

三线白酒强势崛起，大众消费品机会翩翩来临

—食品饮料行业 2012 年投资策略

民生精品---投资策略报告/食品饮料行业

2011 年 11 月 11 日

报告摘要:

● 消费需求稳步增长，消费升级继续，食品饮料行业保持快速发展

根据民生宏观判断：1、12 年我国通胀水平下滑，下半年 CPI 将下降到 3 以下。2、12 年我国整体收入水平继续提升，城镇化快速推进。3、社会消费品零售总额增速有望保持在 15%以上。基于以上三点宏观假设，我们认为 12 年食品饮料行业将会发生：1、消费需求稳步增长、消费升级继续。2、消费者信心提升，食品饮料行业快速发展。3、大众消费品成本压力减小，净利润增速将大幅反弹，进而带动股价上涨。

● 白酒：看好三线次高端白酒复兴，战略性看好酒鬼酒，继续看好沱牌舍得

2012 年我们最看好以酒鬼酒、沱牌舍得为代表的三线次高端白酒复兴，主要原因在于白酒行业存在普遍规律：白酒公司销售收入一旦达到 10 亿元，再到 20 亿元只需 2-3 年时间，同时利润将迎来爆发式增长期，利润复合增速将超越 100%（泸州老窖、洋河股份、古井贡酒均经历过此爆发式增长阶段）。2011 年酒鬼酒和沱牌舍得收入将双双过 10 亿，2012 年及未来的 2-3 年将迎来利润增长的爆发期。尤其是酒鬼酒，在传统销售淡季收入连续 2 个季度环比增加，复苏进程得以确认，经营拐点已经显现，酒鬼酒将成为白酒板块 2012 年战略性投资品种。

● 大众消费品：看好啤酒、黄酒、乳制品、肉制品行业龙头 2012 年的投资机会

1、啤酒。12 年将是啤酒行业的买点：（1）啤酒行业 11 年已经完成提价，预计随着全球大麦供需回归平衡，12 年大麦价格随之下滑是大概率事件，进而在产品提价和原材料降价之间形成了剪刀差，利润空间将大幅增加。（2）12 年并购整合趋势将继续保持，行业集中度将大幅提升，行业龙头青啤、燕京将通过并购达到外延式发展。

2、黄酒。2011 年以来黄酒行业利润增速达到 08 年以来最高水平，行业再次进入高速增长阶段，2012 年黄酒行业内公司盈利能力有望大幅提升，竞争力有望持续增强，行业龙头古越龙山值得长期持有。

3、乳制品。（1）随着国家对乳制品生产企业生产许可证严格审核，乳制品行业龙头迎来新的发展机遇。（2）2010 年以来行业龙头公司通过提价来应对原材料价格小幅上涨，目前原奶价格从 11 年 4 月高点 3.21 元回落，12 年乳制品盈利能力将增强。

4、肉制品。预计在 2012 年春节消费旺季到来之前猪肉价格保持平稳，春节过后猪肉价格有望下滑，这将有利于肉制品企业利润提升。即将完成的重组对双汇发展影响巨大，为双汇发展未来发展奠定良好基础，我们看好双汇发展未来的发展空间。

● 投资建议：2012 年看好食品饮料，维持“推荐”评级

个股推荐：1、战略性品种：酒鬼酒。2、差异化品种：沱牌舍得、古越龙山。3、大众化品种：青岛啤酒、伊利股份、双汇发展。

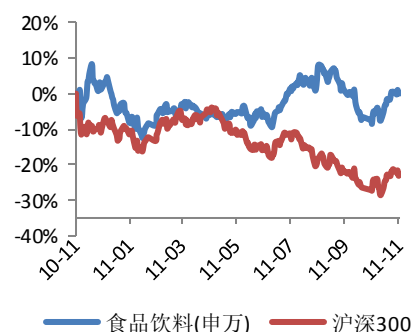
盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2011-11-10	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
酒鬼酒	23.98	0.26	0.39	0.75	83.17	61.49	31.97	强烈推荐
沱牌舍得	19.96	0.23	0.39	0.68	93.78	51.18	29.35	强烈推荐
古越龙山	12.73	0.20	0.30	0.44	69.71	42.43	28.93	强烈推荐
青岛啤酒	35.44	1.13	1.35	1.63	30.81	26.25	21.74	强烈推荐
伊利股份	22.29	0.97	1.05	1.26	39.35	21.23	17.69	强烈推荐
双汇发展	76.71	1.80	1.60	3.32	48.40	47.94	23.11	强烈推荐

资料来源：民生证券研究所

推 荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王永锋

执业证号：S0100511070004

电话：010-85127831

邮箱：wangyongfeng@mszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料行业 2011 年中期投资策略：通胀背景下可选消费品的投资机会》2011/06/21
- 2、《食品饮料行业 2011 年第二季度投资策略：二季度买入，四季度收获》2011/04/12
- 3、《食品饮料行业 2011 年度投资策略：消费升级背景下的投资机会》2010/12/14
- 4、《食品饮料行业 2010 年四季度投资策略：次高端白酒及红酒的投资机会》2010/09/16

目 录

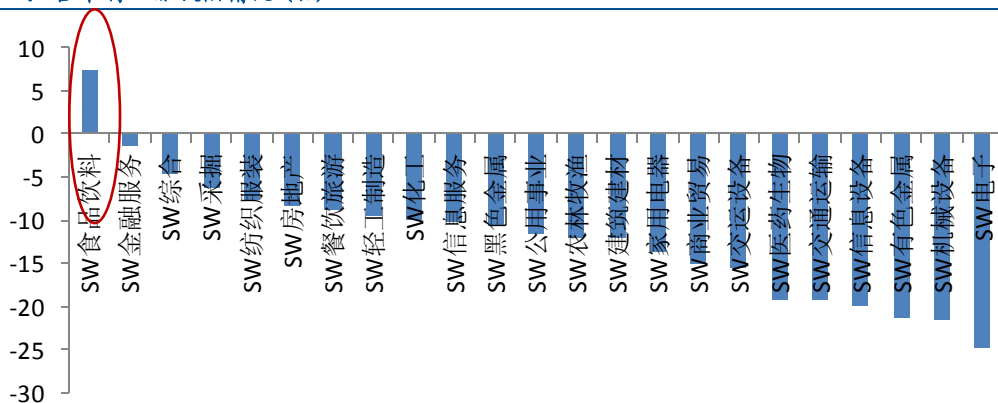
一、消费需求稳步增长，消费升级继续.....	3
(一) 全年唯有食品饮料行业取得正收益，白酒、红酒表现出色	3
(二) 预计 2012 年通胀下滑	3
(三) 收入水平提升和城镇化快速推进促进消费需求增长	4
(四) 消费者信心有望提升，食品饮料行业保持快速发展	5
二、各个子行业 2012 年投资机会	6
(一) 白酒：酒鬼酒是 2012 年战略性投资品种	6
(二) 葡萄酒：稳定增长的朝阳行业，看好行业龙头张裕	8
(三) 啤酒：大麦价格将稳中回落，行业买点渐行渐近	9
(四) 黄酒：行业再次进入高速增长阶段，古越龙山值得长期持有	10
(五) 乳制品：行业龙头伊利迎来发展的机遇期	11
(六) 肉制品：2012 年猪肉价格将回落，行业利润率有望提升	12
三、投资策略	13
(一) 食品饮料行业估值略高于 2010 年 7 月，具备提升空间	13
(二) 重点公司推荐	14
1、酒鬼酒（000799）：崛起中的酒鬼酒，2012 年战略性投资品种	14
2、沱牌舍得（600702）：销售模式由保守型转向进攻型，业绩拐点显现	14
3、古越龙山（600059）：原酒交易平台引发营销模式变革，经营拐点临近	15
4、青岛啤酒（600600）：未来看点在于收购重组和产能扩张	16
5、伊利股份（600887）：费用率改善，规模效应开始显现	16
6、双汇发展（000895）：肉制品、鲜冻品销售恢复，未来发展前景看好	17
图表目录	19

一、消费需求稳步增长，消费升级继续

(一) 全年唯有食品饮料行业取得正收益，白酒、红酒表现出色

截至 11 月 7 日，2011 年沪深 300 指数累计涨幅为-14.04%，申万食品饮料行业指数累计涨幅 3.10%，食品饮料行业指数跑赢大盘 17.14 个百分点。

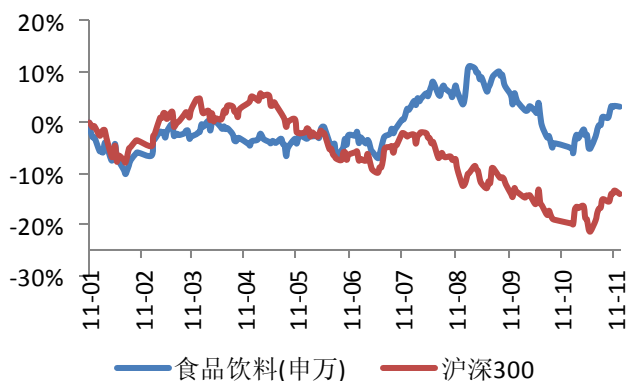
图 1: 各个行业涨跌幅情况 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究所

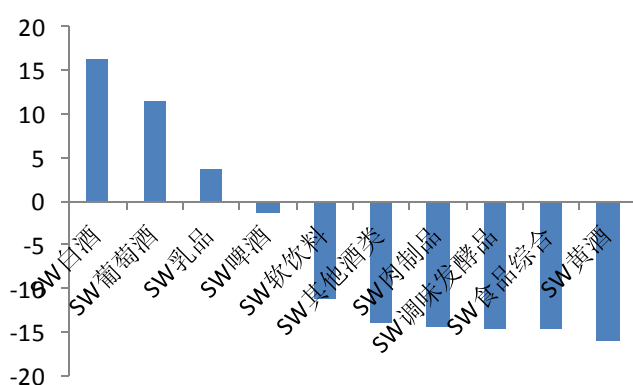
按照总市值加权平均计算，食品饮料板块年初以来获得 7.47% 的正收益，是申万 23 个一级行业唯一取得正收益的行业。分子行业来看，白酒、葡萄酒、乳制品、啤酒、软饮料、其他酒类、肉制品、调味发酵品、食品综合、黄酒子行业涨幅(按照总市值加权平均)分别为 16.34%、11.53%、3.61%、-1.28%、-11.24%、-14.03%、-14.36%、14.71%、-14.73%、-16.01%。白酒、葡萄酒、乳制品等主力品种表现良好；肉制品、调味发酵品、黄酒等子行业跌幅较大。

图 2: 今年以来行业与沪深 300 走势比较



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 3: 各个子行业涨跌幅 (%)

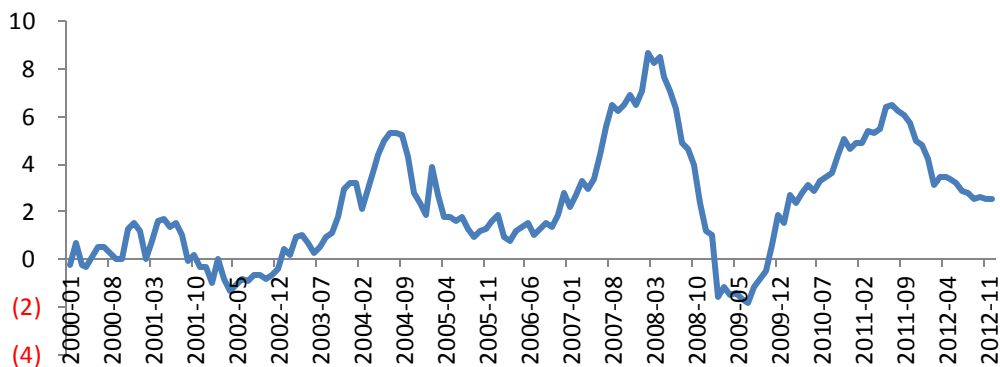


(二) 预计 2012 年通胀下滑

根据国家统计局数据，2011 年 10 月份我国 CPI 数据下滑为 5.50，已经连续第三个月下滑。根据民生宏观判断，2012 年我国通胀水平将继续保持下滑态势，下半年 CPI 有望

下降到 3 以下，这将利好于前段时间饱受成本压力的大众消费品。

图 4: 预计 CPI 未来 1 年将保持下滑态势



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

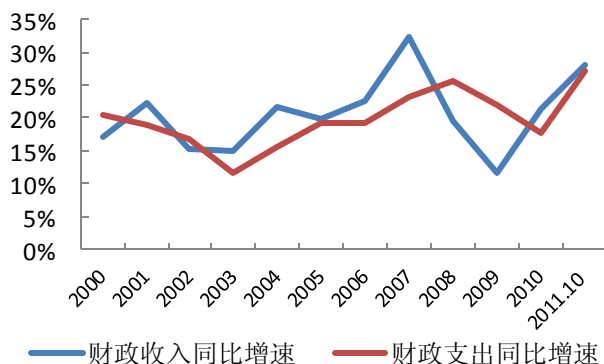
大众消费品由于受原材料价格上涨影响，净利润增速阶段性低点往往出现在 CPI 达到顶点时；随着时间推移，CPI 下滑，净利润增速将大幅反弹，进而带动股价上涨。

对于 2012 年，我们认为大众消费品在通胀下滑背景下盈利能力将大幅提升，建议加大啤酒、乳制品、肉制品等子行业龙头公司的配置，我们认为上述子行业将跑赢大盘，其中最具代表性的公司包括青岛啤酒、伊利股份、双汇发展。

（三）收入水平提升和城镇化快速推进促进消费需求增长

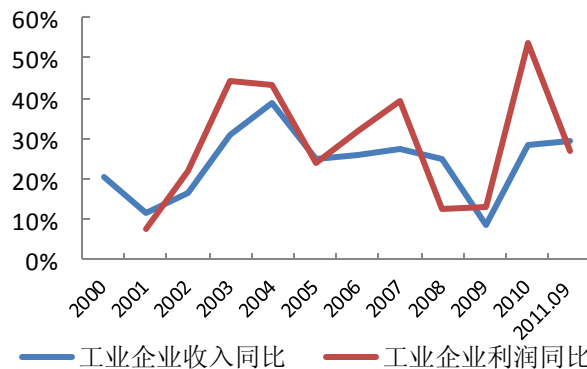
在经济快速增长的同时，我国国家财政收入、财政支出近年来也保持着较快增长，其中 2011 年 1-10 月同比增速分别为 28.10%和 27.20%。另外，全国工业企业收入和利润也保持着较高增速，2011 年 1-9 月同比增速分别为 29.58%和 26.97%，从而带动了消费需求增长和消费结构升级。

图 5: 国家财政收入、支出同比增速维持高位



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

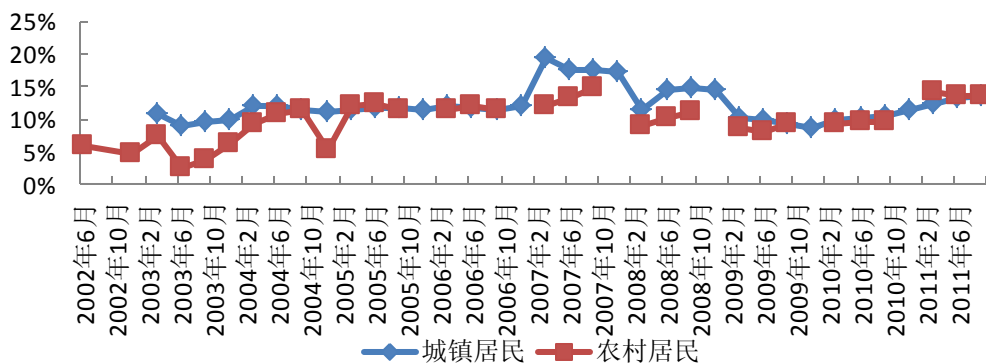
图 6: 全国工业企业收入、利润同比增速持续较高



我国居民人均收入水平逐年提高，居民的消费能力和消费水平也在不断提高，2011 年 1-9 月，我国城镇居民人均可支配收入和农村居民人均现金收入同比增速分别为 13.70%

和 13.60%，带动了我国消费水平提升。

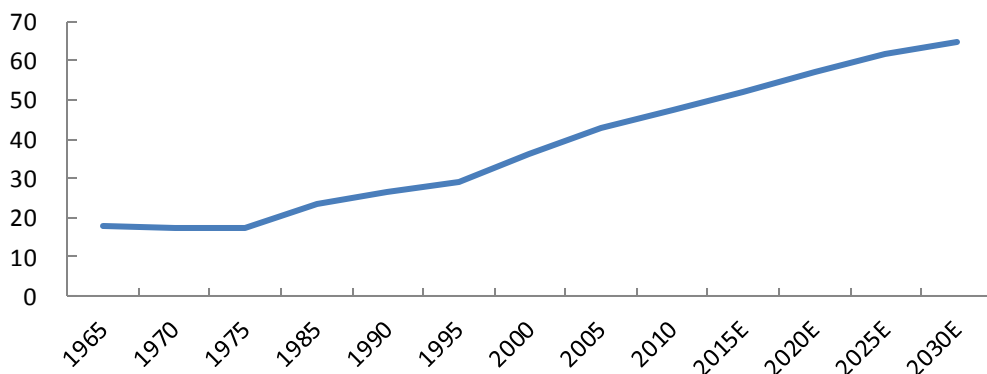
图 7：我国城镇居民和农村居民人均收入保持较高增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

根据中国社科院的发布的研究报告，今后一段时间，中国城镇化进程仍将处于一个快速推进的时期，预计到 2015 年城镇化率达到 52%左右，到 2030 年达到 65%左右。在政策方面，中小城市和小城镇将是中国城镇化发展的重点，这将对我国消费提升带来巨大影响，尤其是对肉制品、乳制品、速冻食品等大众消费品带来积极影响。

图 8：我国城镇化率处于快速推进时期



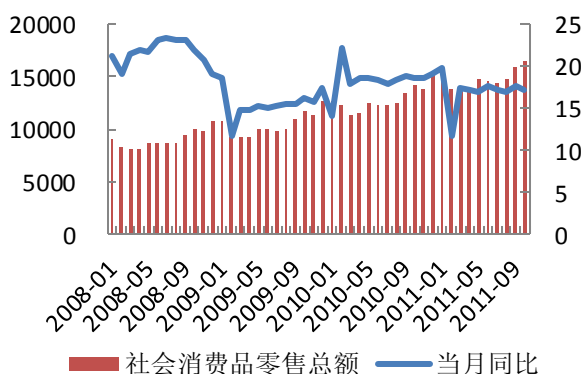
资料来源：国家统计局，中国社会科学院，民生证券研究所

（四）消费者信心有望提升，食品饮料行业保持快速发展

我国社会消费品零售总额 2011 年以来保持较高增速，近 5 个月以来增速均保持在 17% 以上。在我国整体收入水平保持较高增速的背景下，2012 年社会消费品零售总额增速有望继续保持 15% 以上的增长速度。

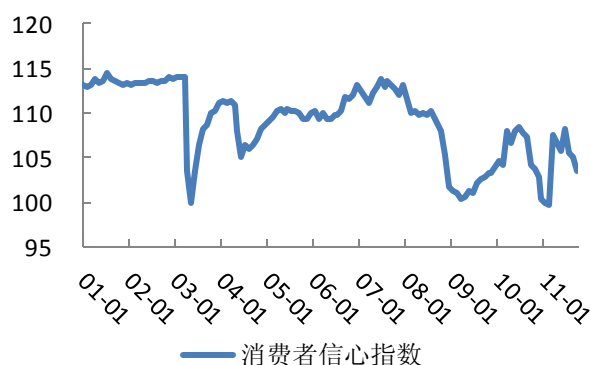
随着通胀水 012 年保持下滑态势，同时居民预期未来一段时间内通胀将会逐步下滑，我们预计 2012 年消费者信心指数有望提升到 110 以上。另外，商务部制定的《国内贸易发展规划(2011-2015)》，规划到 2015 年社会消费品零售总额力争比 2010 年翻一番，超过 30 万亿，消费品零售总额以每年超过 3 万亿的增幅递增，规划主要涉及批发业、零售业、住宿和餐饮业、居民服务业和其他服务业等商贸服务业，为食品饮料行业发展带来机遇。

图 9: 社会消费品零售总额连续 5 个月增速在 17% 以上



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 10: 随着 CPI 下滑，我国消费者信心指数有望提升



二、各个子行业 2012 年投资机会

（一）白酒：酒鬼酒是 2012 年战略性投资品种

2012 年我们最看好以酒鬼酒、沱牌舍得为代表的三线次高端白酒（二线次高端白酒为洋河股份、山西汾酒、古井贡酒为代表的三驾马车）。主要原因在于白酒行业的普遍规律：白酒公司销售收入达到 10 亿元，再到 20 亿元只需 2-3 年，同时利润将迎来爆发式增长期，利润复合增速将超越 100%。可喜的是，2011 年酒鬼酒和沱牌舍得收入双双过 10 亿，2012 年及未来的 2-3 年将迎来利润增长的爆发期。尤其是酒鬼酒，在传统销售淡季收入连续 2 个季度环比增加，复苏进程得以确认，经营拐点已经显现，酒鬼酒将成为白酒板块 2012 年战略性投资品种。

（1）**泸州老窖** 2004 年收入为 12.80 亿元，2006 年达到 19.26 亿元。两年收入复合增速为 22.67%，**两年利润复合增速达 185.62%**。

（2）**洋河股份** 2006 年收入为 10.71 亿元，2008 年达到 26.82 亿元。两年收入复合增速为 58.25%，**两年利润复合增速达 106.05%**。

（3）**古井贡酒** 2007 年收入为 12.01 亿元，2010 年达到 18.79 亿元。三年收入复合增速为 16.09%，**三年利润复合增速达 110.00%**。

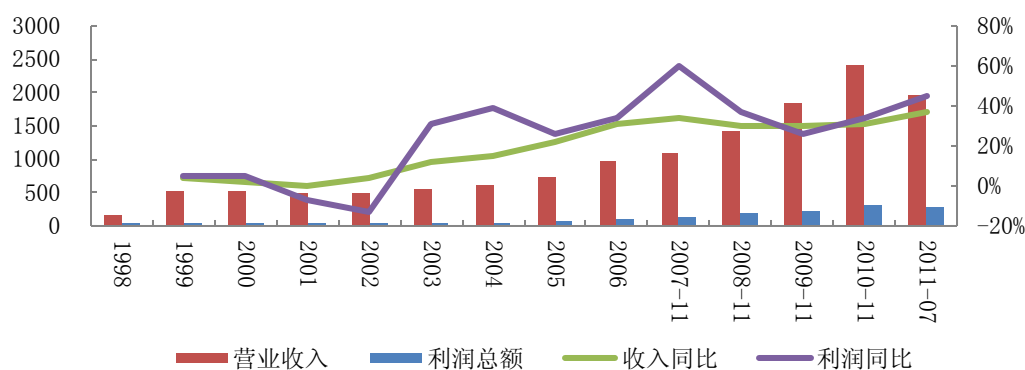
我们看好次高端白酒的核心逻辑在于：

1、**行业结构变化**。白酒行业结构将由目前的“哑铃型”（低端酒和高端酒消费量大，中高端酒消费量小）过渡到“金字塔型”（低端酒消费量最大，中高端酒次之、高端酒最少），这样的行业消费结构在各个行业当中都存在，白酒也不例外。以前没有出现这样的趋势主要原因在于：（1）前些年茅台、五粮液等高端白酒价格和低端酒价差没有拉开，2006 年茅台和低端酒终端价差只有 300-400 元，现在茅台终端零售价已经接近 2000 元，和中低端酒终端价差已经拉大到 1500 元以上，给中高端酒提供了巨大的价格生存空间。（2）按照联合国测算指标，当一个国家和地区人均 GDP 达到 3000 至 10000 美元时，这个国家和

地区的消费将进入活跃的加速发展阶段。以前我国居民收入水平较低，消费能力不足，随着近年来我国 GDP 逐年增长，2010 年我国人均 GDP 达到 29524 元（合 4361 美元），带来了消费大幅增长。

2、消费升级。随着居民收入水平提升，消费升级正在逐步显现，从而加大了消费者对中高端白酒的消费，这从洋河股份、山西汾酒、古井贡酒等二线白酒近几年的崛起可见一斑。更重要的是，中高端酒既能走量（需求空间大）、又可以提价（价格相对低端酒不敏感），是下一阶段白酒行业产生新龙头的产地。

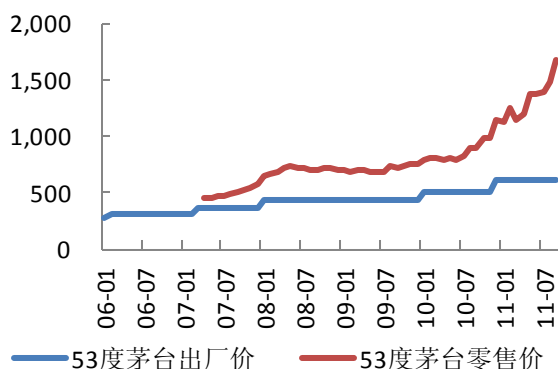
图 11：1-7 月我国白酒行业收入、利润增速创 2008 年以来新高



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

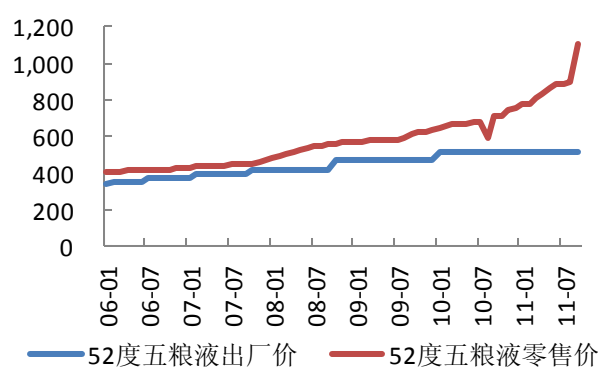
从销售价格来看，2011 年 9 月，53°飞天茅台出厂价为 619 元，终端零售均价为 1680 元；52°五粮液出厂价为 509 元，终端零售均价为 1109 元；52°国窖 1573 出厂价为 619 元，终端零售均价为 901 元。

图 12：贵州茅台出厂价、零售价（元）



资料来源：国家统计局，糖酒快讯，民生证券研究所

图 13：五粮液出厂价、零售价（元）



白酒出厂价和终端零售价继续保持上涨趋势，53°飞天茅台出厂价和终端价的价差达到 1061 元，显示出茅台超强的品牌实力以及旺盛的市场需求；52°五粮液和 52°国窖 1573 出厂价和终端价的价差分别为 600 元和 282 元，品牌力稍逊于茅台。

对于一线超高端白酒，我们看好贵州茅台和五粮液这两个品牌力无人能及的超高端白

酒龙头，2012 年仍将保持较高增长，是稳健型投资者的首选品种。随着贵州茅台十二五经营计划修改，公司规划销售收入由 260 亿元（含税）增加到 400 亿元（含税），销售收入 CAGR 将有望达到 24%。五粮液在公司治理方面逐步改善，释放业绩动力有所增强。

图 14: 国窖 1573 出厂价、零售价（元）

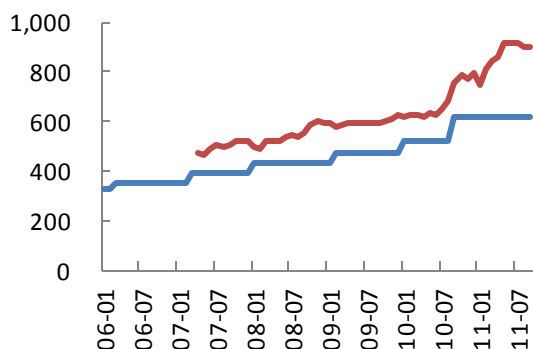
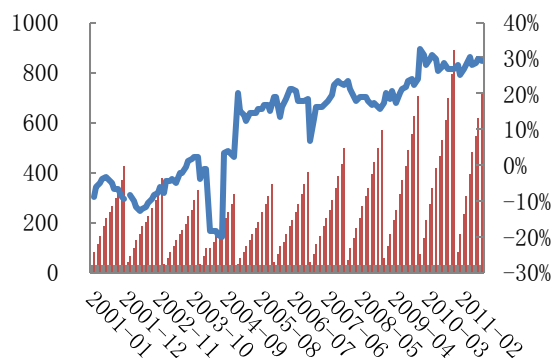


图 15: 白酒产量 1-9 月份同比增速达 29.20%



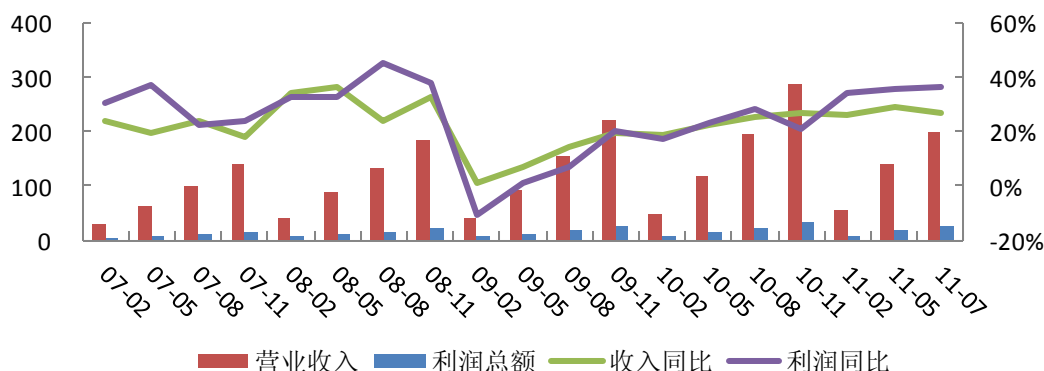
资料来源：国家统计局，糖酒快讯，民生证券研究所

从白酒产量来看，我国白酒行业产量自 2005 年以来持续高增长，2005 年-2010 年产量 CAGR 达到 20.61%，2010 年我国白酒产量达 890.83 万千升，同比增速达 26.81%。2011 年 1-9 月，我国白酒产量达 714.05 万千升，同比增速为 29.20%，其中 5 月份单月产量达 94.66 万千升，同比增长 29.32%，产量增速继续保持在较高水平。

（二）葡萄酒：稳定增长的朝阳行业，看好行业龙头张裕

《中国酿酒产业十二五发展规划》中预计，2011-2015 年我国葡萄酒产量年均增速将达 20% 左右。葡萄酒是世界上第二大饮料酒，产量和销量仅次于啤酒，世界葡萄酒年人均消费水平为 7 升，而中国年人均消费约为世界平均水平的 6%，行业发展空间巨大。

图 16: 我国葡萄酒行业收入、利润增速分别为 26.92%、36.13%



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

从产量方面来看，1-9 月，国内葡萄酒产量达到 80.37 万千升，同比增速为 17.93%，完全摆脱了 2009 年经济危机所带来的低增长阴影，我们预计 2012 年葡萄酒年均产量将维持在 20% 左右。1-9 月，我国葡萄酒进口量和进口额增速分别为 31.80% 和 67.50%，进口

量增速下滑明显，进口额增速维持高位，说明高档葡萄酒进口激增。

图 17: 我国葡萄酒产量 1-9 月同比增速为 17.93%

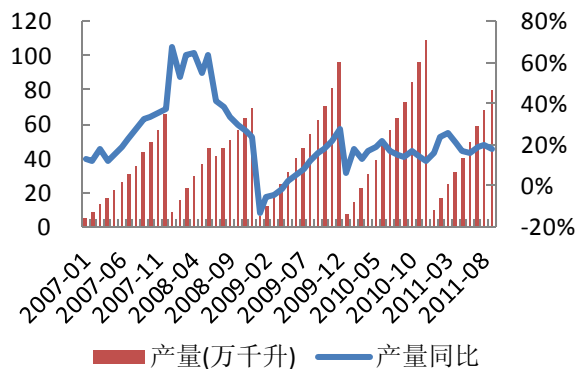
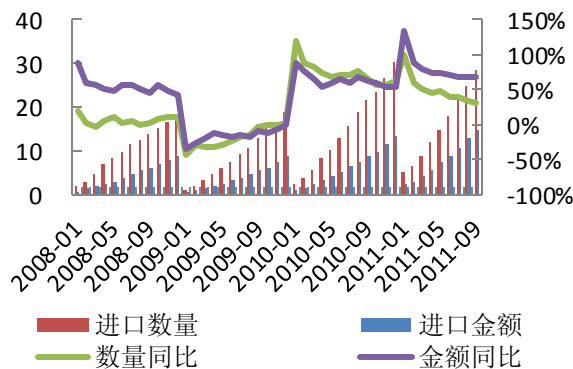


图 18: 1-9 月葡萄酒进口量、进口额增速为 31.80%、67.50%



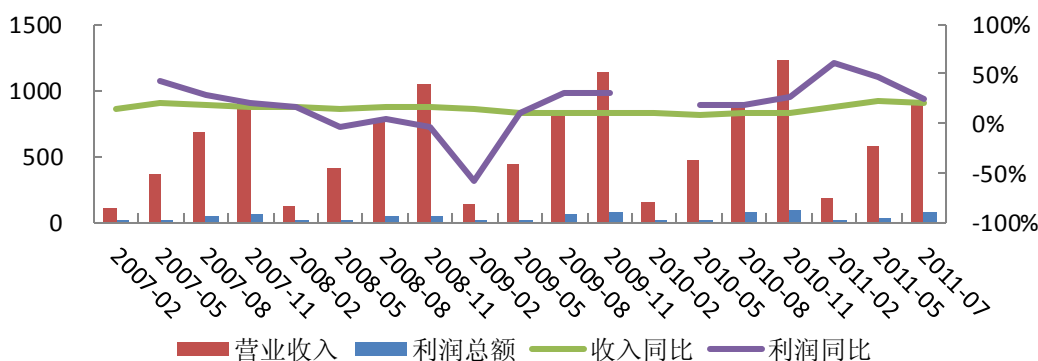
资料来源：国家统计局，海关总署，民生证券研究所

2012 年进口葡萄酒和国产葡萄酒共同高速发展的趋势仍然不会改变，我们认为未来几年内国外葡萄酒的冲击将重蹈啤酒覆辙，国内行业龙头张裕的发展空间依然巨大，张裕的稳定增长值得期待。

（三）啤酒：大麦价格将稳中回落，行业买点渐行渐近

从历史上来看，每次原材料成本大幅增长之时，随之而来的就是投资啤酒股票最佳时机，我们认为 2012 年将是啤酒行业的买点，核心逻辑在于：1、啤酒提价和原材料价格下滑形成的利润剪刀差。目前啤酒行业受原材料价格上涨的影响已经完成提价，我们预计随着全球大麦供需回归平衡，2012 年大麦价格随之下滑是大概率事件，进而在产品提价和原材料降价之间形成了剪刀差，利润空间将大幅增加（这也是青岛啤酒 2009 年业绩大幅提升的核心逻辑之一）。2、2011 年啤酒行业并购整合不断，2012 年这一趋势将继续保持，行业集中度继续大幅提升，行业龙头雪花、青啤、燕京将通过并购达到外延式发展。

图 19: 1-7 月我国啤酒行业收入、利润增速分别为 21.57%、24.75%



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

1-9 月，我国啤酒产量达 3956 万千升，同比增速 8.55%，产量增速处于 2008 年以来平均水平。9 月份啤酒单月产量同比增速为 1.98%，处于 2008 年以来历史较低水平，主要

是去年同比基数较高所致。2012 年啤酒产量增速有望继续保持在 8% 左右。

原材料方面，大麦价格稳中有升，7 月份我国进口澳大利亚大麦均价达到 326 美元/吨，较去年同期提升 54%。11 月初澳大利亚啤酒大麦进口均价约为 350 美元/吨，近几个月来保持平稳。美国农业部海外农业服务中心预计 2011/12 年度澳大利亚大麦产量为 800 万吨，大麦期末库存预计为 61.9 万吨，随着 11 月份新品大麦上市，澳大利亚今年丰产大麦将对大麦价格带来下调压力，大麦价格有望稳中回落。

图 20：啤酒 1-9 月份产量同比增速为 8.55%

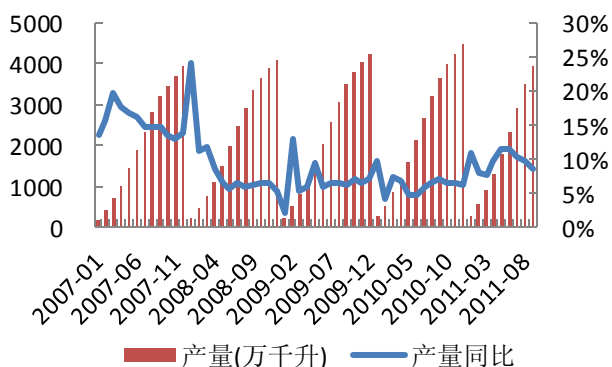
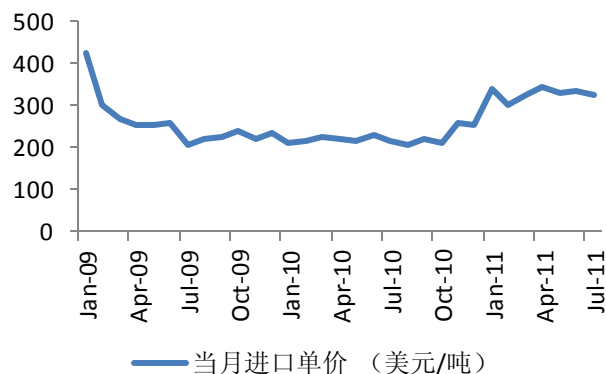


图 21：澳大利亚 2011/2012 丰产大麦将带来大麦价格回落



资料来源：国家统计局，海关总署，民生证券研究所

（四）黄酒：行业再次进入高速增长阶段，古越龙山值得长期持有

2001 年以来，我国黄酒行业发展势头良好，2001 年 7 月-2011 年 7 月，我国黄酒收入和利润 CAGR 分别达到 17.06% 和 23.21%。2011 年 1-7 月，我国黄酒行业营业收入和利润增速分别为 12.87% 和 47.81%，收入增速保持稳定，利润增速达到 2008 年以来最高水平，行业进入又一个高速增长阶段。从产量方面来看，我国黄酒行业产量增速 2008 年以来一直保持在 10%-14%，其中 2010 年产量增速为 10.93%。

图 22：黄酒产量 2010 年同比增 10.93%

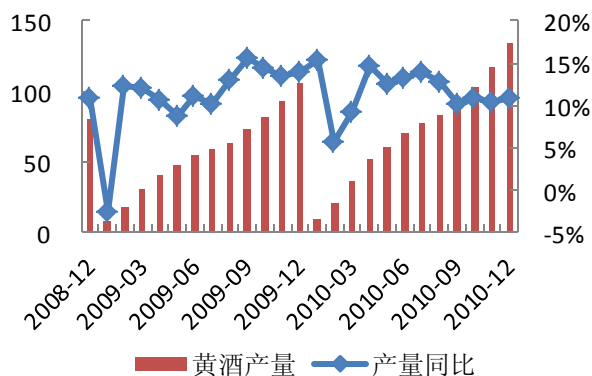
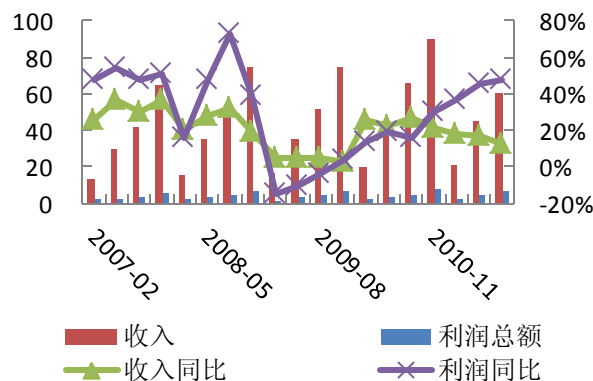


图 23：黄酒行业又迎来行业高速增长阶段



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

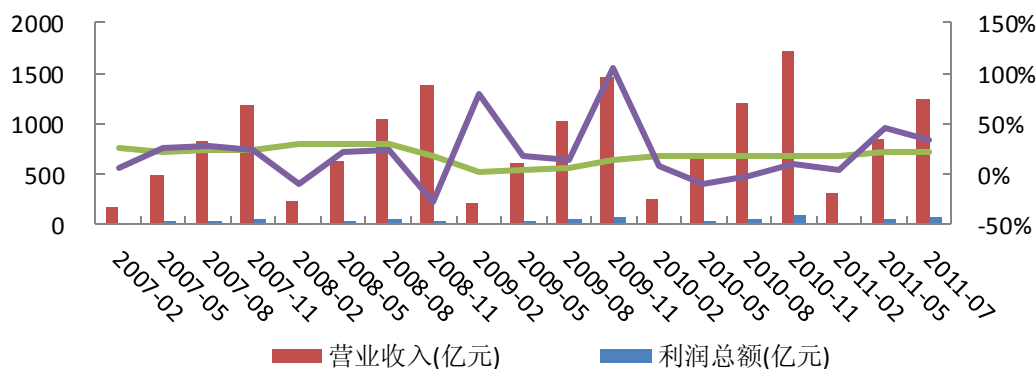
随着行业进入又一个高速增长阶段，2012 年黄酒行业内公司盈利能力有望大幅提升，

竞争力有望持续增强,尤其是行业龙头古越龙山值得长期持有。我们看好行业龙头古越龙山主要基于以下两点:1、外部因素。(1)黄酒行业因为12年初会稽山上市引起鲶鱼式竞争,行业大发展。(2)国人对健康消费理念回归,抛弃白酒的面子消费,黄酒行业井喷。2、内部因素。11年底原酒交易平台上线,12年公司内部机制理顺,竞争力大幅增强。

(五) 乳制品: 行业龙头伊利迎来发展的机遇期

乳制品行业我们继续看好行业龙头伊利股份,核心逻辑在于:1、销售规模扩大,期间费用率下滑,净利率有望继续提升。2、随着国家对乳制品生产企业生产许可证进行重新审核,乳制品行业龙头迎来新的发展机遇。3、公司经历过2004年多名管理层被拘、2008年三聚氰胺事件,公司发展不受其影响,反而会在事件之后,经营情况更上一层楼。

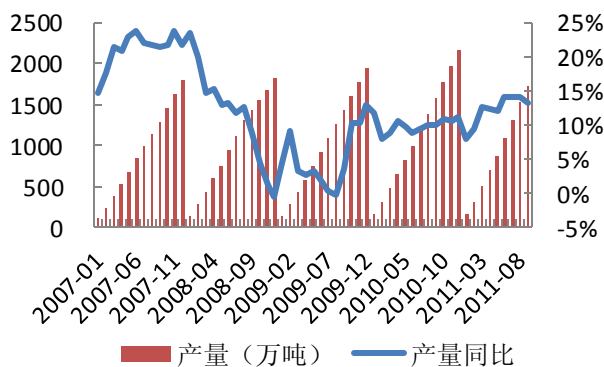
图 24: 1-7 月乳制品行业收入、利润增速分别为 21.34%、34.01%



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

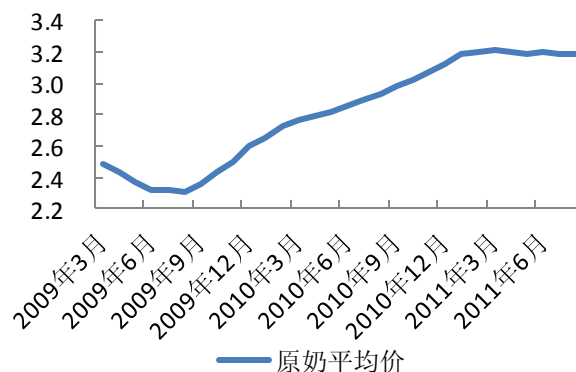
原材料方面,原奶平均价格从 2011 年 3、4 月份高点 3.21 元小幅回落,目前仍处于历史较高水平,较上年同期提升 8.53%,行业龙头伊利、蒙牛通过提价来应对原材料价格的小幅上涨。另外,随着国家对乳制品生产企业生产许可证严格审核,部分中小型乳制品企业被淘汰出市场,乳制品行业龙头迎来新的发展机遇。

图 25: 1-9 月乳制品产量同比增长 13.20%



资料来源: 国家统计局, 商务部, 民生证券研究所

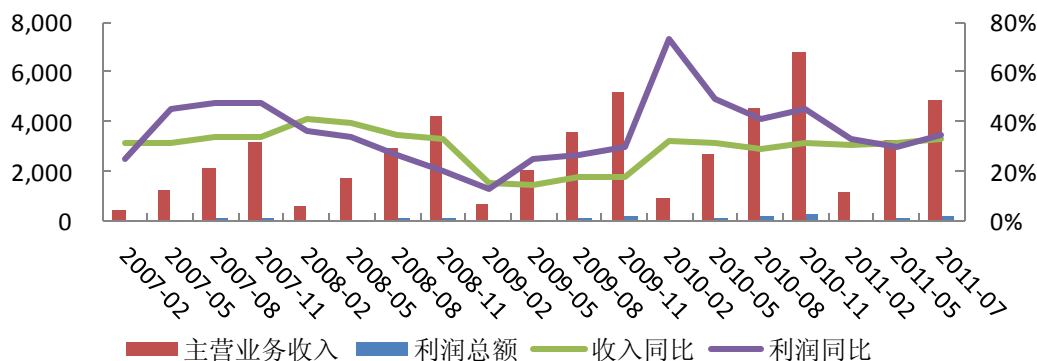
图 26: 我国主产区原奶平均价格开始回落



（六）肉制品：2012 年猪肉价格将回落，行业利润率有望提升

1-7 月，我国屠宰及肉类加工行业收入、税前利润同比增速分别为 32.89%、34.80%，行业利润增速有所下滑。在消费需求旺盛以及猪肉价格下滑的背景下，预计 2012 年我国屠宰及肉类加工行业仍将保持 30% 以上的高速增长。

图 27：1-7 月我国屠宰及肉类加工收入、利润同比增速为 32.89%、34.80%

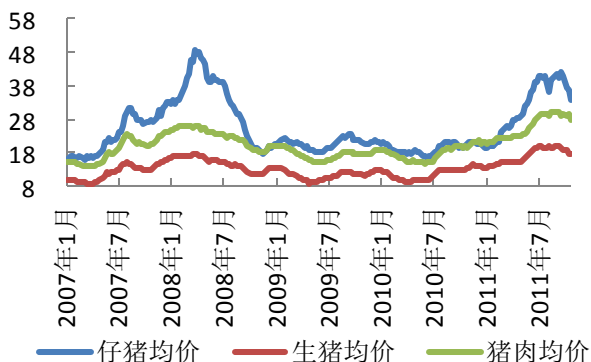


资料来源：国家统计局，民生证券研究所

10 月 28 日全国 22 个省市仔猪、生猪、猪肉均价较 9 月份最高点分别下滑 20.02%、12.20%、9.17%，仔猪、生猪、猪肉均价均开始回落。猪粮比由今年 6 月份的最高点 8.48 下滑到目前的 7.04，仍处于较高水平，农户养猪积极性继续保持，养猪仍处于景气周期当中。截至今年 9 月末，我国能繁母猪存栏量 4716 万头，连续 7 个月出现上扬，目前已经高于 2009 年和 2010 年同期水平。随着 2012 年春节消费旺季的到来，预计未来一段时间内猪肉价格将保持平稳，2012 年春节过后猪肉价格有望出现下滑趋势。

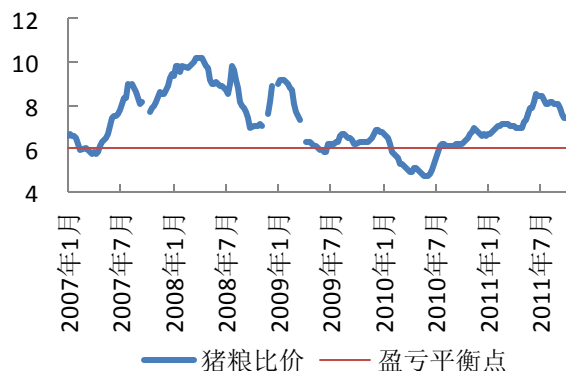
行业龙头双汇发展“十二五”期间计划：屠宰业务保持 20% 增速，肉制品业务保持 12-15% 增速，集团利润 CAGR 达到 25% 以上。另外，即将完成的重组对行业龙头双汇发展影响巨大，不仅降低了关联交易，更重要的是达到管理层和股东利益一致，为双汇发展未来发展奠定良好基础，我们看好双汇发展未来的增长趋势。

图 28：仔猪、生猪、猪肉均价开始小幅回落



资料来源：中国畜牧业信息网，民生证券研究所

图 29：猪粮比价由最高点 8.48 下滑到目前 7.04

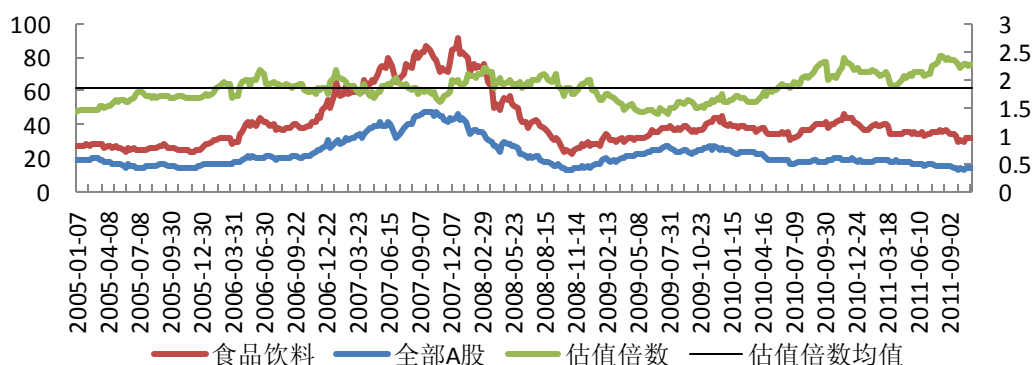


三、投资策略

(一) 食品饮料行业估值略高于 2010 年 7 月，具备提升空间

食品饮料行业动态 PE (TTM) 有 2 个代表性低点：(1) 2008 年 11 月初达到 2003 年以来的历史最低点 22.08 倍。(2) 2010 年 7 月初，食品饮料板块启动前，达到阶段性低点 30.42 倍。2011 年 11 月 10 日，食品饮料行业动态 PE 为 31.98 倍，估值水平略高于 2010 年 7 月初阶段性低点，远低于 2003 年以来的平均值 (39.54 倍)，相比较而言，估值水平较低。随着年底消费旺季到来，食品饮料板块估值水平具备提升空间。

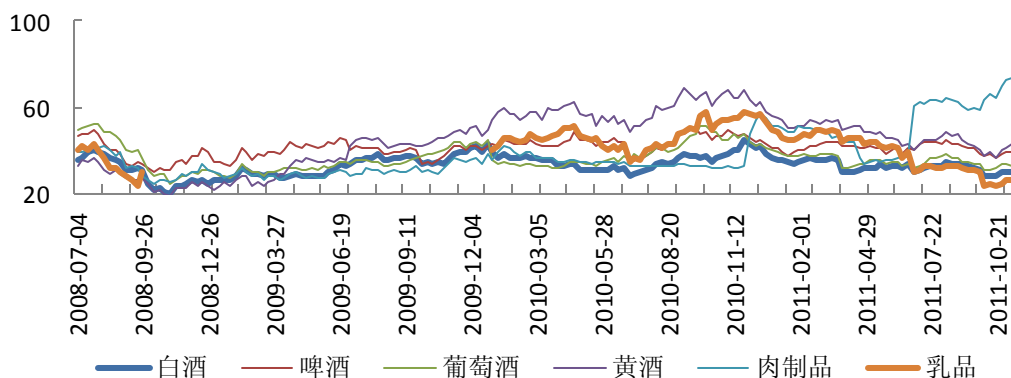
图 30: 食品饮料行业动态 PE 为 31.98 倍，略高于 2010 年 7 月 30.42 倍的阶段性低点



资料来源: wind, 民生证券研究所

从动态 PE 倍数来看，食品饮料行业相对于全部 A 股的动态 PE 倍数由今年 4 月初的阶段性低点 1.89 倍逐步提升到 2.28 倍，高于 2005 年以来的平均估值倍数 (1.85 倍)。估值倍数逐步提升的主要原因在于：(1) 食品饮料板块各个主要子行业业绩增速超预期，估值变化不大。(2) 大盘下跌，全部 A 股估值下滑，食品饮料相对于全部 A 股估值提升。

图 31: 白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒、乳制品估值均低于历史平均水平



资料来源: wind, 民生证券研究所

从各个子行业的估值水平来看，目前白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒、肉制品、乳制品的动态 PE 分别为 29.50、39.22、32.94、42.65、73.39、26.27 倍。其中，白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒、乳制品估值均低于历史平均水平，唯有肉制品估值略超出历史平均水平。

(二) 重点公司推荐

1、酒鬼酒 (000799): 崛起中的酒鬼酒, 2012 年战略性投资品种

传统销售淡季收入 2 个季度环比增加, 经营拐点显现。1、单季度收入增速超预期。2011 年第三季度公司收入达 2.59 亿元, 同比增长 136.45%, 增速创 2009 年以来单季度新高, 公司销售高速增长超出市场预期。2、收入环比持续增长, 复苏进程再次确认。公司在传统销售淡季收入连续 2 个季度环比增加: 其中 2011 年 Q2 收入环比增长 13.98%, Q3 收入环比增长 22.29%, 复苏进程得以确认, 经营拐点已经显现。

实际业绩好于报表业绩。1、经营性净现金流为净利润的 2.68 倍。2011 年前三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金达 7.94 亿元, 同比增长 75.79%; 经营性净现金流达 2.30 亿元, 为净利润的 2.68 倍, 经营性净现金流达到 2003 年以来历史最高水平, 公司良性发展趋势开始显现。2、预收款项与其他应付款大幅增加。截至三季度末, 公司预收款项和其他应付款达 1.67 亿元, 合计提升 63.92%, 显示公司实际销售好于报表反映情况。

定向增发力推“十二 五”战略发展规划实现。2011 年 11 月初公司完成了非公开发行股票工作, 募集资金投资将力推公司实现“到十二 五末, 销售收入突破三十个亿, 产量达 2.2-2.5 万吨”的战略目标。

2012 年战略性投资品种。2010 年底, 公司制定完成了“十二 五”战略规划, 确立了 2011 年-2015 年期间的战略措施和发展目标, 下阶段将重点进行营销改革, 巩固湖南、北方、南方三个营销中心, 打造销售“十强市”、“百强县”, 开拓北方、大华南市场, 加快内参事业部、湘泉事业部、总代理品牌管理部的发展, 培育营销队伍, 稳步扩大销售。我们认为随着公司各项战略规划的有序展开, 以及非公开增发新股的各项工作于 2011 年顺利完成, 公司发展拐点已经显现, 酒鬼酒将成为白酒板块 2012 年战略性品种。

盈利预测与评级。我们预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.39/0.75/1.10 元, 同比增速分别为 47%、94%、47%, 对应 2011~2013 年 PE 分别为 56X、29X、19X。我们提升公司投资评级至强烈推荐, 目标价 30 元。

2、沱牌舍得 (600702): 销售模式由保守型转向进攻型, 业绩拐点显现

公司股价目前具备安全边际。截至 2010 年末, 公司存货为 12.87 亿元, 其中自制半成品 10.69 亿元, 吨酒价格仅为 13363 元, 折合 6.68 元/斤, 价值被严重低估。我们保守按照 5 万吨优质好酒计算公司基酒价值, 现在的市值 (79.20 亿元) 仅相当于 79.20 元/瓶的价格买下沱牌舍得整个公司的优质基酒, 同时公司还赠送 3 万吨左右的低档酒, 我们认为以 79.20 元/瓶买下沱牌曲酒具有很高的安全边际。

未来 3 年收入增速有望保持 50% 左右。1、沱牌经销商销售额大部分集中在百万级别, 部分经销商是做茅台、五粮液, 渠道优势较强, 现在正处于销售额由百万级别向千万级别跃进的黄金成长期。2、公司已经不像之前随意选择经销商, 今年开始挑选有质量的经销商。3、公司销售人员已经达到 700-800 人 (人数较去年翻番), 对经销商形成了有力支

持。4、营销战略转型。2011 年是公司营销战略转型的第二年，“人才工程”、“品牌工程”、“渠道工程”、“服务工程”均取得了较大幅度进展。大部分中高端产品较去年同期均保持了 100%左右的增长，将顺利完成 2011 年各项目标计划。公司 2011 年加大了经销商的招商力度，很多销售区今年的经销商扩张速度达到历史较高水平。

地方政府的强力支持。绿色食品产业是遂宁市政府十二五期间重点扶植产业，“十二五”期间，遂宁市白酒产业规划：以沱牌集团为龙头，到 2012 年全市的白酒销售收入达 50 亿元，2015 年达 100 亿元。

盈利预测与评级。

(1) 悲观假设。假设公司未来 3 年不改制，我们预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.36/0.58/0.89 元，同比增长 61%、59%、55%。维持公司强烈推荐评级，目标价 26.5 元。

(2) 乐观假设。假设公司 1-2 年内完成改制，我们预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.42/0.84/1.30 元，同比增长 87%、97%、56%。维持公司强烈推荐评级，目标价 33.6 元。

3、古越龙山 (600059)：原酒交易平台引发营销模式变革，经营拐点临近

提价是解决所有问题的核心。1、提价成为核心战略。目前提价已成为公司改善经营的核心战略，通过提价可以达到树高端品牌、调产品结构、理顺价格体系、增加渠道利润等目的，最终达到“产量小幅增加、收入稳步增加、利润大幅增加”的战略目标。2、高档酒大幅增长。11 年 5 月中旬以来，公司高档酒生产车间每晚加班到 9 点，在传统的生产淡季高端产品销售出现了大幅增长。

原酒交易平台带来公司营销模式的深刻变革。1、创新的营销模式。通过原酒交易平台可以让人们认识到原酒增值空间巨大，同时通过意见领袖传输老酒越陈越香、越陈越贵、越陈越有品位的信息，是一种极好的营销模式，是绍兴黄酒继产能革命、市场革命后的第三次革命。2、原酒金融衍生品。通过原酒抵押贷款和期酒交易，可以放大投资效率和投资倍数，原酒交易可以覆盖产业、银行、保险、现货、期货等，原酒交易空间被大幅扩宽。3、通过提升价格、拉动销量增加公司业绩。古越龙山的原酒销售和瓶装酒销售相互关联，随着古越龙山知名度提升将带动瓶装酒销售，公司瓶装酒销售有望更上一层楼。

原酒价值回归。1、2008-2010 年原酒销售价格复合增速达 38.23%，在原酒交易平台准备开通以及通货膨胀的大背景下，未来几年原酒价格年均增幅有望保持在 30%以上。2、公司向 150 亿-220 亿市值回归。公司共拥有原酒 25 万吨，原酒价值达 150-222 亿元，从原酒价值角度看市值被低估 50%以上。原酒电子平台开通后，原酒去银行抵押有了估值依据，公司 150-222 亿元库存原酒价值终将回归。

只为“女儿红”：中国情感第一酒。“女儿红”品牌在我国拥有很高的知名度，在经历了品牌梳理和品种优化之后，资源整合效果开始显现。2011 年一季度收入较上年同期增长 47%，个别产品至今仍出现脱销现象，预计 2011 年下半年销售情况将获得更大突破。

盈利预测与评级。我们预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.30 元、0.44 元、0.65 元，

同比分别增长 51%、50%、45%，未来三年复合增速达 49%，维持公司强烈推荐评级，目标价 17.6 元。

4、青岛啤酒（600600）：未来看点在于收购重组和产能扩张

收购重组、产能扩张是公司未来主要看点。1、2011 年上半年公司收购了山东新银麦啤酒有限公司，二季度实现销量 15 万千升，同比增长 23%。2、今年 3 月公司收购了杭州紫金滩酒业有限公司 80% 股权，已启动年产 20 万千升啤酒的技改扩建项目。3、上半年公司启动了在广东揭阳新建年产 25 万千升啤酒项目及武威公司、廊坊公司的搬迁扩建项目，为未来市场的持续增长奠定了基础。2010 年中报以来，公司持有的货币资金持续维持在 70 亿元以上，手头现金充裕，我们预计公司下一步在河南、山东、华南等地收购重组、新建产能的可能性依然较大。

量价提升拉动收入较快增长。1、销量增长是收入增长的主要原因。2011 上半年，公司共完成啤酒销售 375 万千升，同比增长 20.6%，远高于行业平均增速（上半年啤酒行业共完成啤酒产量 2350 万千升，同比增长 11.4%，增速同比提高 6 个百分点）。其中主品牌青岛啤酒实现销量 203 万千升，同比增长 23%，副品牌销量 172 万千升，同比增长 18%，销量增速明显上升，暗示公司扩大副品牌销量战略调整到位。2、吨酒价格小幅提升。上半年公司吨酒价格达到 3166 元，同比提升 0.41%，主要原因在于公司为消化成本大幅上涨的压力，上半年适度调整了中高端产品价格。

公司发展战略：2014 年实现 1000 万千升销量，CAGR 将达 12%。2011 年 6 月公司董事会完成换届选举，公司新一届董事会和管理团队根据行业竞争趋势的分析，提出到 2014 年力争实现啤酒销售 1000 万千升、保持和提高行业领导者地位的发展战略目标。（1）公司将继续以搬迁扩建、并购、新建等方式不断扩大规模、完善市场布局，提高在国内市场的竞争力。（2）继续完善市场销售网络，加强对重点经销商的培育，树立全员营销的理念，使公司市场销售实现持续快速的增长。2010 年公司啤酒销量为 635 万千升，到 2014 年目标实现，公司啤酒销量复合增速将达 12.02%。

盈利预测与评级。我们预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 1.35 元、1.69 元、2.12 元，同比分别增长 20%、25%、25%。我们提升公司投资评级至强烈推荐，目标价 47 元。

5、伊利股份（600887）：费用率改善，规模效应开始显现

强大的品牌力。快消品最核心的竞争优势在于其品牌力的强弱以及渠道的深耕程度，三聚氰胺事件以来，公司通过及时有力的系列危机公关措施，阻止了当时品牌力的下滑。随后公司通过大力赞助世博会等大型活动再次提升了伊利的品牌形象，2010 年伊利的品牌价值接近 300 亿元，有力地拉动了伊利中高端产品的增长。

规模效应以及竞争格局改善带来费用率改善。1、伊利目前规模效应明显，2011 年第三季度销售费用率快速下滑，并创 08 年以来的新低，净利率迅速上升到 6% 的高点，我们认为这是公司销售规模达到一定程度后规模效应逐步显现。2、行业竞争格局改善。随着

蒙牛收归于中粮旗下，公司的竞争格局发生好转。另外，我们了解到有一部分乳制品企业不在进行恶性竞争，而是开始开辟差异化产品或是产品品质方面的竞争。

系列产品全国化。公司产品在一二线城市开始结构升级，金典系列产品、舒化奶、儿童奶 QQ 星等增长势头良好；随着三四线城市收入上升、消费增长，伊利 2006 年开始实施的“织网计划”保障了公司在三四线城市的竞争优势。另外，随着新一轮婴儿潮正持续、婴幼儿奶粉需求快速增长，中低收入人群选择国产奶粉将是大势所趋，伊利具备先发优势。

立足长远进行奶源建设。奶源建设是公司长远发展的奠基石，将保证产品品质和食品安全，也是公司产品线优化的必要基础。公司眼光长远，十分重视奶业基地建设和升级，2011 年计划在奶源建设方面投资超过 14 亿元，有利于公司在未来的长期竞争中胜出。

盈利预测与评级。我们预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 1.05 元、1.26 元、1.54 元，同比分别增长 117%、20%、22%。我们提升公司投资评级至强烈推荐，目标价 31 元。

6、双汇发展（000895）：肉制品、鲜冻品销售恢复，未来发展前景看好

肉制品销售基本恢复正常水平，鲜冻品销售正在逐步恢复。“瘦肉精”事件之后，双汇集团分别于 3 月 16 日、3 月 17 日发布两次声明，为落实两次声明，公司实施了 8 项整改措施，其中包括销毁肉制品、引入第三方监督机构、建立安全监督委员会等措施，目前上述措施对公司销售的恢复已经产生积极效果，肉制品销售已基本恢复至正常水平，鲜冻品销售也在逐步恢复。

投资项目继续扩张，未来发展前景看好。2010 年 11 月 30 日，经公司 2010 年第二次临时股东大会审议通过，公司拟投资 12.1 亿元（项目共需投资 21.85 亿元），分别在广西南宁、上海、安徽芜湖、山东潍坊、吉林长春、辽宁沈阳、河南济源、浙江金华投资建设生猪屠宰、肉制品加工及商品猪养殖项目。上半年，公司已按照股东大会的决议陆续注册成立了南宁双汇、芜湖双汇、长春双汇、沈阳双汇和济源双汇牧业。其中南宁双汇、芜湖双汇已完成了项目立项、项目环评、项目土地成交确认和使用权证的办理并开工建设，长春双汇、沈阳双汇和济源双汇牧业正在办理项目立项审批、环评审批、定点屠宰规划审批和土地挂牌的前期准备工作。公司投资项目继续扩张，未来发展前景看好。

预计全年业绩略有下降，集团资产重组工作继续进行。受 2011 年原辅材料成本大幅上升及“3·15 事件”的影响，我们预计公司 2011 年业绩将略有下滑，但销售情况已经基本恢复正常水平。双汇集团及公司将全力推进重大资产重组工作，同时公司将采取积极措施恢复生产经营，并视相关恢复情况关注此次事件对本次重大资产重组拟注入资产评估值的影响。

盈利预测与评级。我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年 EPS 分别为 1.60 元、3.32 元、4.38 元，同比分别增长-11%、127%、31%。另外考虑到公司在肉制品行业中的龙头地位以及生产销售的正常恢复，维持公司强烈推荐评级，目标价 92 元。

表 1: 重点食品饮料公司盈利预测和估值表

公司简称	EPS (元)			PE (倍)			股价 (2011.11.10)	评级
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		
贵州茅台	7.55	10.14	13.07	27.15	20.22	15.69	205.01	强烈推荐
五粮液	1.70	2.34	3.04	21.64	15.72	12.10	36.78	强烈推荐
泸州老窖	2.04	2.73	3.42	20.71	15.47	12.35	42.24	强烈推荐
洋河股份	4.38	6.75	9.49	33.32	21.62	15.38	145.92	强烈推荐
山西汾酒	1.85	2.59	3.37	38.32	27.37	21.04	70.90	强烈推荐
古井贡酒	2.45	4.07	5.69	37.79	22.75	16.27	92.59	强烈推荐
酒鬼酒	0.39	0.75	1.10	61.49	31.97	21.80	23.98	强烈推荐
沱牌舍得	0.39	0.68	1.00	51.18	29.35	19.96	19.96	强烈推荐
古越龙山	0.30	0.44	0.65	42.43	28.93	19.58	12.73	强烈推荐
张裕 A	3.70	4.75	6.00	30.24	23.55	18.65	111.88	强烈推荐
青岛啤酒	1.35	1.63	2.12	26.25	21.74	16.72	35.44	强烈推荐
伊利股份	1.05	1.26	1.54	21.23	17.69	14.47	22.29	强烈推荐
双汇发展	1.60	3.32	4.38	47.94	23.11	17.51	76.71	强烈推荐
燕京啤酒	0.72	0.92	1.10	22.07	17.27	14.45	15.89	谨慎推荐
三全食品	0.87	1.16	1.65	39.84	29.88	21.01	34.66	谨慎推荐
承德露露	0.54	0.67	0.83	33.07	26.66	21.52	17.86	谨慎推荐
安琪酵母	1.09	1.52	2.00	27.44	19.68	14.96	29.91	谨慎推荐

数据来源: wind, 民生证券研究所

图表目录

图 1: 各个行业涨跌幅情况 (%)	3
图 2: 今年以来行业与沪深 300 走势比较	3
图 3: 各个子行业涨跌幅 (%)	3
图 4: 预计 CPI 未来 1 年将保持下滑态势	4
图 5: 国家财政收入、支出同比增速维持高位	4
图 6: 全国工业企业收入、利润同比增速持续较高	4
图 7: 我国城镇居民和农村居民人均收入保持较高增速	5
图 8: 我国城镇化率处于快速推进时期	5
图 9: 社会消费品零售总额连续 5 个月增速在 17% 以上	6
图 10: 随着 CPI 下滑, 我国消费者信心指数有望提升	6
图 11: 1-7 月我国白酒行业收入、利润增速创 2008 年以来新高	7
图 12: 贵州茅台出厂价、零售价 (元)	7
图 13: 五粮液出厂价、零售价 (元)	7
图 14: 国窖 1573 出厂价、零售价 (元)	8
图 15: 白酒产量 1-9 月份同比增速达 29.20%	8
图 16: 我国葡萄酒行业收入、利润增速分别为 26.92%、36.13%	8
图 17: 我国葡萄酒产量 1-9 月同比增速为 17.93%	9
图 18: 1-9 月葡萄酒进口量、进口额增速为 31.80%、67.50%	9
图 19: 1-7 月我国啤酒行业收入、利润增速分别为 21.57%、24.75%	9
图 20: 啤酒 1-9 月份产量同比增速为 8.55%	10
图 21: 澳大利亚 2011/2012 丰产大麦将带来大麦价格回落	10
图 22: 黄酒产量 2010 年同比增 10.93%	10
图 23: 黄酒行业又迎来行业高增长阶段	10
图 24: 1-7 月乳制品行业收入、利润增速分别为 21.34%、34.01%	11
图 25: 1-9 月乳制品产量同比增长 13.20%	11
图 26: 我国主产区原奶平均价格开始回落	11
图 27: 1-7 月我国屠宰及肉类加工收入、利润同比增速为 32.89%、34.80%	12
图 28: 仔猪、生猪、猪肉均价开始小幅回落	12
图 29: 猪粮比价由最高点 8.48 下滑到目前 7.04	12
图 30: 食品饮料行业动态 PE 为 31.98 倍, 略高于 2010 年 7 月 30.42 倍的阶段性低点	13
图 31: 白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒、乳制品估值均低于历史平均水平	13
表 1: 重点食品饮料公司盈利预测和估值表	18

分析师与行业专家简介

王永锋，食品饮料行业分析师，经济学硕士，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验，2011年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。