

食品饮料 2011 年四季度投资策略

行业评级



前次评级

买入

高端品安全第一，大众品强者恒强

汤玮亮 分析师
电话: 020-87555888-8634
eMail: twl@gf.com.cn
执业编号: S0260511020009

胡鸿 分析师
电话: 0755-82739763
eMail: hh6@gf.com.cn
执业编号: S0260511010017

高端消费品 4 季度投资主线：安全第一

高端消费品我们有三条选股思路：（1）白酒首先考虑安全性，寻找业绩稳定、估值较低的品种。我们短期仍维持白酒行业谨慎的观点。我们将五粮液放在推荐的首位，五粮液现阶段估值水平处于白酒行业最低水平，而团购业务推动进销差价持续扩大、可能带来业绩超预期的增长。（2）寻找高增长确定性较强的品种，为明年做储备。我们看好二线白酒未来的成长性，受益于中西部经济的快速发展，区域集中度提升、费用率下调，受益于曾经十分庞大的消费群体。看好山西汾酒和古井贡酒。（3）有望复制过去洋河股份、山西汾酒、古井贡酒成长路径的品种，看好沱牌曲酒和古越龙山。

大众消费品 4 季度投资主线：强者恒强

大众消费品我们也有三条选股思路：（1）寻找上游价格可能回落的子行业，可选择的标的为受益糖蜜价格下跌的公司；（2）寻找品牌议价能力高的公司，选择各自行业里面具备明显价格优势的品牌公司，如伊利股份、双汇发展、恒顺醋业和承德露露；（3）选择近期基本面有改善的公司，包括双汇发展和恒顺醋业。

风险提示

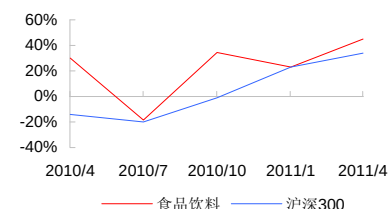
白酒：宏观经济下滑、2011 年下半年行业的利润增速可能放缓。大众消费品：原料成本的压力超出我们的预期。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
五粮液	36.4	1.16	1.70	2.29	31.5	21.4	15.9	0.52	55.0	买入
山西汾酒	76.0	1.14	2.18	3.23	66.6	34.9	23.5	0.51	113.0	买入
泸州老窖	40.0	1.58	2.06	2.63	25.3	19.4	15.2	0.67	71.2	买入
伊利股份	18.5	0.49	0.84	1.13	38.0	22.0	16.4	0.42	22.3	买入
青岛啤酒	32.1	1.13	1.40	1.87	28.5	22.9	17.1	0.79	42.5	买入
贵州茅台	194.1	5.35	7.52	10.03	36.3	25.8	19.4	0.80	275.0	买入
沱牌曲酒	20.8	0.23	0.34	0.57	91.8	60.4	36.4	1.03	27.5	买入
张裕 A	106.2	2.72	3.68	4.68	39.1	28.9	22.7	0.93	128.0	买入
恒顺醋业	13.8	0.25	0.36	0.43	55.1	38.3	32.0	1.23	17.0	买入
双汇发展	67.7	1.80	1.23	3.30	37.6	55.1	20.5	1.56	99	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-7.02	3.01	9.86
沪深 300	-5.37	-9.74	-6.58

目录索引

一、2011 年 4 季度策略主要观点	3
二、白酒：短期谨慎、一年看好	3
三、黄酒：行业产品结构快速升级	6
四、大众消费品：上游原料成本抑制行业利润，但收入仍实现较快增长	9
五、四季度投资策略	11
（一）高端消费品 4 季度投资主线	11
（二）大众消费品 4 季度投资主线	11
六、重点推荐企业	13
（一）五粮液-团购业务给力，进销差价仍处于高位	13
（二）山西汾酒-未来成长逻辑清晰，股价回调提供建仓机会	13
（三）古越龙山-依托品牌和陈酒资源快速发展	14
（四）沱牌曲酒-渠道发力、价值回归	14
（五）双汇发展：盈利能力正在逐渐改善	14
（六）伊利股份：公司净利提升+行业红利 +丰富产品结构	15
（七）恒顺醋业：基本面改善+行业成长空间	15
七、风险提示	16
附：行业其它相关数据	16

一、2011年4季度策略主要观点

白酒，短期谨慎、一年看好。2011年1-9月白酒行业累计超额收益为22.1%。我们认为，未来12个月白酒继续获得超额收益的可能性较大，理由：（1）白酒行业继续保持了良好的发展态势，基本面情况好于其它酒种；（2）未来3年白酒成长的逻辑清晰，包括一线白酒和二线白酒。但从市场情绪的角度考虑，短期维持谨慎的观点：（1）9月份虽然白酒行业出现回落，但今年超额收益幅度仍较大，短期内向上的空间不大；（2）机构总体仓位较重，关于行业的负面消息容易被放大。现阶段，白酒行业短期内选股思路首先考虑安全性，我们将五粮液放在推荐的首位，五粮液现阶段估值水平处于白酒行业最低水平，而团购业务推动进销差价持续扩大、可能带来业绩超预期的增长。还看好山西汾酒、古井贡酒、贵州茅台、泸州老窖，关注沱牌曲酒。古井、汾酒、沱牌的复兴有共性，都受益于曾经十分庞大的消费群体。

葡萄酒是我们长期最看好的子行业，基于健康和人均消费基数的理由，成长的确定性好于其它酒种。7-8月份葡萄酒产量增速大幅回升，同比增长29%。2L以下进口葡萄酒占中国葡萄酒消费量的比重持续提升，2011年1-6月2L以下葡萄酒进口量同比增长60%。张裕长期看好，但考虑到估值已不便宜、短期不做推荐。

啤酒进口大麦价格已经企稳，预计3季度啤酒行业仍需消化高价大麦，2011年7月份啤酒行业利润总额出现较大幅度的下滑、同比增长-23.8%。但现阶段啤酒行业最悲观的预期正在过去，明年可以看到原料成本的回调，因此我们看好青岛啤酒估值修复带来的投资机会。

大众消费品，上游原料成本抑制行业利润，但收入仍实现较快增长。我们有三条选股思路：（1）寻找上游价格可能回落的子行业，可选择标的为受益糖蜜价格下跌的上市公司；（2）寻找品牌议价能力高的公司，选择各自行业里面具备明显价格优势的品牌公司，如伊利股份、双汇发展、恒顺醋业和承德露露；（3）选择近期基本面有改善的公司，包括双汇发展和恒顺醋业。

二、白酒：短期谨慎、一年看好

2011年1-9月白酒行业累计超额收益为22.1%。我们认为，未来12个月白酒继续获得超额收益的可能性较大，理由：（1）白酒行业继续保持了良好的发展态势，基本面情况好于其它酒种；（2）未来3年白酒成长的逻辑清晰，包括一线白酒和二线白酒。

但从市场情绪的角度考虑，短期内维持谨慎的观点：（1）9月份虽然白酒行业出现回落，但今年超额收益幅度仍较大，短期内向上的空间不大；（2）机构总体仓位较重，关于行业的负面消息容易被放大。

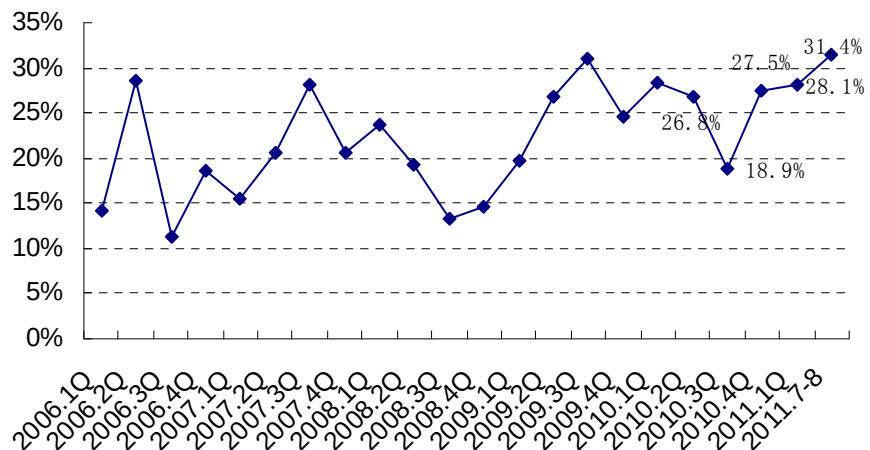
现阶段，白酒行业短期内选股思路首先考虑安全性。我们将五粮液放在推荐的首位，五粮液现阶段估值水平处于白酒行业最低水平，而团购业务推动进销差价持续扩大、可能带来业绩超预期的增长。

看好山西汾酒、古井贡酒、贵州茅台、泸州老窖，关注沱牌曲酒。古井、汾酒、沱牌的复兴有共性，都受益于曾经十分庞大的消费群体。

根据各项指标判断，白酒行业继续保持了良好的发展态势，包括产量、经济效益数据、草根调研数据。

2011年7、8月份白酒产量同比增长31.4%，继续保持了快速增长的态势。产量数据反映了规模以上白酒企业产量的增长，全国白酒的消费量增速没有这么高，预计只有个位数的增长。因此产量数据可以理解行业正处于消费的快速升级期，中档酒替换低档酒、高档酒替换中档酒。

图 1: 中国白酒产量季度变化情况



数据来源：国家统计局

7月份白酒工业销售产值继续保持较快增幅，同比增长37.8%，高于酒类其他子行业，啤酒增长13.6%、黄酒增长29.9%、葡萄酒增长23.1%。

2011年7月份白酒行业规模以上企业实现销售收入249亿元，同比增长28.8%，利润总额同比增长72.8%，也高于其他酒种。

表 1: 酒类工业销售产值 单位: 百万元

	白酒		啤酒		黄酒		葡萄酒	
	销售产值	同比	销售产值	同比	销售产值	同比	销售产值	同比
2009.1-5	75384	21.7%	46414	10.5%	3667	10.5%	7628	0.4%
2009.6-8	44385	31.0%	41242	10.8%	1727	18.0%	5305	28.0%
2009.9-11	56457	32.8%	30319	11.4%	2623	12.1%	6596	31.2%
2010.1-2	45260	33.4%	15543	10.3%	1972	19.4%	3806	30.7%
2010.3-5	57845	41.6%	33706	7.7%	2445	21.2%	6323	27.7%
2010.6-11	131547	30.8%	78586	13.0%	5100	19.9%	14954	22.9%
2011.1-3	88221	34.5%	30309	19.0%	2924	16.2%	7272	26.2%
2011.4-6	78202	40.0%	44158	18.4%	2456	16.7%	7258	29.7%
2011.7	21906	37.8%	17482	13.6%	740	29.9%	2507	23.1%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2: 酒类收入、利润增幅 2009-2011.7

白酒		啤酒		葡萄酒		黄酒	
收入	利润	收入	利润	收入	利润	收入	利润

2009.1-2	20.2%	29.7%	14.7%	-58.4%	0.7%	-11.1%	5.0%	-14.5%
2009.3-5	23.4%	-3.1%	7.3%	28.7%	12.1%	17.5%	4.3%	-4.9%
2009.6-8	30.6%	60.8%	12.7%	43.2%	27.2%	19.8%	6.2%	22.7%
2009.9-11	42.8%	32.6%	8.7%	34.8%	32.1%	53.4%	-1.4%	24.6%
2010.1-2	39.8%	42.0%	11.0%	258.6%	18.3%	17.3%	25.6%	13.4%
2010.3-5	43.6%	47.7%	7.0%	-0.4%	25.5%	28.1%	19.5%	25.1%
2010.6-8	24.2%	21.4%	12.0%	17.5%	30.1%	40.8%	38.7%	9.1%
2010.9-11	22.6%	27.5%	11.3%	76.7%	30.4%	10.3%	7.9%	60.5%
2011.1-3	36.8%	40.1%	18.8%	37.8%	27.4%	31.5%	15.4%	49.8%
2011.4-6	39.5%	44.3%	22.2%	43.1%	26.0%	55.5%	15.6%	42.6%
2011.7	28.8%	72.8%	19.0%	-5.4%	28.3%	-5.4%	-4.6%	170.4%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：白酒行业经济效益情况 单位：百万元

	销售收入	同比	利润总额	同比
2009.1-2	33492	20.2%	4794	29.7%
2009.3-5	43248	23.4%	5953	-3.1%
2009.6-8	47583	30.6%	5804	60.8%
2009.9-11	61487	42.8%	6938	32.6%
2010.1-2	46900	39.8%	6849	42.0%
2010.3-5	61470	43.6%	8844	47.7%
2010.6-8	60258	24.2%	7055	21.4%
2010.9-11	73534	22.6%	9113	27.5%
2011.1-3	88098	36.8%	13116	40.1%
2011.6	30206	46.8%	3961	62.7%
2011.4-6	84564	39.5%	12550	44.3%
2011.1-6	172662	38.1%	25666	42.1%
2011.7	24922	28.8%	3396	72.8%

数据来源：国家统计局

经销商层面调研情况来看，行业也保持了较好的发展态势，五粮液一批价已经从提价前的740-780元上升至850-900元/瓶。8月份开始五粮液经销商停止打款，10月份再恢复打款。国窖1573一批价710元/瓶，水井坊一批价540元/瓶。茅台一批价1250-1300元/瓶。

我们认为未来3年白酒成长的逻辑清晰，包括一线白酒和二线白酒未来白酒行业，可以关注以下方向：

1. 二线白酒：中西部经济的快速发展、区域集中度提升、费用率下调。
2. 一线白酒各有独特的潜力
3. 并购整合带来机会
4. 关注度较低的二线白酒个股业绩反转仍有机会出现黑马

详细观点可参考我们的中期投资策略报告。

从8月份开始，我们对白酒的看法趋于谨慎。分析白酒近期的表现，我们前期对白

酒短期谨慎的观点正在逐步得到验证。食品饮料板块9月份出现回调。2011年9月份食品饮料累计超额收益为-2.95%，其中占食品饮料市值最大的白酒行业超额收益-4.17%。

表 4: 食品饮料及子行业超额收益

行业分类	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	超额收益
黄酒	-7.38 %	-1.04 %	-3.57 %	-0.82 %	2.26 %	-5.40 %	14.52 %	6.26 %	-6.15 %	-4.45 %
肉制品	1.00 %	-7.18 %	-7.71 %	-23.31 %	12.51 %	5.36 %	12.68 %	-0.39 %	1.86 %	-7.60 %
调味发酵品	-11.84 %	3.50 %	-2.97 %	2.21 %	-0.34 %	-2.90 %	5.21 %	5.93 %	-2.28 %	-4.74 %
乳品	-5.67 %	2.80 %	-7.69 %	-1.55 %	5.89 %	-6.94 %	14.34 %	7.68 %	-1.31 %	7.35 %
白酒	-4.01 %	-2.76 %	0.05 %	3.01 %	6.95 %	4.37 %	9.66 %	6.21 %	-4.17 %	22.17 %
啤酒	-1.40 %	5.79 %	7.39 %	-6.02 %	0.39 %	3.11 %	13.25 %	1.60 %	-2.79 %	20.49 %
葡萄酒	-4.43 %	-4.06 %	0.81 %	4.11 %	4.38 %	-0.58 %	11.63 %	0.33 %	1.54 %	12.08 %
食品饮料6	-3.97 %	-1.04 %	-0.43 %	-2.48 %	5.50 %	2.22 %	10.52 %	4.78 %	-2.95 %	14.53 %

数据来源：广发证券发展研究中心

随着9月份的回调，一线白酒、二线白酒估值水平总体有所回落。茅台2011年PE回落至25倍左右，泸州老窖、五粮液回落至20倍左右，山西汾酒、古井贡酒回落至35倍左右。

表 5: 食品饮料重点公司估值水平一览表

证券简称	10PE	11PE	12PE	历史 PE 参考			05-10 年五年平均 PE
				PE 2005.6.3	PE 2008.11.7	PE 2008.1.15	
贵州茅台	36.3	25.8	19.4	14.8	21.3	56.7	31.9
泸州老窖	25.3	19.4	15.2	62.3	18.6	46.8	40.4
沱牌曲酒	91.8	60.4	36.4	75.4	39.8	139.4	83.6
古井贡酒	66.3	35.8	22.3	162.6	45.1	181.7	100.0
山西汾酒	66.6	34.9	23.5	18.3	18.8	66.2	32.7
五粮液	31.5	21.4	15.9	22.9	25.5	97.2	38.6
水井坊	47.0	39.7	27.8	21.9	13.4	45.3	31.9

数据来源：广发证券发展研究中心

但我们短期仍维持谨慎的观点：（1）9月份虽然白酒行业出现回落，但今年超额收益幅度仍较大，短期内向上的空间不大；（2）机构总体仓位较重，关于行业的负面消息容易被放大。

三、黄酒：行业产品结构快速升级

现阶段市场对普遍不看好黄酒行业的发展，我们认为有两个原因：

1.行业始终无法走出江浙沪，行业成长空间饱受质疑

江浙沪黄酒企业中，古越龙山的全国化做得最好，江浙沪以外市场占比也仅为35%。会稽山浙江本地市场就占60%。全国黄酒行业产量数据中，2009年、2010年江浙沪以外区域黄酒产量占比仅为25%、27%。作为区域性的酒种，黄酒能否被江浙沪以外区域

消费者接受仍有较大的不确定性，全国化难度较大，因此行业的成长空间饱受质疑。

图 2: 2009年各地黄酒产量

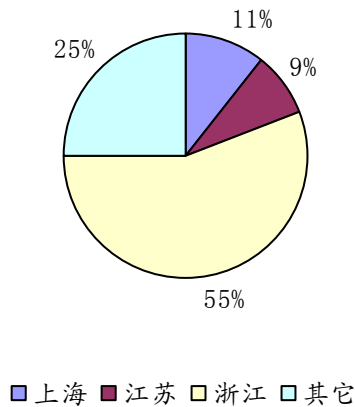
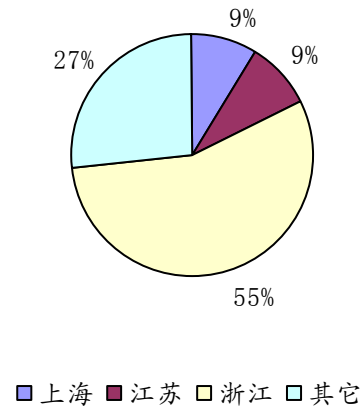


图 3: 2010年各地黄酒产量



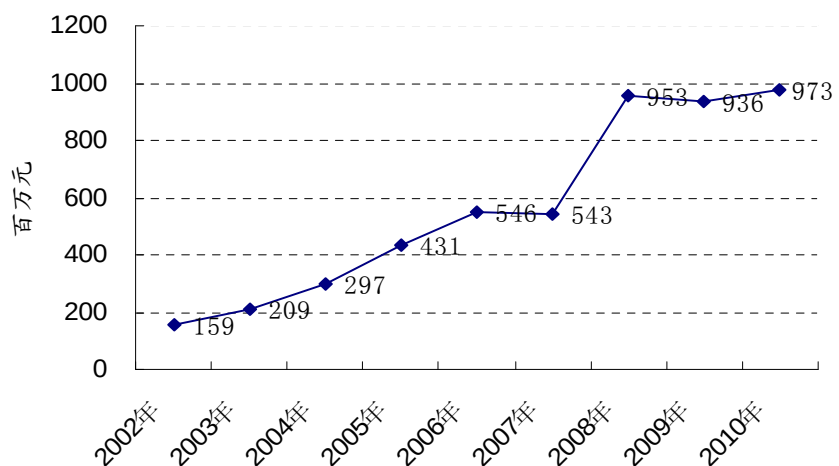
数据来源：广发证券发展研究中心

2010年黄酒行业产销量增速也低于其它白酒和葡萄酒。产销量数据显示，2010年全行业黄酒销量300万，2009年销售270万吨，增长11.1%。规模以上黄酒企业2010年产量增长10.9%。

2.海派黄酒龙头企业金枫酒业近几年发展速度不快

金枫酒业作为海派黄酒龙头，从07年开始销售收入规模就止步不前，成长乏力。

图 4: 金枫酒业酒类业务销售收入



数据来源：广发证券发展研究中心

我们认为，市场其实可以对黄酒行业更乐观，基于以下理由：

1. 黄酒行业利润数据很好，行业正处于快速的消费升级期

黄酒行业利润数据很好，盈利能力提升速度很快：（1）2011年1-6月份行业收入仅增长15.6%，但利润总额同比增长42.6%，增速很快，显示行业正处于快速的消费升级期。。（2）2010年-2011年6月，黄酒行业虽然收入增幅低于白酒和葡萄酒，但利润增幅仅次于白酒。

表 6: 黄酒行业经济效益情况 单位: 百万元

	销售收入	同比	利润总额	同比
2009.1-2	1644	5.0%	174	-14.5%
2009.3-5	1923	4.3%	146	-4.9%
2009.6-8	1648	6.2%	115	22.7%
2009.9-11	2250	-1.4%	189	24.6%
2010.1-2	1965	25.6%	198	13.4%
2010.3-5	2384	19.5%	178	25.1%
2010.6-8	2196	38.7%	120	9.1%
2010.9-11	2417	7.9%	299	60.5%
2011.1-3	2958	15.4%	352	49.8%
2011.6	853	10.2%	92	27.8%
2011.4-6	2409	15.9%	227	32.7%
2011.4-6	5367	15.6%	579	42.6%
2011.7	687	-4.6%	46	170.4%

数据来源: 国家统计局

表 7: 酒类 2010 年-2011.6 平均利润增幅

	白酒	葡萄酒	黄酒
收入	34.6%	26.8%	18.5%
利润	38.1%	31.1%	36.1%

数据来源: 广发证券发展研究中心

2. 黄酒行业中有望找到类似于二线白酒成长路径的企业

作为中国的传统酒种, 黄酒历史文化底蕴雄厚, 具备类似于白酒消费升级的潜力。

古井贡酒、山西汾酒等二线白酒过去2年高速增长主要来自于省内或周边区域, 并未向全国市场覆盖。因此, 除了全国化的故事之外, 区域消费升级也可以成为黄酒行业重要的成长方向。

分析过去三年古井贡酒、山西汾酒省内收入情况, 古井贡酒08-10年省内收入比重持续上升, 山西汾酒08-10年省内收入占比基本持平, 高速增长的增量部分主要来自于省内收入的增长。

据此分析, 古越龙山仅仅做好江浙沪地区的消费升级, 就有很大的市场空间, 可以复制二线白酒的成长模式。

表 8: 二线白酒企业销售区域构成比例

		2008 年	2009 年	2010 年
古井贡酒	省内	45.5%	53.0%	53.7%
	省外	54.5%	47.0%	46.3%
山西汾酒	省内	63.5%	65.7%	64.2%
	省外	35.3%	34.3%	35.8%
洋河股份	省内	74.5%	72.5%	66.9%
	省外	25.5%	27.5%	32.2%

数据来源: 广发证券发展研究中心

3.会稽山若上市有利于形成板块效应

2009年洋河股份上市，很好地推动了市场对二线白酒看法的转变。我们认为，从2006-2010年，市场对白酒行业的认识分为三个阶段：（1）2006-2008年，市场一致看好一线白酒，二线白酒并不受关注；（2）2009年，经济危机到来，高档白酒销售受影响，一线白酒利润增速放缓，**洋河股份上市**，部分二线白酒如古井贡酒、金种子酒、山西汾酒崭露头角，市场对白酒行业的看法出现分歧；（3）2010年，市场认识完全转向，一致看好二线白酒。

根据媒体报道，会稽山已进入上市辅导期。我们认为，**会稽山若上市有利于形成黄酒板块效应**，吸引市场的关注。

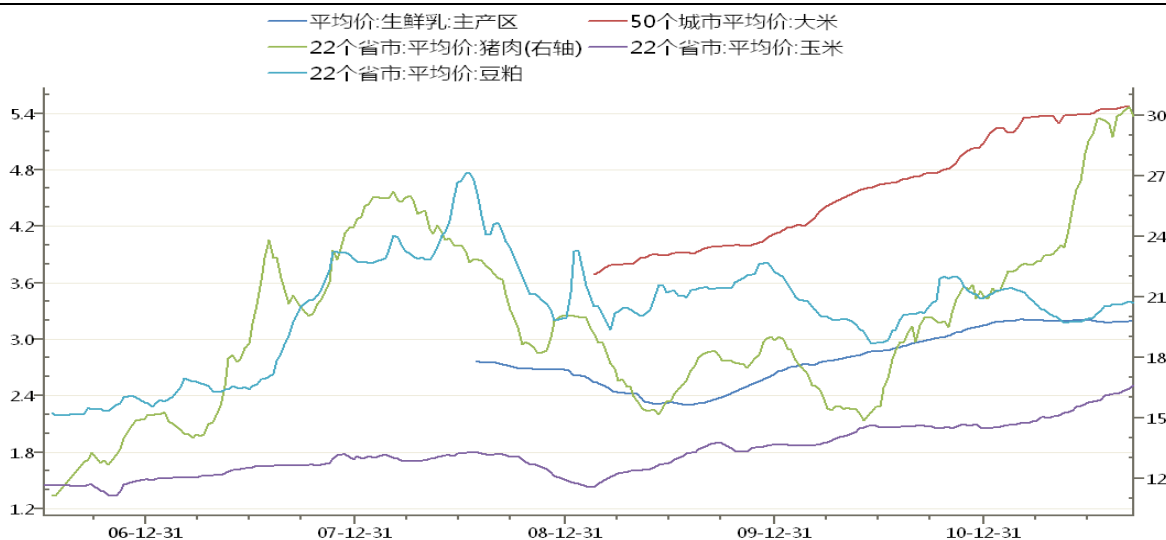
四、大众消费品：上游原料成本抑制行业利润，但收入仍实现较快增长

去年以来，农产品价格上涨明显，尤其是食品企业的上游原材料价格基本呈现上涨情况，近期大部分原料价格上涨步伐减缓，呈现高位震荡局面，如乳制品行业的原奶价格自2季度以来，基本在3.2元/公斤附近震荡；猪肉价格自3季度以来，维持在29元/公斤以上徘徊；从7月份以来粮食大米价格处于5.4元/公斤左右摆动。

部分商品价格仍处于上涨中，如豆粕和玉米价格，此外进口乳清粉价格也继续攀升。

此外，糖蜜价格近期有小幅回落，南宁商品交易所11月远期价格小幅回落至1150元/吨，白糖期货价格从前期7800元/吨高位回落至7000元附近。

图 5：猪肉和原奶价格仍在高位攀升，白糖和糖蜜价格小幅回落



数据来源：Wind资讯

表9：今年以来，南宁商品交易所甘蔗糖蜜价格

时间	合约代码	品名	收盘价	前结价	涨跌幅	持仓量	成交额
2011-9-22	TM02011110	甘蔗糖蜜	1150	1159	-0.78%	128	4
2011-7-22	TM02011110	甘蔗糖蜜	1172	1168	0.34%	176	17

2011-8-22	TM02011110	甘蔗糖蜜	1235	1231	0.32%	217	27
2011-6-22	TM02011110	甘蔗糖蜜	1198	1202	-0.33%	266	41
2011-5-22	TM02011110	甘蔗糖蜜	1220	1209	0.91%	157	18
2011-4-21	TM02011109	甘蔗糖蜜	1299	1304	-0.38%	329	86
2011-3-22	TM02011108	甘蔗糖蜜	1309	1297	0.93%	307	95
2011-2-22	TM02011107	甘蔗糖蜜	1290	1291	-0.08%	420	193
2011-1-22	TM02011106	甘蔗糖蜜	1273	1273	0	476	164

数据来源：南宁商品交易所，广发证券发展研究中心

综合而言，受上游原材料价格上涨以及劳动力成本上升等方面影响，食品加工各子行业的行业利润受到不同程度的挤压，直接影响为大部分企业毛利率有所下滑，小部分企业由于其产品结构或者实现提价使得毛利率保持稳定，而国投中鲁是由于上游原料苹果价格下跌使得毛利率迅速回升。

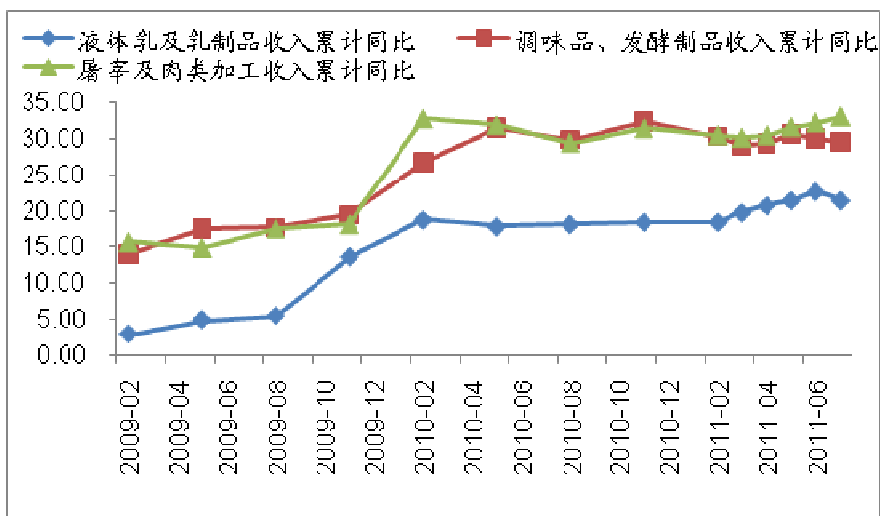
但上半年行业增速却保持较快增长，如乳制品行业1-7月份规模以上企业增速为31.34%，肉制品行业收入增速为32.89%，调味品行业增速为29.33%，仅有调味品与去年同期相比小幅下滑，而乳制品行业规模以上企业景气度持续提升，肉制品行业由于3.15事件，规模以上企业数量增加，使得其行业收入增速加快。

表10：上市公司收入增长基本实现正增长，但毛利率上涨的企业却不多

证券简称	中报收入同比增速	毛利率变化百分点(%)	证券简称	中报收入同比增速	毛利率变化百分点(%)
量子高科	5.15%	-15.7818	三全食品	41.40%	-1.2783
晨光生物	98.60%	-8.7171	保龄宝	41.46%	-0.2357
双塔食品	68.61%	-5.7501	伊利股份	28.44%	-0.2001
洽洽食品	32.58%	-4.8145	贝因美	18.18%	-0.0286
安琪酵母	24.22%	-4.2456	皇氏乳业	23.44%	1.2223
深深宝 A	42.73%	-3.5786	金字火腿	7.90%	1.7575
*ST 南方	45.61%	-2.3338	黑牛食品	17.52%	2.3003
承德露露	-1.80%	-2.1555	恒顺醋业	11.51%	3.5438
光明乳业	28.18%	-1.9466	天宝股份	8.12%	4.2009
双汇发展	-7.95%	-1.7179	三元股份	14.99%	5.6498
三全食品	41.40%	-1.2783	国投中鲁	92.87%	10.9891

数据来源：Wind资讯

图 6：今年以来，乳制品、肉制品和调味品收入仍保持较快增长



数据来源：Wind资讯

五、四季度投资策略

（一）高端消费品4季度投资主线

第一、白酒首先考虑安全性，寻找业绩稳定、估值较低的品种。

我们短期内仍维持白酒行业谨慎的观点：（1）9月份虽然白酒行业出现回落，但今年超额收益幅度仍较大，短期内向上的空间不大；（2）机构总体仓位较重，关于行业的负面消息容易被放大。

白酒短期选股思路首先考虑安全性。我们将五粮液放在推荐的首位，五粮液现阶段估值水平处于白酒行业最低水平，而团购业务推动进销差价持续扩大、可能带来业绩超预期的增长。

第二、寻找高增长确定性较强的品种，为明年做储备。我们看好二线白酒未来的成长性，受益于中西部经济的快速发展，区域集中度提升、费用率下调，受益于曾经十分庞大的消费群体。看好山西汾酒和古井贡酒。

第三、有望复制过去洋河、汾酒、古井成长路径的品种。基于对洋河股份、古井贡酒、山西汾酒等二线白酒的复兴历程分析，二线白酒的资源禀赋可以考虑三个要素：品牌价值、消费群体、销售区域。从资源禀赋考虑，我们认为沱牌曲酒和古越龙山有望复制过去两年汾酒、古井的成长路径。

（二）大众消费品4季度投资主线

第一、寻找上游价格可能回落的子行业，从中挑选上市公司投资标的，如前面所分析，原奶和猪肉价格仍在高位徘徊，且我们认为，原奶价格和猪肉价格在4季度出现下降的可能性不高：

原奶价格短期难现下跌的原因如下为：一方面，4季度为消费旺季，原奶需求大，另一方面，奶牛养殖行业的上游饲料以及劳动力成本上升致使原奶价格也难以下降，此外，目前国内乳业下游加工需求与上游原奶攻击存在缺口，据了解，预计至2015年，全

国鲜奶产量5755万吨，而需求存在6115万吨，预计2020年，7755万吨产量，7817万吨需求，2030年11100万吨，而11060万吨需求，即达到基本平衡。因此，综合多方面原因，原奶价格4季度下跌的概率较小。

猪肉价格预计春节后将回落，理由为：一方面，4季度度是猪肉消费旺季，另一方面，今年8月份可繁母猪存栏量为4815万头，离09年近5000万头的高位仍有差距，但从去年8月份母猪补栏量4580万头有明显上升，按照生猪周期来看，也至少在明年2月份以后猪肉价格会有所下降，从下降的幅度来看，由于今年以来规模以上企业数量明显增加，不排除将来猪肉价格波幅不如以往年份大，但我们可预见的是，目前猪肉价格涨幅已较高，未来下降的概率较大，因此，从4季度角度而言，我们认为，季度末是配置肉制品行业标的的不错选择。

其它原料价格如糖蜜价格存在下降的动力：一方面，目前国内糖蜜价格高于国外价格，目前国际糖蜜价格加运输费用等大概在1000元/吨，国内较其高150元/吨，目前已有部分企业开始国际采购糖蜜价格；另一方面，马上进去10月份甘蔗榨季，从目前了解的情况看，今年甘蔗收成不错，且酒精价格与原油价格相关性看，结合国际经济形势，酒精价格难以维持目前高位，而糖蜜价格受酒精价格影响，因此，综合考虑，糖蜜价格下跌的概率较大。

因此，综合而言，我们认为这条主线下，我们可选择的标的为受益糖蜜价格下跌的上市公司。

图 7：能繁母猪存栏量持续增加

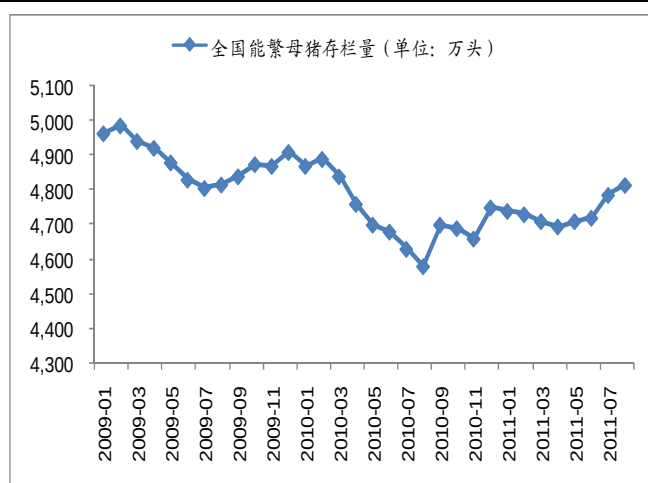
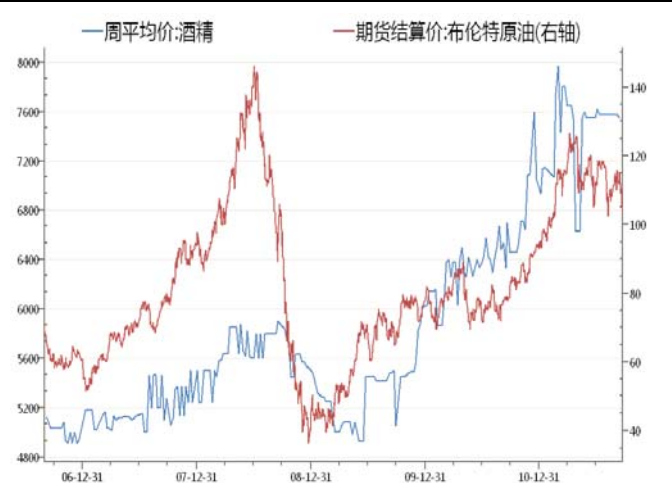


图 8：酒精价格受原油价格将有可能回落



数据来源：Wind 资讯

第二、寻找品牌议价能力高的公司。如前面所述，上游原料价格上涨，若公司要保持盈利能力或者提高盈利能力，来源于两方面，首先内部成本管控与节约，其次，对产品进行提价，因此，从国家知名大众消费品看，品牌力强的公司议价能力也较强。而从目前行业格局看，乳制品的蒙牛乳业和伊利股份市占率超过 35%，两家公司的议价能力也较强，而光明乳业和皇氏乳业在各自的华东地区和广西地区议价能力较强；而肉制品行业的双汇发展议价能力强，其一家市的市占率为肉制品排名后 2-10 名的市占率之和；洽洽食品在炒货的议价能力强，双塔食品在粉丝行业具备一定议价能力，恒顺醋业在食醋行业为价格领导者，承德露露在植物蛋白领域的品牌优势较强。因此，从这个角度而言，我们认为，选择各自行业里面具备明显价格优势的品牌公司，如伊利股份、双汇发展、恒顺醋业和承德露露。

第三、选择近期基本面有改善的公司。从我们跟踪覆盖的上市公司中梳理得出：

1) 双汇发展: 盈利能力在逐渐改善, 首先屠宰头均利润提升至45元, 相比6月份有明显提升, 其次, 肉制品提价销量并不受明显影响, 且公司目前发货量小于经销商需求量, 这给公司在旺季时预留提价空间。2) 恒顺醋业: 呈现淡季销售不淡, 以往7、8月销售基本是个位数增长, 但今年增长超过20%, 且房地产逐渐剥离的战略下, 公司在食醋主业倾注的精力明显加大。

六、重点推荐企业

(一) 五粮液-团购业务给力, 进销差价仍处于高位

投资分析要点

1. 产品旺销, 提价水到渠成。根据我们调研情况, 五粮液一批价已经从提价前的740-780元上升至850-900元/瓶。国窖1573一批价710元/瓶, 水井坊540元/瓶。因此, 现阶段五粮液的价差水平仍高于1573和水井坊。

2. 五粮液的营销策略也做了很多的调整: (1) 公司的政策向团购倾斜。(2) 五粮醇要作为自己的酒来做。(3) 总经销严格考核, 今年完不成80%, 实施警告。明年再完不成则取消。(4) 品牌开发正在设计新的方案。

3. 现阶段市场给五粮液的估值水平不高, 我们认为有两个的原因: (1) 茅台今年增速很快, 在茅台的光环之下五粮液今年的努力并未得到市场的充分认可; (2) 2010年初市场对五粮液预期较高, 但年报业绩低于市场预期, 因此市场对2011年五粮液的业绩还需要观察。

4. 现阶段我们看好五粮液的理由: (1) 五粮液在团购领域进入放量期。(2) 销售净利率水平仍远低于泸州老窖, 甚至低于洋河股份, 随着经销商考核和内部管理的规范, 盈利能力仍有改善的空间。(3) 从管理层的主观意愿上看, 公司也有动力做好今年的业绩。

盈利预测和投资评级

预计公司2011-2012年实现EPS 1.70元、2.29元、2.89元, 对应PE分别为22、16、13倍。现阶段估值水平处于低位, 团购业务的开展可能带来业绩超预期的增长, 管理层的主观意愿也有动力做好今年的业绩。给予“买入”的投资评级。

风险提示

宏观经济下滑的风险。社会舆论压力不利于五粮液提价。

(二) 山西汾酒-未来成长逻辑清晰, 股价回调提供建仓机会

投资分析要点

(1) 我们认为汾酒未来3年的成长逻辑清晰: 华北地区是汾酒的传统消费区域, 华北地区市场占有率持续提高, 同时华北地区经济快速发展白酒市场容量扩大; 销售费用投入还处于高位, 未来随着规模的扩大, 费用率有望出现拐点。(2) 由于国有体制考核的问题, 预计3季度业绩可能低于市场预期。由于基本面并未出现问题, 因此近期股价出现回调反而提供了很好的建仓机会。

盈利预测与投资评级

预计2011-2013年实现每股收益2.18、3.23、4.41元, 继续给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

3季度业绩可能不达预期。

（三）古越龙山-依托品牌和陈酒资源快速发展

投资分析要点

1.现阶段市场普遍不看好黄酒行业的发展，我们认为有两个原因：（1）行业始终无法走出江浙沪，行业成长空间饱受质疑；（2）海派黄酒龙头企业金枫酒业近几年发展速度不快。

2.我们认为，市场其实可以对黄酒行业更乐观，基于以下理由：（1）黄酒行业利润数据很好，行业正处于快速的消费升级期；（2）黄酒行业中有望找到类似于二线白酒成长路径的企业；（3）会稽山若上市有利于形成板块效应。

3. 现有黄酒库存24-26万吨，平均库存时间8、9年。古越龙山的优质存酒已经获得市场的公认，因此可以基于现有存酒资源开发品牌或推行新的销售模式：（1）新推出了中央库藏系列，强调库藏概念；（2）黄酒升值保值潜力较大，而原酒交易则将黄酒升值潜力所带来的财富示范效应更好地表现出来，2011年原酒销售火爆，原酒公司正在搭建原酒交易平台。

盈利预测与投资评级

预计11-13年公司实现每股收益0.26、0.35、0.48元，我们看好公司良好的资源禀赋和行业未来的消费升级空间，依托品牌和陈酒资源可获得快速的发展，给予“买入”的投资评级，值得长期关注。

风险提示

黄酒行业产品消费升级速度低于我们的预期。原酒的销量波动较大。

（四）沱牌曲酒-渠道发力、价值回归

投资分析要点

1. 公司今年增长势头很明显，实现今年12亿的销售目标难度不大。

2. 2010年-2011年销售快速增长的原因：（1）销售人员的激励机制发生改变，收入差距扩大，2010年销售人与高的可以拿到10-20万，低的只有几万。（2）2010年产品结构调整，大力改善营销战略，推出很多重要产品，舍得系列推出经典舍得、水晶舍得，新推出天曲系列酒，特曲系列产品升级。（3）2010年底开始试点精细化营销，精细化营销主要在遂宁及周边市县，射洪、大英等地以前只有1个营销员，现在1个县20-30人，南充、广安等地1个市有40-50人的营销队伍。

3. 根据存货推算，公司有大量优质基酒。信托产品已有部分兑换为实物，如果投资者明年选择兑换为实物，明年可直接确认为收入。

盈利预测与投资评级

预计11-13年，公司实现每股收益0.34、0.57、0.77元，当前PE估值水平虽不低，但考虑到公司基本面正处于快速改善期、而信托产品为存酒兑现为现实收益提供了较好的途径，PB估值则在白酒行业中处于最低位置，我们给予买入的投资评级，值得长期关注。

风险提示

宏观经济下滑的影响超出市场预期。洋河、郎酒等强势品牌对公司的冲击。

（五）双汇发展：盈利能力正在逐渐改善

投资关键点：

第一、预计资产注入公司在明年一季度完成。1) 目前审计工作组已入驻公司，资产重估的基准时间定为8月31日，预计最快10月上旬完成，但进入证监会审批等完成所有程序预计到了明年一季度或者上半年。2) 重估值预计偏差在10%以内。

第二、公司盈利能力正在改善：1) 屠宰方面：全年计划目标1400万头左右，而现在屠宰量月均在100万头以上，恢复到正常水平，明年屠宰计划为1900万头；近期屠宰净利45元/头，比前2个月有所回升，与去年全年平均44元/头，略有上升。2) 肉制品方面：吨利仍然仅为800元左右，近期有提价计划，幅度大概为500元/吨，预计公司肉制品净利恢复1000元/吨以上；9月份肉制品销量仍为5200吨/天，而经销商要货大概在7000吨/天，有明显的缺口，也给公司预留了提价空间。

第三、盈利预测方面：今年基本定位为调整的一年，将此前计划退后一年，预计资产注入后，11-13年的EPS为1.23、3.30、3.93元，给予2012年25-30倍估值，则12个月合理估值为83-99元。

(六) 伊利股份：公司净利提升+行业红利 +丰富产品结构

投资关键点：

第一、乳业格局基本形成，未来净利有望提升。乳业基本形成以蒙牛和伊利为主的寡头垄断，而光明乳业通过其酸奶和鲜奶主营产品，尽管正在全国区域布局，但短期难以撼动伊利和蒙牛地位，皇氏乳业仍以广西为主，经营水牛奶特色产品，三元股份以北京和河北区域为主的格局，行业销售费用率有望下降，净利率提升。

第二、乳品行业高速增长期已过，但未来2-3年仍能两位数稳定增长，理由为：1) 随着性别控制母牛出生率提升、饲养技术提高以及牧场规模化等因素推动下，奶源瓶颈将得到逐步解决。2) 居民收入增长将推动原有中高收入消费者消费升级，带来行业“价”的上升，而低收入人群收入增长将增加行业“量”的增长，共同促进行业稳定增长。

第三、公司产品结构丰富，既有液态乳又有高毛利率的奶粉产品，且奶粉在二线城市中市占率较高，且儿童饮品如QQ星市占率也较高，从这个角度看，公司产品结构覆盖了液态和固态，又包括了婴幼儿和成人产品，且还包括季节性产品冷饮系列产品，同时包括高端和中低端产品，因此，随着未来中产阶级收入增加以及老年人口比重增加等因素变化，公司有能力享受各方面带来的收入增长。

第四、盈利预测方面：预计2011-2013年的EPS分别为0.83元、1.23和1.47元，若考虑到公司公告定向增发不超过70亿元，则股本摊薄后，11-13年EPS分别为0.60元、0.90元和1.08元，给予2012年25-30倍PE计算，12个月合理估值为22元-27元。

(七) 恒顺醋业：基本面改善+行业成长空间

投资关键点：

第一、近期销售情况：7、8月销售收入增速20%以上，呈“现淡季不淡”，预计全年醋业增速为25%以上，而房地产收入同比低于去年，百盛商城投资收益或仅有去年一半，黄酒业务仍在开拓中，预计今年贡献几百万收入。

第二、预计公司未来2年逐渐向好转变：

1) 外在动力：行业带来的机遇，山西“勾兑醋”媒体报道使得消费者更加关注食品安全问题，利于龙头企业发展，且食醋行业目前集中度较低，龙头企业有进一步扩大份额的空间。

2) 食醋行业集中度不高，当前，国内醋产量第1为恒顺，山西水塔产量第2名，2010年公司产量为16.2万吨，山西水塔产量为15万吨，而产量排名第三的江苏苏美食品产量

仅为7万吨，且销售收入恒顺大幅领先同行其它产出效益比，即恒顺16.2万吨的产量对应6.2亿元收入，而山西水塔15万吨产量对应4.2亿元的收入规模。因此，我们认为在食品安全催化下，食醋行业龙头企业仍有较大的提升空间。

3) 内在压力：第一、地产业务规划推出，公司上下倾注醋业精力加大，且房地产业务退出也有利于降低财务费用，提高公司整理净利率水平；第二、新厂区将至少新增2000万元的折旧，则管理层对利润有压力，而公司存在多处费用节约空间。

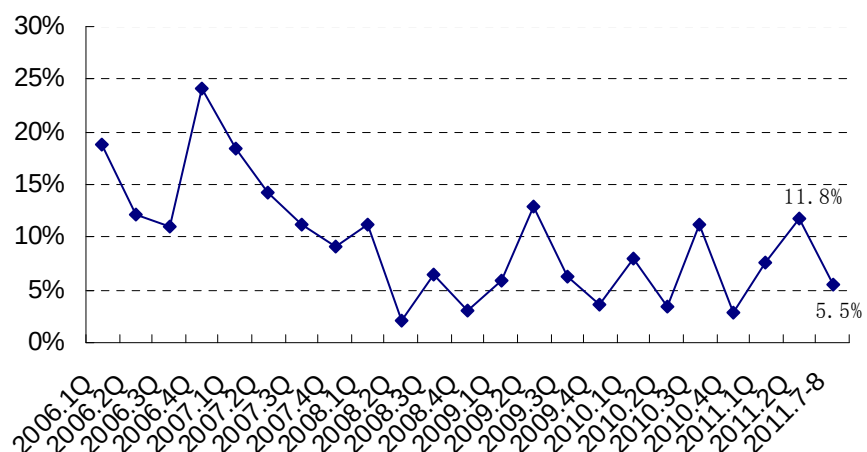
第三、盈利预测方面：预计2011-13年实现EPS 0.36、0.43和0.53元，考虑公司成长性，按照2012年35倍-40倍计算，一年内合理股价为15-17元，若采用市销法，当前公司市值不到20亿元，扣除房地产约10PE1元股价，公司市值不到18亿元，食醋业务2011年市销率为2.4倍，相比其他调味品上市公司，市销率偏低，给予公司“买入”的投资评级。

七、风险提示

- 白酒：宏观经济下滑、2011年下半年行业的利润增速可能放缓。
- 大众类消费品：原料成本的压力超出我们的预期。

附：行业其它相关数据

图 9：中国啤酒产量季度变化情况



数据来源：国家统计局

表 11：分地区啤酒产量 单位：万吨

	2011.7		2011.8		2011.1-8		3 季度(7、8 月份)	对应企业
	产量	同比	产量	同比	产量	同比	同比	
山东	75.0	15.2%	60.2	6.4%	479.1	16.4%	11.1%	青岛啤酒

广东	49.6	16.5%	56.3	12.9%	309.7	16.9%	14.6%	
陕西	12.8	-4.0%	11.0	0.0%	80.9	9.0%	-2.2%	
北京	22.3	-7.4%	20.4	-4.2%	125.5	1.6%	-5.9%	
内蒙	12.3	-12.2%	12.5	3.5%	81.0	1.9%	-4.9%	
福建	23.4	2.8%	23.9	-2.2%	137.1	7.3%	0.2%	燕京啤酒
广西	16.8	6.1%	18.0	7.9%	100.4	2.6%	7.0%	
重庆	9.9	14.2%	11.8	2.4%	57.0	10.7%	7.5%	重庆啤酒
甘肃	6.4	-15.1%	6.5	-5.7%	49.1	-5.4%	-10.6%	兰州黄河

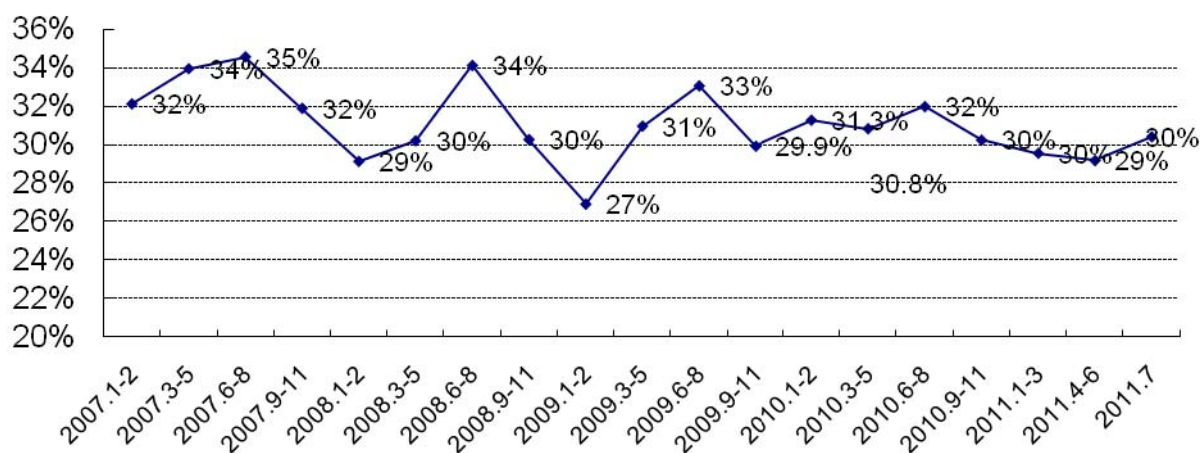
数据来源：国家统计局

表 12：啤酒行业经济效益情况 单位：百万元

	销售收入	同比	利润总额	同比
2009.1-2	14231	14.7%	155	-58.4%
2009.3-5	30281	7.3%	1849	28.7%
2009.6-8	39852	12.7%	4267	43.2%
2009.9-11	29955	8.7%	1041	34.8%
2010.1-2	15559	11.0%	533	258.6%
2010.3-5	32006	7.0%	1824	-0.4%
2010.6-8	43812	12.0%	5156	17.5%
2010.9-11	31006	11.3%	2017	76.7%
2011.1-3	29745	18.8%	1437	37.8%
2011.6	17495	20.4%	2508	37.1%
2011.4-6	45072	24.5%	4537	44.9%
2011.1-6	74817	22.2%	5974	43.1%
2011.7	17192	19.0%	1202	-23.8%

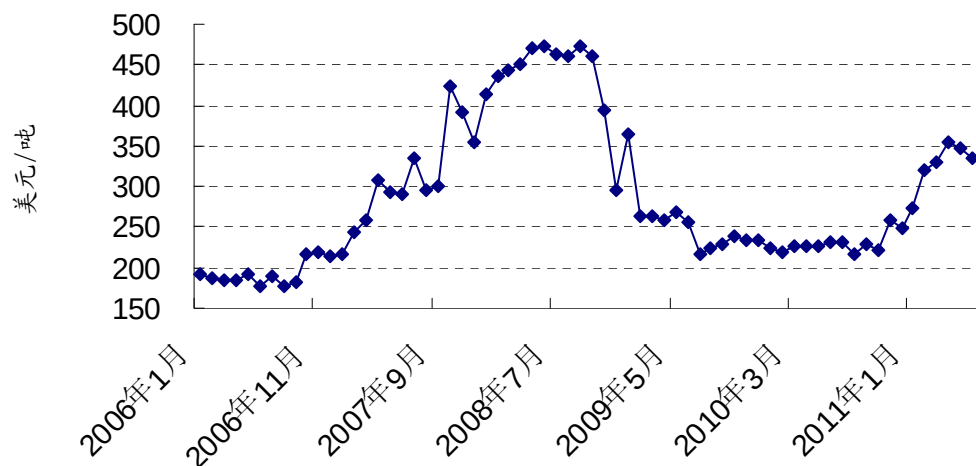
数据来源：国家统计局

图 10：啤酒行业毛利率变化情况



数据来源：国家统计局

图 11: 中国进口大麦价格



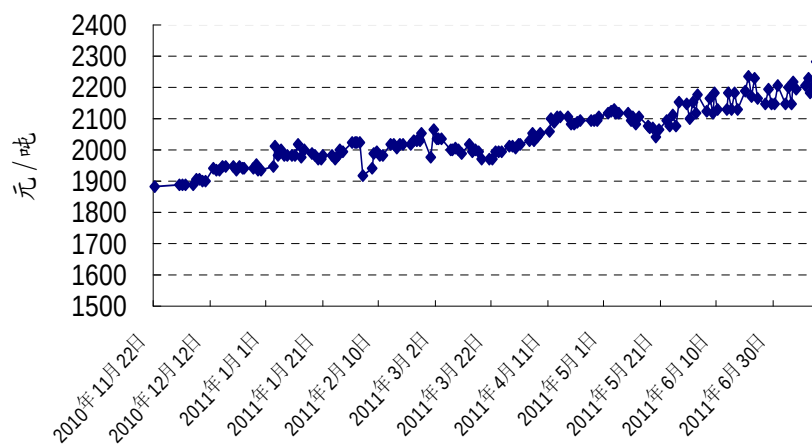
数据来源：海关数据

表 13: 全球大麦供需平衡表 单位：千吨

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11Jul	2010/11Aug
产量	136,396	132,959	155,336	149,809	131,653	132,354
总消费量	143,234	134,042	144,467	144,125	133,838	136,103
期末库存	21,192	20,109	30,923	36,662	22,683	21,887
库存消费比	14.8%	15.0%	21.4%	25.4%	16.9%	16.1%

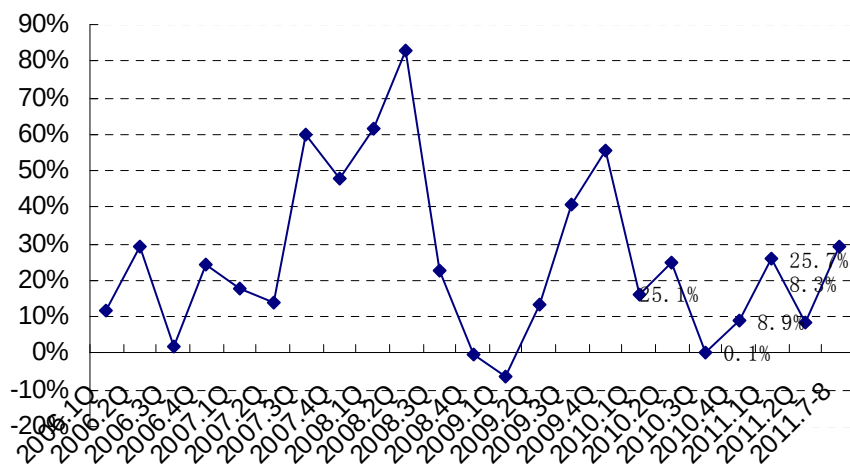
数据来源：USDA

图 12: 中国大麦价格



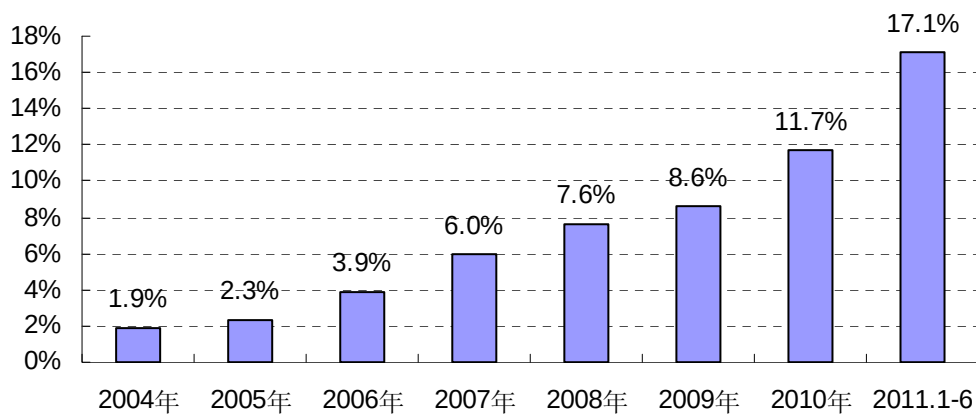
数据来源：中国国际啤酒网

图 13: 中国葡萄酒产量季度变化情况



数据来源: 国家统计局

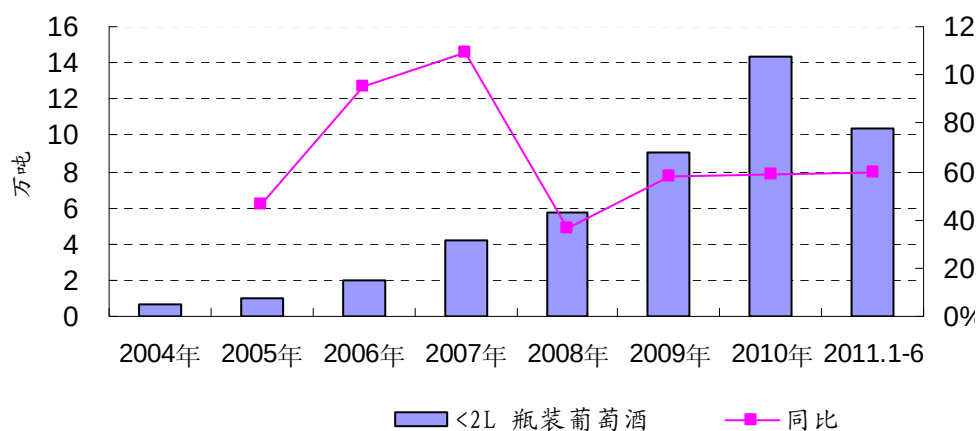
图 14: 2L以下进口葡萄酒占中国葡萄酒消费量的比重



数据来源: 广发证券发展研究中心

注: 中国葡萄酒消费量估算=葡萄酒产量+2L以下葡萄酒进口量

图 15: 2L以下葡萄酒进口量



数据来源：广发证券发展研究中心

表 14: 葡萄酒行业经济效益情况 单位: 百万元

	销售收入	同比	利润总额	同比
2009.1-2	3898	0.7%	599	-11.1%
2009.3-5	5485	12.1%	583	17.5%
2009.6-8	5941	27.2%	576	19.8%
2009.9-11	6845	32.1%	1010	53.4%
2010.1-2	4683	18.3%	697	17.3%
2010.3-5	6991	25.5%	769	28.1%
2010.6-8	7931	30.1%	686	40.8%
2010.9-11	8977	30.4%	1175	10.3%
2011.1-3	8789	27.4%	1327	31.5%
2011.6	2978	16.8%	431	75.9%
2011.4-6	8353	26.0%	1056	55.5%
2011.1-6	17142	26.7%	2383	41.2%
2011.7	2588	28.3%	194	-5.4%

数据来源：国家统计局

广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

食品、饮料(010300): 行业周报 2011.7.25-2011.7.29	汤伟亮	2011-08-01
食品、饮料(010300): 2011 年 2 季度产量、价格数据点评	汤伟亮	2011-07-18
食品、饮料(010300): 行业周报 2011.7.04-2011.7.08	汤伟亮	2011-07-11

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。