

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业报告

长短两相宜，超配食品饮料

2009年11月27日

文献 食品饮料高级研究员

755-22627143

Wenxian@pasc.com.cn

2010年消费超预期机会将来自政策刺激。分配向财政倾斜和居民多年积累了一定财富基础决定，政府政策将是居民消费在短期内释放的催化剂。

中国经济向消费驱动转型将给消费垄断企业带来长期机会，但转型过程任重而道远。

短期我们看好盈利增长确定性高的品种，如五粮液、双汇发展、青岛啤酒、张裕A，但看淡乳制品10年盈利增长前景。对于茅台，我们认为由于业绩增长压力，公司09年底或10年初提价是大概率事件，从而10年盈利仍能实现20-30%的增长。

长期，建议关注经济向消费驱动转型带来的机会。受益于中国经济向消费驱动转型这一趋势，消费垄断型企业股价可能提前预支业绩，如贵州茅台、五粮液、泸州老窖、青岛啤酒、张裕A、ST伊利、双汇发展等。

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
双汇发展	000895	46.55	1.48	1.75	2.01	31.47	26.64	23.21	强烈推荐
贵州茅台	600519	168.49	4.78	6.05	6.72	35.21	27.86	25.08	推荐
贵州茅台 备考			4.78	4.91	6.40	35.21	34.32	26.31	
五粮液	000858	26.38	0.73	1.03	1.13	35.96	25.69	23.31	中性
五粮液备 考			0.73	1.16	1.28	36.14	22.74	20.61	
泸州老窖	000568	36.77	1.08	1.07	1.16	33.89	34.29	31.60	推荐
张裕A	000869	68.00	2.10	2.42	2.79	32.45	28.09	24.34	推荐
张裕B	200869	52.71	2.10	2.42	2.79	25.15	21.78	18.87	
青岛啤酒	600600	34.93	1.01	1.19	1.48	34.44	29.24	23.63	推荐
燕京啤酒	000729	16.78	0.50	0.53	0.59	33.86	31.66	28.37	中性

备注：茅台备考是指假设2010年不提价，11年高度茅台提价15%；五粮液备考是假设2010年主品牌提价40元/瓶

资料来源：平安证券，WIND

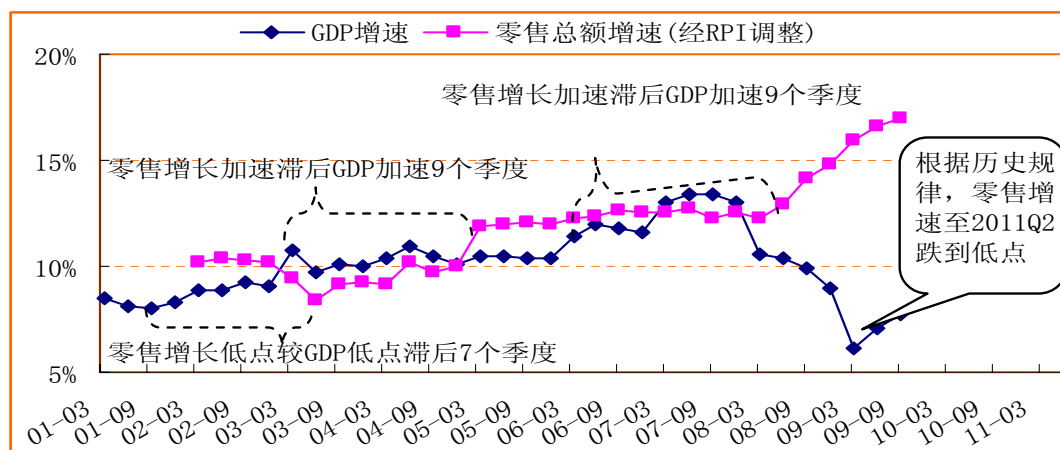
一、消费：短期看政策催化剂，消费驱动长期转型任重而道远

GDP增速下滑对消费增速压力可能体现在2010年。分配向财政倾斜和居民多年积累后已有一定财富基础决定，政府政策是居民消费在短期内释放的催化剂。长期来看，中国经济向消费驱动转型仍是一项艰巨任务。

1. 2010年：消费增速下行压力凸显

经济下行对应消费增速低点可能滞后到2011Q2。上一次GPD增速低点是01年3季度，7个季度后到03年2季度社会消费品零售总额增速（实际增速，商品零售物价指数调整后）降至低点。此后两次GDP增速加快都导致了9个季度后零售总额增速加快。若历史数据时滞有效，对应09年1季度的GDP增速低点，社会消费品零售总额增速即将到来的低点应该出现在2011年2季度，在此之前有持续下行压力。实际上，自08年1季度GDP增速跳水至09年3季度社会消费品零售总额增速创本轮新高，已有6个季度，2010年消费增速显然面临放缓压力，考虑基数效应，下半年消费增速压力将更明显。当然，消费增速下行时点还受国家政策影响。

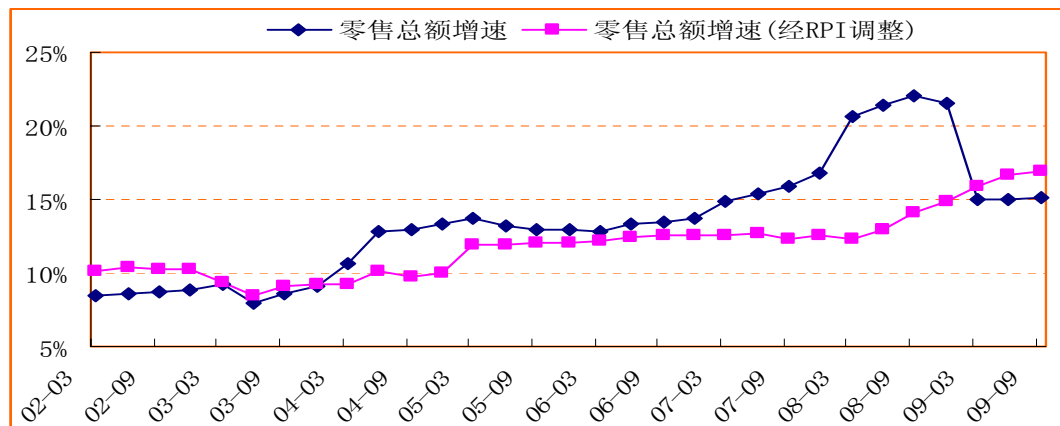
图表 1 历史时滞显示消费增速低点可能出现在 2011Q2



备注：零售总额增速是指社会消费品零售总额，并经RPI调整。

资料来源：WIND，平安证券

图表 2 2010年通胀对消费影响程度将低于04、07和08年



资料来源：WIND，平安证券

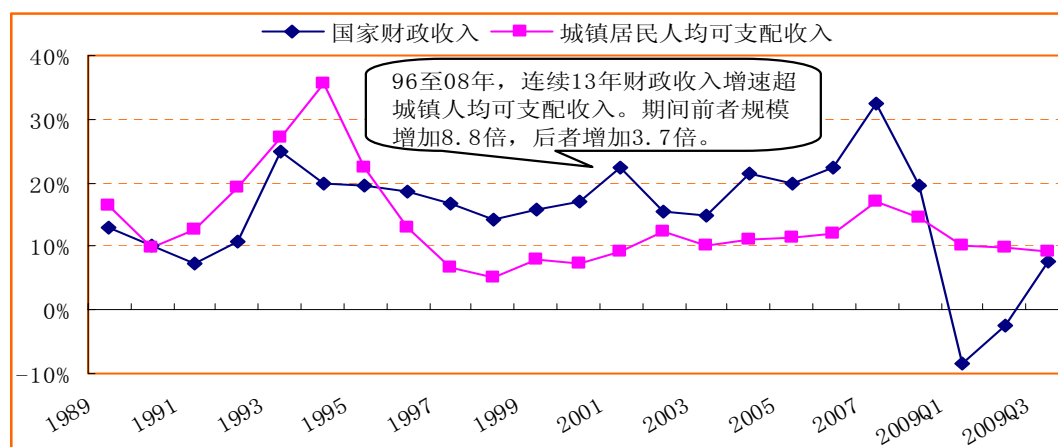
2010年通胀对消费影响程度有限。平安证券宏观研究组判断，2010年CPI在2%—3%之间，其对消费的影响将低于04、07和08年。

2. 政策催化剂将带来短期超预期机会

政策催化剂将带来短期超预期机会。分配体制导致财政收入规模增速远超居民可支配收入，但经济持续快速发展也带动了居民财富增长。此基础上，减税或增加转移支付都可直接刺激居民释放消费潜力，这通过家电下乡和小排量汽车购置税减半政策良好效果得到验证。因此，未来任何减税或转移支付的政策均可能带来消费超预期机会。

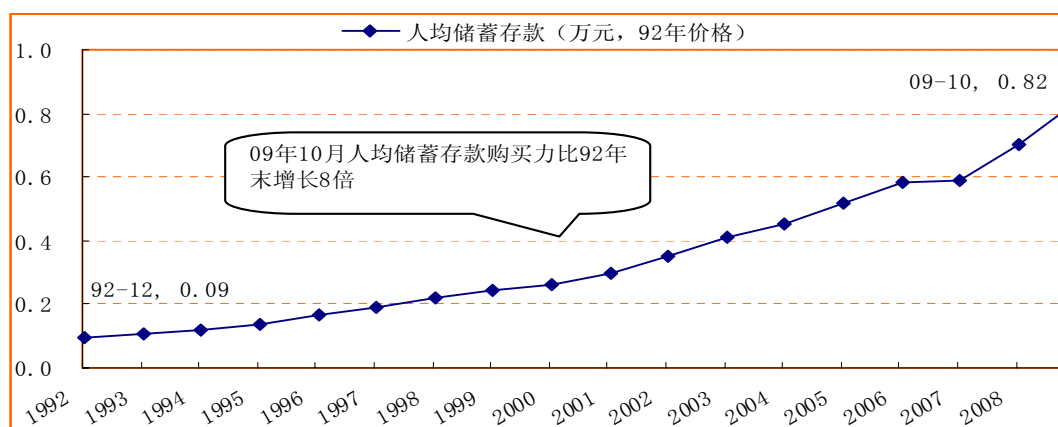
财政是经济增长最大受益者，消费中政府占比也已多年持续上升。96至2008年，财政收入增速连续13年超过城镇人均可支配收入，期间财政收入规模增长8.8倍，后者仅增加3.7倍。大量财富流向政府，政府消费在总消费中占比持续上升，政府行政管理费与全体居民消费之比也从93年的37.3%上升到了2006年的91.2%。

图表 3 分配向财政倾斜



资料来源: WIND, 平安证券

图表 4 居民财富持续增长



资料来源: WIND, 平安证券

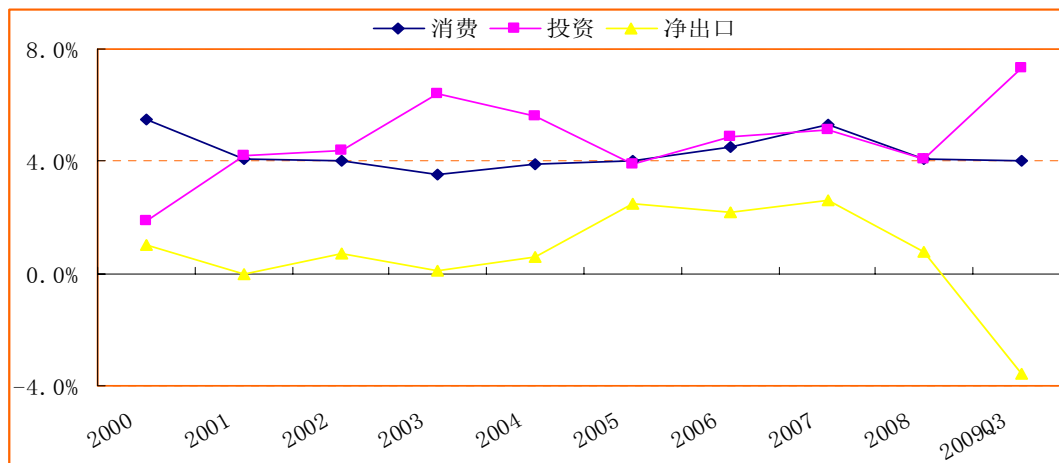
居民财富积累为消费增长奠定了基础。经济快速发展带动了居民财富持续增长，92年至

2009年10月，以92年价格计算的人均储蓄存款购买力增长了8倍。加上住房、有价证券投资，居民真实财富应该更多，这构成消费增长的坚实基础。也可以解释为何家电下乡、小排量汽车购置税减半等政策的成功。

3. 消费驱动型经济：仍任重道远

2000年至09Q3，最终消费对中国GDP增速的贡献在4%—5%之间，01年后基本都低于投资的贡献。中国经济转向消费驱动仍面临挑战。

图表 5 最终消费支出对 GDP 贡献稳定在 4%—5%之间



资料来源：WIND，平安证券

二、 投资策略：短期跟盈利，经济转型带来长期机会

我们看好10年盈利增长确定性高的品种，如五粮液、双汇发展、青岛啤酒、张裕A，但看淡乳制品10年盈利增长前景。对于茅台，我们认为由于业绩增长压力，公司09年底或10年初提价是大概率事件，从而10年盈利仍能实现20-30%的增长。

关注经济向消费驱动转型带来的长期机会。受益于中国经济向消费驱动转型这一趋势，消费垄断型企业股价可能提前透支业绩，如贵州茅台、五粮液、泸州老窖、青岛啤酒、张裕A、ST伊利、双汇发展等。

1. 白酒：首推五粮液，小心“弹性”是把双刃剑，

我们看好五粮液的理由包括：

- 一级基酒产量增长 20%，2010 年可销量可增长 20%甚至更多；同时出口漏出将继续受抑制，经营基本面变化明显。考虑财政收入增速转正和 4 万后续投资对白酒的刺激作用，加上弱势品牌竞争对手可能让出的市场，及五粮液在团购市场上发力，我们对五粮液 2010 年销量与产量同步增长持乐观态度。
- 随着考核和激励制度变化，分红和市值都成为上市公司真正关注的重点。
- 大酒厂与国税局消费税谈判弹性比我们想象大得多，今后出厂价涨价部分仍可规避消费税，这导致此前消费税最严重影响消失。
- 业绩 10 年超出我们 1.03 元的预测可能性很大。市值压力下，2010 年 EPS 有 1.2 元

以上想象空间，我们认为公司有支持业绩的业务潜力。

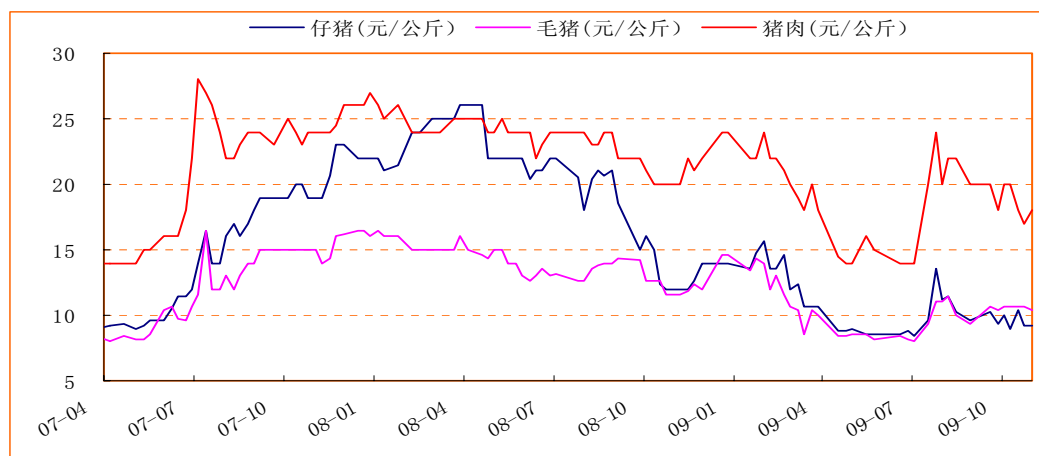
小心“业绩弹性”是把双刃剑，尤其是高端的相对弱势品牌。中国经济向消费驱动转型的预期正成为市场热点，春节预期、财政营收增速转正和 4 万亿后续投资则刺激了市场对高端白酒的想象空间。此背景下，投资者开始关注销售高弹性的品种。但我们认为投资者要对弹性的负面作用保持足够警惕。就高端市场而言，茅台和五粮液两大品牌 2010 年市场可投放量均会增长，而根据 GDP 和消费增速历史走势，2010 年消费增速下行压力可能持续增加，高端白酒需求增长前景难言乐观，故弱势品牌可能面临压力。

2. 肉制品：增长加故事，双汇仍值得“强烈推荐”

我们继续维持对双汇发展强烈推荐评级，理由如下：

- A. 双汇在高温肉制品市场上一家独大，强势品牌受益于市场自然增长
- B. 盈利能力有保障，淡储旺销能力强，受益于上游分散的养殖结构和猪肉经营特点。
- C. 集团关联交易解决和整体上市预期提供了超预期机会。
- D. 维持猪肉价格难以持续上涨判断。中国当前生猪和能繁母猪存栏均充足，在能繁母猪存栏充足和相关补贴政策刺激下，可预期至少在 2010 年上半年前生猪供应仍会充足。我们观察到，08 年底开始，仔猪与毛猪价差迅速收窄，这支持生猪供应充足的判断。肉价在 8 月份冲高后出现持续回落，这也印证了我们此前的判断。

图表 6 猪肉价格近期明显回落

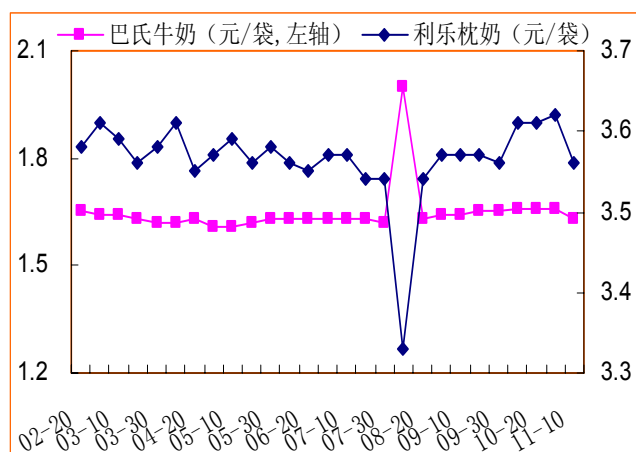


资料来源：WIND，平安证券

3. 乳制品：看淡盈利增速走势

我们对乳制品 2010 年盈利增速走势持保守态度，因为 8 月以来国内原奶价和国际奶粉价持续上升，抬高了乳制品加工企业生产成本，而售价基本稳定。

图表 7 牛奶零售价基本稳定



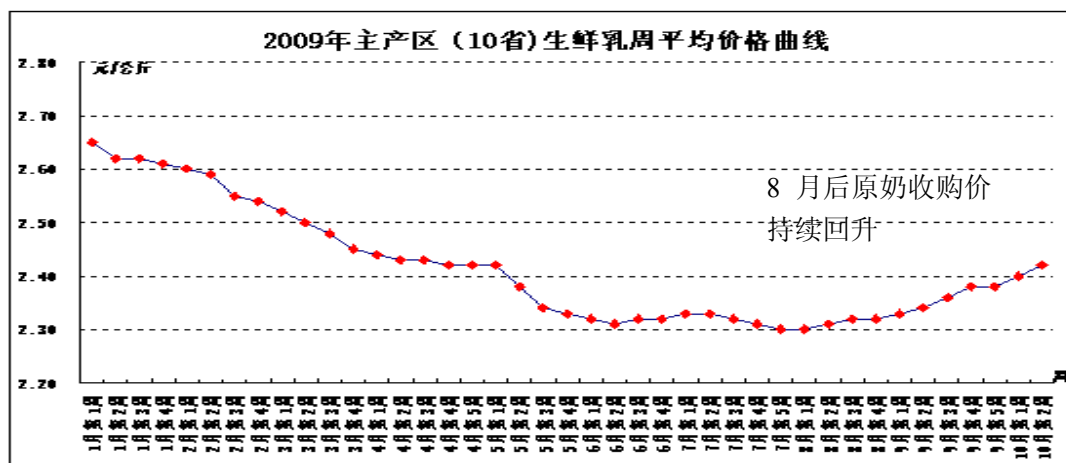
资料来源: WIND, 平安证券

图表 8 国际奶粉价格 8 月以来大涨 75%



资料来源: WIND, 平安证券

图表 9 8 月后原奶收购价持续回升



资料来源: 平安证券

图表 10 09 年奶粉净进口增加 18 倍, 挤出了对国产奶粉的需求

	数量增幅	单价增幅	09 年 1—9 月		08 年 1—9 月	
			数量(吨)	单价(美元/吨)	数量(吨)	单价(美元/吨)
奶粉净进口	1948.42%		166,222		8,115	
奶粉进口	170.28%	-38.65%	174,762	2,369	64,660	3,860
乳清粉	49.02%	-40.24%	219,489	935	147,288	1,565
国内奶粉产量			879,200		800,700	

资料来源: 平安证券

4. 啤酒: 低价大麦作用至少可延续至2010H1

大麦价格自08年11月触底, 至今已一年, 且并未出现明显反转。我们认为, 啤酒公司受益低成本大麦的时间至少可延续至2010H1。

青岛啤酒垄断消费特点日益明显。并购重组推动了啤酒市场集中度提高, 强势品牌份额不

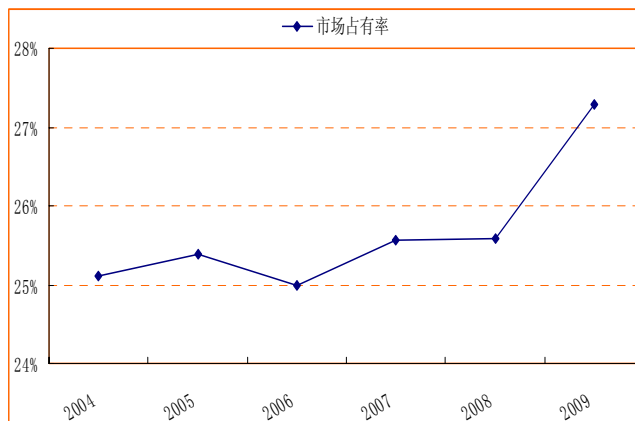
断提升，青岛啤酒成为赢家之一，其垄断消费特点日益明显。同时，通过产品结构调整，青岛高端产品销量占比持续上升，其盈利能力也有明显提升。两者并重，再加上中国经济向消费驱动转型预期，青岛啤酒投资价值凸显。

图表 11 大麦价格回落已 1 年



资料来源: Bloomberg, 平安证券

图表 12 青岛和燕京市场占有率稳步提升

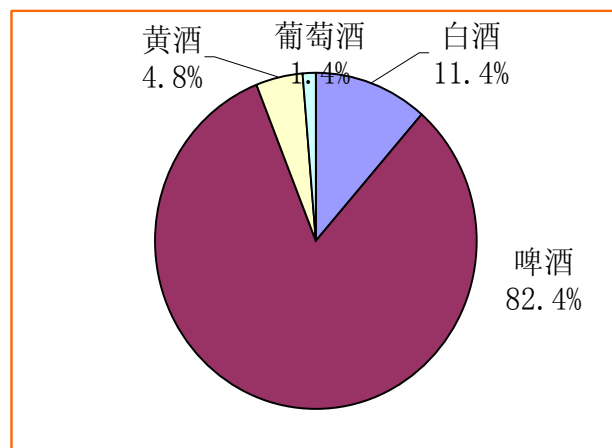


备注: 市场占有率取青岛和燕京当年前三季合计营收与当年规模以上企业前8月营收之比。

资料来源: WIND, 平安证券

5. 葡萄酒: 行业成长空间仍是最好的持有理由

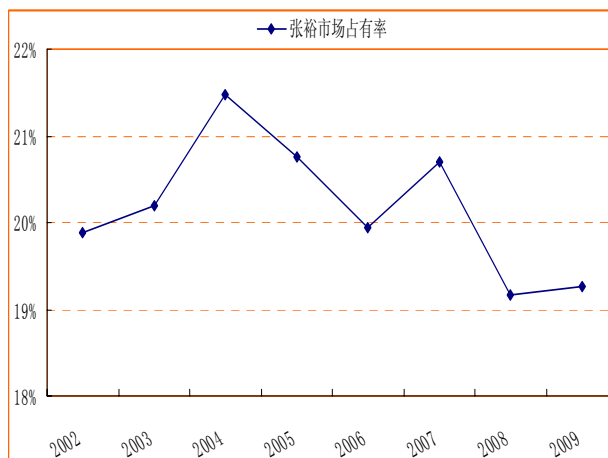
图表 13 葡萄酒产量占酒类总产量比率低



备注: 黄酒产量取自行业协会数据, 其余均是规模以上工业企业公布统计数据。

资料来源: WIND, 平安证券

图表 14 张裕市场占有率总体稳定



资料来源: WIND, 平安证券

葡萄酒人均消费量仍有巨大提升空间。至2008年,国内葡萄酒产量仅占酒类总产量的1.4%,加进口量也不到2%,未来人均消费量有巨大提升空间。巨大行业增长空间下,市场龙头地位已经确立的张裕A仍是很好的投资标的。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

风险提示：

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257