

食品饮料

上半年业绩喜人，九月投资三思路

文 献 CFA 食品饮料高级研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁 联络人
S1060110040054
0755-22625697
DINGYUNJIE640@pingan.com

■ 食品饮料营收和净利上半年快速增长，非高档白酒增速领先

上半年，食品饮料上市公司营收和净利分别增长 20%和 29%，但明显“跑输”市场。仅统计 8 月 30 日已公布中报公司，且不含银行、中石化和中石油，扣除亏损公司后 1306 家 A 股上市公司营收和净利分别增长 39%和 44%。我们统计的食品饮料六子行业中，非高端白酒上半年营收和净利增速最快，分别达到 49%和 78%。

■ 食品饮料正受益于消费升级

食品饮料各子行业均受益于消费升级，主要上市公司或者提高产品售价，或者提升高价产品销售占比，直接推动了公司业绩增长。表现在数据上，过去 5 年，高档白酒、非高档白酒、葡萄酒、啤酒等主要上市公司毛利率普遍持续上升，净利增速明显高于营收增速。2010 年上半年，主要食品饮料上市公司业务和财务数据中仍体现了这些特点，如高端白酒、非高端白酒、葡萄酒毛利率同比上升了 2.5、5.1 和 3.8 个百分点。

■ 放心买入有定价权企业

市场经济发展了三十年后，中国食品饮料许多子行业日益成熟，龙头企业普遍已掌握较大定价权，这或许来自其强大品牌优势，如茅台，或许来自其品牌、规模、渠道等带来的综合成本优势，如青岛啤酒。由于传统产业技术变革缓慢，展望未来，这些已有定价权的企业将会是中国经济持续发展的最大受益者，投资者大可放心买入并持有。

■ 平安重点跟踪食品饮料公司 9 月股价无忧

平安重点跟踪食品饮料公司 2010 年动态 PE 均值 32 倍，我们预计 2010、2011 年净利增速分别为 28%和 22%，足以支持当前股价。再加上食品饮料行业过去 5 年净利保持快速增长给投资者带来了稳定增长的预期，我们相信，9 月食品饮料股价无忧。

■ 九月投资思路有三条

最看好高端白酒，个股首选茅台。看好高端白酒的原因包括：涨价预期，中秋消费旺季带动，行业净利增速回落影响基本消化，估值在子行业中最低，长期盈利能力强。看好茅台的原因：净利增速预期已至低点，下半年净利增速将迅速回升，涨价预期强烈，价量小幅齐升可保数年内净利年均增长 20%以上。其次，我们认为盈利增长前景明确中档白酒仍可看高一线，仍推荐山西汾酒。伊利、青岛啤酒等盈利能力提升个股也可能被市场推高。

一、上半年业绩仍然喜人

1.1 食品饮料正受益于消费升级

食品饮料营收和净利上半年快速增长，但增速“跑输”市场。2010年上半年，食品饮料上市公司营收和净利增速分别为20%和29%，速度已不低，但仍明显“跑输”市场。由于09年上半年基数低，2010年上半年A股上市公司整体营收和净利增速反弹至高点。仅统计8月30日已公布中报公司，且不包含银行、中石化和中石油，扣除亏损公司后1306家A股上市公司营收和净利分别同比增长了39%和44%，不扣除亏损公司，1673家公司两项指标分别为40%和74%。

非高端白酒业务增速最喜人。我们统计的六个子行业中，非高端白酒上半年营收和净利增速最快，分别达到49%和78%，增速甚至高于整个A股市场。扣除洋河股份，其余7家非高端白酒公司的净利增速也达到了62%。受消费升级和物价上涨推动，加上高档白酒产品快速提价留出了空白价格带，中低档白酒产品价格得以迅速上升，这给非高端白酒企业带来了好时光。

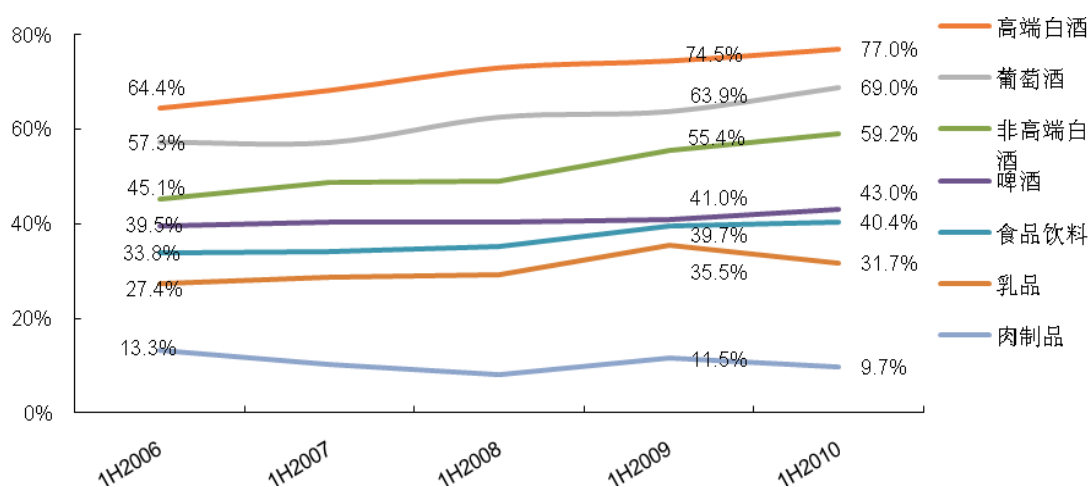
图表 1 非高端白酒上市公司上半年业务增速最喜人

	营收增速	净利增速	ROE
A股（不扣除亏损企业）	40%	74%	6.9%
A股（扣除亏损企业）	39%	44%	7.7%
食品饮料	20%	29%	11.4%
非高端白酒	49%	78%	13.9%
高端白酒	28%	22%	18.0%
肉制品	28%	20%	12.2%
乳制品	18%	9%	4.7%
啤酒	4%	31%	6.8%
葡萄酒	18%	-11%	9.7%

备注：A股仅统计至8月30日止披露中报的公司，且不含银行、中石油、中石化。不扣除亏损公司，有1673家；扣除亏损公司，有1306家。高端白酒仅指茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊，其余8家白酒公司归入非高端白酒。

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 2 主要子行业上市公司毛利率持续上升



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 3 食品饮料上市公司营收和净利保持稳定快速增长

	营收同比增速					净利同比增速				
	1H06	1H07	1H08	1H09	1H10	1H06	1H07	1H08	1H09	1H10
食品饮料	18%	17%	20%	3%	20%	34%	31%	66%	25%	29%
非高端白酒	14%	17%	-1%	28%	49%	9%	156%	-23%	77%	78%
高端白酒	19%	13%	36%	14%	28%	43%	43%	90%	21%	22%
肉制品	14%	35%	42%	1%	28%	27%	21%	17%	30%	20%
葡萄酒	-14%	33%	14%	3%	18%	-14%	-85%	2245%	132%	-11%
乳品	26%	14%	16%	8%	18%	-4%	14%	162%	21%	9%
啤酒	22%	16%	12%	15%	4%	26%	50%	25%	41%	31%

资料来源：平安证券研究所、Wind

食品饮料其他子行业也均受益于消费升级，只是多少的差别，如高档白酒、葡萄酒、啤酒等较明显，主要上市公司或者直接提高产品售价，或者提升高价格产品销售占比，直接带动了公司业绩增长。表现在数据上，过去 5 年，高档白酒、非高档白酒、葡萄酒、啤酒主要上市公司毛利率普遍持续上升，净利增速明显高于营收增速。这些特点在主要食品饮料上市公司 2010 年上半年的业务经营和财务数据中仍然得到较好体现，如高端白酒、非高端白酒、葡萄酒毛利率同比上升了 2.5、5.1 和 3.8 个百分点。

放心买入有定价权企业，它们将是中国经济持续发展最大受益者。市场经济发展了三十年后，中国食品饮料许多子行业日益成熟，龙头企业普遍已掌握较大定价权，这或许来自其强大品牌优势，如茅台，或许来自其品牌、规模、渠道等带来的综合成本优势，如青岛啤酒。由于传统产业技术变革缓慢，展望未来，这些已有定价权的企业将会是中国经济持续发展的最大受益者，投资者大可放心买入并持有。

1.2 重点跟踪公司中报小结

行业生命周期、景气轮动与公司业绩周期导致业绩差异。非高档白酒当前从消费升级中受益程度最大，行业内企业上半年业绩总体很好，其中一些调整产品结构较早的公司正处于快速上升期，业绩尤其好，如洋河，一些调整慢了一拍的公司虽然业绩也不错，但未来值得期待，如汾酒。提价刺激了高档白酒前几年净利快速增长，但需求放缓和基数效应等导致这两年增速明显下降，公司个性则造成了不同的业绩周期，如解决与集团的关联交易使得五粮液净利增长了 41%，而茅台仅增长 11%。我们认为，茅台下半年净利增速会明显加快，这可能带来投资机会。啤酒产量增速已降至个位数，产品结构升级成为青岛和燕京增长主要动力。张裕仍受益于葡萄行业的快速发展。伊利营收增速在 2 季度已放缓至个位数，但在行业竞争趋缓背景下，通过压缩竞争成本，其利润率在上升。

图表 4 主要食品饮料上市公司中期业绩小结

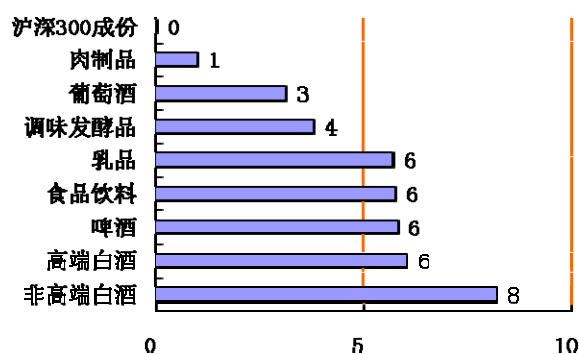
	营收增速		净利增速		业绩解析及展望
	1H10	1H10	2H10E	2010E	
茅台	18.8%	11.1%	53%	26%	高度茅台今年同比涨价约18%，估计销量增长了位数，消费税、费用拉低1H10净利增速。量价齐升可保净利长期年增20%，当前提价预期升温中。
五粮液	41.9%	40.9%	28%	35%	主要来自“五粮液”主品牌，估计上半年价格同比上涨约35%，销量上升约22%。随着与集团利润重分配结果逐渐体现，五粮液交易性机会越行越远。
泸州老窖	11.2%	22.4%	10%	17%	上半年估计1573营收增长30%，量价贡献各半。公司当前最大亮点是1573持续提价，但特曲等多项业务处于调整期。
山西汾酒	47.0%	44.9%	66%	52%	上半年增长主要靠价格，但高档青花瓷销量应有25%—30%的增长。强大品牌支撑下，产品结构调整和渠道深耕有望带动净利持续快速增长。
张裕A	26.0%	28.6%	25%	27%	品牌、渠道掌控在葡萄酒行业中最优，是分享中国葡萄酒行业快速成长最好标的，虽股价接近100元，但未来3年年均回报20%仍可期待。
青岛啤酒	9.0%	29.7%	26%	26%	“青岛”主品牌销量增长15%，占比继续上升，带动公司净利快速增长，但中低档产品面临较大市场份额下降压力。
燕京啤酒	2.9%	25.2%	5%	15%	公开发行11.3亿元可转换公司债券已通过审核，未来释放业绩动力强。
双汇发展	27.8%	27.5%	23%	25%	静待重组方案出台，若集团整体上市，股价估计涨幅将超50%。
伊利股份	20.3%	35.6%	4%	16%	原奶价格持续上涨大幅压低毛利率，但乳制品双寡头格局稳定帮助降低了竞争成本，盈利能力不降反升。预计下半年原奶价格持续上涨继续挤压毛利率，但盈利能力仍可能逐步回升。
大北农	34.0%	5.7%	44%	27%	上半年饲料营收增长41%，原材料价格上涨引起毛利率下降。下半年生猪存栏正上升，利好业务发展。

资料来源：平安证券研究所、Wind

二、食品饮料 9 月股价应无忧，投资思路有 3 条

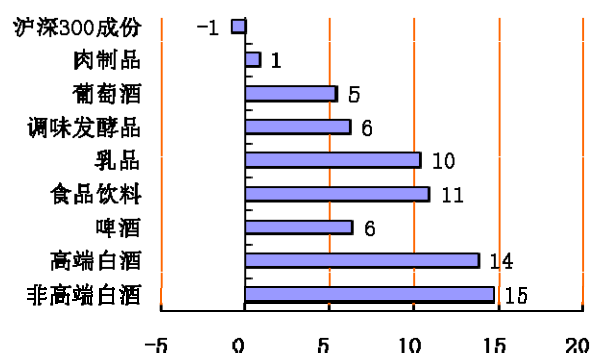
2.1 过去一月非高端白酒表现最佳

图表 5 过去一周股价涨幅



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 6 过去一月股价涨幅



资料来源：平安证券研究所、Wind

食品饮料过去一月跑赢市场，但应考虑大盘被银行股拖累。截止8月30日，受银行股拖累，过去一个月沪深300微跌1%，食品饮料上涨了11%，各主要子行业均取得正收益。受盈利高速增长推动，非高端白酒表现最佳，而估值较低的高端白酒涨幅排在其次，盈利能力提升的伊利带动乳品行业排在第3位。

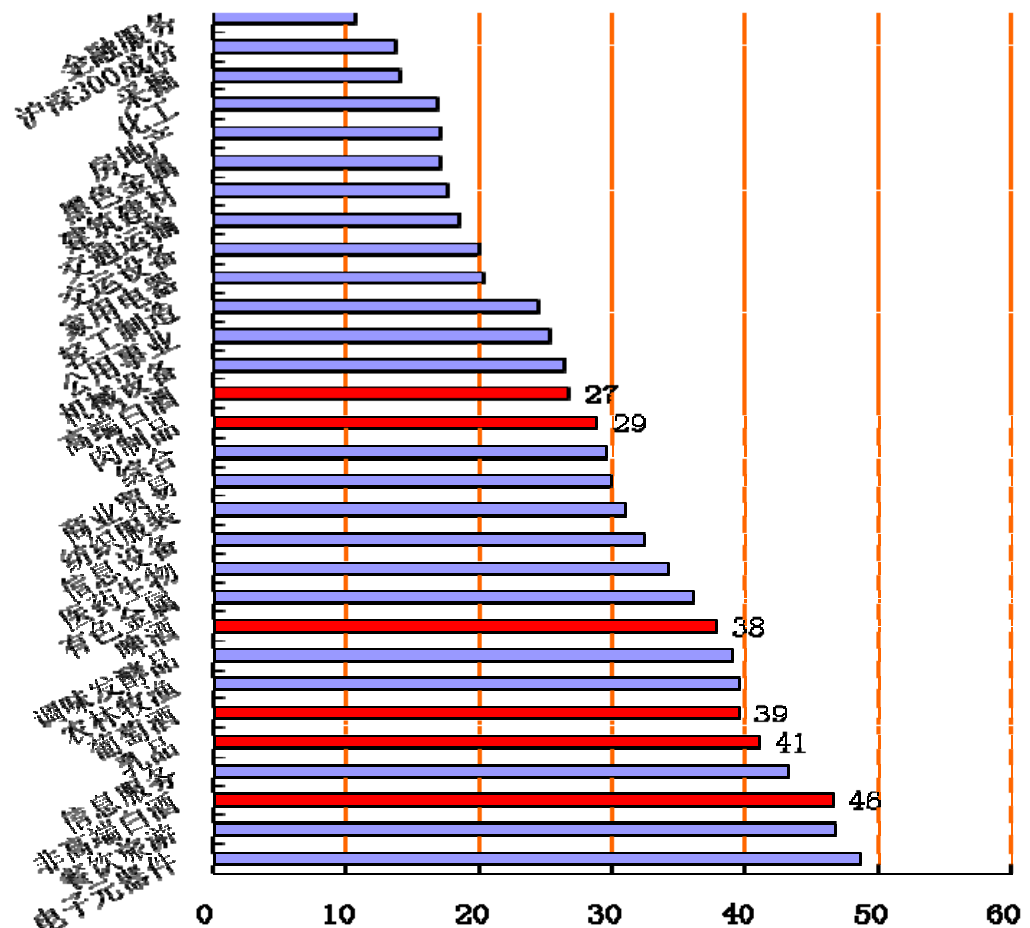
2.2 非高端白酒相对市场估值创过去 5 年新高

食品饮料行业估值整体靠前，盈利持续稳定增长获市场认可。当前食品饮料子行业2010年预期PE在市场各行业中排名总体靠前，尤其是非高端白酒达到46倍，高端白酒最低也有27倍，在市场上众多行业中处于中游，食品饮料行业净利持续稳定增长前景获得了投资者认可，预期股价仍将稳定上升。

非高端白酒相对市场估值创过去5年新高，我们认为，净利增速前景良好公司暂不用担心估值回调风险，无忧，但要小心净利增速下调带来的PE下调。

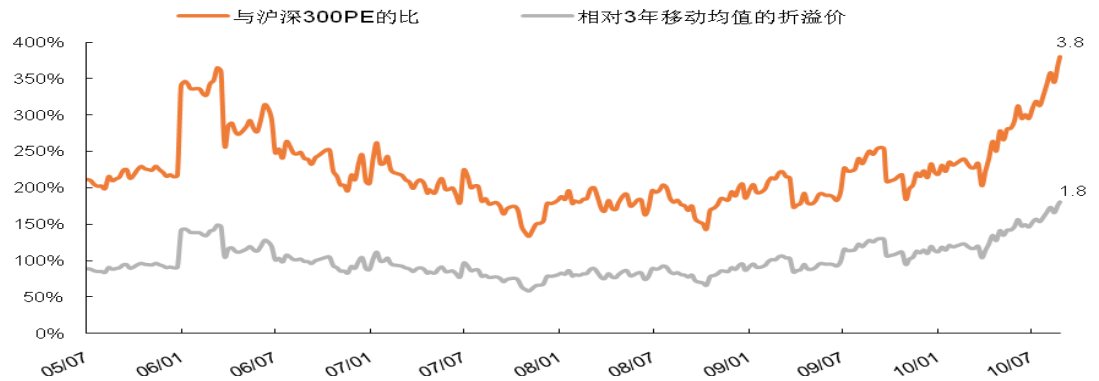
高端白酒相对市场估值已高于过去3年均值20%，但我们认为，这不会成为高端白酒上涨的压力。因为过去2年高端白酒估值回落已充分反映净利增速的回落，当前净利增速预期稳定，高端白酒高ROE足以支持其当前约2010年27倍PE，以及相对市场的估值水平。

图表 7 高端白酒2010年预期PE在食品饮料子行业中最低



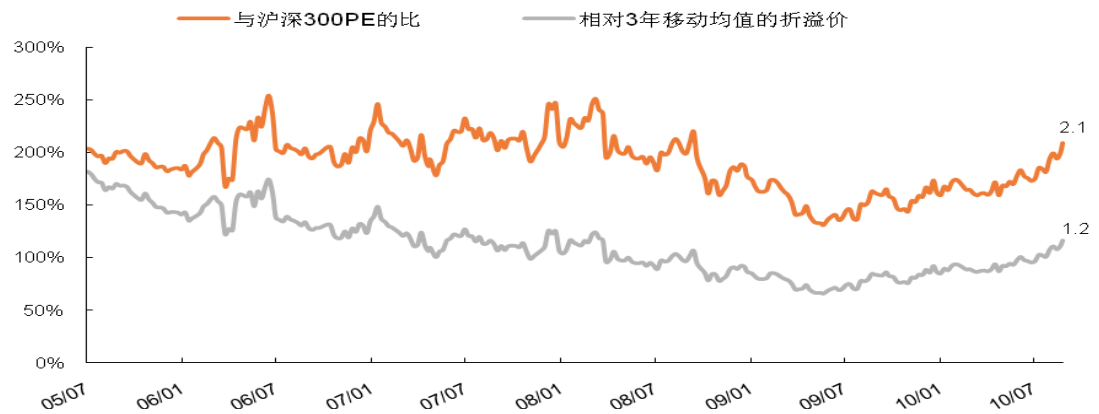
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 8 非高端白酒PE(TTM)与沪深300比值创5年新高



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 9 高端白酒PE(TTM)与沪深300比值升至2.1



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 10 平安食品饮料重点跟踪公司估值

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		8月31日	09A	10E	11E	09A	10E	11E	
双汇发展	000895	49.48	1.50	1.88	2.24	32.9	26.3	22.1	强烈推荐
山西汾酒	600809	58.08	0.82	1.25	1.85	70.8	46.6	31.4	强烈推荐
张裕 A	000869	92.46	2.14	2.71	3.38	43.2	34.2	27.3	强烈推荐
张裕 B	200869	73.11	2.14	2.71	3.38	34.2	27.0	21.6	
贵州茅台	600519	159.23	4.57	5.75	6.81	34.8	27.7	23.4	强烈推荐
五粮液	000858	31.72	0.85	1.15	1.31	37.1	27.6	24.3	中性
泸州老窖	000568	36.14	1.20	1.40	1.56	30.1	25.9	23.2	推荐
青岛啤酒	600600	36.80	0.93	1.20	1.43	39.7	30.7	25.7	推荐
燕京啤酒	000729	22.16	0.52	0.60	0.68	42.7	36.7	32.6	中性
伊利股份	600887	37.31	0.81	0.94	1.13	46.0	39.8	33.1	推荐
均值						41.2	32.2	26.5	

资料来源：平安证券研究所、Wind

2.3 食品饮料九月股价应无忧，投资思路有三条

平安重点跟踪食品饮料公司9月股价无忧。平安重点跟踪食品饮料公司2010年动态PE均值32倍，我们预计2010、2011年净利增速分别为28%和22%，足以支持当前股价。再加上食品饮料行业过去5年净利保持快速增长给投资者带来了稳定增长的预期，我们相信，9月食品饮料公司股价无忧。

我们分析，九月投资思路有3条：

最看好高端白酒，个股首选茅台。看好高端白酒的原因包括：涨价预期，中秋消费旺季带动，行业净利增速回落影响基本消化，估值在子行业中最低，长期盈利能力优秀。看好茅台的原因：净利增速预期已至低点，下半年净利增速迅速回升，涨价预期强烈，价量小幅齐升可保数年内净利年均增长20%以上无忧。

盈利增长前景明确中档白酒仍可看高一线，我们仍推荐山西汾酒。非高档白酒正处于产品升级受益过程中，净利仍有望保持高增速，估值调整的短期影响不大，股价也仍可看高一线。个股中，我们认为山西汾酒净利持续高速增长可期，且有资产重组事项预期，公司股价仍有望随市场而起舞。

盈利能力提升个股仍可能被市场推高，伊利、青岛啤酒等是代表。受益于行业性因素，伊利和青岛啤酒所处行业和公司本身盈利能力均处于上升过程中，净利增长前景明确，受到投资者广泛青睐，股价也容易被推高。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

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。

免责条款：

此报告旨在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 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

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：4008866338

传真：(0755) 8244 9257