2011 年的动态市盈率只有 24 倍。考虑到公司强大的品牌地位、以及未来几年确定的成长性，PE 处于偏低水平，给予“买入”评级。

张裕 A（000869）：受益于行业需求快速增长的葡萄酒龙头

推荐理由：1) 葡萄酒行业处于成长期，行业龙头空间巨大。2) 公司经过战略定位、原料基地、配套产能、市场营销、人才等方面的重大调整，已具备良好的中长期发展基础。3) 以烟台为根据地，抢占东部沿海发达市场，中西部复制深度分销逐步辐射。4) 高端酒产能瓶颈逐步解除，爱斐堡酒庄以及西部三个酒庄放量，未来依然能够保持稳健增长。5) 原来以中高档产品为主，目前产品结构继续升级，高端酒增长快于普通葡萄酒，预计毛利率进一步提升。

盈利预测及评级：

我们判断张裕中长期保持 25-35% 的增速。预计 11-13 年 EPS 分别为 3.65 元、4.75 元和 6.00 元。考虑到目前 PE 仅为 29 倍，估值处于底部，给予“买入”评级。

金种子酒（600199）：进入快速增长通道

推荐理由：1) PE 和 PS 在白酒板块处于较低水平，未来三年处于高速增长阶段。2) 定位中低端产品结构清晰，销售渠道扁平化。3) 皖江经济快速发展给公司带来良好的消费环境，充分享受安徽区域城镇化率提高和居民收入水平提升带来的中低档酒的巨大空间。4) 再融资的四个项目有利于白酒业务放量、产品结构升级和品牌提升。

盈利预测及评级：

公司已初步完成产品结构升级，聚焦做好区域市场，厂商合一销售体制优势显现，省内市场发掘潜力仍然很大。因公司上半年业绩超预期，我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.63 元，0.99 元和 1.35 元，对应 11 年的动态 PE29 倍，给予“买入”评级。

图 16：重点公司盈利预测及估值表

分类	证券代码	证券简称	收盘价	总市值	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	PB	PEG	评级
白酒	000568.SZ	泸州老窖	47.10	608	1.58	2.02	2.65	30	23	18	9.43	0.74	买入
	000596.SZ	古井贡酒	86.45	171	1.34	2.40	3.35	65	36	26	14.02	0.51	增持
	000858.SZ	五粮液	37.45	1311	1.16	1.55	1.95	32	24	19	6.48	0.69	买入
	002304.SZ	洋河股份	133.16	934	4.90	8.00	10.50	27	17	13	12.23	0.52	增持
	600199.SH	金种子酒	18.41	85	0.30	0.63	0.99	61	29	19	5.71	0.28	买入
	600519.SH	贵州茅台	195.15	1969	5.35	8.21	10.75	36	24	18	9.71	0.54	买入
	600702.SH	沱牌曲酒	24.22	65	0.23	0.35	0.55	107	69	44	3.44	1.79	增持
	600779.SH	水井坊	23.91	96	0.48	0.55	0.65	50	43	37	6.08	0.55	增持
	600809.SH	山西汾酒	77.30	281	1.14	2.00	2.65	68	39	29	12.09	0.43	买入
	000799.SZ	酒鬼酒	20.26	52	0.26	0.40	0.65	77	51	31	6.67	1.13	增持
红酒	000869.SZ	张裕A	104.53	488	2.72	3.65	4.75	38	29	22	13.32	0.88	买入
啤酒	000729.SZ	燕京啤酒	17.98	206	0.64	0.85	1.05	28	21	17	2.50	0.72	买入
	002461.SZ	珠江啤酒	17.83	105	0.13	0.19	0.24	133	94	74	3.30	4.75	中性
	600132.SH	重庆啤酒	68.22	263	0.75	0.39	0.42	91	175	162	18.03	-2.91	无评级
	600600.SH	青岛啤酒	36.75	446	1.13	1.44	1.75	33	26	21	4.46	0.97	买入
黄酒	600059.SH	古越龙山	11.97	65	0.20	0.29	0.35	61	41	34	3.03	0.75	中性
	600616.SH	金枫酒业	11.73	47	0.30	0.41	0.46	39	29	26	3.99	0.96	买入
饮料	000848.SZ	承德露露	17.49	56	0.59	0.69	0.90	30	25	19	8.44	0.65	买入
	600300.SH	维维股份	5.58	86	0.09	0.15	0.23	62	37	24	3.66	0.60	无评级
	002387.SZ	黑牛食品	18.73	41	0.61	0.80	1.12	31	23	17	3.33	0.94	无评级
	600962.SH	国投中鲁	16.18	34	-0.27	0.30	0.45	-60	54	36	3.53	0.22	增持
乳制品	600597.SH	光明乳业	9.55	81	0.19	0.32	0.47	52	30	20	3.45	0.94	增持
	600887.SH	伊利股份	18.96	247	0.97	0.72	0.83	20	26	23	5.66	0.53	增持
其他食品	002216.SZ	三全食品	37.69	65	0.66	0.91	1.35	57	41	28	6.19	1.28	无评级
	002481.SZ	双塔食品	26.27	31	0.90	0.68	1.00	29	39	26	4.10	0.90	增持
	002515.SZ	金字火腿	30.88	26	0.64	0.75	1.05	48	41	29	3.30	1.17	无评级
	002557.SZ	洽洽食品	33.97	55	1.01	1.00	1.25	34	34	27	2.25	1.07	买入
	002582.SZ	好想你	54.60	38	1.70	1.80	2.40	32	30	23	3.44	0.62	买入

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。