



证券研究报告 • 2011 年中报业绩综述

短期调整积蓄反弹力量

饮料制造业：高增长继续演绎

1、白酒：淡季不淡，增长强劲。上半年白酒上市公司实现收入 386 亿元，同比增长 50%，约占整个白酒制造行业的 22%。上市公司实现净利润同比增长 131 亿元，同比增长 57%。一线白酒相互博弈，不甘示弱，频频发布利好，极大提振板块信心。二线名酒强势复出，表现可圈可点。

2、啤酒龙头企业继续领跑，行业两极分化严重：啤酒板块 8 家上市公司中期共实现收入 226 亿元，占行业比重 30%，较去年同期增长 19%，净利润增长 9%，快于去年全年的增长水平（7.8%）。从各企业的毛利率分析，由于遭受进口大麦价格不断上涨的压力，毛利率均有所下降。但青岛啤酒走中高端路线，中期提价效应显现，毛利率维持在 43% 的高位。

3、张裕独树一帜：葡萄酒上市公司实现收入 35 亿元，约占整个葡萄酒行业的 21%，上半年上市公司实现净利润 9 亿元，同比增长 77%。受张裕毛利率提升 4 个百分点的影响，葡萄酒行业的整体毛利率在各板块中处于首位。

食品制造业：通胀压力加大，整体表现一般

1、乳制品：看点依旧是龙头，伊利净利大增。乳制品板块 6 家上市公司上半年获得营业收入 311 亿元，净利润 12.8 亿元，同比分别增长 25% 和 82%。

2、调味品延续高景气，但短期内盈利空间尚未打开。板块上市调味品板块营业收入上半年实现大幅增长，但净利润增速略有下滑，一方面反映该子行业的景气度依然较高，行业需求旺盛，从而收入实现了 53% 的高增长，创了 02 年以来的新高；而另一方面由于成本上升，毛利受到一定侵蚀，导致企业盈利能力下降。我们对该板块的判断是景气度继续延续，板块盈利情况令人满意，板块中成长性较好、估值较低的品种可以作为投资标的。

投资策略：防御性明显，短期回调可增仓

饮料制造业增长强劲，市场需求旺盛，特别是已经形成板块效应的白酒今明两年仍将维持高增长，推荐**汾酒、茅台、五粮液**；葡萄酒、软饮料市场潜力巨大，将保持较快增长，我们看好**张裕、露露**；而啤酒、乳制品行业，随着行业集中度继续提升，虽进程较慢，但这一趋势不可逆转，龙头企业在这个过程中受益较大，后期有望伴随营销费用的下降，提升公司的盈利能力，我们看好**青啤、伊利**的发展。其他食品，我们认为下半年成本有望，盈利空间将会打开以及业绩将出现拐点的**安琪酵母**可考虑增持。

食品饮料

维持评级

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440209090411

联系人：张萍

zhangpingbj@csc.com.cn

010-85156382

发布日期：2011 年 9 月 8 日

市场表现



相关研究报告

11.09.04	食品饮料市场周报：短期调整或为增仓好时机
11.08.28	食品饮料行业周报
11.08.15	食品饮料行业市场周报：板块博弈下的右侧机会



目 录

一、饮料制造：高增长继续演绎	1
1、横向比较：上半年行业高景气不变	1
1.1 收入增速分析	1
1.2 净利润增长分析	1
1.3 每股收益分析	2
2、纵向比较：行业基本面良性发展，盈利提升，营销费用率下降	2
2.1 收入增速创新高，净利润增长从 09 年起持续加速	2
2.2 毛利率呈现逐年上升的良好态势	3
2.3 业绩强劲增长，营销费用率不增反降	3
3、各子板块分化明显	4
3.1 白酒： 二季度淡季不淡，收入增长强劲	4
3.1.1 一线白酒相互比拼，不甘示弱	6
3.1.2 二线白酒表现突出	6
3.2 啤酒：龙头企业继续领跑，行业两极分化严重	7
3.3 葡萄酒：朝阳行业，潜力巨大	8
3.4 其他酒及软饮料：古越龙山净利大增 62%	9
二、食品制造：通胀压力加大，整体业绩一般	11
1、收入增速继续前行，但净利同比出现下滑	11
2、毛利率和销售费用率处在下降通道	11
3、子板块分析：乳制品和调味品环境转暖	12
3.1 乳制品：看点依然是龙头，伊利净利大幅提升	12
3.2 调味品：高景气延续，但短期内盈利能力有待提升	14
3.3 其他食品制造：成长性较好，盈利空间被压缩局面尚未打开	15
三、农副产品加工：收入略微增长，利润下滑严重	17
四、估值与盈利预测	18
行业评级：维持“增持”评级	18
五、投资策略	19
1、白酒板块： 山西汾酒、贵州茅台、五粮液	19
1.1 山西汾酒：厚积薄发，迈上复兴之路	19
1.2 贵州茅台：地位确立，曲高和寡	19
1.3 五粮液：品牌拉动强，估值优势明显	20
2、乳制品：伊利股份	20
2.1 伊利股份：短期存在交易性机会	20
3、红酒：张裕 A	21
3.1 张裕：毛利稳步向上，业绩加速增长产品	21
4、啤酒：青岛啤酒	21
4.1 青岛啤酒：市场拓展初见成效， 销量增速首超行业 9 个百分点	21



5、其他：承德露露、安琪酵母	21
5.1 承德露露：期待 2012.....	21
5.2 安琪酵母：下半年经营情况会好转	22

图 表

图 1：各板块收入增速比较	1
图 2：食品饮料子板块收入增速比较.....	1
图 3：各板块净利润增速比较	1
图 4：食品饮料子板块净利润增速比较.....	1
图 5：各板块历年中期每股收益比较.....	2
图 6：食品饮料板块内部每股收益比较.....	2
图 7：饮料制造板块收入、净利润增长趋势.....	3
图 8：各子板块历年中期毛利率走势.....	3
图 9：子板块历年中期营销费用率走势.....	4
图 10：98 年以来白酒制造行业主营业务收入及增速	5
图 11：98 年以来白酒制造行业利润总额及增速	5
图 12：一线白酒历年中期收入增速情况.....	6
图 13：一线白酒历年中期净利润增速情况.....	6
图 14：二线白酒历年中期收入增速情况.....	7
图 15：二线白酒历年中期净利润增速情况.....	7
图 16：98 年以来啤酒制造行业主营业务收入及增速	7
图 17：98 年以来啤酒制造行业利润总额及增速	7
图 18：98 年以来葡萄酒制造行业主营业务收入及增速	9
图 19：98 年以来葡萄酒制造行业利润总额及增速	9
图 20：乳制品板块中期营业收入同比情况.....	11
图 21：乳制品板块中期净利润同比情况.....	11
图 22：食品制造板块中期营业收入同比情况.....	11
图 23：食品制造板块中期净利润同比情况.....	11
图 24：食品制造板块中期毛利率走势同比情况.....	12
图 25：食品制造板块中期营销费用率走势.....	12
图 26：乳制品板块中期营业收入同比情况.....	12
图 27：乳制品板块中期净利润同比情况.....	12
图 28：乳制品板块毛利率、销售费用率同比变化情况.....	13
图 29：伊利股份的历年营销费用及营销费用率变化.....	14
图 30：调味品板块中期营收同比情况.....	14
图 31：调味品板块中期净利润同比情况.....	14
图 32：其他食品制造板块中期营业收入同比情况.....	16
图 33：其他食品制造板块中期净利润同比情况.....	16
图 34：农副产品加工板块中期营业收入同比情况.....	17
图 35：农副产品加工板块中期净利润同比情况.....	17



表 1: 白酒上市公司应收及净利润增速情况	5
表 2: 白酒上市公司毛利率、净利率情况	5
表 3: 啤酒上市公司营收及净利润增速情况	8
表 4: 啤酒上市公司毛利率、净利率情况	8
表 5: 葡萄酒上市公司收入、净利润指标	9
表 6: 葡萄酒上市公司毛利率、净利率情况	9
表 7: 其他饮料上市公司业绩指标	10
表 8: 乳制品上市公司应收及净利润增速情况	13
表 9: 乳制品上市公司毛利率、净利率情况	14
表 10: 调味品上市公司应收及净利润增速情况	15
表 11: 调味品上市公司毛利率、净利率情况	15
表 12: 其他食品制造上市公司毛利率、净利率情况	16
表 13: 农副产品加工上市公司毛利率、净利率情况	17
表 14: 主要覆盖上市公司估值水平	18

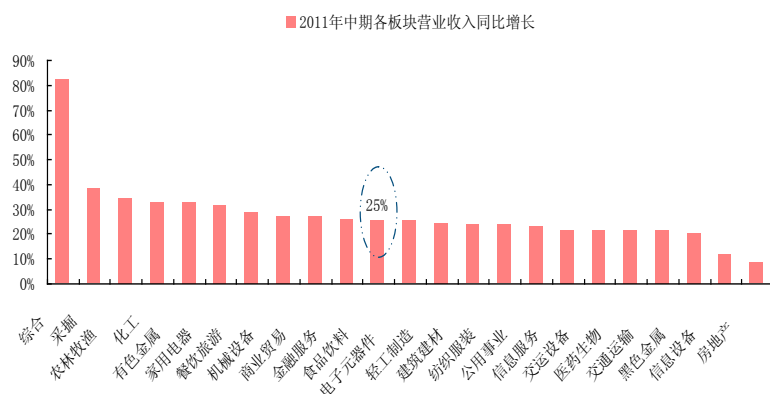
一、饮料制造：高增长继续演绎

1、横向比较：上半年行业高景气不变

1.1 收入增速分析

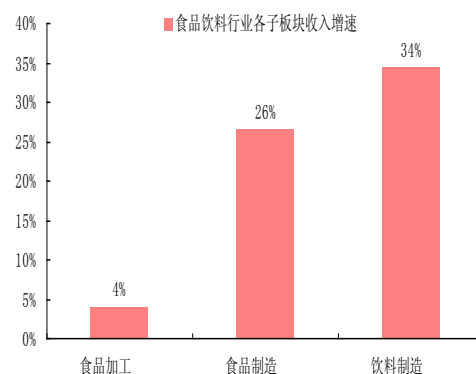
食品饮料板块 2011 年中期收入同比增长 25%，较一季度小幅回落；饮料制造板块中报收入同比增长 34%，引领整个食品饮料板块的增长。

图 1:各板块收入增速比较



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 2:食品饮料子板块收入增速比较

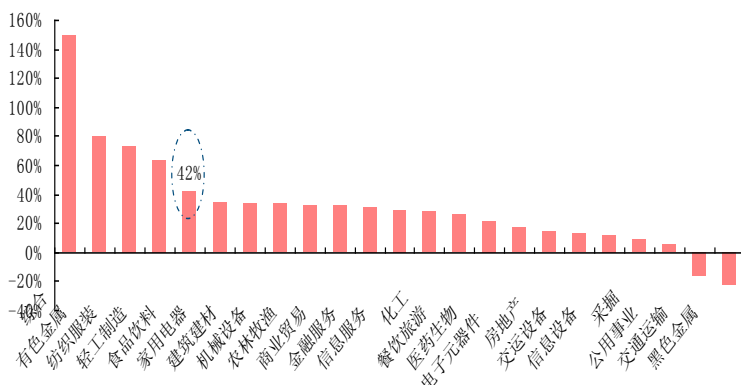


资料来源：WIND, 中信建投研发部

1.2 净利润增长分析

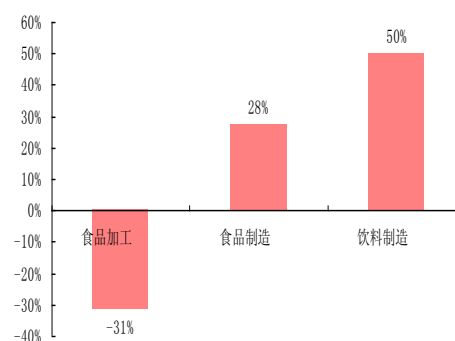
食品饮料板块 2011 年中期净利润增长 42%，与一季度增速保持一致，在各板块中排名第五；饮料制造中期净利润同比增长 50%，继续领先于板块内其他子板块。

图 3:各板块净利润增速比较



资料来源：WIND, 中信建投研发部

图 4:食品饮料子板块净利润增速比较

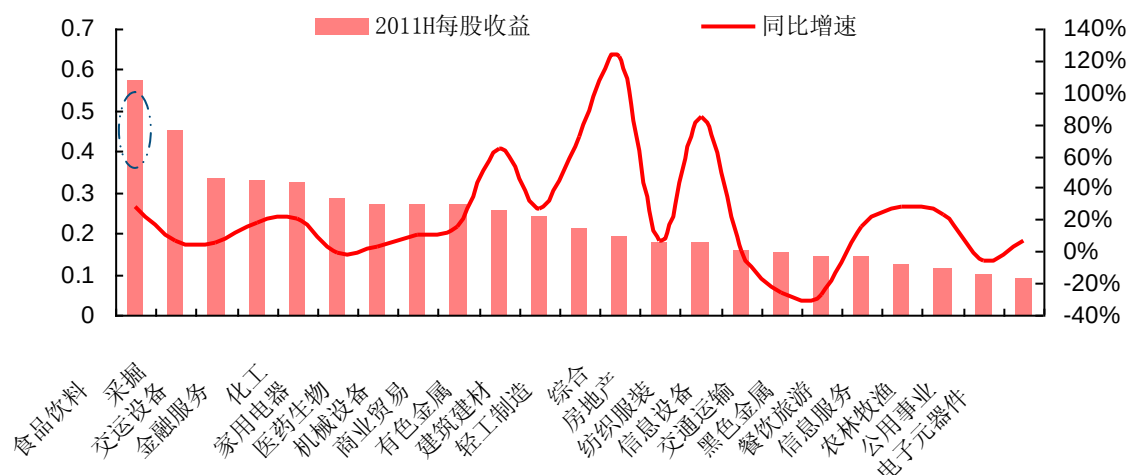


资料来源：WIND, 中信建投研发部

1.3 每股收益分析

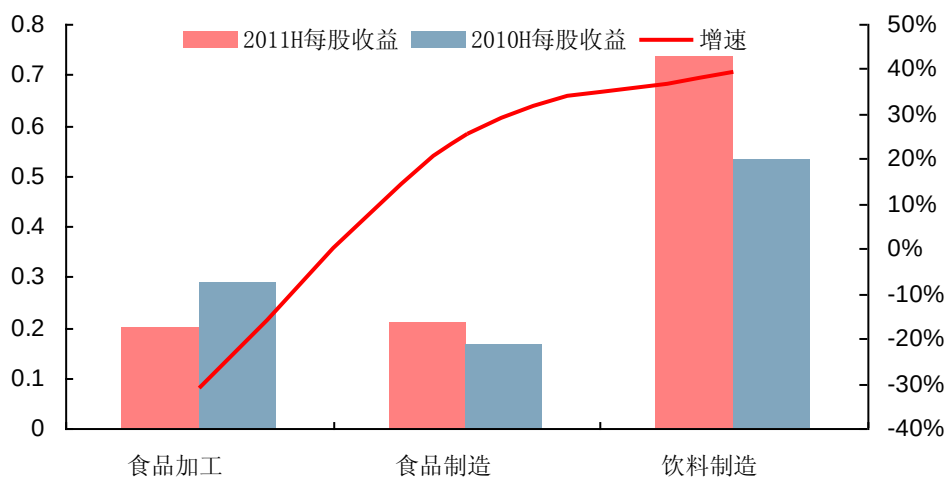
在 23 个板块中，食品饮料每股收益的绝对值达到 0.57 元，位于各板块之首；较去年同期增长 28%。而饮料板块的每股收益高达 0.74 元，同比增长 39%，有效的抬高了整个食品饮料板块的盈利能力。

图 5：各板块历年中期每股收益比较



资料来源：WIND，中信建投研究所

图 6：食品饮料板块内部每股收益比较



资料来源：WIND，中信建投研究所

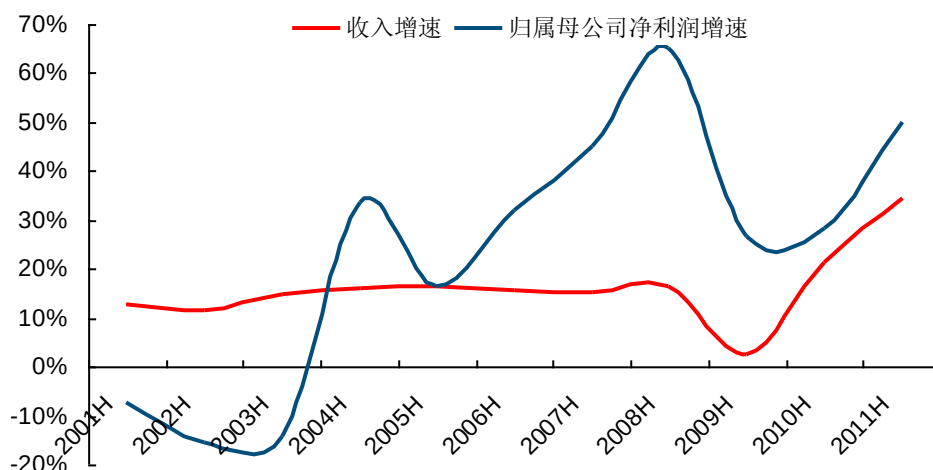
2、纵向比较：行业基本面良性发展，盈利提升，营销费用率下降

2.1 收入增速创新高，净利润增长从 09 年起持续加速

上半年饮料制造板块累计实现收入 712 亿元，较去年同期增长 34%，增速提升 13 个百分点，收入增速已经达到了不断创新高。

上半年归属母公司净利润同比增长 50%，增速提升 21 个百分点。从下图我们可以看出，从 09 年行业处于低谷之后，10、11 年净利润增长呈现加速上升。

图 7：饮料制造板块收入、净利润增长趋势

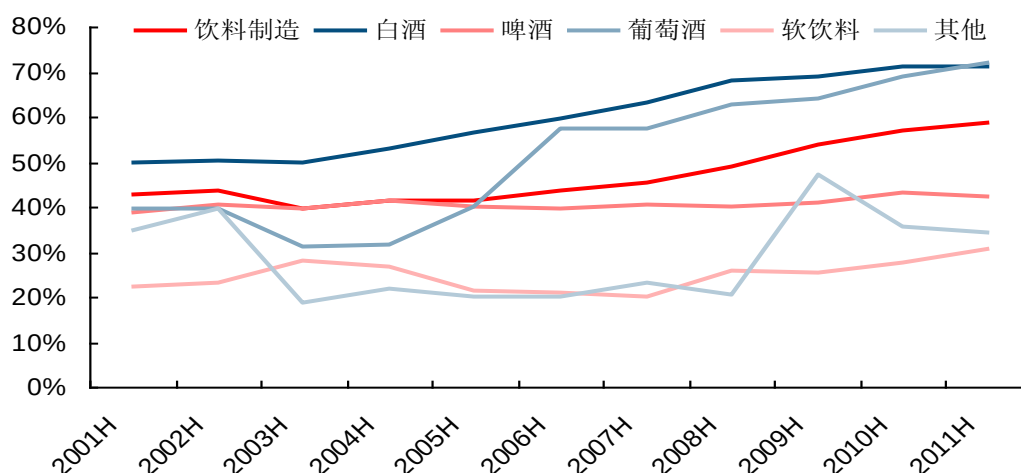


资料来源：WIND，中信建投研究所

2.2 毛利率呈现逐年上升的良好态势

饮料板块上半年毛利率提升 2 个百分点，达到 59%，并呈现出逐年上升的良好态势。各子板块中，葡萄酒与软饮料分别上升 3 个和 4 个百分点；白酒毛利率保持平稳；啤酒由于受成本上涨影响最大，毛利率下降 1 个百分点，但基本处于高位。在经济增长持续，国民收入水平不断提升的大背景下，消费结构调整推动产品升级，饮料板块尤其是白酒、葡萄酒盈利能力将继续维持高位。

图 8：各子板块历年中期毛利率走势



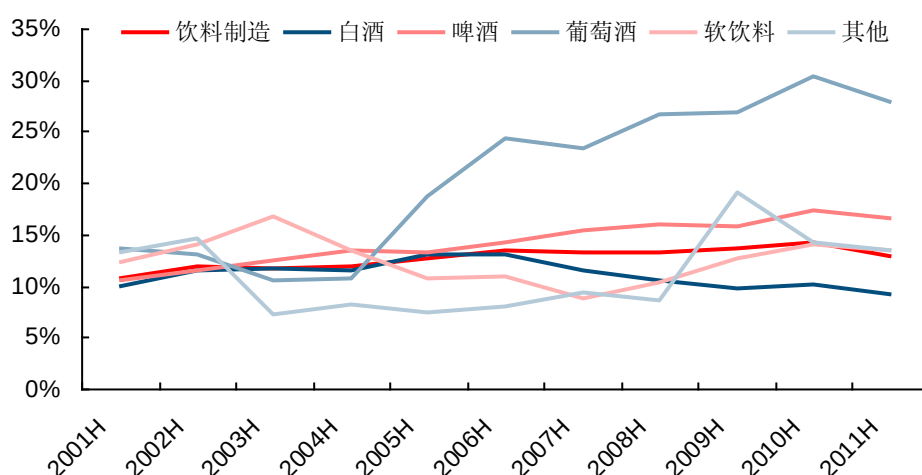
资料来源：WIND，中信建投研究所

2.3 业绩强劲增长，营销费用率不增反降

饮料板块整体营销费用率 2011 年上半年同比下降了 1.4 个百分点。各子板块营销费用率均有所下降，其中下降最快的为葡萄酒板块，上半年营销费用率为 28%，同比下降 3 个百分点；业绩增长强劲的白酒板块上半年营销费用率也有所下降（9%），并处于 2001 年以来的低点。由此可以看出，在行业维持快速增长背景下，营销费用率不升反降，充分说明对行业业绩起主导作用的依旧是不变的“消费需求拉动”。

同时，从上面分析可知，饮料板块营销费用率在下降，但毛利率却在提升，我们可以推论出：当前消费环境宽松，企业经营状况良好，在中长期通胀预期存在的情况下，饮料板块转嫁成本的能力突出。

图 9：子板块历年中期营销费用率走势



资料来源：WIND，中信建投研究所

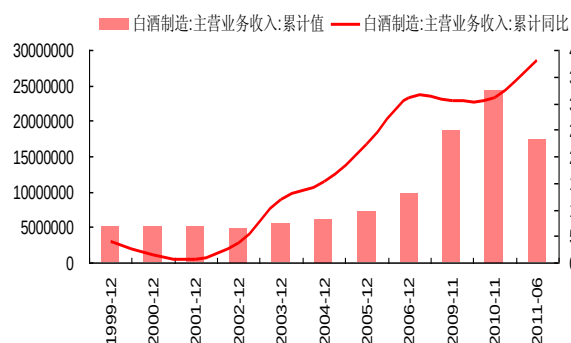
3、各子板块分化明显

3.1 白酒：二季度淡季不淡，收入增长强劲

上半年白酒销量（折合 65 度）472 万千升，同比增长 16%，增速下降幅度较大（16 个百分点）。但上半年白酒行业实现收入 1727 亿元，同比增长 38%，利润总额 257 亿元，同比增长 42%，明显快于销量，可见价格上涨、产品升级成为支撑该行业继续高速增长的动力。

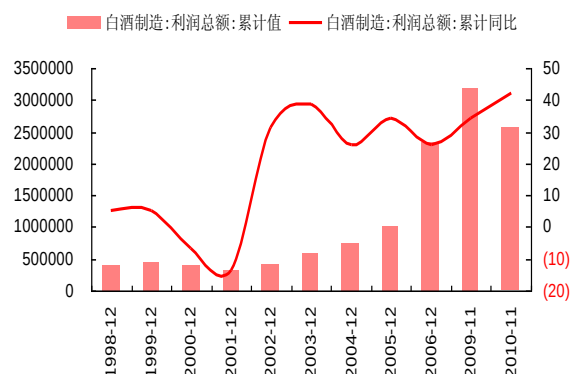
上半年白酒上市公司实现收入 386 亿元，同比增长 50%，约占整个白酒制造行业的 22%。上市公司实现净利润同比增长 131 亿元，同比增长 57%。

图 10: 98 年以来白酒制造行业主营业务收入及增速



资料来源: WIND, 中信建投研发部

图 11: 98 年以来白酒制造行业利润总额及增速



资料来源: WIND, 中信建投研发部

表 1: 白酒上市公司应收及净利润增速情况

证券代码	证券简称	营业收入（百万）			归属母公司股东的净利润（百万）		
		2011H	2010H	增速	2011H	2010H	增速
000858.SZ	五粮液	10595	7577	40%	3363	2261	49%
600519.SH	贵州茅台	9826	6587	49%	4907	3100	58%
002304.SZ	洋河股份	6172	3487	77%	1814	1067	70%
000568.SZ	泸州老窖	3565	2451	45%	1410	1043	35%
600809.SH	山西汾酒	2895	1609	80%	659	334	97%
000596.SZ	古井贡酒	1583	856	85%	288	107	168%
600199.SH	金种子酒	992	645	54%	201	86	134%
600197.SH	伊力特	735	597	23%	107	88	22%
600779.SH	水井坊	660	690	-4%	159	119	34%
600559.SH	老白干酒	608	493	23%	25	18	40%
600702.SH	沱牌舍得	542	492	10%	60	40	49%
000799.SZ	酒鬼酒	398	236	69%	61	49	23%
000995.SZ	ST 皇台	43	29	47%	8	-16	-147%
白酒板块合计		38613	25749	50%	13061	8295	57%

资料来源: WIND, 中信建投研发部, 备注: 红色字体表示该指标超越板块平均水平

表 2: 白酒上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H
五粮液	66%	67%	33%	31%	40%	42%	49%	41%
贵州茅台	91%	91%	53%	50%	49%	19%	58%	11%
洋河股份	57%	58%	31%	31%	77%	93%	70%	81%
泸州老窖	68%	70%	41%	44%	45%	11%	35%	22%
山西汾酒	76%	76%	27%	24%	80%	47%	97%	45%
古井贡酒	74%	72%	18%	13%	85%	21%	168%	202%
金种子酒	59%	43%	20%	13%	54%	37%	134%	177%

伊力特	48%	48%	14%	14%	23%	13%	22%	9%
水井坊	74%	70%	24%	17%	-4%	57%	34%	15%
老白干酒	40%	43%	4%	4%	23%	0%	40%	3%
沱牌舍得	51%	38%	11%	8%	10%	26%	49%	55%
酒鬼酒	73%	74%	15%	21%	69%	30%	23%	250%
ST 皇台	41%	53%	16%	-56%	47%	50%	147%	38%

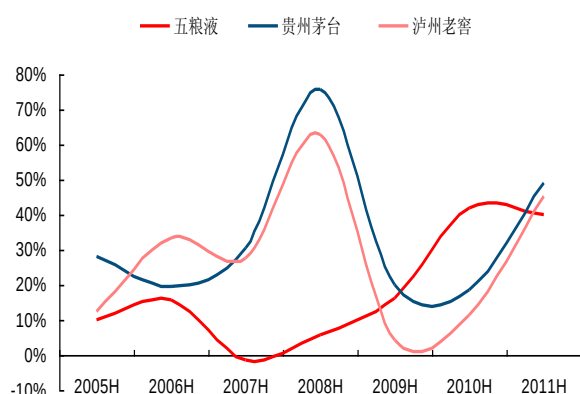
资料来源: WIND, 中信建投研发部, 备注: 红色字体代表毛利率、净利率水平在提升的公司, 箭头表示下降趋势

综合成长性及盈利能力指标, 我们认为贵州茅台、山西汾酒、金种子酒、古井贡在同行业中处于较强地位, 各项指标呈上升趋势; 其次是洋河、五粮液、泸州老窖。

3.1.1 一线白酒相互比拼, 不甘示弱

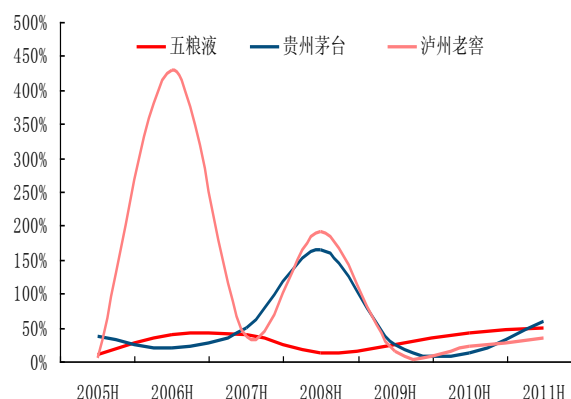
作为白酒大佬的茅台、五粮液地位稳固, 但增长却也平平, 但上半年茅台、五粮液净利润同比增长分别达到 58%, 49%, 尤其是茅台增速提升了 47 个百分点, 大大超出市场预期。行业两大佬相互比拼业绩, 极大提振了白酒行业发展信心。

图 12: 一线白酒历年中期收入增速情况



资料来源: WIND, 中信建投研发部

图 13: 一线白酒历年中期净利润增速情况

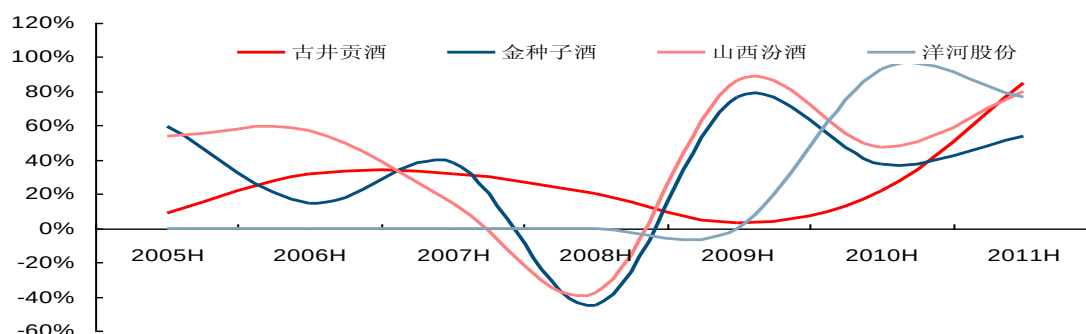


资料来源: WIND, 中信建投研发部

3.1.2 二线白酒表现突出

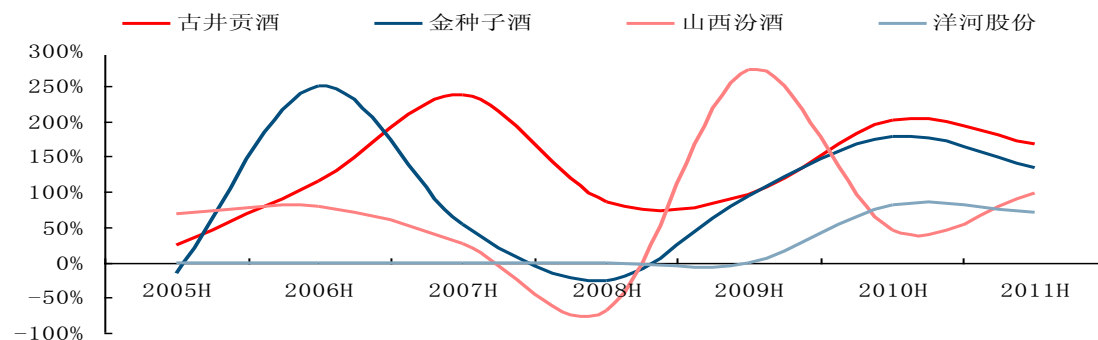
净利润增长排名前五 (除 ST 皇台非主业贡献) 的为古井贡 (168%)、金种子酒 (147%)、汾酒 (97%) 以及洋河 (70%)。这四只白酒 10、11 年中期连续保持超越平均水平的高增长, 表现最为抢眼。

图 14: 二线白酒历年中报收入增速情况



资料来源: WIND, 中信建投研究所

图 15: 二线白酒历年中报净利润增速情况

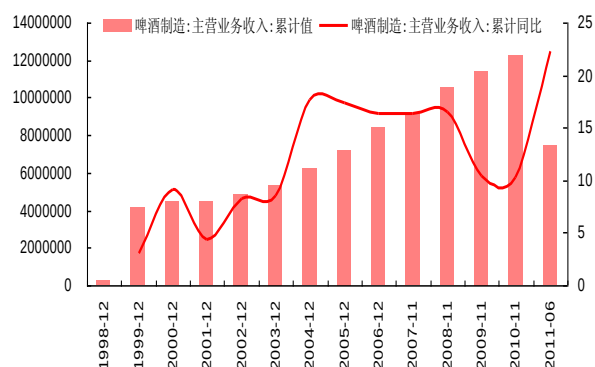


资料来源: WIND, 中信建投研究所

3.2 啤酒: 龙头企业继续领跑, 行业两极分化严重

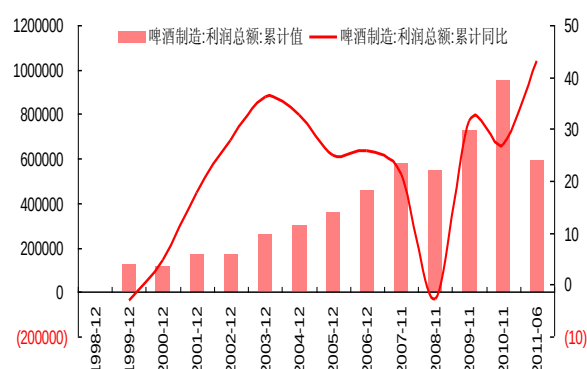
上半年啤酒销量 2350 万千升, 同比增长 11%, 增速上升 7.7 个百分点 (去年受天气影响增长较慢)。行业收入累计实现 748 亿元, 收入大幅增长 22%; 利润总额累计实现 60 亿元, 同比增长 43%。

图 16: 98 年以来啤酒制造行业主营业务收入及增速



资料来源: WIND, 中信建投研发部

图 17: 98 年以来啤酒制造行业利润总额及增速



资料来源: WIND, 中信建投研发部

啤酒板块 8 家上市公司中期共实现收入 226 亿元，占行业比重 30%，较去年同期增长 19%，净利润增长 9%，快于去年全年的增长水平（7.8%）。

表 3：啤酒上市公司营收及净利润增速情况

证券代码	证券简称	营业收入（百万）			归属母公司股东的净利润（百万）		
		2011H	2010H	增速变化	2011H	2010H	增速变化
600600.SH	青岛啤酒	12050	9928	21%	990	830	19%
000729.SZ	燕京啤酒	6189	5035	23%	439	399	10%
002461.SZ	珠江啤酒	1454	1376	6%	59	54	9%
600132.SH	重庆啤酒	1239	1064	16%	95	92	3%
600090.SH	啤酒花	620	513	21%	31	17	77%
600573.SH	惠泉啤酒	457	443	3%	28	26	8%
000929.SZ	兰州黄河	402	421	-5%	14	92	-85%
000752.SZ	西藏发展	213	197	8%	13	16	-15%
啤酒板块		22624	18977	19%	1669	1526	9%

资料来源：WIND, 中信建投研发部；备注：红色字体表示该指标超越板块平均水平

从上表中我们可以看出，表现稳定莫过于行业龙头——青岛啤酒和燕京啤酒，上半年收入分别达到 120 亿元、62 亿元，同比增长分别为 21%、23%。处在第二梯队的惠泉、兰州黄河、珠江啤酒由于市场份额逐渐被压缩，竞争环境恶化，虽然在行业整体向好的背景下却出现了收入及净利润都不及板块平均水平。像重庆啤酒、西藏发展以及啤酒花积极寻求在其他领域的发展。

从各企业的毛利率分析，由于遭受进口大麦价格不断上涨的压力，毛利率均有所下降。但青岛啤酒走中高端路线，中期提价效应显现，毛利率维持在 43% 的高位。

表 4：啤酒上市公司毛利率、净利率情况

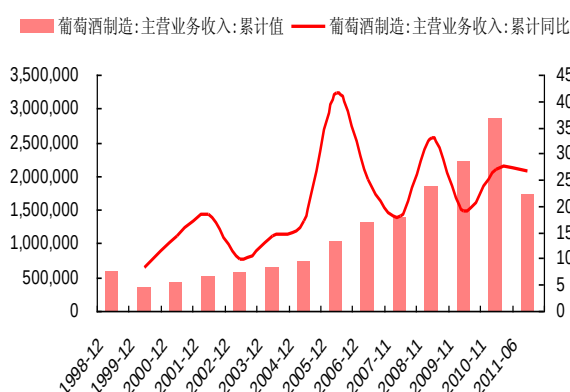
证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H
重庆啤酒	45%	45%	8%	9%	16%	-2%	3%	6%
青岛啤酒	43%	44%	9%	9%	21%	9%	22%	30%
燕京啤酒	42%	42%	8%	9%	23%	3%	10%	25%
珠江啤酒	41%	41%	4%	4%	6%	0%	9%	30%
啤酒花	40%	44%	10%	8%	21%	1%	77%	-15%
兰州黄河	39%	39%	7%	27%	-5%	-18%	-85%	604%
惠泉啤酒	37%	34%	6%	6%	3%	-20%	8%	-19%
西藏发展	30%	38%	15%	19%	8%	13%	-15%	34%

资料来源：WIND, 中信建投研发部；备注：红色表示指标同比上升

3.3 葡萄酒：张裕独树一帜

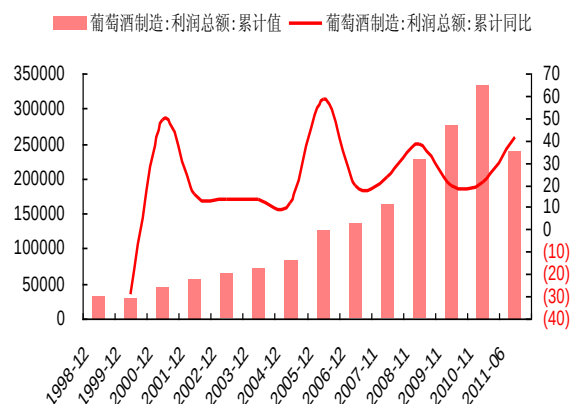
上半年葡萄酒产量 50 万千升，较去年同期增长 16%；行业主营业务收入达到 171 亿元，同比增长 27%；利润总额达到 24 亿元，同比增长 41%。随着葡萄酒饮用习惯的普及、消费群体的培养以及酒庄建设和产区品牌推广，葡萄酒整体空间很大，盈利能力也将继续保持在饮料行业较高水平。

图 18: 98 年以来葡萄酒制造行业主营业务收入及增速



资料来源: WIND, 中信建投研发部

图 19: 98 年以来葡萄酒制造行业利润总额及增速



资料来源: WIND, 中信建投研发部

上市公司实现收入 35 亿元，约占整个葡萄酒行业的 21%，上半年上市公司实现净利润 9 亿元，同比增长 77%。受张裕毛利率提升 4 个百分点的影响，葡萄酒行业的整体毛利率在各板块中处于首位。

表 5: 葡萄酒上市公司收入、净利润指标

证券简称	营业收入（百万）			归属母公司股东的净利润（百万）		
	2011H	2010H	增速变化	2011H	2010H	增速变化
张裕 A	3090	2482	25%	877	586	50%
*ST 中葡	222	111	101%	-17	-109	-84%
*ST 通葡	44	42	5%	-2	1	-269%
莫高股份	179	157	14%	26	20	29%
葡萄酒板块	3536	2791	27%	884	498	77%

资料来源: WIND, 中信建投研发部

表 6: 葡萄酒上市公司毛利率、净利率情况

上市公司	毛利率		净利率		营业收入（同比增长率）		净利润（同比增长率）	
	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H
张裕 A	76%	72%	28%	24%	25%	26%	50%	29%
*ST 中葡	43%	42%	-6%	-111%	101%	-39%	84%	36%
*ST 通葡	49%	45%	-4%	3%	5%	-1%	-269%	3%
莫高股份	50%	48%	15%	13%	14%	-5%	29%	8%

资料来源: WIND, 中信建投研发部

3.4 其他酒及软饮料：古越龙山净利大增 62%

2010 年黄酒产量突破 134.14 万千升，同比增长 10.93%。近年来黄酒行业区域覆盖率不断加大，传统区域格局正在突破，一些新兴省份崛起，成为黄酒产量增长的动力。黄酒行业产品结构调整开始提速，逐步摆脱黄酒产品传统的低档次困扰，并由此带动黄酒产品整体附加值提升。

从下表我们可以看出，在其他饮料中，表现最好的为古越龙山，毛利率、净利率都出现同比上升，净利润



同比增长高达 62%，超出市场预期。

表 7：其他饮料上市公司业绩指标

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H
古越龙山	39%	35%	13%	10%	31%	50%	62%	31%
金枫酒业	56%	56%	15%	16%	1%	0%	-3%	-9%
海南椰岛	11%	17%	1%	15%	22%	124%	-96%	370%
承德露露	35%	38%	11%	13%	-2%	40%	-11%	134%
深深宝 A	20%	23%	5%	-18%	43%	7%	124%	-696%

资料来源：WIND, 中信建投研发部

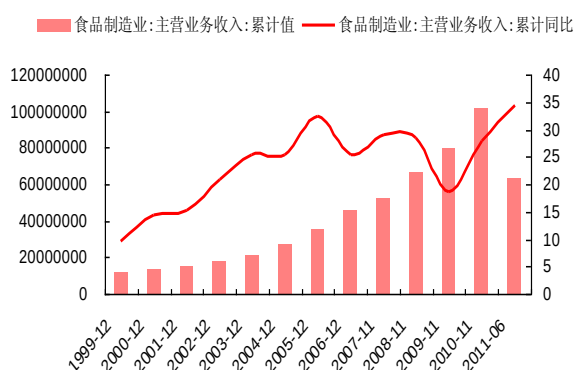
随着人们越来越重视健康、养生的生活理念，植物蛋白饮料市场潜力不可小觑，露露由于产能限制，上半年由于受到产能瓶颈和原料价格上涨的影响，出现了负增长。但随着未来郑州新厂建设、产能逐步释放以及苦杏仁价格的回落（预计 2011 年全年平均采购价格为 26 万元/吨），将对其盈利能力改善起到主导性作用。

二、食品制造：通胀压力加大，整体业绩一般

1、收入增速继续前行，但净利同比出现下滑

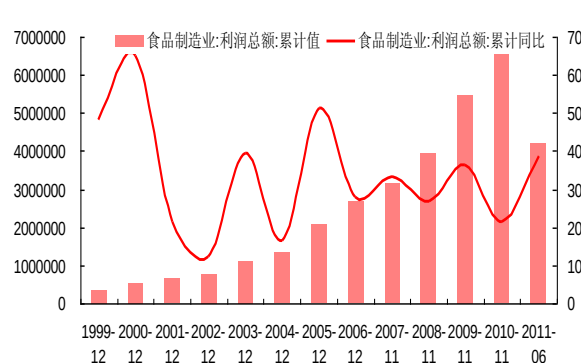
食品制造行业上半年累计实现营业收入 6299 亿元，同比增长 34%；累计实现利润总额 422 亿元，同比增长 39%，从下图可看出，两指标都呈现出加速状态，食品制造行业处在景气度上行的时期。

图 20:乳制品板块中期营业收入同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

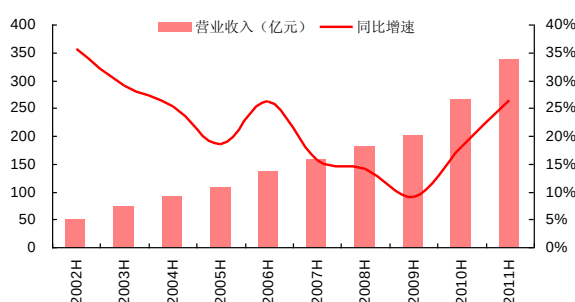
图 21:乳制品板块中期净利润同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

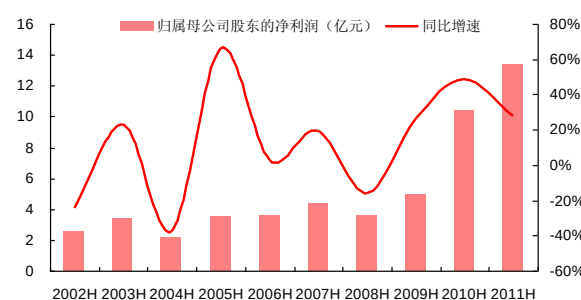
从中报披露的数据来看，2011 年上半年食品制造板块累计实现营业收入 360 亿元，同比增长 26%，较去年同期的 18%提升 8 个百分点。从图 23 中可以看出从 09 年开始，食品制造行业处在恢复性的上升。今年上半年食品制造板块实现净利润 13 亿元，同比增长 28%，图 24 显示在收入增速继续保持上升的情况下，净利润增速却开始下降，表示在通胀大环境下，食品制造行业的利润遭受到一定的侵蚀，企业盈利能力开始下滑。

图 22:食品制造板块中期营业收入同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 23:食品制造板块中期净利润同比情况

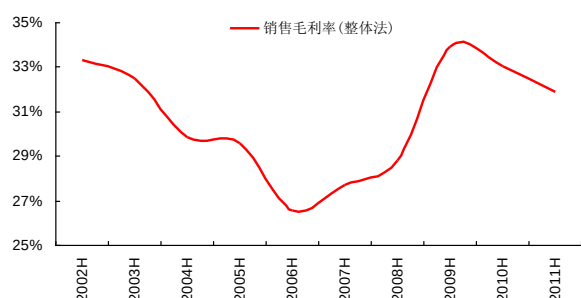


资料来源: wind, 中信建投研发部

2、毛利率和销售费用率处在下降通道

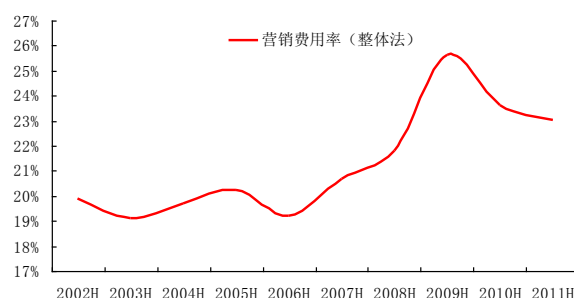
在通胀环境下，成本的上涨往往从上游开始传导，检验行业抵御通胀的能力可以看公司是否有提价的能力以及产品销售的难度是否加大，从毛利率和销售费用率这两个指标的变动可以找到答案。

图 24:食品制造板块中期毛利率走势同比情况



资料来源: wind,中信建投研发部

图 25:食品制造板块中期营销费用率走势



资料来源: wind,中信建投研发部

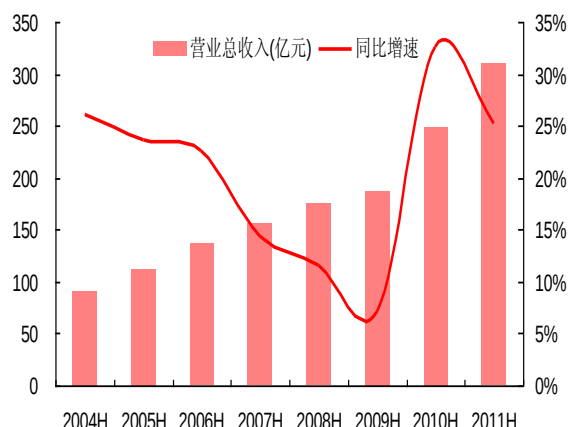
从上图我们可以看出，上半年食品制造行业的毛利率与营销费用同处于下降通道，毛利率的下降则反映了企业当前遭遇的通胀压力尚未得到缓解，通过提价并不能完全抵抗成本上涨对毛利的侵蚀作用；而营销费用率下降则说明当前消费环境宽松，收入的增速来自于居民消费旺盛，企业不需要在营销上面花费太大力气即可保证销售的上升。从数据我们可以得出判断，如果通胀是未来中长期的常态，那么行业内只有具备较强提价能力和规模效应的企业才能够维持较高的盈利水平。

3、子板块分析：乳制品和调味品环境转暖

3.1 乳制品：看点依然是龙头，伊利净利大幅提升

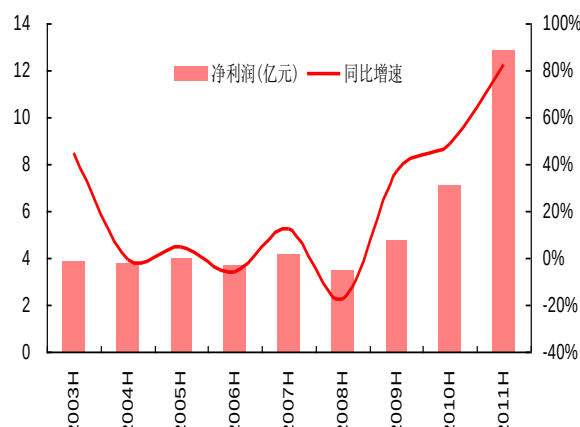
乳制品板块（三元股份、光明乳业、伊利股份、皇氏乳业、维维股份、贝因美）6 家上市公司上半年获得营业收入 311 亿元，同比增长 25%，增速较去年同期回落 7 个百分点；净利润 12.8 亿元，同比增长 82%，增速大幅提升 34 个百分点。

图 26:乳制品板块中期营业收入同比情况



资料来源: wind,中信建投研发部

图 27:乳制品板块中期净利润同比情况

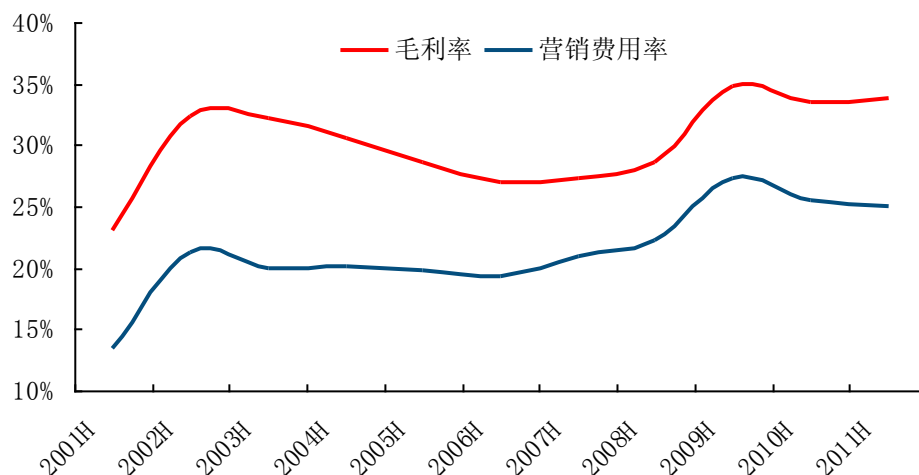


资料来源: wind,中信建投研发部

净利润大幅提升的主要原因为：1、收入继续保持较快的增速，2 季度是旺季，乳品需求强劲；2、虽然原奶等价格有所上涨，但企业特别是龙头企业自身抗通胀压力较强，毛利率维持在 34%的历史较高，与去年保持一致；3、营销费用率至 09 年达到高点后，现不断下降，目前在 25%的水平。我国乳业的经营环境较为宽松，

企业盈利能力有所保障。我们认为乳制品行业的拐点已经到来，11 年成本压力将小于去年，而需求的支撑将使行业业绩具有超预期的可能性，特别是龙头公司受益将更加明显。

图 28: 乳制品板块毛利率、销售费用率同比变化情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

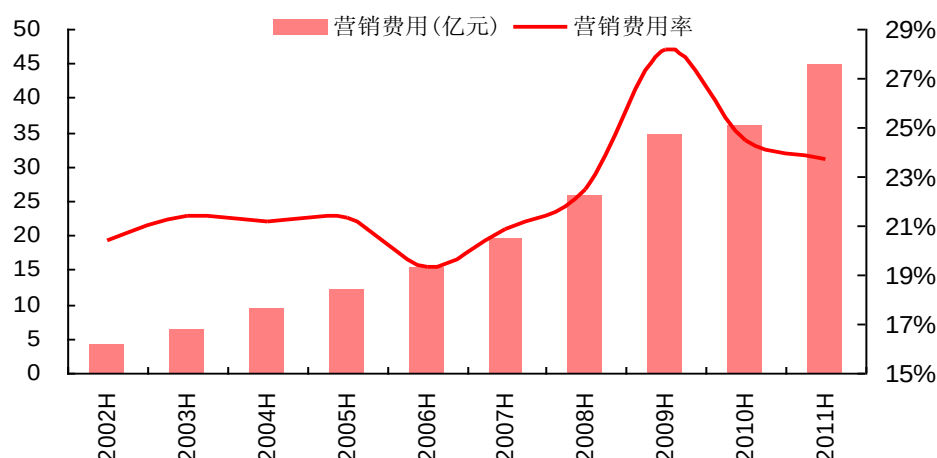
表 8: 乳制品上市公司应收及净利润增速情况

证券代码	证券简称	营业收入 (百万元)			归属母公司股东的净利润 (百万元)		
		2011H	2010H	增速变化	2011H	2010H	增速变化
002329.SZ	皇氏乳业	224	182	23%	34	30	13%
002570.SZ	贝因美	2382	2016	18%	195	192	1%
600429.SH	三元股份	1481	1288	15%	28	-52	-155%
600300.SH	维维股份	2475	2249	10%	101	82	23%
600597.SH	光明乳业	5547	4327	28%	73	61	20%
600887.SH	伊利股份	18946	14751	28%	816	345	137%
板块平均		31056	24812	25%	1248	658	90%

资料来源: WIND, 中信建投研发部; 备注: 红色表示指标超越板块平均水平

上半年伊利股份营业收入和净利润增速再次超越行业平均值，尤其是归属母公司股东净利润实现了较去年同期增长 137%，在 A 股 6 家乳制品上市公司中位居第一。进一步观察伊利的营销费用率，近两年公司的营销费用率出现明显的下降，由此将公司的净利率水平从 2% 推升至 4% 的水平，当前乳品行业集中度不断提升，随着龙头公司市场份额的扩大，后期营销费用还有进一步下降的空间。

图 29：伊利股份的历年营销费用及营销费用率变化



资料来源：wind, 中信建投研发部

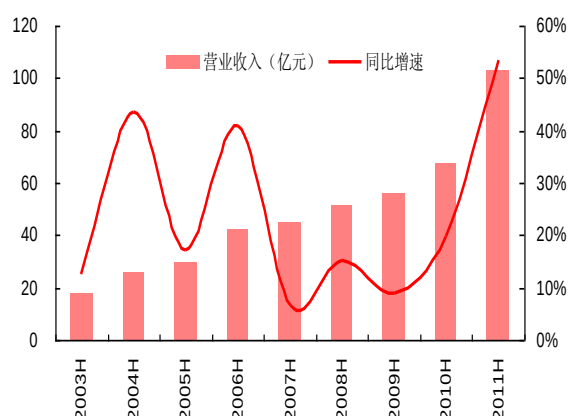
表 9：乳制品上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入 (同比增长率)		归属母公司股东的净利润 (同比增长率)	
	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H
三元股份	22%	17%	2%	-4%	15%	14%	155%	-263%
皇氏乳业	40%	39%	15%	16%	23%	27%	15%	45%
光明乳业	34%	35%	1%	2%	28%	12%	20%	35%
维维股份	30%	24%	5%	5%	10%	70%	23%	-20%
贝因美	63%	63%	8%	10%	18%		1%	
伊利股份	32%	32%	4%	2%	28%	20%	137%	36%

资料来源：wind, 中信建投研发部

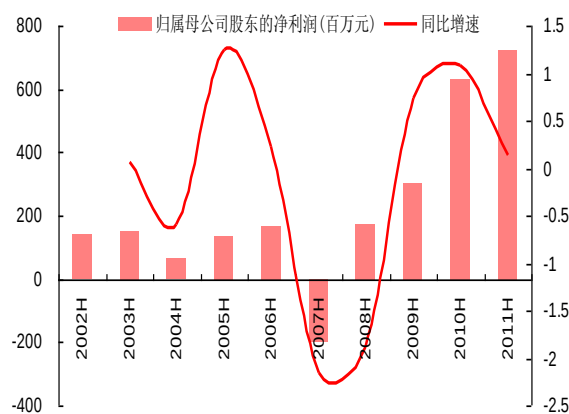
3.2 调味品：高景气延续，但短期内盈利能力有待提升

图 30：调味品板块中期营收同比情况



资料来源：wind, 中信建投研发部

图 31：调味品板块中期净利润同比情况



资料来源：wind, 中信建投研发部

调味品板块营业收入上半年实现大幅增长，但净利润增速略有下滑，一方面反映该子行业的景气度依然较高，行业需求旺盛，从而收入实现了 53% 的高增长，创了 02 年以来的新高；而另一方面由于成本上升，毛利受到一定侵蚀，导致企业盈利能力下降。我们对该板块的判断是景气度继续延续，板块盈利情况令人满意，板块中成长性较好、估值较低的品种可以作为投资标的。

表 10：调味品上市公司营收及净利润增速情况

证券代码	证券简称	营业收入（百万元）			归属母公司股东的净利润（百万元）		
		2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H
000930.SZ	中粮生化	3611	2779	30%	181	124	45%
600873.SH	梅花集团	2939	463	535%	393	6	6016%
600186.SH	莲花味精	1480	1293	15%	-149	180	-182%
600298.SH	安琪酵母	1227	987	24%	174	137	27%
600866.SH	星湖科技	545	750	-27%	111	170	-35%
600305.SH	恒顺醋业	480	431	12%	14	13	4%
板块平均		10283	6703	53%	722	632	14%

资料来源：WIND, 中信建投研发部

我们一直看好的安琪酵母在上半年营收增长 24%，归属母公司净利润增速超过营收，达到 27%，上半年公司受到各种不利因素影响，糖蜜价格上涨、人民币升值以及北非政局动荡使得公司毛利率不断下降，但公司定增事宜现已完毕，公司高端酶制剂以及其它酵母衍生产品产量将提高，将进一步优化公司的产品结构。12 年随着产能释放，糖蜜价格的回落，未来将保持快速发展势头，增长确定性强。且公司在糖蜜产地的产能占比在不断提高，这将加大公司的成本优势，

表 11：调味品上市公司毛利率、净利率情况

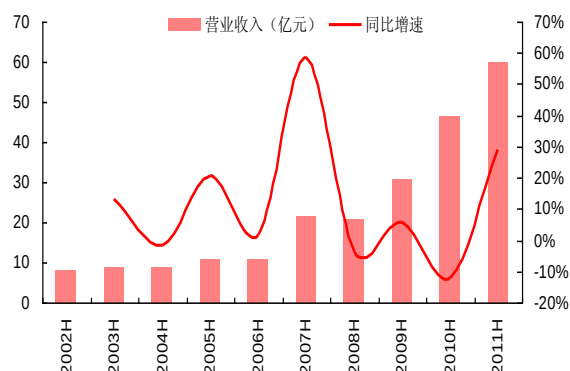
证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H
梅花集团	27%	24%	13%	2%	25%	12%	-1%	44%
恒顺醋业	32%	28%	3%	3%	12%	2%	4%	-3%
中粮生化	10%	5%	5%	5%	30%	21%	45%	1%
安琪酵母	32%	36%	16%	18%	24%	29%	27%	36%
星湖科技	25%	44%	20%	23%	-27%	33%	-35%	226%
莲花味精	1%	12%	-10%	14%	15%	13%	-182%	-7%

资料来源：WIND, 中信建投研发部

3.3 其他食品制造：成长性较好，盈利空间被压缩局面尚未打开

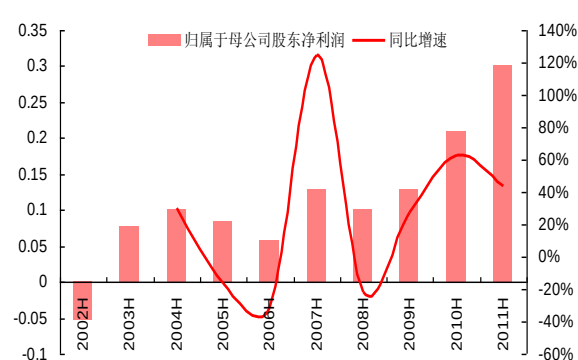
其他食品制造板块（包括量子高科、涪陵榨菜、黑牛食品、双塔食品、保龄宝、佳隆股份、三全食品、上海梅林、海通集团、哈高科、洽洽食品、易食股份）上半年累计实现营业收入 60 亿元，同比增长 29%，较去年同期上升了 17 个百分点；上半年实现净利润 3.6 亿元，较去年同期增长 44%，增速虽有所下降，但仍处于较高水平。

图 32:其他食品制造板块中期营业收入同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部 备注: 增速以平均值计算

图 33:其他食品制造板块中报净利润同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

表 12: 其他食品制造上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H
海通集团	18%	24%	-2%	-7%	44%	19%	55%	-555%
上海梅林	8%	9%	-1%	0%	23%	-5%	91%	61%
易食股份	45%	44%	6%	11%	22%	-60%	-43%	99%
量子高科	33%	49%	14%	29%	5%		-48%	
哈高科	15%	11%	16%	-9%	-35%	32%	219%	-61%
双塔食品	18%	24%	10%	11%	69%		48%	
佳隆股份	39%	36%	20%	21%	5%		2%	
保龄宝	21%	21%	6%	7%	41%	32%	30%	3%
涪陵榨菜	34%	34%	12%	11%	23%		24%	
黑牛食品	36%	34%	13%	13%	18%	16%	18%	48%
洽洽食品	24%	29%	7%	8%	33%		17%	
三全食品	35%	36%	6%	6%	41%	25%	54%	16%

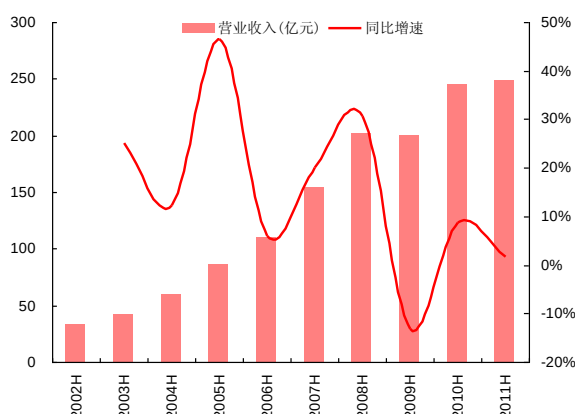
资料来源: WIND, 中信建投研发部

从盈利能力的角度观察, 该子行业中仅有哈高科、涪陵榨菜、黑牛食品有小幅提升, 但大多数都受到通胀影响, 毛利率、净利率出现下降; 而从成长指标查看, 除了哈高科收入增速出现下降, 其他上市公司较去年同期都出现增长, 和其他食品制造板块类似, 行业的消费环境良好, 但通胀的持续压缩了企业的盈利空间。

三、农副产品加工：收入略微增长，利润下滑严重

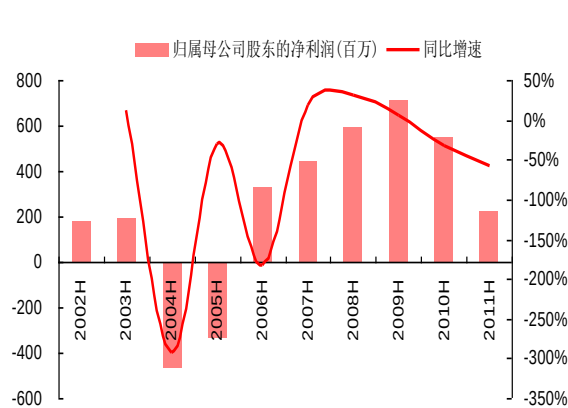
农副产品加工板块（包括国投中鲁、中粮屯河、新中基、双汇发展、顺鑫农业、天宝股份、高金食品、得利斯、金字火腿）的中报业绩表现较差，上半年累计实现营业收入 249 亿元，较去年同期仅增长 2%，下降了 7 个百分点；而归属于母公司净利润绝对额出现了下滑，上半年累计实现 225 亿元，同比下降 59%。

图 34:农副产品加工板块中期营业收入同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

图 35:农副产品加工板块中期净利润同比情况



资料来源: wind, 中信建投研发部

表 13: 农副产品加工上市公司毛利率、净利率情况

证券简称	销售毛利率		销售净利率		营业总收入(同比增长率)		归属母公司股东的净利润(同比增长率)	
	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H	2011H	2010H
金字火腿	43%	42%	30%	29%	8%		13%	
顺鑫农业	27%	27%	8%	5%	8%	18%	73%	103%
国投中鲁	24%	13%	6%	-8%	93%	-30%	188%	-313%
天宝股份	18%	14%	12%	10%	8%	60%	29%	123%
中粮屯河	17%	30%	-3%	6%	62%	-6%	-166%	-48%
得利斯	11%	15%	4%	6%	37%	22%	10%	-32%
双汇发展	8%	9%	1%	3%	-7%	28%	-85%	28%
高金食品	3%	5%	-6%	-3%	-8%	26%	-89%	-478%
新中基	3%	5%	-27%	-37%	15%	0%	20%	-761%

资料来源: WIND, 中信建投研发部

同时我们看到板块内多数上市公司的毛利率呈现下降态势，说明整体来看，食品加工子行业并没能抵御成本上涨的压力，销售收入同比下降也说明产品的销售缺乏需求支持，这也是企业缺乏提价能力的根本原因。

四、估值与盈利预测

行业评级：维持“增持”评级

1、从行业基本面观察，饮料制造业增长强劲，市场需求旺盛，特别是已经形成板块效应的白酒今明两年仍将维持高增长，葡萄酒、软饮料市场潜力巨大，将保持较快增长，我们看好张裕、露露；而啤酒、乳制品行业，随着行业集中度继续提升，虽进程较慢，但这一趋势不可逆转，龙头企业在这个过程中受益较大，后期有望伴随营销费用的下降，提升公司的盈利能力，我们看好青啤、伊利的发展。其他食品，我们认为下半年成本有望，盈利空间将会打开以及业绩将出现拐点的安琪酵母可考虑增持。

2、从 PE 估值来看，食品饮料板块相对估值环比开始下降，11 年动态市盈率为 29 倍，相对溢价为 125%。其中白酒板块 11 年的市盈率为 29.5 倍，相对溢价为 130%，从历史数据看，食品饮料的合理相对溢价在 50%—80%之间，现在估值水平稍高，但我们认为伴随 11 年业绩的实现，板块的估值水平会步入合理区域。当前由于中报行情结束，短期利好兑现，板块出现回调较为正常。但下半年行业增速还将维持、高端白酒价格上涨预期强烈，产品升级继续演绎，我们认为当前白酒股的下跌正是一个增仓的好机会，为后期反弹积蓄力量。

表 14：主要覆盖上市公司估值水平

板 块	子板块	股票代码	股票简称	评级	最新价格 (元)	预测每股收于		市盈率 PE	
						11E	12E	11E	12E
1、 饮 料 制 造	白 酒	000568.SZ	泸州老窖	买入	44.70	1.97	2.58	23	17
		000596.SZ	古井贡酒	增持	95.85	2.33	3.59	41	27
	酒 鬼 酒	000799.SZ	酒 鬼 酒	增持	23.58	0.36	0.50	66	47
		000858.SZ	五 粮 液	增持	39.40	1.70	2.30	23	17
	金种子酒	600199.SH	金种子酒	增持	20.10	0.55	0.87	37	23
		600519.SH	贵州茅台	买入	211.86	8.00	11.2	26	19
	老白干酒	600559.SH	老白干酒	增持	32.26	0.59	0.77	55	42
		600779.SH	水 井 坊	增持	24.28	0.65	0.84	38	29
	山西汾酒	600809.SH	山西汾酒	买入	80.75	1.98	2.82	41	29
		002304.SZ	洋河股份	买入	145.59	3.69	5.00	39	29
	啤 酒	000729.SZ	燕京啤酒	增持	16.75	0.82	1.01	20	17
		600600.SH	青岛啤酒	增持	34.17	1.38	1.70	25	20
	珠江啤酒	002461.SZ	珠江啤酒	中性	15.53	0.16	0.18	96	84
		000869.SZ	张裕 A	增持	108.30	3.72	4.85	29	22
	其他饮料 制造	000848.SZ	承德露露	增持	17.21	0.61	0.86	28	20
		600059.SH	古越龙山	增持	12.52	0.29	0.36	43	35
	海南椰岛	600238.SH	海南椰岛	增持	11.09	0.36	0.72	31	15
		600616.SH	金枫酒业	增持	11.14	0.38	0.45	29	25
2、 食 品 制	乳 制	600429.SH	三元股份	中性	7.39	0.04	0.05	187	154
		600597.SH	光明乳业	增持	9.36	0.26	0.32	36	29
	品 品	600887.SH	伊利股份	买入	19.36	1.53	1.91	13	10
		002329.SZ	皇氏乳业	增持	21.24	0.91	1.28	23	17

造	调	600298.SH	安琪酵母	买入	34.55	1.24	1.74	28	20
	味	600305.SH	恒顺醋业	增持	15.72	0.36	0.46	44	34
	品	600866.SH	星湖科技	买入	8.80	0.63	0.82	14	11
		600873.SH	梅花集团	不评级	12.13	0.34	0.40	36	31
	其它食品	002216.SZ	三全食品	增持	37.80	0.87	1.14	44	33
		002286.SZ	保龄宝	增持	18.81	0.78	1.08	24	17
3、农副产		000860.SZ	顺鑫农业	增持	18.70	0.96	0.99	20	19
	品加工	000895.SZ	双汇发展	增持	70.28	2.61	2.74	27	26
		002330.SZ	得利斯	中性	8.68	0.31	0.50	44	27
		002515.SZ	金字火腿	增持	13.58	0.86	1.17	32	23

资料来源：WIND, 中信建投研发部

五、投资策略

经过近一个月的调整，食品饮料板块整体防御性依然较强。通过我们对食品饮料行业中报的分析，并结合我们宏观和策略团队，对未来中国宏观经济及市场走势和行业配置的判断，并考虑到板块的后期的成长性突出，我们认为当前的调整或为食品饮料行业增仓时机，为后续的反弹积蓄力量。具体推荐如下：

1、白酒板块：山西汾酒、贵州茅台、五粮液

1.1 山西汾酒：厚积薄发，迈上复兴之路

汾酒的“清香型”白酒已深入人心，清香鼻祖地位不可撼动，汾酒在品牌上属于全国一流品牌，其影响力不容忽视，这是二线品牌所无法比拟的；营销上，汾酒向二线品牌靠拢，比一线大品牌公司转变得更为彻底，其深度营销和对终端的掌控力度较一线白酒更有优势；保健酒“竹叶青”并不是新产品，比新开发的保健酒更具文化底蕴，市场认可度高、支持力度大。其顺应市场潮流，主打植物养生概念，能够快速得到消费者的认同。2010年销量达3300吨，未来或将成为公司新增长点，有望实现15亿收入；产品定位清晰，提价空间大。2011年公司继续调整产品结构，主推以“青花瓷”为代表的中高端，此外，公司与银基合作，将两款高端白酒全球经销权授予银基，在高端市场占有一席之地，不仅提升公司品牌还可提高整体的盈利能力。

公司基数低，未来增长潜力巨大。上半年公司实现收入29亿元，净利润7.7亿元，同比增长分别达到80%和97%。汾酒发展的思路十分明确，2015年实现汾酒的百亿销售，股份公司每年新增10个亿的销售规模，预计这一目标将可能提前至2013年实现。我们看好汾酒的持续改善和成长性，公司2011年—2012年业绩预测：EPS分别为1.98元、2.82元。我们认为汾酒未来3-5年继续保持高增长较为确定，短期该股出现回调，可适当增持，目标价为90元。

1.2 贵州茅台：地位确立，曲高和寡

伴随着中国成为全球第二大奢侈品消费大国，茅台以他独特的“国酒身份”政治光环以及国窖1573“自明代沿用至今的国宝窖池”形成了奢侈品的必要条件即“稀缺性”，并逐步脱离普通白酒身量，开始以奢侈品身份续战江湖。02年开始营销费用率逐年下降，而同期毛利率、净利润始终处于上升通道，可见茅台拥有了奢侈品每年提价的物理条件，同时维持其“供不应求”的状态；茅台出厂、零售价差达1倍，未来继续大幅提价预

期明确，产量适当放量也将驱动收入快速增长。

公司提出“十二五”时期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）。将 260 亿元提升到 400 亿元，这一增长主要来自于产量的提高以及生产线的扩张。“十一五”期间每年增加产能 2000 吨，考虑到茅台酒要储存 5 年，预计未来 5-10 年，销量每年有望增长 15%（我们的观点）。2010 年公司茅台酒及系列产品基酒 3.3 万吨，“十二五”期间每年又将以 2600 吨的速度增长，2015 年，公司白酒总产量有望达到 8-10 万吨，其中，茅台酒产量 4 万吨，力争多一点，其他系列酒也将达到 6 万或 8 万吨。

茅台的超高端身位授予其具有较强的提价能力，我们预测未来每年提价幅度 10% 左右，而十二五期间产量的持续增加为公司高速增长奠定了基础，今年上半年公司净利润增长约 60%，超出市场预期，我们调高公司的盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 8 元、11.2 元和 15.12 元，维持“买入”评级。

1.3 五粮液：品牌拉动强，估值优势明显

唐桥出任集团公司董事长后五粮液正式迈入“唐桥”时代，公司未来可在集团层面上统筹发展各项业务，进一步整合集团酒类资产；同时整合白酒行业内资源，开展收购兼并，继续扩大白酒市场占有率。其次在五粮液进一步提升到超高端价位后，可以提高对五粮春品牌的运作能力，尽快提高公司在 300—500 元价格区间内实力产品的竞争力。

相对于泸州老窖和洋河，五粮液具有独特优势：一是五粮液高端产品品牌拉动力更强，团购比重更高，市场竞争优势更为突出；二是公司产品线清晰，高中低端产品均有代表性产品，三是短期内提价预期更为强烈；2011 年存在业绩超预期的可能性。四是估值更有吸引力，公司实施市值管理，将管理层利益与公司业绩和资本市场挂钩，在茅台的推动下，五粮液业绩释放压力较大。上半年公司实现收入 106 亿元，净利润 34 亿元，同比分别增长 40% 和 49%，业绩增长幅度超出市场预期，又于近日发布公告提高五粮液酒出厂价 30%，我们提高公司的盈利预测 11-12 年 EPS 分别为 1.7 元、2.3 元，维持买入评级。

2、乳制品：伊利股份

2.1 伊利股份：短期存在交易性机会

中国乳品行业未来发展空间依然较大，今后乳品消费数量和消费质量都将继续提高；作为行业龙头，伊利的市场占有率仅为 17%，公司未来扩大市场份额速度将超越行业整体增速；公司未来盈利模式仍为“扩大销售，加快营收增长来实现业绩快速增长”。

公司的营销费用率偏高一直是市场诟病的一大问题，以蒙牛、贝因美为参照，伊利的营销费率明显高于对手，有投入和产出不匹配之嫌。公司对此的解释是公司前几年的高投入主要是为品牌建设在打基础，未来 3 到 5 年将会发挥功效。我们认为在定增且要保业绩的压力下，今年宽松的营销费用将会收紧。公司从去年开始推动“双提”工作，即提高费用使用效率、提高盈利能力，我们认为今年在业绩压力下将会收到效果，预计 2011 年公司净利率将提高大约 1 个点，达到 3.5%。

公司上半年营收增长 28%，营销费用率为 23.7% 较去年同期下降了 1 个百分点，符合我们的观点。我们预计全年增速在 20% 左右，净利率将达到 3.5%，加上股权转让收入，预计 2011 年归属母公司所有者净利润 12.2 亿元，不考虑摊薄，对应 EPS 1.53 元。考虑增发摊薄，EPS 1.20 元。增发将有利公司长远发展，虽然将对 EPS

造成摊薄，但目前股价已经接近增发价，存在交易性机会，预计 2010-2012 年 EPS 为 0.91 元、1.38 元和 1.55 元，给予买入评级，6 个月目标价为 48 元。

3、红酒：张裕 A

3.1 张裕：毛利稳步向上，业绩加速增长产品

随着酒庄建设的风起云涌以及产区品牌推广，张裕盈利能力将继续保持较高水平。上半年净利润超预期增长 50%。净利润的大幅增长主要由于销量和均价的上升。整体上看，高档酒庄酒、解百纳等中高档产品销量旺盛，产品结构进一步优化带来毛利率提升 3.5 个百分点。此外，公司调整了对经销商的考核政策，分渠道销售列入考核指标，这将提升销售人员的积极性。

收入、利润增长的再次提速，强有力的营销手段，推动张裕快速发展。我们预计公司今年整体销量增长超 12%，净利润增长 40%，高于行业平均水平。我们判断 11-13 年 EPS 分别为 3.72 元、4.85 元和 6.08 元。给予公司 2011 年 35 倍市盈率，目标价为 130 元，“买入”评级。

4、啤酒：青岛啤酒

4.1 青岛啤酒：市场拓展初见成效，销量增速首超行业 9 个百分点

上半年全行业啤酒产量 2350 万千升，同比增长 11.4%，增速明显加快，主要由于去年同期受天气影响仅增长 3%，导致基数较低。一般来说，目前行业增速大概可以维持在 5-6% 的水平。而上半年公司实现销量 375 万千升，同比增速超越行业 9.2 个百分点，完成了公司长期制定的增速快于行业 2 个百分点的目标。销量加速增长，公司市场份额较 10 年末提升了 1.8 个百分点，达到 16%。公司的目标是到 2014 年市场占比能达到 20%。

在行业整合还未结束前，扩大市场份额将成为公司第一重任，而副品牌又是扫荡低端市场的有力武器，我们判断未来副品牌的占比会逐步提升，短期内或许出现毛利率下降的可能。但我们认为公司由“做强做大”转向“做大做强”有利于长期发展，除了遏制竞争对手快速扩张外，还可弥补公司在市场份额上与华润形成的差距。扩大副品牌的销量，可占领一些二三线城市的啤酒消费市场，促进公司提出的 14 年销量达到 1000 万千升目标的完成。同时，在逐渐走向寡头垄断的竞争格局中寻求上位，争夺领导力。

由于目前公司进口大麦的采购合约已签订至明年 3 月，成本锁定在 350-360 美元/吨，同比上涨 40%。我们保守估计公司 2011 年收入增长可达到 18%，考虑到全年的成本压力，毛利率水平维持在 44%，净利润增长 22%。预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.38 元、1.70 元、2.12 元。

5、其他：承德露露、安琪酵母

5.1 承德露露：期待 2012

成本下降为看点，今年毛利率将小幅提升：虽然上半年苦杏仁价格大幅上涨 70%，不过今年丰产市场上杏仁价格已有所回落，目前公司在积极备货，预计全年收购均价在 2.6 万元/吨上下，较去年同期下降大约 16%。根据我们前期报告《成本波动把握投资节奏》中测算，露露的成本弹性为 0.29，因此由于杏仁成本下降将带来毛利润提升 4.6%。我们判断全年毛利率有可能达到 36%。

郑州新厂预计明年3月投产，解决产能不足问题：公司过去10年都未扩充产能，年末和年初旺季产品供求关系紧张，加上承德市运输条件的局限，更加凸显迫切扩能的需求。公司自筹资金2亿元在郑州建设年设计能力10万吨生产项目。据我们了解的情况，郑州新厂投产最早将在明年3月。

盈利预测：承德露露今年依旧制约于产能瓶颈，但全年苦杏仁收购成本较去年下降16%，加之去年11月的提价效应不断显现，当前公司正在大力备货中秋到元旦的持续旺季，预计全年收入增长20%，乐观预计净利润增长25%左右，三季度后公司将迎来业绩拐点，2012年产能扩张明确，商标清理问题进展加速，爆发性增长可期。预测11-12年EPS为0.61元、0.86元，当前估值优势明显，维持“增持”评级。2010年恢复性发展，收入、利润得到较快增长，公司积极筹备异地新厂，解决产能瓶颈；露露集团更名，解决多年商标顽疾；公司丰富产品线，引领行业标准。虽然露露中报表现不尽如意，但排除春节提前以及去年基数高因素，表现尚符合我们的判断。

5.2 安琪酵母：下半年经营情况会好转

上半年多方不利因素叠加，公司经历最艰难时期：上半年糖蜜价格多数时间在1300元/吨的高位盘旋，相比2009不到400元的价格上涨300%以上，原料价格的大幅上涨给酵母产品毛利率造成很大压力；受到国家食品安全检查影响，以及人民币升值、北非局势动荡等因素使得公司销售收入放缓，公司经历最困难时期。

2012年后公司将迎来新一轮发展：1、随着柳州、云南以及埃及项目的陆续投产，公司各类产品产销量将有明显提高2、产品结构和市场结构将得到进一步优化，盈利能力还将稳步提升。3、酵母抽取物作为公司未来最具市场潜力产品有望发展成为继酵母之后又一拳头产品，目标收入将达到10亿元。4、公司埃及项目投产后，糖蜜成本将比国内下降一半，市场运输半径比出口大为缩减，盈利水平将高于国内工厂，成为公司又一重要利润增长点，出口中东地区的产品转而境内销售或出口东南亚，市场结构也将得到优化。

盈利预测：预计公司2011-2013年EPS分别为1.24元、1.74元、2.26元，对应市盈率分别为29倍、20倍、16倍。我们认为今年上半年已是公司最困难时期，之后经营状况将逐步好转，半年报利空因素基本释放。给予2011年35倍市盈率，6个月目标价44元，维持“买入”评级。



分析师介绍

郑绮: 食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5 年投资银行工作经验, 11 年证券研究经验, 曾在 2006 年、2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围, 获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生: 经济学博士, 曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。农业、食品饮料行业分析师, 2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。2010 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。