

食品饮料行业

超配行业，并提高配置水平

研究结论

- **2010年和今年一季度行业运行良好，上市公司整体经营良好，今年一季度业绩增长加速，主业增长是净利润增量的主要来源。**2010年1-11月，食品饮料规模以上企业经营数据表现良好，除了啤酒行业之外，销售收入增速都有不同程度提升，但由于成本压力加大，饮料制造和食品制造板块的毛利率出现不同程度下降。2011年一季度，行业收入和利润继续保持较快的增长态势，其中酒饮料和食品加工板块表现最为优异，但成本上涨的压力在一季度已经体现在毛利率上，其中啤酒、葡萄酒、乳制品、速冻食品等行业毛利率均出现下降，二季度压力仍较大。下半年，以上行业的成本压力预计将会有所缓解。2010年，食品饮料行业全部上市公司收入和净利润同比分别增长22.54%和31.41%，毛利率略降0.11个百分点。2011年一季度，行业数据表现更加优异，其中销售收入和净利润同比分别增长26.54%和40.25%，毛利率、净利率等盈利能力指标均上扬。就细分行业而言，最看好白酒、啤酒和乳制品行业。
- **啤酒、乳制品和肉制品上半年成本压力大：投资此类公司时点在于成本维持高位末期。**今年以来，各个细分行业的成本上涨压力都比较大，通过比较分析，白酒业绩对成本上涨的敏感性最小。啤酒和肉制品行业的成本上升最为明显，原奶价格保持在历史高位，我们认为原奶后续继续上升的压力有限。上半年啤酒企业收购大麦基本结束，下半年成本锁定，但是啤酒企业可以通过提价来较为有效的转嫁成本（发改委对啤酒企业提价“表示理解”）。对肉制品行业而言，虽然生猪存栏量有所提升，但生猪价格保持高位，成本转嫁压力仍然比较大。实际数据表明，啤酒、乳制品和肉制品行业的终端价上涨总是滞后的，短期内覆盖成本上涨的压力较大，这也是去年年报和今年一季度此类公司毛利率下滑的主要因素，但是其中也不乏转嫁能力表现优异的公司，如双汇发展、伊利股份、青岛啤酒、惠泉啤酒等公司。我们认为在成本维持高位的末期是投资的好时点，该时点可能已经临近了。
- **投资建议：超配行业，提升配置率。**我们预计二三季度行业有望跑赢大盘。理由基于：一是行业基本面良好和机构对行业配置调整的考虑；二是目前估值可以支持上涨。首选高端白酒和葡萄酒公司，推荐泸州老窖、贵州茅台和五粮液，同时关注张裕A（未评级）；其次配置处于消费旺季的啤酒公司，推荐青岛啤酒；再次选择业绩高成长的二线白酒公司，推荐金种子酒和古井贡酒，同时关注洋河股份（未评级）和山西汾酒（未评级）；最后，成本处于高位运行的优势公司，考虑到成本上涨有限以及转嫁效应逐步显现的因素，关注伊利股份（未评级）、得利斯（未评级）和双汇发展（未评级）。
- **风险因素：**政策影响、食品安全事件的影响。



施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

8621-63325888×6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A股

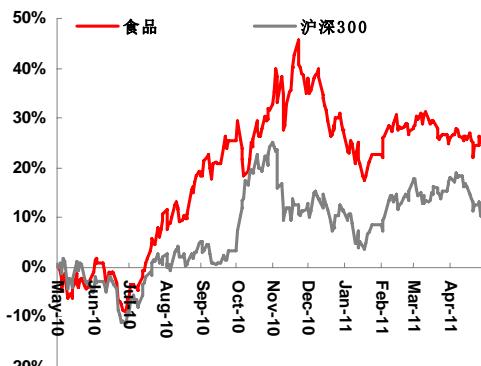
行业

食品饮料

报告发布日期

2011年05月13日

行业表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	1.87	3.57	27.16
相对表现 (%)	7.98	2.14	17.13

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
泸州老窖	1.58	2.12	2.70	3.44	买入
五粮液	1.16	1.54	1.93	2.41	买入
古井贡酒	1.34	2.42	3.67	4.84	买入
金种子酒	0.30	0.62	0.92	1.29	买入
贵州茅台	5.35	7.57	9.72	11.88	增持
水井坊	0.48	0.60	0.71	0.80	增持
青岛啤酒	1.13	1.40	1.69	2.05	增持
金枫酒业	0.30	0.41	0.45	0.52	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

报告目的：业绩回顾；建议提高行业配置	4
数据说话：行业发展稳健	5
规模以上企业：行业高景气运行	5
A 股上市公司：白酒表现最为亮丽	7
上市公司净利润增长构成分析	8
行业压力和机会：成本至高位，机会显现	10
基金重仓股分析：连续两个季度减持	13
投资策略：超配食品饮料，提高配置率	16
风险因素分析	18
附件：细分行业产量和经营指标	19

图表目录

图 1: 2010 年行业各板块净利润增长构成分解.....	9
图 2: 2011 年一季度行业各板块净利润增长构成分解	9
图 3: 行业历年各板块净利润增长构成分解.....	10
图 4: 截止四月原奶价格同比上涨 14.7% (元/公斤)	12
图 5: 截止四月生猪价格同比上涨 60% (元/公斤)	12
图 6: 截止三月进口大麦价格同比上涨 45%	13
图 7: 行业跟沪深 300 指数涨幅季度比较.....	14
图 8: 行业跟沪深 300PE 比值	16
图 9: 高端酒相比大盘的 PE 比值处于历史较低水平	17
图 10: 五粮液和茅台的终端价淡季仍保持高位	17
图 11: 国窖 1573 的终端价形式明显好于水井坊.....	17
图 12: 截止三月白酒主销价同比提高 42%.....	18
图 13: 白酒 1-3 月产量、收入和利润总额增速分别为 27%、37% 和 40%	19
图 14: 黄酒 1-3 月收入和利润总额增速分别为 15% 和 50%.....	20
图 15: 啤酒 1-3 月产量、收入和利润总额增速分别为 7.7%、19% 和 38%	20
图 16: 葡萄酒 1-3 月产量、收入和利润总额增速分别为 26%、27% 和 32%	21
图 17: 乳制品 1-3 月产量、收入和利润总额增速分别为 9%、20% 和 23%	21
图 18: 鲜、冷藏肉和冻肉月度产量	21
图 19: 畜禽屠宰和肉制品行业经营指标	22
 表 1: 2010 年 1-11 月食品行业各细分行业主要经营指标 (规模以上企业统计)	5
表 2: 2011 年 1-2 月及一季度食品行业各细分行业主要经营指标 (规模以上企业统计)	6
表 3: 主要细分行业历年 1-2 月财务指标比较 (规模以上企业统计)	6
表 4: 65 家食品行业上市公司 2010 年和 2011 年一季度业绩汇总	7
表 5: 食品行业上市公司主要细分板块和行业的年报及一季报的数据比较	8
表 6: 产品和原料涨价对主要细分行业利润影响的敏感性分析	10
表 7: 产品成本和销售价变化率比较	11
表 8: 成本压力下主要公司的盈利指标变化	11
表 9: 基金重仓持有食品行业上市公司情况分析	14
表 10: 重点公司盈利预测和评级	18
表 11: 食品行业上市公司 2010 年度主要财务指标综观表	22

报告目的：业绩回顾；建议提高行业配置

本报告的试图解决的问题：

- 1、回顾 2010 年年报和 2011 年一季度行业上市公司的业绩表现？并预期后续业绩增长的来源？
- 2、回顾 2010 年四季度和 2011 年一季度基金重仓本行业公司的情况，基金重仓股连续两个季度的减持是否已结束？二三季度配置本行业的形势？
- 3、市场普遍认为重配本行业应该在旺季来临的三四季度，为什么我们提出二三季度提高配置行业比重的观点？
- 4、我们对配置本行业品种的建议？

数据说话：行业发展稳健

规模以上企业：行业高景气运行

2010年1-11月，食品饮料规模以上企业经营数据表现良好，除了啤酒行业之外，销售收入增速都有不同程度提升，但由于成本压力加大，饮料制造和食品制造板块的毛利率出现不同程度下降。

2011年一季度，行业收入和利润继续保持较快的增长态势，其中酒饮料和食品加工板块表现最为优异，但成本上涨的压力在一季度已经体现在毛利率上，其中啤酒、葡萄酒、乳制品、速冻食品等行业毛利率均出现下降，二季度压力仍然较大。下半年，以上行业的成本压力预计将会有所缓解。

表1：2010年1-11月食品行业各细分行业主要经营指标（规模以上企业统计）

细分行业	销售收入 增速	09年同期	利润总额 增速	09年同期	毛利率	09年同期	税前利润 率	09年同期
饮料制造	24.46%↑	19.93%	21.68%↓	28.78%	26.34%↓	27.54%	9.14%↑	9.19%
白酒行业	31.01%↑	30.46%	34.04%↑	25.73%	31.82%↓	33.70%	13.16%↑	12.64%
黄酒行业	21.37%↑	3.08%	29.69%↑	3.48%	27.35%↑	27.03%	8.87%↑	8.36%
啤酒行业	10.32%↓	10.40%	26.89%↓	31.52%	31.15%↑	30.92%	7.79%↑	6.40%
葡萄酒行业	26.97%↑	19.07%	21.11%↑	19.92%	30.79%↓	30.82%	11.64%↓	12.49%
软饮料制造	22.11%↑	17.13%	-1.55%↓	35.43%	22.96%↓	25.07%	7.37%↓	9.07%
食品制造	27.80%↑	18.47%	21.42%↓	36.33%	19.73%↓	21.09%	6.51%↓	6.93%
液体乳及乳制品	18.32%↑	13.57%	10.22%↓	104.52%	21.27%↓	23.53%	5.16%↓	5.65%
速冻食品	30.60%↑	24.21%	56.57%↑	53.82%	16.46%↓	16.95%	5.29%↑	4.49%
罐头制造	33.98%↑	16.51%	-5.35%↓	33.47%	13.70%↓	15.12%	3.77%↓	4.96%
调味品、发酵制品	32.26%↑	19.25%	18.24%↓	27.80%	16.87%↓	17.03%	6.93%↓	7.29%
食品加工	30.86%↑	16.81%	46.29%↑	26.89%	11.50%↑	10.56%	4.66%↑	4.16%
制糖业	27.29%↑	0.79%	248%↑	99.15%	21.83%↑	15.51%	11.85%↑	4.48%
畜禽屠宰	32.45%↑	20.05%	49.06%↑	33.74%	10.97%↑	8.84%	3.96%↑	3.55%
肉制品及副产品加工	29.76%↑	15.45%	41.75%↑	25.69%	10.85%↑	8.64%	5.21%↑	4.56%

资料来源：东方证券研究所

表 2：2011 年 1-2 月及一季度食品行业各细分行业主要经营指标（规模以上企业统计）

细分行业	销售收	10 年同	11 年	利润总	10 年同	11 年	毛利率	10 年同	11 年	税前利	10 年同	11 年
	入增速	期	1-3 月	额增速	期	1-3 月		期	1-3 月	润率	期	1-3 月
饮料制造	31.40%	25.03%	31.96%	38.22%	31.75%	35.05%	28.37%	28.91%	26.95%	10.34%	9.71%	10.01%
白酒行业	32.43%	39.82%	36.79%	40.19%	42.04%	40.07%	35.87%	34.27%	34.02%	15.77%	14.60%	14.89%
黄酒行业	17.71%	25.64%	15.37%	36.41%	13.79%	49.79%	33.77%	28.96%	30.56%	11.87%	10.08%	11.90%
啤酒行业	17.46%	10.98%	18.84%	61.06%	258%	37.78%	29.72%	31.27%	29.56%	4.67%	3.43%	4.83%
葡萄酒行业	25.62%	18.26%	27.41%	34.32%	17.34%	31.52%	33.13%	39.08%	32.65%	16.02%	14.88%	15.10%
软饮料制造	32.92%	14.73%	31.35%	25.02%	0.22%	21.07%	22.36%	24.76%	21.47%	6.85%	7.36%	7.22%
食品制造	29.18%	26.43%	31.42%	22.46%	32.65%	30.93%	20.19%	21.64%	20.68%	7.02%	7.22%	6.88%
液体乳及乳制品	18.32%	18.63%	19.65%	3.29%	9.04%	23.34%	23.10%	23.62%	22.91%	4.83%	5.32%	4.95%
速冻食品	26.48%	27.57%	27.10%	33.14%	22.69%	31.07%	16.21%	16.74%	16.06%	6.24%	4.73%	6.35%
罐头制造	36.78%	29.72%	37.90%	4.39%	37.36%	12.60%	14.41%	15.67%	13.82%	4.04%	4.76%	3.81%
调味品、发酵制品	30.17%	26.62%	28.96%	31.34%	48.57%	35.05%	16.62%	17.32%	17.49%	6.53%	6.32%	7.02%
食品加工	33.63%	30.15%	33.94%	50.14%	56.68%	47.21%	12.28%	12.05%	12.25%	5.33%	4.71%	5.04%
制糖业	36.67%	41.05%	43.76%	73.70%	331%	53.54%	24.63%	22.75%	24.25%	16.01%	12.66%	13.99%
畜禽屠宰	31.37%	32.78%	32.45%	66.25%	64.28%	54.88%	11.57%	10.54%	11.52%	4.28%	3.30%	4.14%
肉制品及副产品加工	28.82%	32.31%	26.29%	7.87%	79.76%	6.91%	12.78%	11.75%	12.82%	5.48%	5.97%	5.22%

资料来源：东方证券研究所

表 3：主要细分行业历年 1-2 月财务指标比较（规模以上企业统计）

	白酒	啤酒	黄酒	葡萄酒	乳制品	制糖	肉制品
销售收入增长率							
2011 年 1-2 月	32.43% ↓	17.46% ↑	17.71% ↓	25.62% ↑	18.32% ↓	36.67% ↓	28.82% ↓
2010 年 1-2 月	39.82%	10.98%	25.64%	18.26%	18.63%	41.05%	32.31%
2009 年 1-2 月	20.17%	14.72%	4.98%	0.65%	2.85%	-17.54%	11.69%
2008 年 1-2 月	29.23%	16.23%	19.72%	34.22%	29.35%	24.01%	33.78%
2007 年 1-2 月	28.65%	14.42%	25.54%	23.73%	25.98%	-4.41%	31.22%
2006 年 1-2 月	25.70%	28.10%	17.15%	32.98%	35.99%	53.01%	13.65%
2005 年 1-2 月	23.23%	2.53%	33.35%	32.72%	29.12%	16.47%	45.92%
利润总额增长率							
2011 年 1-2 月	40.19% ↓	61.06% ↓	36.41% ↑	34.32% ↑	3.29% ↓	73.70% ↓	7.87% ↓
2010 年 1-2 月	42.04%	258%	13.79%	17.34%	9.04%	331%	79.76%
2009 年 1-2 月	29.71%	-58.33%	-14.29%	-11.13%	78.69%	-239.43%	15.70%
2008 年 1-2 月	15.01%	16.20%	15.89%	32.40%	-8.96%	-40.11%	22.92%
2007 年 1-2 月	38.02%	119.41%	47.28%	30.34%	5.44%	-39.17%	18.28%
2006 年 1-2 月	31.90%	123.53%	9.28%	16.13%	52.39%	223.95%	30.75%

2005 年 1-2 月	23.31%	64.11%	22.64%	51.49%	20.52%	14.26%	43.69%
毛利率							
2011 年 1-2 月	35.87% ↑	29.72% ↓	33.77% ↑	33.13% ↓	23.10% ↓	24.63% ↑	12.78% ↑
2010 年 1-2 月	34.27%	31.27%	28.96%	39.08%	23.62%	22.75%	11.75%
2009 年 1-2 月	38.54%	26.93%	30.72%	33.81%	23.77%	4.34%	11.20%
2008 年 1-2 月	35.60%	29.14%	33.09%	41.06%	17.94%	14.54%	10.30%
2007 年 1-2 月	38.24%	32.12%	33.21%	40.85%	24.14%	19.54%	10.41%
2006 年 1-2 月	39.06%	32.83%	33.10%	42.46%	22.58%	23.79%	10.71%
2005 年 1-2 月	40.39%	33.35%	36.22%	45.01%	24.32%	20.05%	10.33%

资料来源：东方证券研究所

A 股上市公司：白酒表现最为亮丽

2010 年，食品饮料行业全部上市公司实现收入和净利润 2292 亿元和 257 亿元，同比分别增长 22.54% 和 31.41%，毛利率略降 0.11 个百分点，净利率和 ROE 同比都有所提升。2011 年一季度，行业数据表现更加优异，其中销售收入和净利润同比分别增长 26.54% 和 40.25%，毛利率、净利率等盈利能力指标均上扬。

就食品饮料各个细分行业而言，白酒、啤酒和乳制品行业净利润增长较快，其中白酒各项指标的综合表现最佳，且今年一季度业绩加速增长，基本符合我们前期的判断。我们全年最为看好以上三个细分行业。

表 4：65 家食品行业上市公司 2010 年和 2011 年一季度业绩汇总

亿元	2009 年	2010 年	增幅	1Q2010	1Q2011	增幅
营业收入	1871	2292	22.54%	550	696	26.54%
利润总额	271	354	30.47%	95	134	40.67%
净利润	196	257	31.41%	69	96	40.25%
毛利率	38.23%	38.12% ↓		40.83%	42.38% ↑	
所得税/利润总额	23.57%	23.14% ↓		23.99%	24.17% ↑	
净利润率	10.45%	11.21% ↑		12.51%	13.87% ↑	
净资产收益率	17.77%	18.45% ↑		5.97%	6.36% ↑	

资料来源：东方证券研究所

表 5：食品行业上市公司主要细分板块和行业的年报及一季报的数据比较

亿元	营业收入 增长率	营业收入 增长率	净利润	净利润 增长率	毛利率	毛利率变动	实际税率	净利润率
2010 年数据								
食品饮料行业	2292.24	22.54%	256.98	31.41%	38.12%	-0.10	23.14%	11.21%
饮料制造	1032.88	23.84%	202.52	32.06%	56.47%	1.76	24.71%	19.61%
啤酒行业	356.57	7.81%	28.61	30.08%	42.23%	0.69	22.10%	8.02%
黄酒行业	20.57	22.09%	2.56	15.04%	45.94%	-0.92	25.57%	12.43%
白酒行业	520.29	35.67%	153.41	31.85%	69.94%	0.74	25.30%	29.49%
食品制造	496.08	20.19%	16.28	80.19%	29.67%	-3.73	11.45%	3.28%
乳制品	418.09	20.67%	10.23	59.50%	30.36%	-4.40	8.48%	2.45%
食品加工	486.11	24.23%	11.11	-18.18%	10.68%	-1.47	21.93%	2.29%
肉制品	408.77	28.68%	11.24	20.45%	8.80%	-1.15	19.70%	2.75%
制糖业	86.98	7.56%	0.71	-85.44%	19.14%	-1.61	47.02%	0.81%
2011 年一季度数据								
食品饮料行业	695.72	26.54%	96.48	40.25%	42.38%	1.55	24.17%	13.87%
饮料制造	353.91	36.21%	82.99	44.93%	59.20%	0.64	24.52%	23.45%
啤酒行业	89.94	22.30%	4.90	35.10%	40.19%	-0.98	26.79%	5.44%
黄酒行业	7.34	10.57%	1.19	9.79%	46.19%	0.65	24.74%	16.14%
白酒行业	212.81	49.01%	71.06	49.02%	70.27%	-0.85	24.35%	33.39%
食品制造	147.47	26.90%	3.42	42.27%	31.08%	-0.14	19.87%	2.32%
乳制品	124.15	26.96%	1.91	39.08%	31.75%	-0.01	23.91%	1.54%
食品加工	114.05	5.55%	2.14	-33.59%	10.31%	-1.95	33.31%	1.87%
肉制品	95.00	4.82%	2.59	21.29%	9.55%	-0.65	22.81%	2.72%
制糖业	22.76	13.53%	-0.15	亏损	13.85%	-8.40	237.84%	-0.66%

资料来源：东方证券研究所

上市公司净利润增长构成分析

为了更好的了解行业发展，我们对上市公司经营数据进行了深度分析，特别是归属母公司所有者净利润的构成进行了分解，由此，我们能够更好地知道行业业绩增长的来源。

从历年的数据分析，盈利能力提升和费用控制是利润增量的主要贡献者，从 2010 年年报和今年一季度净利润增长分解数据看，主业增长是净利润增量的主要推动力，这符合我们之前的判断，而盈利能力提升和费用控制在历年的贡献比例中属于很低水平，这说明行业发展是良性的，仍处于规模扩张期。

我们预计 2011 年的净利润构成不会出现格局性变化，但随着通胀水平的预期性下降，预计下半年盈利能力提升对食品加工和制造板块的净利润贡献比例会上升。所以从投资角度，我们建议在下半年可重点关注此类公司。

图 1：2010 年行业各板块净利润增长构成分解

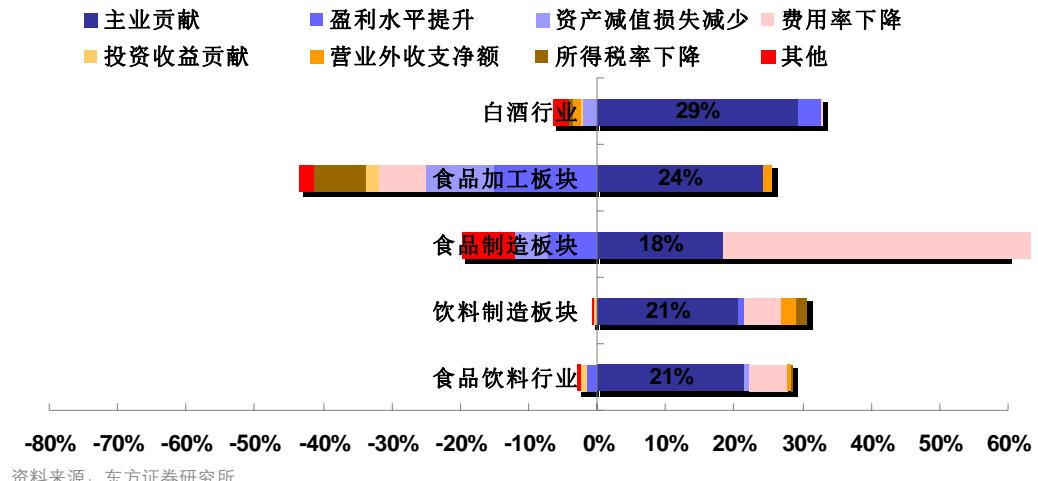


图 2：2011 年一季度行业各板块净利润增长构成分解

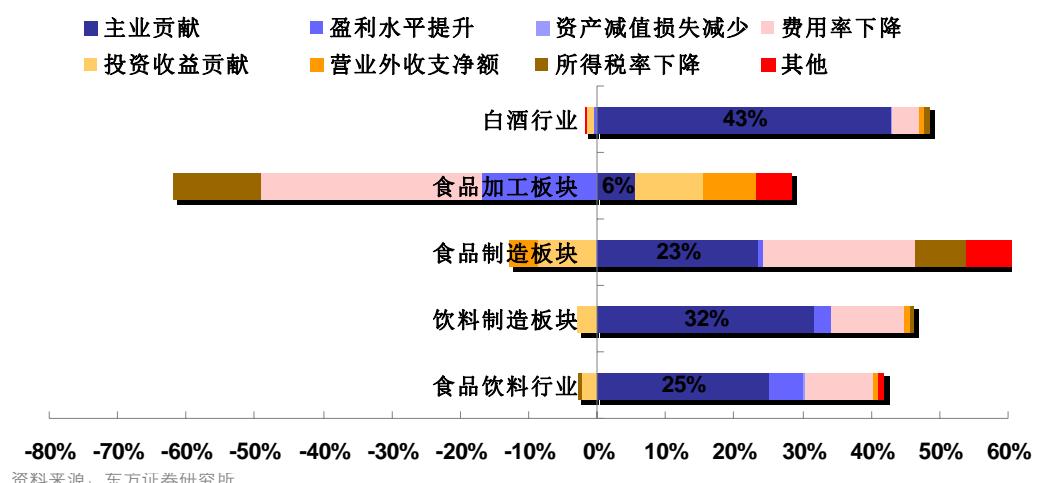
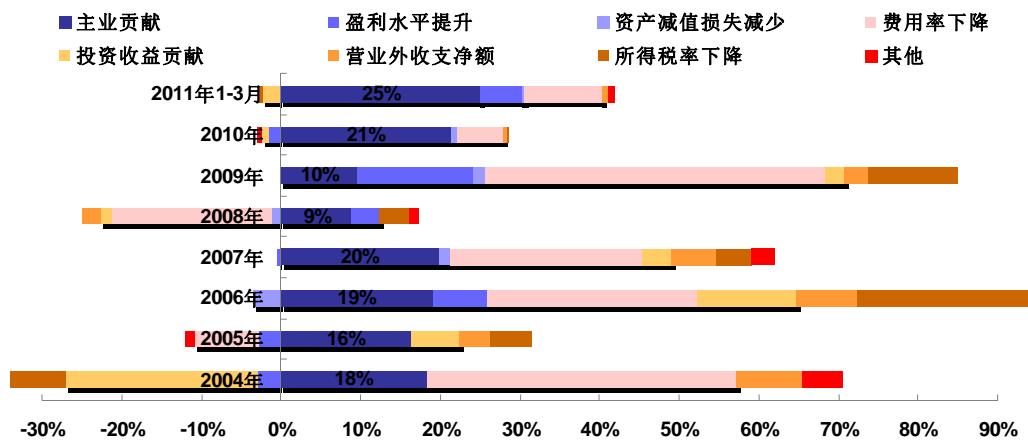


图3：行业历年各板块净利润增长构成本分解


资料来源：东方证券研究所

行业压力和机会：成本至高位，机会显现

通过比较分析，白酒对成本上涨的压力最小，今年以来各个细分行业的成本上涨压力都比较大。就目前各个细分行业，啤酒和肉制品行业的成本上升最为明显，原奶价格保持在历史高位，我们认为后续继续上升的压力有限，乳制品企业可以通过变相提价逐步缓解成本压力。上半年啤酒企业收购大麦基本结束，全年成本锁定，但是啤酒企业可以通过提价来较为有效的转嫁成本（发改委对啤酒企业提价“表示理解”）。对肉制品行业而言，虽然生猪存栏量有所提升，但生猪价格保持高位，成本转嫁压力仍然比较大。

我们认为，从各个细分行业成本压力对毛利率的影响程度分析，二三季度加仓食品饮料行业首选板块为白酒行业，另外啤酒（考虑到会继续提价转嫁成本）和乳制品（考虑到原奶价格将保持平稳）也是下半年较好的投资目的区域。

表6：产品和原料涨价对主要细分行业利润影响的敏感性分析

	原材料价格 上涨 1%	产品价格上 涨 1%	产品、原材料价 格同时上涨 1%	转嫁成本能力和方式	
白酒	-5.12%	6.80%	4.86%	高端白酒提价能力强；中档白酒结构调整容易	
葡萄酒	-5.56%	8.00%	6.33%	高端葡萄酒提价较为容易；中档葡萄酒转嫁能力	较弱
黄酒	-7.22%	10.30%	7.43%		较弱
啤酒	-9.12%	13.23%	10.89%		较弱
乳制品	-13.52%	19.56%	11.13%		较弱
肉制品	-18.89%	21.67%	6.86%		较容易

资料来源：东方证券研究所

表 7：产品成本和销售价变化率比较

	产品成本变化	终端价变化	备注
啤酒	截止三月，进口啤麦同比上涨 45%	截止三月，当地主销产品同比上涨 1.5%左右	我们认为全年成本锁定的情况下，啤酒后续仍有提价预期
乳制品	截止四月，原奶同比上涨 15%， 较年初上涨 1.3%	截止四月，较年初上涨 1-1.5%	成本稳定，终端价看涨
肉制品	截止四月，生猪价格同比上涨 60%	截止四月，鲜肉批发价同比上涨 40%	上涨幅度有限

资料来源：东方证券研究所

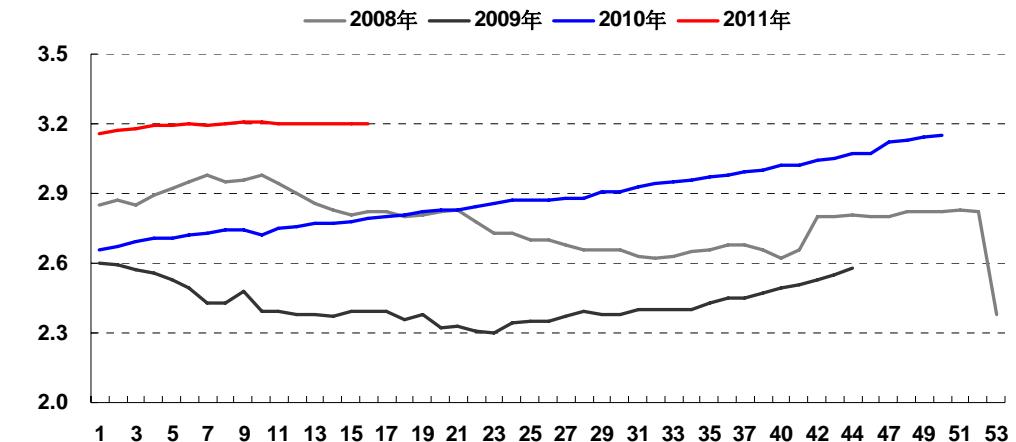
实际经营数据表明，啤酒、乳制品和肉制品行业的终端价上涨总是滞后的，短期内覆盖成本上涨的压力较大。这也是去年年报和今年一季度此类公司毛利率下滑的主要因素，但是其中也不乏转嫁能力表现不错的公司，如双汇发展、伊利股份、青岛啤酒、惠泉啤酒等公司。

表 8：成本压力下主要公司的盈利指标变化

股票代码	股票名称	2010 年				2011 年一季度		
		收入增长率	净利润增长率	毛利率	毛利率变动	收入增长率	净利润增长率	毛利率
000895	双汇发展	29.6%	19.6%	8.9%	-0.9	3.4%	20.5%	9.6%
002143	高金食品	21.4%	亏损	4.2%	-3.5	-5.7%	亏损	2.3%
600695	大江股份	5.5%	扭亏	9.8%	-0.7	20.7%	减亏	9.7%
002330	得利斯	29.3%	-29.9%	12.4%	-5.0	41.8%	16.4%	14.3%
600887	伊利股份	22.0%	20.0%	30.3%	-4.9	29.2%	16.2%	31.9%
600597	光明乳业	20.5%	58.7%	34.5%	-3.1	23.0%	5.3%	34.2%
600429	三元股份	8.1%	扭亏	16.0%	-5.6	15.7%	扭亏	21.3%
000729	燕京啤酒	8.5%	22.7%	41.3%	1.5	23.7%	21.1%	34.4%
600600	青岛啤酒	10.4%	21.6%	43.5%	0.6	26.7%	40.0%	43.7%
600132	重庆啤酒	5.1%	99.4%	44.1%	-2.1	2.6%	0.9%	43.0%
600573	惠泉啤酒	-17.0%	-31.2%	34.0%	1.5	-0.9%	6.5%	29.9%
000929	兰州黄河	-9.5%	234.4%	37.5%	3.0	-2.2%	185.4%	37.9%
000752	西藏发展	14.2%	-46.8%	31.8%	-4.3	-0.7%	-44.9%	28.7%
600090	啤酒花	0.4%	677.7%	36.5%	-3.8	18.4%	431.4%	34.3%

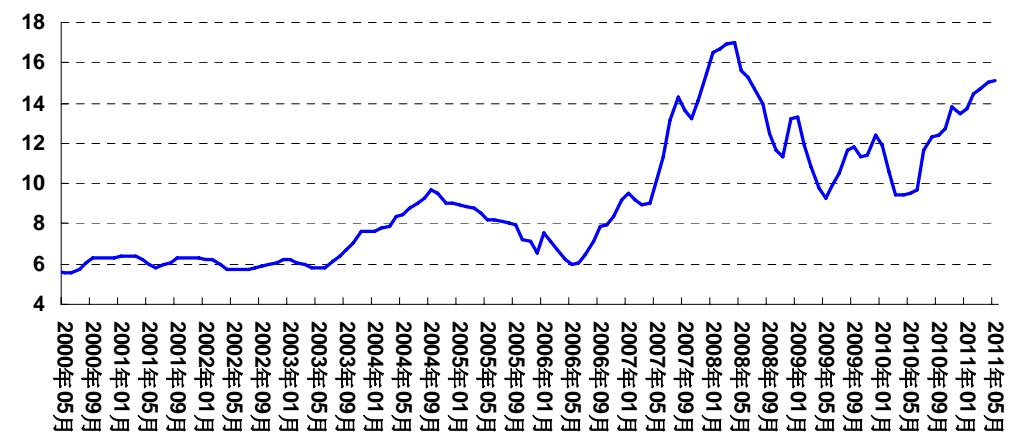
资料来源：东方证券研究所

图 4：截止四月原奶价格同比上涨 14.7%（元/公斤）



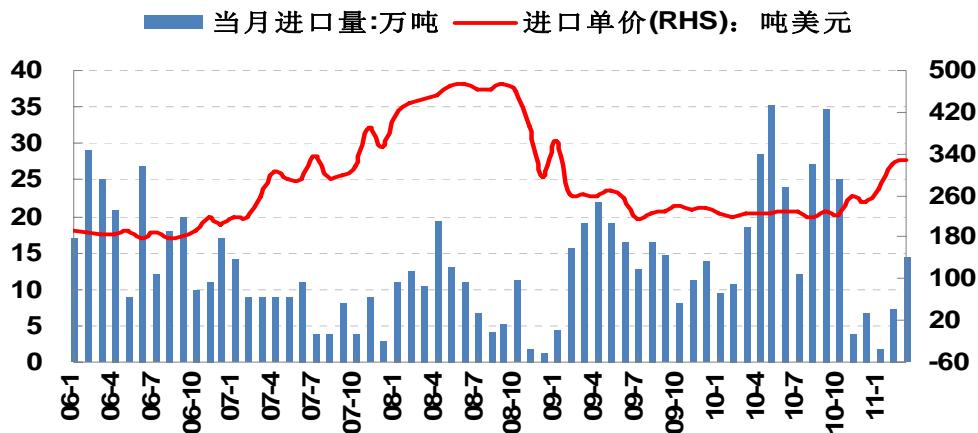
资料来源：东方证券研究所

图 5：截止四月生猪价格同比上涨 60%（元/公斤）



资料来源：东方证券研究所

图 6：截止三月进口大麦价格同比上涨 45%



资料来源：东方证券研究所

基金重仓股分析：连续两个季度减持

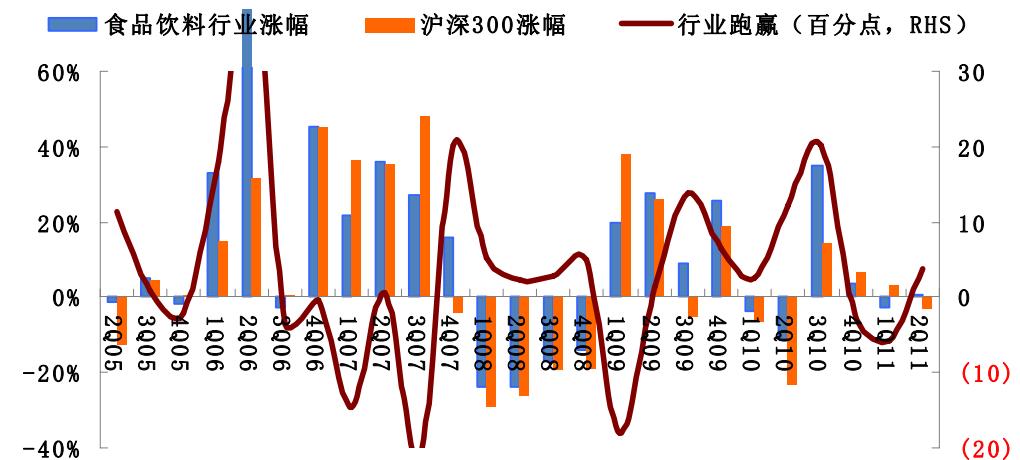
从 2009 年二季度开始，食品饮料行业连续六个季度跑赢了沪深 300 指数，其中 2009 年的第三季度和 2010 年的第二、第三季度行业大幅跑赢 10 个百分点以上。2010 年第四季度和 2011 年第一季度行业连续跑输沪深 300，我们认为主要原因在于投资风格的转换，跟食品饮料行业的基本面关系不是非常大。

我们做出这一结论主要考虑到行业经营数据表现良好，且对未来发展依旧拥有良好预期。2011 年行业发展最大的危机点主要表现在食品安全事件上，今年“3.15”双汇瘦肉精事件发生后，不断有大大小小的安全事件曝光，短期内对行业食品类上市公司形成了较大的压力，加之通胀环境下，成本压力加剧，食品类公司上半年表现不佳，但我们秉持“瑕不掩瑜”的观点，就长期发展而言，食品安全事件将会加速行业走向更加规范和健康的发展道路，对于行业的优秀公司来说，在危机中寻求机遇，加速龙头公司的壮大和行业整合。

我们回头看看 2010 年四季度和 2011 年一季度基金重仓食品饮料公司的情况，经过上一轮超长期的跑赢大盘后，基金重仓食品饮料的覆盖面非常的广，就行业 60 多家上市公司而言，基金重仓面已经达到 50% 以上，但是在过去的两个季度中，大部分重仓股被减持，这在很大程度上导致了个股的加速下跌。

我们认为，通过前两季度的减持后，行业配置率大幅度下降，我们建议在二三季度加快配置食品饮料行业，理由：一是上一轮减持的出发点并非在于行业基本面的变坏，相反，从年报和今年一季度的情况看，行业运行非常良好，就长期发展而言，食品饮料的发展势头更具投资价值；二是行业配置率已很大程度下降，目前估值水平处于较低水平。

图 7：行业跟沪深 300 指数涨幅季度比较



资料来源：东方证券研究所

表 9：基金重仓持有食品行业上市公司情况分析

11 年一季度和 10 年四季度比较分析						10 年四季度和 10 年三季度比较分析							
股票名称	股票代码	占流通 A 股比例 %	基金重仓增减情况	持有该股基金数	持有该股基金数量变化	股票名称	股票代码	占流通 A 股比例 %	基金重仓增减情况	持有该股基金数	持有该股基金数量变化		
泸州老窖	000568	33.49	22%	68	18	上涨	伊利股份	600887	38.77	-16%	62	-18	下跌
伊利股份	600887	31.71	-18%	56	-6	下跌	泸州老窖	000568	27.52	-6%	50	-2	上涨
海通集团	600537	21.94	65%	24	13	上涨	双汇发展	000895	24.11	29%	56	26	上涨
老白干酒	600559	19.32	23%	7	1	下跌	老白干酒	600559	15.74	-27%	6	-2	下跌
双汇发展	000895	19.2	-20%	48	-8	下跌	张裕 A	000869	13.47	-30%	15	-8	下跌
贵州茅台	600519	10.45	-8%	82	-5	下跌	海通集团	600537	13.31	-2%	11	-3	上涨
重庆啤酒	600132	9.79	3%	11	3	上涨	青岛啤酒	600600	12.82	-29%	12	-4	下跌
古井贡酒	000596	9.44	-14%	12	2	下跌	贵州茅台	600519	11.39	-25%	87	-9	上涨
洋河股份	002304	8.77	10%	16	-4	下跌	古井贡酒	000596	10.92	17%	10	0	上涨
青岛啤酒	600600	7.12	-44%	8	-4	下跌	安琪酵母	600298	9.73	-5%	10	-3	上涨
山西汾酒	600809	6.99	-4%	19	-1	下跌	承德露露	000848	9.72	-31%	7	-11	下跌
张裕 A	000869	6.54	25%	15	0	下跌	重庆啤酒	600132	9.48	-4%	8	-2	上涨
五粮液	000858	5.89	-19%	54	-18	下跌	洋河股份	002304	7.99	7%	20	0	上涨
燕京啤酒	000729	5.68	36%	6	0	下跌	山西汾酒	600809	7.27	-4%	20	-5	下跌
三全食品	002216	3.35	76%	1	0	下跌	五粮液	000858	7.25	-45%	72	-62	上涨
承德露露	000848	3.29	-66%	6	-1	下跌	皇氏乳业	002329	6.91	0%	1	0	上涨
酒鬼酒	000799	3.22	76%	2	1	下跌	涪陵榨菜	002507	6.25	新增	2	2	上涨
皇氏乳业	002329	2.88	-5%	1	0	下跌	南宁糖业	000911	5.91	25%	3	0	上涨

国投中鲁	600962	2.81	新增	2	2	上涨	三全食品	002216	4.88	-31%	1	0	下跌
安琪酵母	600298	2.78	-71%	3	-7	下跌	古越龙山	600059	4.27	-28%	1	-3	下跌
*ST 通葡	600365	2.52	新增	1	1	上涨	燕京啤酒	000729	4.17	-84%	6	-23	下跌
南宁糖业	000911	2.48	-58%	6	3	下跌	顺鑫农业	000860	4.08	-33%	7	-5	下跌
金种子酒	600199	2.12	-16%	5	-3	下跌	*ST 南方	000716	2.63	55%	1	-1	上涨
顺鑫农业	000860	0.79	-81%	1	-6	下跌	晨光生物	300138	2.58	新增	5	5	下跌
晨光生物	300138	0.53	-74%	2	-3	下跌	金种子酒	600199	2.54	55%	8	7	上涨
佳隆股份	002495	0.28	-83%	1	-3	下跌	佳隆股份	002495	2.08	新增	4	4	下跌
沱牌曲酒	600702	0.25	8%	1	0	下跌	酒鬼酒	000799	1.82	-51%	1	-2	上涨
啤酒花	600090	0.1	新增	1	1	上涨	伊力特	600197	1.59	-24%	1	-3	下跌
双塔食品	002481	0.1	新增	1	1	上涨	沱牌曲酒	600702	0.23	-19%	1	0	上涨
金枫酒业	600616	0.07	4%	1	0	下跌	金枫酒业	600616	0.06	-96%	1	0	下跌
海南椰岛	600238	0.07	新增	1	1	下跌	量子高科	300149	0	新增	1	1	上涨
光明乳业	600597	0.03	新增	1	1	下跌	*ST 皇台	000995		退出			上涨
洽洽食品	002557	0.01	新增	3	3	下跌	啤酒花	600090		退出			上涨
*ST 南方	000716		退出		-1	下跌	光明乳业	600597		退出			上涨
古越龙山	600059		退出		-1	下跌	水井坊	600779		退出			下跌
伊力特	600197		退出		-1	下跌	梅花集团	600873		退出			上涨
涪陵榨菜	002507		退出		-2	下跌	保龄宝	002286		退出			下跌
量子高科	300149		退出		-1	下跌	珠江啤酒	002461		退出			下跌

资料来源：东方证券研究所

投资策略：超配食品饮料，提高配置率

我们建议在二季度和三季度提高配置食品饮料的比例，从全年各个季度的回报率看，历史告诉我们应该是下半年消费旺季来临之际。但我们与市场不同点在于时点的选择上，我们认为今年的二三季度将是全年获取超额收益的最佳时期。原因：

- 1、行业基本面和各行业机构配置调整角度。我们在前面提及去年四季度和今年一季度行业跑输大盘原因更大程度来自于行业的配置上，而非食品饮料行业基本面发生巨大变化，就目前行业发展趋势而言，我们没有看空行业的理由，一季度相比去年四季度各项指标表现更加优异，所以行业基本面支持股价上涨。另外周期板块通过前一轮上涨后，食品饮料行业的估值具备竞争力；
- 2、行业估值角度。食品饮料相比大盘的估值 PE 比值有较大幅度的下降，其中高端酒的相对估值比值降至历史较低水平，具备引领行业上涨的估值支撑。

那么如何配置？我们建议：

首先可以选择业绩较快增长，行业内估值最低的高端白酒和葡萄酒公司。推荐泸州老窖、贵州茅台和五粮液，同时关注张裕 A（未评级）；同时随着消费旺季的来临，啤酒公司也是非常好的选择，投资该细分行业的压力点主要来自成本和销量增速上，我们认为不利因素基本已在预期和股价上反映，而提价预期和天气因素可能导致的销量超预期将给业绩超预期提供支持，推荐青岛啤酒。

其次可以选择业绩高速增长，但同时具备较高 PE 的二线白酒企业，投资该类公司的压力点主要来自于业绩高增长的不确定性。我们认为金种子酒的增发和古井贡酒的拟增发对其今明两年的业绩高增长确认有帮助，另外山西汾酒今年业绩高增长比较确定，洋河股份对外省市开发的成功，预期也能保证未来几年的业绩较快增长，所以面对高速增长的二线白酒公司，可以接受相对较高的 PE。推荐金种子酒和古井贡酒，同时关注洋河股份（未评级）和山西汾酒（未评级）。

最后我们可以看看食品类公司，成本压力无疑是市场对其业绩最大的担忧点。但我们分析下半年成本上涨将有限，滞后的转嫁效应会逐步显现，此类公司是下半年可以选择的投资标的。关注伊利股份（未评级）、得利斯（未评级）和双汇发展（未评级）。

图 8：行业跟沪深 300PE 比值



资料来源：东方证券研究所

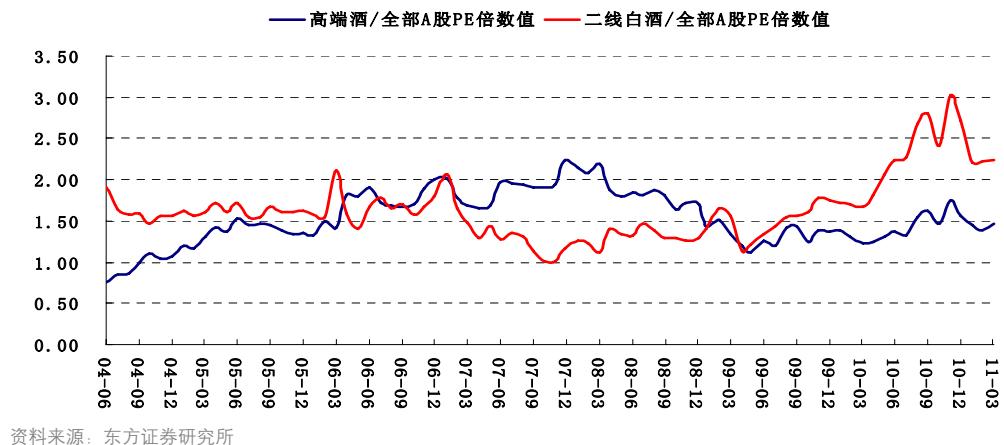
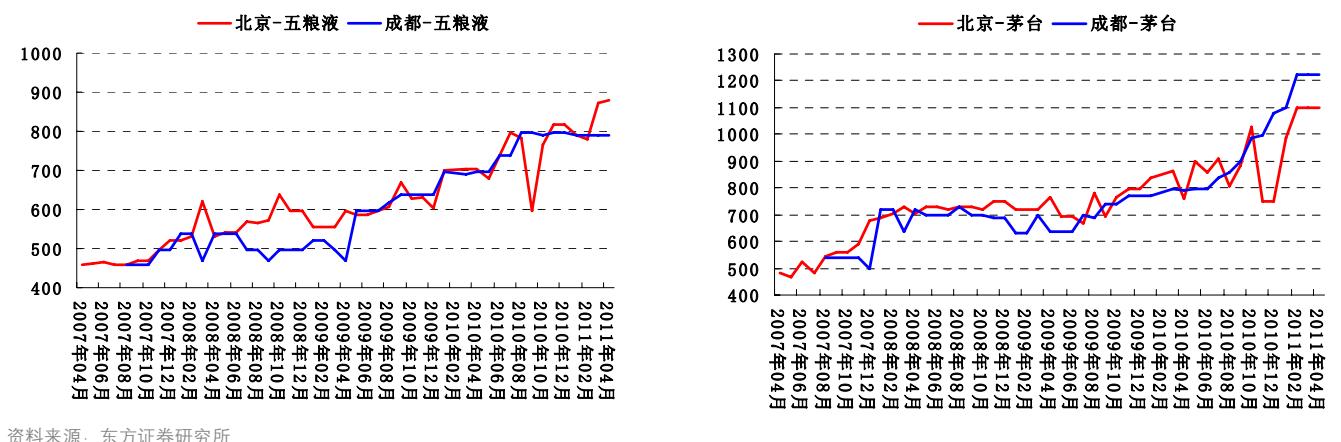
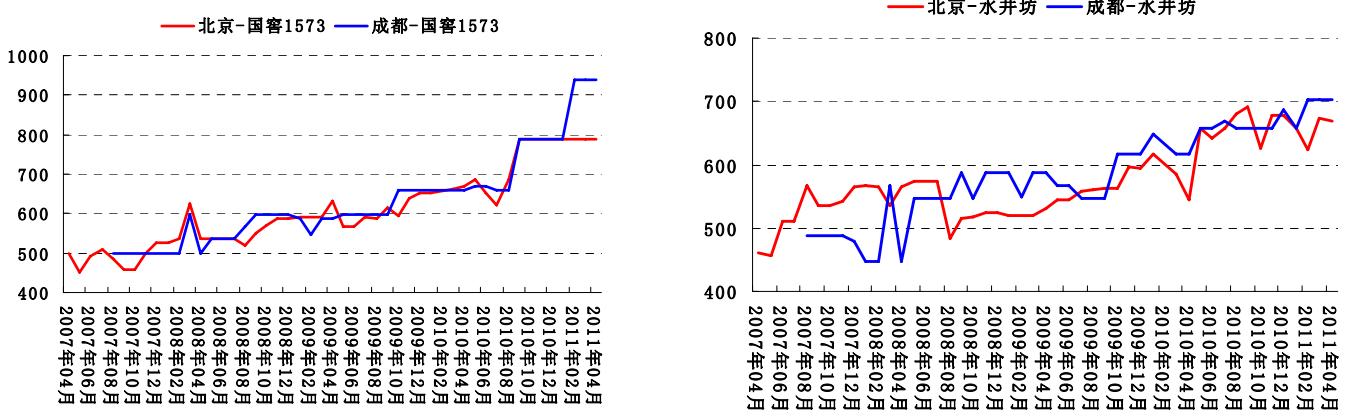
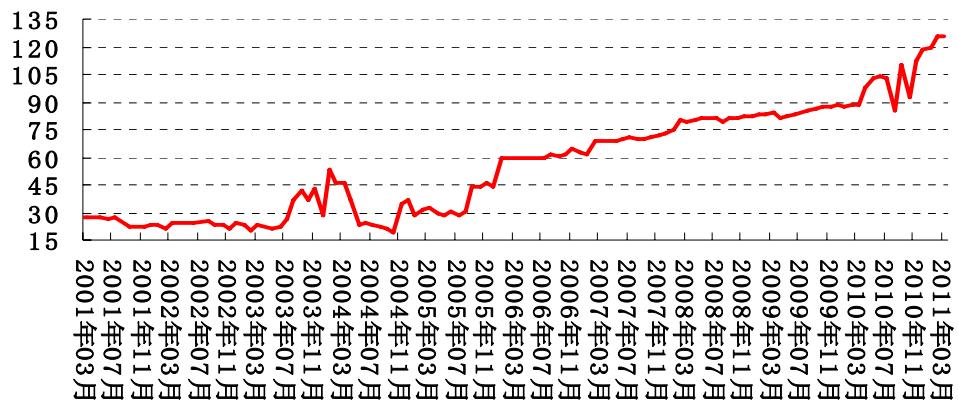
图 9：高端酒相比大盘的 PE 比值处于历史较低水平

图 10：五粮液和茅台的终端价淡季仍保持高位

图 11：国窖 1573 的终端价形式明显好于水井坊


图 12：截止三月白酒主销价同比提高 42%

— 零售价格：36个城市：月平均：白酒：当地主销（人民币/瓶）



资料来源：东方证券研究所

表 10：重点公司盈利预测和评级

代码	公司名称	评级	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
000568	泸州老窖	买入	46.81	1.58	2.12	2.70	3.44	30	22	17	14
000858	五粮液	买入	33.05	1.16	1.54	1.93	2.41	28	21	17	14
000596	古井贡酒	买入	76.31	1.34	2.42	3.67	4.84	57	32	21	16
600199	金种子酒	买入	17.49	0.30	0.62	0.92	1.29	58	28	19	14
600519	贵州茅台	增持	185.21	5.35	7.57	9.72	11.88	35	24	19	16
600779	水井坊	增持	20.76	0.48	0.60	0.71	0.80	43	35	29	26
600600	青岛啤酒	增持	35.04	1.13	1.40	1.69	2.05	31	25	21	17
600616	金枫酒业	增持	12.67	0.30	0.41	0.45	0.52	42	31	28	24

资料来源：东方证券研究所

风险因素分析

1、政策对产业的影响：

我们认为严打“酒后驾车”、严征消费税、发改委约谈影响逐减，后续针对白酒行业的不利政策尚无预期。

2009年底，白酒行业受到严打“酒驾”和严征“从价消费税”的不利影响，一年来，我们看到两因素对行业影响正在逐步消逝。

在严打“酒驾”出台时，我们的判断是影响短期，长期影响弱化，这种判断并不仅仅是臆断，而是列举了国外的发展经验得出的。从美国酒类产品销量数据看，禁止酒后驾车并没有改变其长期的发展趋势。从数据上看，美国啤酒和烈性酒的销量是趋于提高的。烈性酒消费更多的是受到经济周期的影响，禁止酒后驾车的措施是行业发展中一个“涟漪”，无法改变行业发展的趋势。

白酒行业的消费税同时以从量税和从价税征收，2001年开始从量税按1元/公斤征收，从价税按产品出厂价的25%征收，2006年4月，从价税率下降为以20%征收，而在这一过程中，绝大部分白酒企业通过设立销售公司对从价税进行了合理避税（降低从价税税基），致使这一阶段实际征收水平并不高，所以在从价税税率下调后，在白酒收入快速增长的过程中，营业税金和附加增速快速放缓，到2009年8月降至最低点，随着从价税严格征收的开始（提高从价税税基），经营税金及附加开始快速增长，同比提高了和收入的比率。

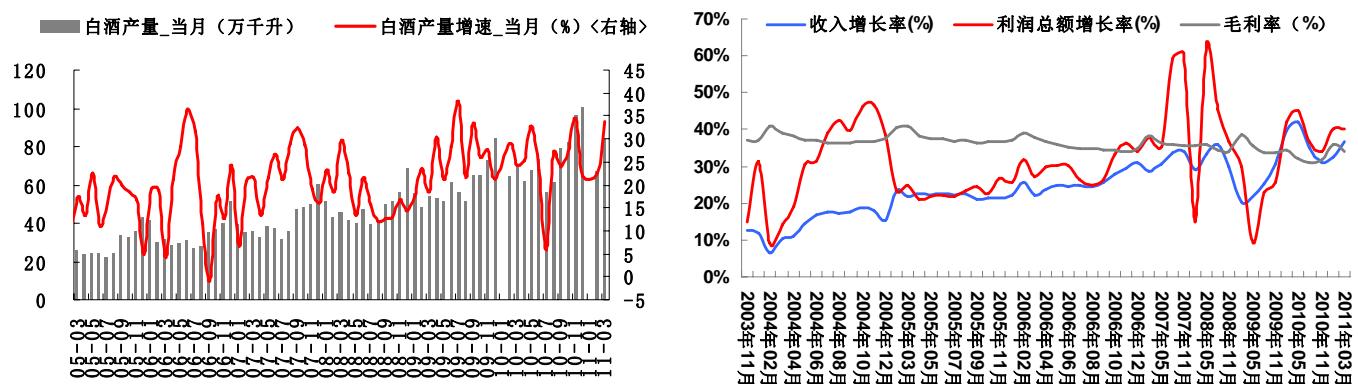
从严征消费税从价税一年的实施情况看，其对白酒公司业绩的影响主要体现在2010年度，对于景气度极高的行业而言，其影响对业内公司影响甚至不如严打“酒驾”，从从价税合理避税的角度看，高端酒避税幅度高于其他产品，从而严征消费税对高端酒产品的盈利能力影响更为直接，但是，我们看到，高端酒恰恰又是最易通过提价来转嫁不利影响的品种，事实上，高端酒品牌2010年初已经有10%左右提价，2010年底茅台提价20%，国窖1573提价25%。

而后，针对上半年预期的高通胀事实，发改委要求白酒企业至少在上半年不要提价，一段时间内，对白酒公司股价产生了较为明显的影响，但我们判断对相关公司业绩影响有限，即使没有提价的五粮液在下半年恢复提价的可能性极大。

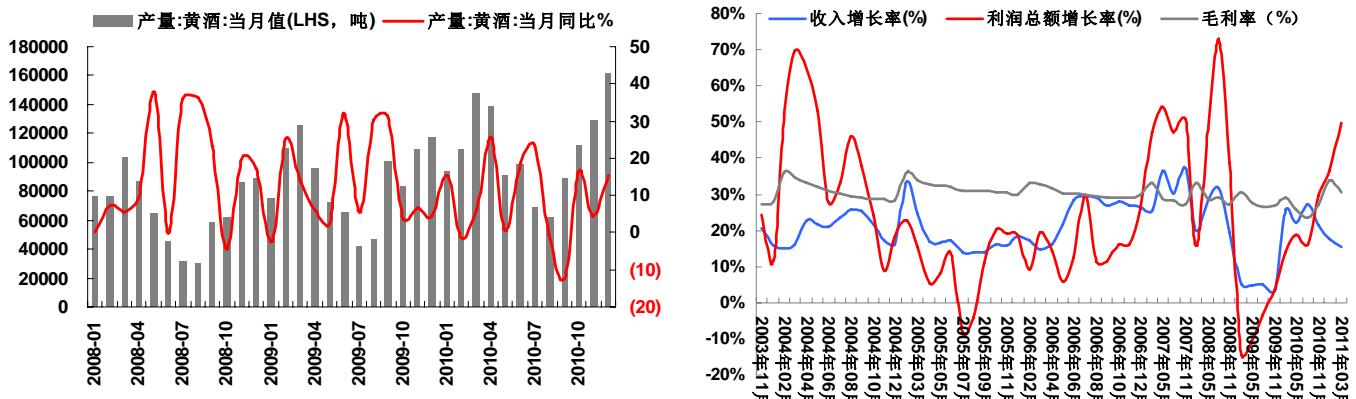
2、食品安全事件爆发。在双汇发展爆发“瘦肉精事件”后，今年的食品安全事件呈现多发态势。

附件：细分行业产量和经营指标

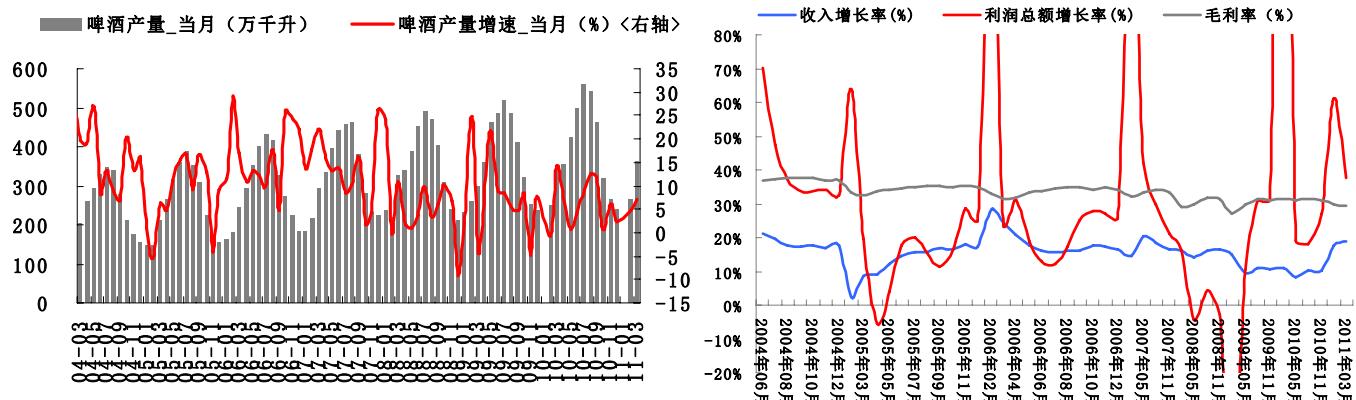
图13：白酒1-3月产量、收入和利润总额增速分别为27%、37%和40%



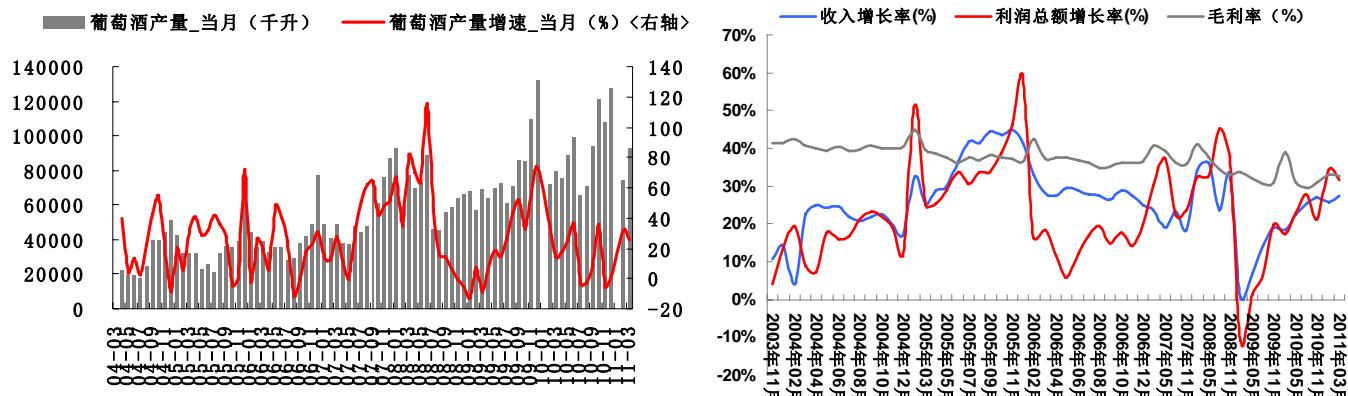
资料来源：东方证券研究所

图 14：黄酒 1-3 月收入和利润总额增速分别为 15% 和 50%


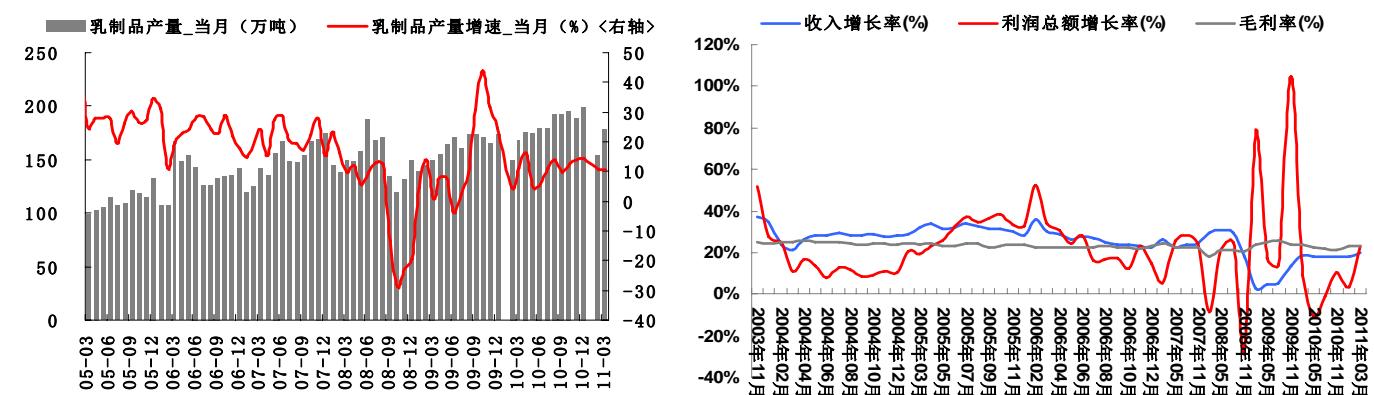
资料来源：东方证券研究所

图 15：啤酒 1-3 月产量、收入和利润总额增速分别为 7.7%、19% 和 38%


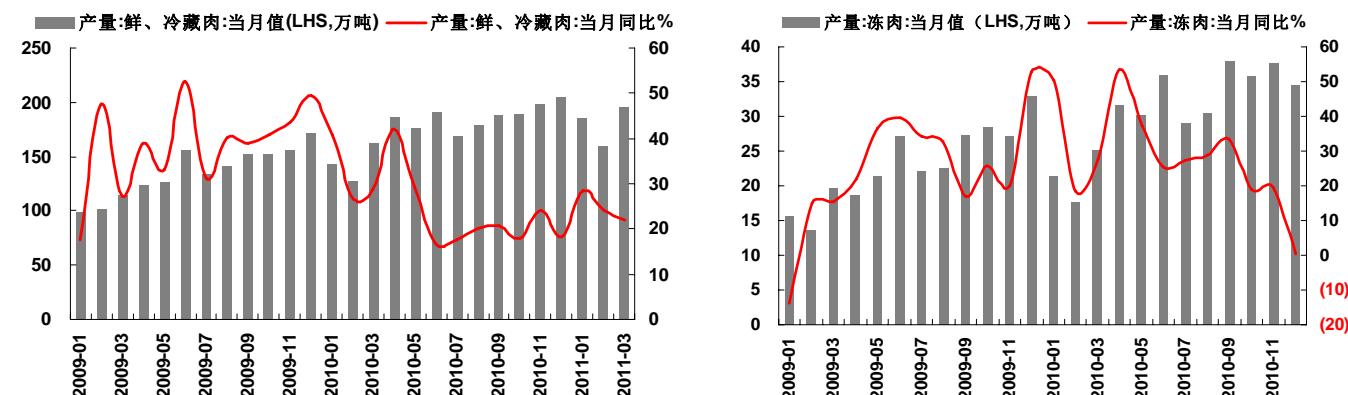
资料来源：东方证券研究所

图 16：葡萄酒 1-3 月产量、收入和利润总额增速分别为 26%、27% 和 32%


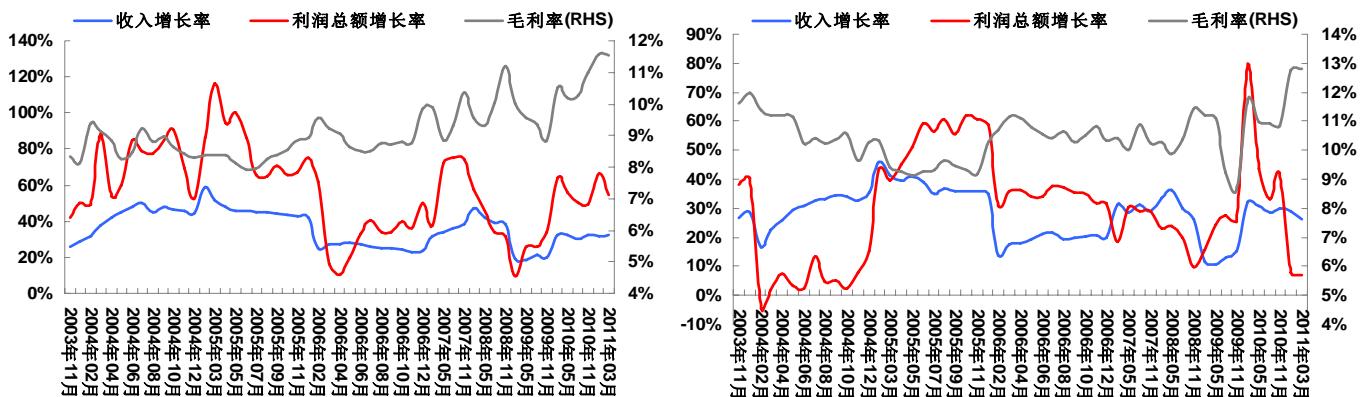
资料来源：东方证券研究所

图 17：乳制品 1-3 月产量、收入和利润总额增速分别为 9%、20% 和 23%


资料来源：东方证券研究所

图 18：鲜、冷藏肉和冻肉月度产量


资料来源：东方证券研究所

图 19：畜禽屠宰和肉制品行业经营指标


资料来源：东方证券研究所

表 11：食品行业上市公司 2010 年度主要财务指标综观表

股票代码	股票名称	EPS(摊薄)	主营收入	收入增长率	毛利率	费用率	费用增长率	净利润	净利润增长率	净利率	ROE
000019	深深宝 A	0.031	22,980	24.79%	22.77%	26.47%	8.94%	569	扭亏	2.48%	1.75%
000529	广弘控股	0.099	123,656	13.68%	14.33%	10.09%	23.05%	5,790	3.82%	4.68%	8.25%
000568	泸州老窖	1.582	537,087	22.89%	69.41%	13.43%	-8.63%	220,524	31.79%	41.06%	39.97%
000596	古井贡酒	1.335	187,916	39.89%	71.15%	35.00%	43.50%	31,376	123.71%	16.70%	29.90%
000716	*ST 南方	0.909	42,170	23.68%	39.06%	37.46%	16.86%	16,199	扭亏	38.41%	55.10%
000729	燕京啤酒	0.636	1,029,839	8.52%	41.33%	20.27%	14.41%	76,987	22.69%	7.48%	9.42%
000752	西藏发展	0.057	41,551	14.23%	31.77%	12.57%	-6.12%	1,510	-46.83%	3.64%	2.58%
000796	易食股份	0.122	41,298	43.45%	41.80%	27.66%	33.86%	2,999	12.78%	7.26%	6.78%
000799	酒鬼酒	0.262	56,049	53.60%	73.91%	52.41%	41.08%	7,942	35.79%	14.17%	10.50%
000848	承德露露	0.587	181,644	36.71%	34.22%	20.07%	53.82%	17,846	28.68%	9.82%	23.91%
000858	五粮液	1.158	1,554,130	39.64%	68.71%	20.41%	67.56%	439,536	35.46%	28.28%	24.28%
000860	顺鑫农业	0.605	626,840	2.98%	25.13%	15.05%	19.88%	26,535	65.21%	4.23%	9.99%
000869	张裕 A	2.720	498,294	18.66%	74.76%	30.65%	19.01%	143,422	27.22%	28.78%	37.35%
000895	双汇发展	1.798	3,674,934	29.62%	8.89%	4.53%	14.80%	108,928	19.61%	2.96%	31.83%
000911	南宁糖业	0.641	387,502	9.71%	18.07%	13.43%	6.72%	18,386	50.85%	4.74%	12.86%
000929	兰州黄河	0.548	77,090	-9.46%	37.45%	21.79%	11.01%	10,172	234.41%	13.20%	18.50%
000995	ST 皇台	(0.335)	6,438	-18.25%	49.70%	61.21%	-8.03%	-5,940	亏损	-92.27%	-34.69%
002143	高金食品	(0.139)	198,168	21.45%	4.18%	8.34%	40.55%	-2,229	亏损	-1.12%	-5.09%
002216	三全食品	0.660	192,339	33.15%	33.44%	27.61%	25.52%	12,345	32.38%	6.42%	11.92%
002286	保龄宝	0.412	72,062	37.16%	19.56%	13.01%	25.29%	4,280	8.99%	5.94%	6.09%
002304	洋河股份	4.899	761,909	90.38%	56.31%	14.78%	78.65%	220,467	75.86%	28.94%	31.86%

002329	皇氏乳业	0.532	41,102	34.80%	37.28%	25.77%	18.60%	5,693	35.81%	13.85%	7.61%
002330	得利斯	0.176	143,659	29.30%	12.43%	8.57%	23.82%	4,429	-29.89%	3.08%	3.54%
002387	黑牛食品	0.607	63,955	9.10%	33.10%	16.94%	6.37%	8,101	20.44%	12.67%	6.61%
002461	珠江啤酒	0.134	305,287	7.96%	40.90%	27.14%	7.89%	9,131	6.56%	2.99%	2.88%
002481	双塔食品	0.448	37,045	15.24%	24.87%	9.07%	18.48%	5,374	25.11%	14.51%	7.17%
002495	佳隆股份	0.556	27,101	15.51%	37.67%	11.65%	20.01%	5,785	1.34%	21.35%	5.67%
002507	涪陵榨菜	0.360	54,504	23.29%	32.36%	19.75%	-7.79%	5,575	34.15%	10.23%	6.65%
002515	金字火腿	0.640	16,310	10.11%	40.58%	13.03%	41.22%	4,706	19.15%	28.85%	5.98%
002557	洽洽食品	0.761	214,382	29.98%	27.35%	18.21%	15.39%	15,210	50.08%	7.09%	28.95%
002568	百润股份	0.537	10,888	19.07%	73.27%	29.36%	9.13%	4,293	21.04%	39.43%	36.23%
002570	贝因美	0.991	402,830	24.13%	62.48%	47.44%	31.01%	42,224	12.36%	10.48%	38.23%
300138	晨光生物	0.708	58,406	41.07%	21.23%	9.76%	19.62%	6,353	30.28%	10.88%	7.02%
300149	量子高科	0.504	12,381	23.51%	46.40%	16.69%	25.98%	3,375	14.82%	27.26%	5.91%
300175	朗源股份	0.459	41,818	37.49%	21.32%	9.47%	49.35%	4,912	33.60%	11.75%	23.97%
600059	古越龙山	0.196	107,923	45.73%	36.54%	20.88%	43.58%	12,431	62.51%	11.52%	5.98%
600073	上海梅林	0.008	220,387	11.13%	7.01%	9.15%	4.78%	269	扭亏	0.12%	0.35%
600084	*ST 中葡	0.094	48,787	41.03%	35.79%	75.90%	-5.71%	7,638	扭亏	15.65%	6.88%
600090	啤酒花	0.107	99,052	0.41%	36.55%	15.20%	-30.56%	3,936	677.71%	3.97%	10.88%
600132	重庆啤酒	0.748	237,529	5.08%	44.07%	27.00%	15.54%	36,191	99.42%	15.24%	25.45%
600186	莲花味精	0.017	269,788	8.85%	5.61%	11.78%	6.75%	1,758	-90.78%	0.65%	1.33%
600191	华资实业	(0.149)	14,314	33.20%	-11.91%	75.36%	16.31%	-7,250	亏损	-50.65%	-3.88%
600197	伊力特	0.304	108,513	24.60%	50.94%	16.34%	43.93%	13,413	22.79%	12.36%	12.99%
600199	金种子酒	0.304	137,993	31.97%	42.15%	19.25%	44.06%	16,895	136.72%	12.24%	12.37%
600238	海南椰岛	0.657	160,493	9.47%	18.35%	16.52%	-9.14%	19,640	71.12%	12.24%	26.67%
600298	安琪酵母	0.931	210,098	24.59%	33.75%	16.26%	7.94%	28,500	35.59%	13.56%	19.70%
600300	维维股份	0.090	476,320	67.75%	30.88%	24.58%	57.96%	15,045	-31.67%	3.16%	6.26%
600305	恒顺醋业	0.250	114,889	-2.14%	31.06%	23.88%	9.59%	3,184	1.91%	2.77%	7.51%
600365	*ST 通葡	(0.163)	8,288	20.32%	44.86%	45.01%	-3.90%	-2,286	减亏	-27.59%	-17.19%
600429	三元股份	0.058	257,227	8.10%	15.96%	25.54%	-3.45%	5,146	扭亏	2.00%	2.95%
600519	贵州茅台	5.352	1,163,328	20.30%	90.95%	15.87%	8.28%	505,119	17.13%	43.42%	27.45%
600537	海通集团	(0.172)	47,235	21.81%	22.43%	27.96%	26.21%	-3,955	亏损	-8.37%	-8.75%
600543	莫高股份	0.131	36,845	11.47%	46.77%	29.28%	41.57%	4,214	16.30%	11.44%	4.03%
600559	老白干酒	0.297	116,606	24.72%	41.19%	22.61%	54.39%	4,165	16.59%	3.57%	9.72%
600573	惠泉啤酒	0.212	90,872	-17.04%	34.01%	15.02%	6.26%	5,289	-31.18%	5.82%	4.74%
600597	光明乳业	0.185	957,211	20.51%	34.50%	31.70%	9.73%	19,438	58.71%	2.03%	8.34%
600600	青岛啤酒	1.125	1,989,783	10.38%	43.54%	25.14%	10.05%	152,048	21.64%	7.64%	15.83%
600616	金枫酒业	0.300	97,805	3.55%	56.30%	33.43%	7.83%	13,139	-9.86%	13.43%	11.89%
600695	大江股份	0.019	70,962	5.51%	9.77%	18.04%	5.79%	1,277	扭亏	1.80%	6.54%
600702	沱牌曲酒	0.227	89,460	23.66%	44.10%	24.53%	5.87%	7,648	42.18%	8.55%	4.12%
600779	水井坊	0.482	181,816	8.64%	55.54%	25.23%	15.74%	23,539	-26.57%	12.95%	16.14%
600809	山西汾酒	1.142	301,663	40.74%	76.59%	29.22%	56.32%	49,449	39.30%	16.39%	25.67%

600873	梅花集团	0.292	501,505	22.86%	29.58%	12.43%	12.74%	79,000	27.00%	15.75%	16.03%
600887	伊利股份	0.972	2,966,499	21.96%	30.27%	28.00%	7.75%	77,720	20.00%	2.62%	18.42%
600962	国投中鲁	(0.277)	95,651	5.64%	14.19%	16.88%	2.06%	-5,580	亏损	-5.83%	-5.88%
合计/加权平均		0.769	22922405	22.54%	38.12%	19.73%	17.50%	2569825	31.41%	11.21%	18.45%

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向
资金流向 (截止2011-5-12)

资金流向 (截止2011-5-12)


资金流向 (截止2011-5-12)

资金流向 (截止2011-5-12)


资金流向 (截止2011-5-12)

资金流向 (截止2011-5-12)


注： 超级资金(>50万股或 100万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1万股或 5万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60日累计：当日净量的 60 日累计值；

10日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况。

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2011年一季报，我司持有山西汾酒（600809.SH）股票2442509股，占总股本0.56%；

根据公开信息披露：截止2011年一季报，东证资管持有山西汾酒（600809.SH）股票1658156股，占总股本0.38%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfqz.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn