

2010-08-06

行业研究 / 跟踪报告

食品饮料

增持/ 维持评级

2010 年 8 月月报: 白酒板块增长势头将持续,
推荐五粮液、泸州老窖、张裕 A

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021 - 68498615 jiangxiaodong@lhq.com

- 预计 8 月食品饮料板块将继续保持上涨势头。7 月板块上涨 15.76%，在各行业中处于中等水平主要原因是高档白酒终端零售价以及一批价上升推升提价预期以及估值的回补。8 月高档白酒终端零售价格及一批价继续上升，旺季临近，提价预期进一步增强；经销商备货积极性加大，白酒销售情况好于去年；一线白酒龙头企业的平均估值在 25 倍仍有一定上升空间，预计 8 月板块将继续保持上涨势头。
- 行业推荐：看好白酒和葡萄酒行业。零售价和一批价上升以及旺季前备货推升白酒行业的景气度，贵州茅台北京地区的零售价格超过 900 元，7 月全国平均涨幅 19%，五粮液和泸州老窖提高了零售指导价，8 月我们看好景气提升的白酒行业，特别是估值相对偏低的一线白酒龙头。葡萄销量增速持续提高，6 月增速 33.65%。我们预计随着 9 月旺季的临近，8 月葡萄酒的销售量也将实现持续向好的势头。
- 上市公司推荐：五粮液，泸州老窖和张裕 A。
五粮液：7 月公司率先将一批价提高 40 元，预计随着旺季临近，公司提高出厂价的可能性增大；2010 年公司对管理层的绩效工资执行市值考核，今年业绩增长的确性较大；预计 2010-2011 年 EPS1.17 和 1.52 元，推荐。
泸州老窖：公司已提高国窖 1573 零售指导价，预计公司出厂价可能跟随五粮液提高而提高；头曲、二曲等中低档酒的销售继续保持较快增长，预计 2010-2011 年 EPS 为 1.45 和 1.95 元,2010 年 PE 24 倍，位于行业较低水平，推荐。
张裕 A：葡萄酒行业持续向好，旺季临近推动销量增长。公司可控的葡萄酒种植基地达到 20 万亩，原料自给率提高推升盈利能力，预计 2010-2011 年 EPS2.82 和 3.51 元，推荐。

目 录

1.预计 8 月食品饮料板块将保持上涨势头.....	3
2. 行业推荐：白酒和葡萄酒	4
2.1 白酒：提价预期和经销商备货推升行业景气.....	4
2.2 葡萄酒：旺季来临销售向好	6
2.3 啤酒：气候负面影响拖累销量增长.....	7
2.4 液体乳和乳制品： 原奶价格上升，成本压力增加.....	7
2.5 肉制品：生猪价格上涨势头延续，但全年毛利率降幅有限.....	8
3.公司推荐：五粮液、泸州老窖、古井贡酒.....	9

图表目录

图 1 食品饮料板块 7 月走势	3
图 2 7 月食品饮料板块与沪深 300 指数走势对比.....	4
图 3 食品饮料板块与沪深 300 估值水平对比.....	4
图 4 食品饮料行业重点公司的平均 PE 变化.....	4
图 4 一线白酒龙头的历史 PE 变化.....	4
图 6 白酒 6 月产量同比增长 23.97%	5
图 7 白酒 1-6 月累计产量同比增长 29.38%.....	5
图 8 7 月主要白酒终端价格明显上升	5
图 9 36 个重点城市白酒月均销售价格.....	5
图 10 高档白酒历史出厂价的变化	6
图 11 葡萄酒 6 月产量同比增加 33.65%.....	6
图 12 葡萄酒 1-6 月产量增速	6
图 13 36 个重点城市葡萄酒月均销售价格.....	6
图 14 进口葡萄酒数量及单价	6
图 15 6 月产量同比增加 4.06%	7
图 16 啤酒 1-6 月累计产量同比增加 4.77%.....	7
图 17 液体乳 6 月产量同比增 5.05%	7
图 18 液体乳 1-6 月累计产量同比增加 9.8%.....	7
图 19 原奶价格及鲜奶价格的变化	8
图 20 鲜肉与冷藏肉 6 月产量同比增加 16.8%.....	8
图 21 鲜肉与冷藏肉 1-6 月累计产量同比增加 30.7%.....	8
图 22 全国 22 省市仔猪、生猪和猪肉平均价格图.....	9
图 23 全国 22 省市猪粮比图	9

1. 预计 8 月食品饮料板块将保持上涨势头

7 月大盘进入一轮反弹，食品饮料板块自 7 月开始走势向好，7 月板块涨幅为 15.76%，与其他各行业相比处于中等水平。8 月初板块上涨持续并开始跑赢大盘。我们认为板块本轮上涨的主要原因有以下两点：

终端零售价格上升推升市场对白酒企业提价预期。7 月开始部分高档白酒的市场终端零售价、一批价格都出现上涨，市场对 4 季度上市白酒企业提高出厂价的预期逐步增强。

估值回升推动板块上涨。由于市场低迷，7 月之前食品饮料板块的估值水平一直处于历史较低的水平。7 月行业估值开始逐步回升，随着行业景气的持续估值回升的趋势将可能继续。

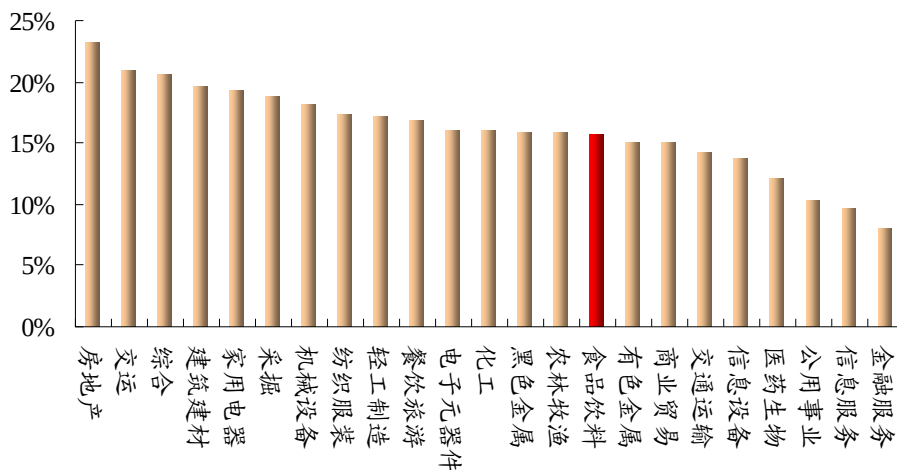
我们预计 8 月食品饮料板块将继续保持上涨势头，跑赢大盘的可能性较大，我们维持对行业的增持评级，我们认为 8 月板块继续上涨的触发因素有以下几点：

提价预期继续加强。8 月以来各高档白酒的零售和一批价格继续保持在较高的水平，从历史经验来看各白酒企业一般会在中秋前后或在年初春节期间提高出厂价，零售价的提高使得市场对白酒企业在中秋前后提价的预期加强。

旺季临近，经销商开始备货，企业出货量增大。今年的中秋节在 9 月 22 日，从中秋开始到 10 月长假结束，中秋、国庆旺季达到 15 天，预计白酒的销售旺季将长于往年。8 月经销商纷纷开始提前备货，预计各酒类公司的出货量将有所增大。

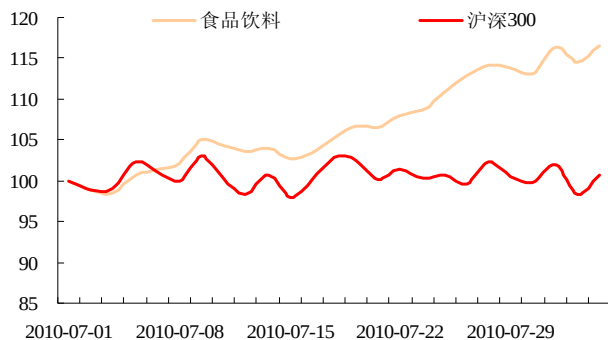
行业估值特别是一线白酒企业的估值仍处于历史较低水平，有上升空间。经过前期的上涨行业估值水平有一定的回升，一线白酒企业 2010 年的平均估值水平在 25 倍左右。与历史相比仍处于较低的水平未来有一定的回升空间，预计 8 月涨幅在 10% 左右。

图 1 食品饮料板块 7 月走势



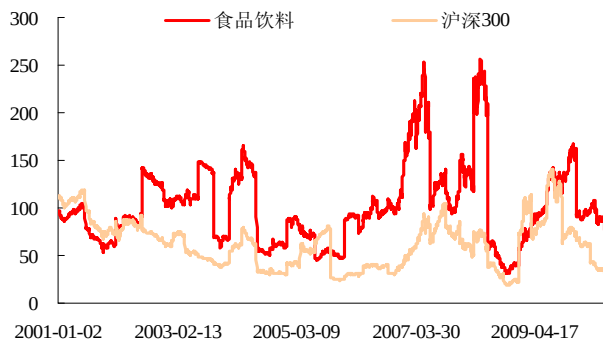
资料来源: wind 华泰联合证券研究

图2 7月食品饮料板块与沪深300指数走势对比



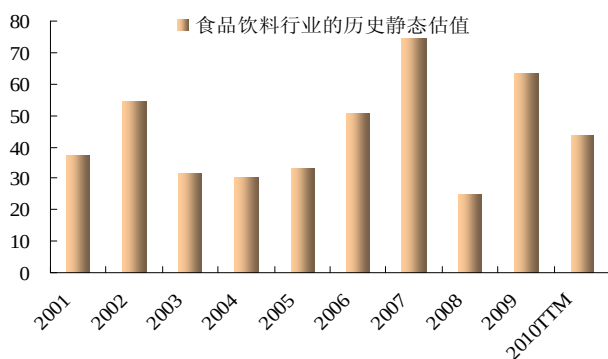
资料来源: wind 华泰联合证券研究

图3 食品饮料板块与沪深300估值水平对比



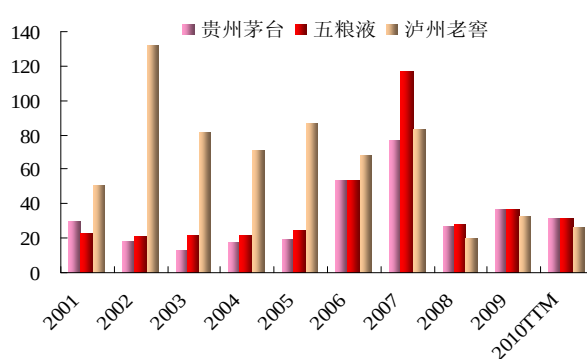
资料来源: wind 华泰联合证券研究

图4 食品饮料行业重点公司的平均PE变化



资料来源: 华泰联合证券研究

图4 一线白酒龙头的历史PE变化



资料来源: 华泰联合证券研究

2. 行业推荐: 白酒和葡萄酒

在食品饮料各子行业中我们看好中秋、国庆旺季临近, 市场价格和经销商进货量都逐步上升的白酒和葡萄酒行业。而由于今年夏季气候异常, 预计啤酒行业的产销量增速将受到一定的负面影响, 我们对于啤酒行业持偏谨慎的观点。

2.1 白酒: 提价预期和经销商备货推升行业景气

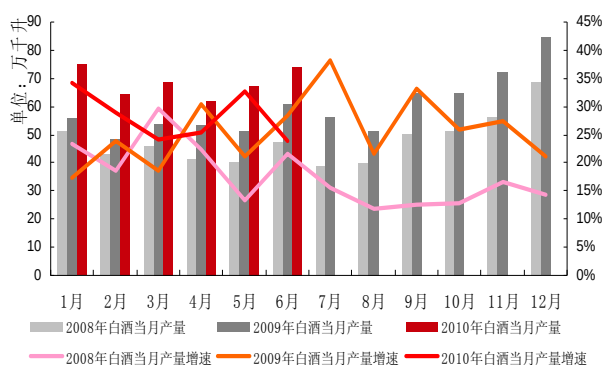
7月开始高档白酒的市场零售价格纷纷上升, 出厂价提高的预期增强。从7月开始全国各主要城市销售的飞天茅台、五粮液、国窖1573和水井坊等高档白酒的零售价格出现较为显著的上升。7月北京地区53度茅台的零售价格已经超过900元, 全国平均零售价格较6月上升了19%, 成为各高档白酒中涨幅最快的产品。五粮液也将其零售指导价提高40元到738元, 国窖1573也调高了零售指导价。

据我们了解目前各白酒企业产品的出厂价格并未有变化，目前出现上涨的主要是终端零售价格和经销商的批发价格。我们认为各白酒企业选择在7、8月份两个白酒销售偏淡的时候，通过适当的控制出货量以提高市场零售价格主要原因是为了试探目前的白酒终端消费市场对白酒提价的接受程度，我们预计在提价后市场销售量不受影响的情况下各白酒企业有可能在销售旺季前后伺机提高出厂价。

中秋临近，8月经销商备货增加。从9月末开始到年底，白酒行业将迎来一年中最重要的销售旺季，据了解部分经销商已于8月开始积极备货，虽然目前市场上高档白酒的一批价都有一定幅度的上调，但7月至8月初白酒市场的销售情况好于去年。

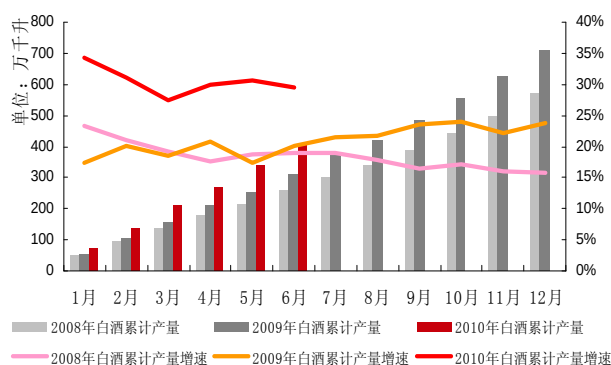
预计零售价格和经销商备货的上升将使得8月白酒行业的景气度高于去年，而在历史上行业景气较好的年份如2006年和2007年五粮液和国窖1573 都曾在中秋前后提高了出厂价，今年各高档白酒也有可能选择在中秋国庆前后选择提高出厂价，提价的预期逐步增强，我们继续看好白酒行业的增长。

图6 白酒6月产量同比增长23.97%



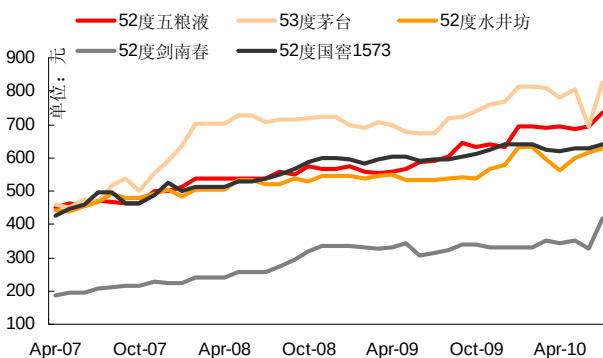
资料来源：CEIC 华泰联合证券研究所

图7 白酒1-6月累计产量同比增长29.38%



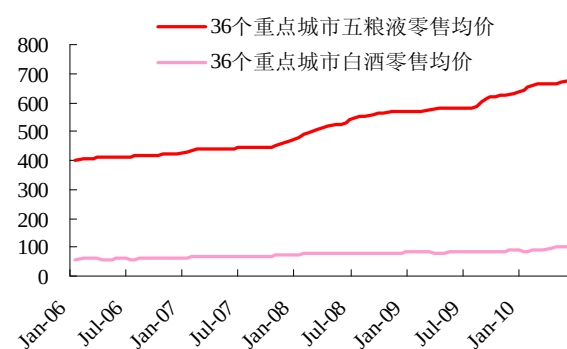
资料来源：CEIC 华泰联合证券研究所

图8 7月主要白酒终端价格明显上升



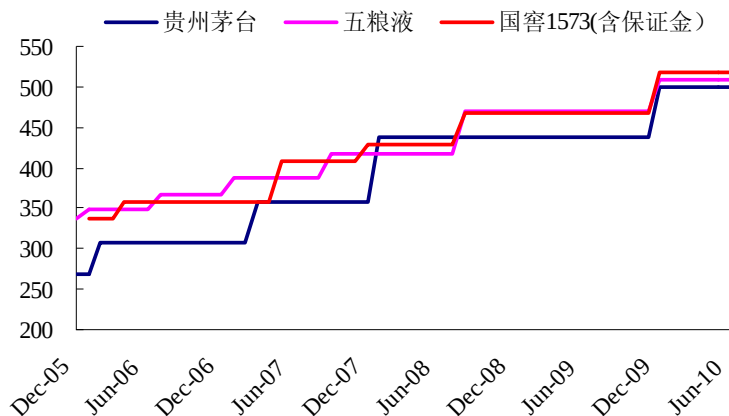
资料来源：糖酒快讯 华泰联合证券研究所

图9 36个重点城市白酒月均销售价格



资料来源：发改委价格监测中心 华泰联合证券研究所

图 10 高档白酒历史出厂价的变化

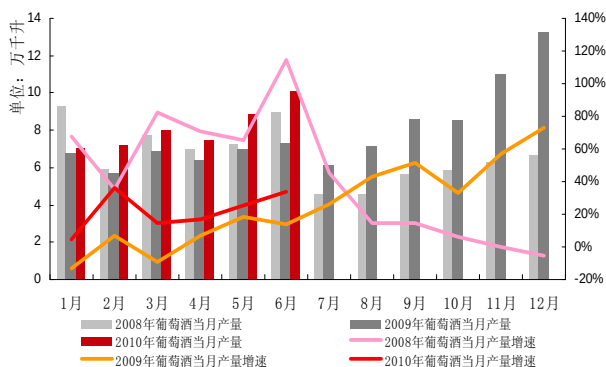


资料来源: CEIC 华泰联合证券研究

2.2 葡萄酒: 旺季来临销售向好

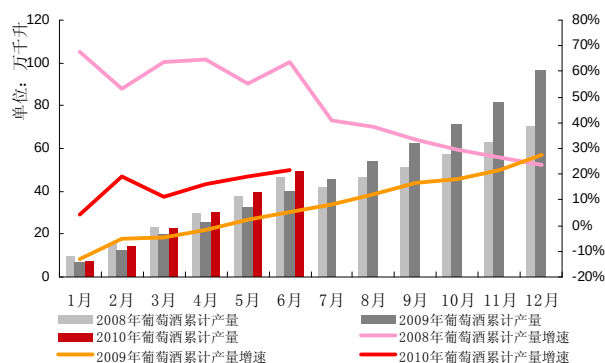
自2009年开始葡萄酒行业产销量增速持续增长, 6月同比增速达到33.65%。我们预计随着9月旺季的临近, 8月葡萄酒的销售量也将保持实现持续向好的势头。

图 11 葡萄酒 6 月产量同比增加 33.65%



资料来源: CEIC 华泰联合证券研究所

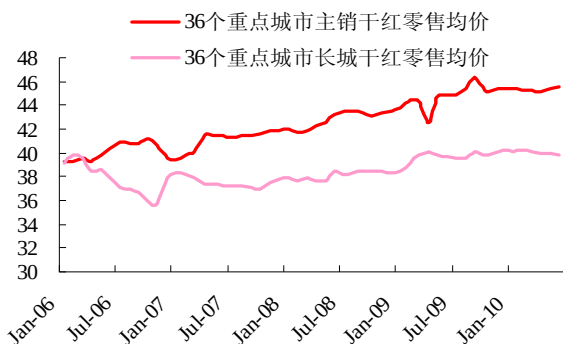
图 12 葡萄酒 1-6 月产量增速



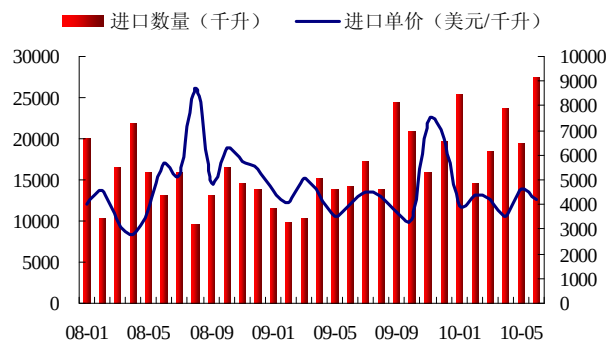
资料来源: CEIC 华泰联合证券研究所

图 13 36 个重点城市葡萄酒月均销售价格

图 14 进口葡萄酒数量及单价



资料来源:发改委价格监测中心 华泰联合证券研究所

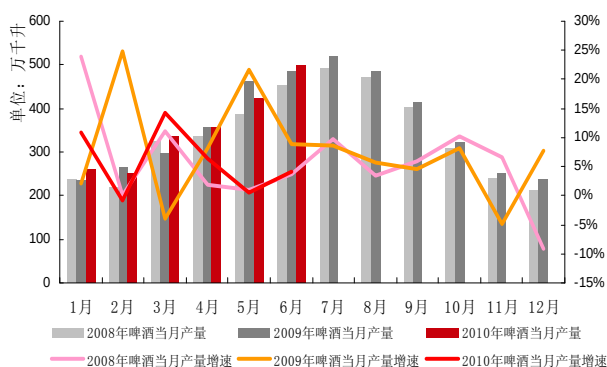


资料来源:海关总署 华泰联合证券研究所

2.3 啤酒: 气候负面影响拖累销量增长

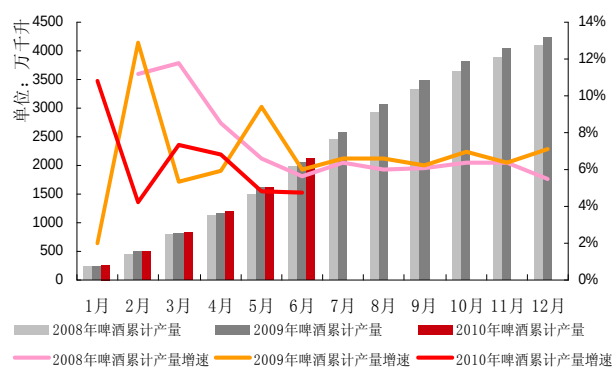
6-7月本应是一年中啤酒销售最为旺盛的时候,但今年由于气候异常,各地暴雨不断,气温也偏低,使得6月-7月啤酒产销量增速低于往年。虽然大麦的收购价格仍然维持在较低的水平,但由于啤酒的产销量增速低于预期,行业的盈利能力的增长将低于去年。8月我们对啤酒行业仍持中性的观点。

图 15 6 月产量同比增加 4.06%



资料来源:CEIC 华泰联合证券研究所

图 16 啤酒 1-6 月累计产量同比增加 4.77%



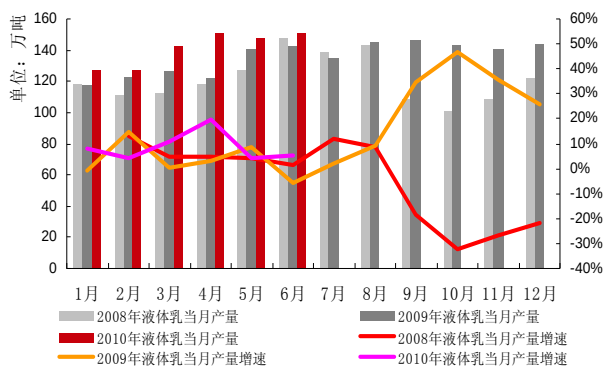
资料来源:CEIC 华泰联合证券研究所

2.4 液体乳和乳制品: 原奶价格上升, 成本压力增加

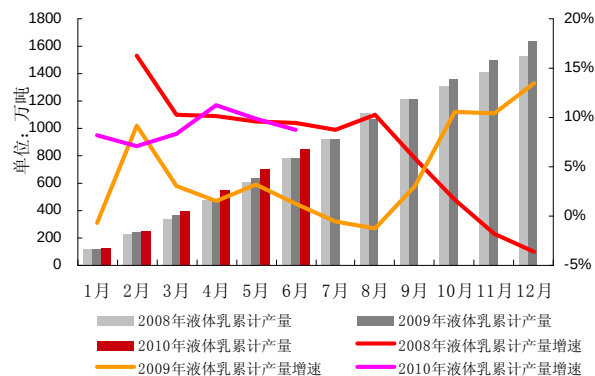
6-8月是奶牛的产奶季,原奶供应量是全年较高的时候,但6月原奶收购价格继续上升到2.86元/公斤。而近期属于牛奶销售的淡季,鲜奶销售价格和销量都较为平稳。我们预计8月原奶价格的上升将增加行业的成本,我们短期对乳品行业保持中性的观点。

图 17 液体乳 6 月产量同比增 5.05%

图 18 液体乳 1-6 月累计产量同比增加 9.8%

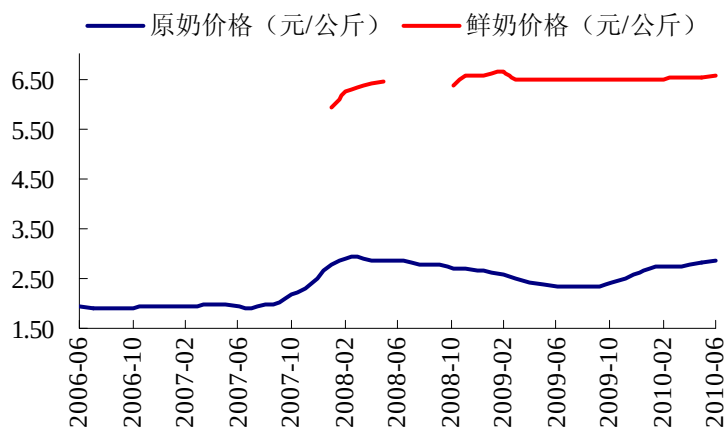


资料来源:CEIC 华泰联合证券研究所



资料来源:CEIC 华泰联合证券研究所

图 19 原奶价格及鲜奶价格的变化



资料来源:CEIC 华泰联合证券研究所

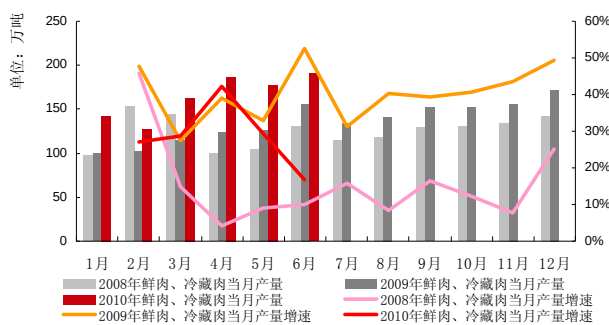
2.5 肉制品：生猪价格上涨势头延续，但全年毛利率降幅有限

生猪价格上涨势头延续。6月以来，生猪价格从低点持续上涨，累计涨幅30%以上，本周涨势略有放缓。本轮上涨，主要是养殖户数月亏损、年初疫情造成出栏量下降，再加上今年以来国家启动的五次冻猪肉收储。我们认为，生猪价格将延续上涨势头到10月份，但涨幅不会太大。

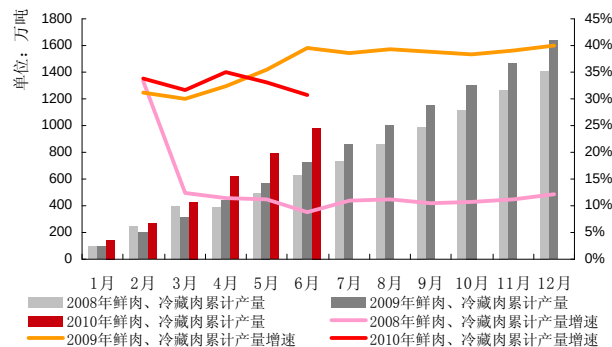
下游毛利率受压制，但全年降幅不大。生猪价格上涨，直接影响下游屠宰、肉制品加工环节的毛利率，尤其是屠宰环节，受影响最大。但是对于肉制品加工环节，我们认为，毛利率全年降幅不大，主要是上半年的生猪价格同比大多是下降的（10%左右），同时下游企业低位时大量存储冻猪肉。预计行业全年毛利率将下降，我们短期给予行业中性的评级。

图 20 鲜肉与冷藏肉 6 月产量同比增加 16.8%

图 21 鲜肉与冷藏肉 1-6 月累计产量同比增加 30.7%

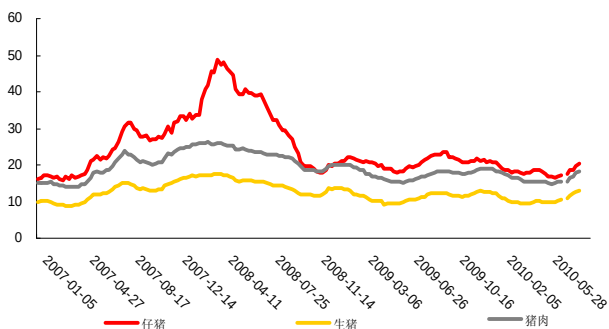


资料来源: CEIC 华泰联合证券研究所



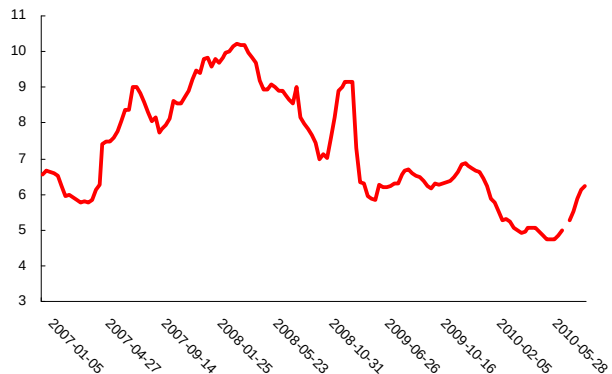
资料来源: CEIC 华泰联合证券研究所

图 22 全国 22 省市仔猪、生猪和猪肉平均价格图



资料来源: 中国畜牧业信息网 华泰联合证券研究所

图 23 全国 22 省市猪粮比图



资料来源: 中国畜牧业信息网 华泰联合证券研究所

3.公司推荐：五粮液、泸州老窖、古井贡酒

8 月我们在上市公司的推荐公司和顺序是五粮液、泸州老窖和张裕 A。

五粮液：提价预期强，估值偏低

- 7 月公司率先将产品的一批价格提升了 40 元钱，之后终端零售指导价格也提高了 40 元，另一方面公司曾经于 2006 年和 2007 年的中秋节旺季前后提高出厂价。临近旺季公司提高出厂价的可能性增大。
- 公司领导的薪酬 2010 年实行市值管理，2010 年全年公司股价的变动与高管薪酬挂钩，今年业绩实现较好增长的确定性较大。
- 2010 和 2011 年的 PE 分别为 25 和 19 倍，与其他白酒上市公司相比处于较低的水平，同时与其历史估值水平相比也有一定的增长空间。预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 1.17 和 1.52，给予推荐。

泸州老窖：1573 终端提价幅度大，中低价位产品销量增长

- 公司提高了国窖 1573 的终端零售指导价格。目前公司正在通过控货以观察终端

零售价格是否能够稳定实现，以决定是否提高出厂价。我们预计公司有可能跟随五粮液提价而提价。

- 公司中低价位酒销售保持较快增长。头曲、二曲等中低价位酒产品的销量随着2009年以来中低档酒市场的扩大而继续实现较快的增长,预计将成为公司今年收入和利润的主要增长点。
- 预计公司2010-2011年的EPS分别为1.45和1.95元,估值水平在行业中处于相对较低的位置,我们持续给予推荐。

张裕 A: 行业持续看好, 盈利能力持续提高

- 我们持续看好葡萄酒行业增长, 9月旺季的临近也会推动葡萄酒产品的销售。张裕作为国内葡萄酒行业的龙头企业将较大程度的受益于行业的增长。
- 公司近几年通过收购等形式控制了近20万亩的葡萄种植基地, 大大的提高了公司原料的自给率, 也节省了生产成本, 预计公司的盈利能力将继续提升。
- 预计公司2010-2011年的EPS分别为2.82和3.51, 鉴于行业和公司的长期稳定成长能力, 我们给予推荐。

表 1: 食品饮料行业重点公司的盈利预测和估值

	收盘价 (0804)	总市值	EPS			PE		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
贵州茅台	144.02	1359	4.57	5.55	6.91	32	26	21
泸州老窖	34.37	479	1.20	1.45	1.95	29	24	18
五粮液	29.35	1114	0.85	1.17	1.52	34	25	19
洋河股份	176.2	793	2.79	4.2	5.68	63	42	31
山西汾酒	51.1	221	0.82	1.25	1.88	62	41	27
水井坊	21.19	104	0.66	0.88	1.1	32	24	19
伊力特	17.09	75	0.25	0.43	0.69	69	40	25
古井贡酒	58.77	138	0.60	1.15	1.93	99	51	30
张裕 A	89.5	472	2.138	2.82	3.51	42	32	25
青岛啤酒	34.2	462	0.93	1.2	1.63	37	29	21
燕京啤酒	21.15	256	0.52	0.78	0.98	41	27	22
伊利股份	31.83	254	0.81	0.88	1.2	39	36	27
金枫酒业	13.79	60	0.33	0.56	0.69	41	25	20
三全食品	31.46	59	0.47	0.63	0.8	66	50	39

资料来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com