

2010-10-17

行业研究 / 跟踪报告

食品饮料

增持 / 维持评级

行业景气持续，回调带来投资机会

—10 月月报及 8 月经济效益分析

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000210080001

021-68498639 hongting@lhqz.com

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

• **行业景气持续，回调带来投资机会。**据商务部监测数据显示，今年十一长假全国零售和餐饮业实现消费品零售额约 5925 亿元，较去年国庆黄金周同比增长 18.7%，增速较去年提高 0.7 个百分点。9 月食品饮料行业上涨 7.95%，据各行业前列。国庆节后一周由于资金面的原因，食品饮料板块下降，我们认为行业景气度持续，基本面稳定向好，板块下降使得估值回调带来投资机会。

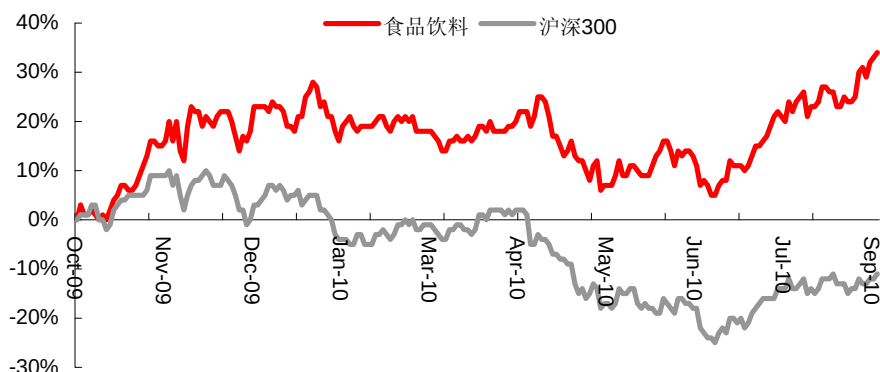
• **白酒：景气持续向好，4 季度仍有一轮上涨。**1-8 月白酒行业收入和税前利润分别同比增长 35.04% 和 37%，增速较去年同期有较大提升。行业凭借其较强的提价和抗通胀能力，税前利润率实现提升。终端零售价格的大幅上调，使得出厂价与零售价之间的差价扩大，白酒公司提高出厂价的条件也完全具备，预计五粮液、茅台等将于 4 季度或明年初提价，提价预期将助推股价上涨。

• **啤酒：销量增速同比略降，行业盈利能力提升。**1-8 月啤酒行业收入和税前利润分别同比增长 10% 和 17.97%。受气候的负面影响，今年啤酒销量增速较去年略有下降，但随着行业集中度提升和公司内控机制的建立，行业和龙头公司的盈利能力逐步提升，我们认为即使明年大麦价格上涨，其对行业的负面影响有限。我们长期看好啤酒行业及龙头企业青岛啤酒的投资价值。

• **葡萄酒：龙头企业优势明显，进口葡萄酒增长较快。**1-8 月葡萄酒行业收入和税前利润分别同比增长 25.46% 和 27.9%。进口葡萄酒迅速增长也推动国内葡萄酒市场的增长。龙头企业张裕凭借其较强的渠道控制力和品牌竞争力能够受益于行业增长的同时，也抵御进口葡萄酒的冲击，我们看好葡萄酒行业和张裕 A。

• **投资建议：**我们对行业的推荐顺序为白酒、葡萄酒和啤酒。推荐公司的顺序为五粮液、泸州老窖、贵州茅台、张裕 A 和青岛啤酒。

最近 52 周股价表现

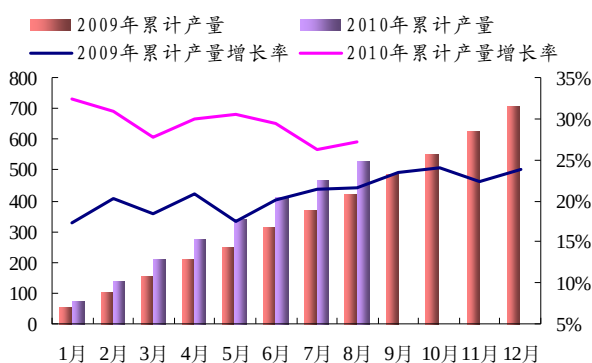


行业景气持续，回调带来投资机会

今年十一长假期间国内零售和餐饮消费较为火爆，持续实现较高的增长。据商务部监测数据显示，10月1日-7日全国零售和餐饮业实现消费品零售额约5925亿元，较去年国庆黄金周同比增长18.7%，增速较去年提高0.7个百分点。

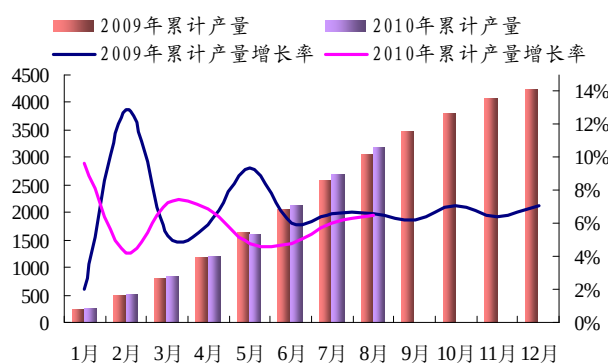
零售和餐饮市场的火爆推动了食品饮料行业消费的持续增长，其中以白酒和葡萄酒这类节日请客送礼的传统佳品的增长最为明显。这可以从这些子行业历史的产销量变化体现出来。

图 1 白酒月度累计产量及其增速的变化



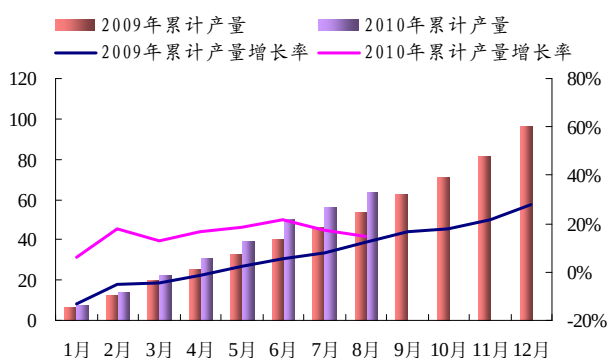
资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 2 啤酒月度累计产量及其增速的变化



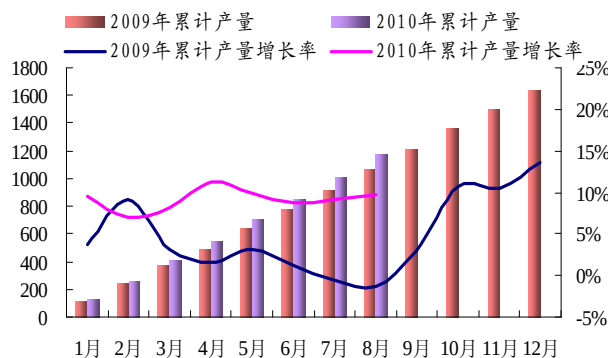
资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 3 葡萄酒月度累计产量及其增速的变化



资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 4 液体乳月度累计产量及其增速的变化



资料来源: wind 华泰联合证券研究

在居民消费和行业产品销量持续向好的推动下，9月食品饮料板块股价的表现也较好，9月板块涨幅达7.95%，居各行业前列，食品饮料行业指数也跑赢上证综指。但到了十一长假之后的一周，大盘指数出现较快的上升，而食品饮料指数却出现下降，我们认为这轮的食品饮料板块指数下降的主因并非是基本面的，而是资金面的：由于美元贬值及国内通胀预期，十一期间国际大宗商品价格上涨，推动有色、煤炭、农业等周期类股票上升，投资资金也向这些板块积聚，导致食品饮料板块下跌。但我们认为食

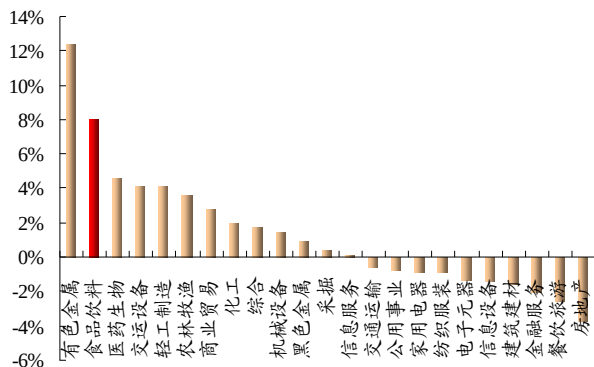
食品饮料行业上市公司的基本面继续保持向好趋势，股价的短暂回调将使得部分公司的估值水平回归合理区间，显现投资机会，我们预计 10 月以及 4 季度食品饮料板块仍会有较好表现，主要原因有以下几点：

行业景气仍处上升周期。从 1-8 月食品饮料各子行业的经济效益数据上看，行业特别是白酒和葡萄酒的销售收入和净利润增速较去年都有明显提升，行业景气将继续助推板块上涨。

4 季度仍是消费品消费旺季，白酒和葡萄酒仍能持续实现量价齐升。虽然中秋国庆长假之后消费品会经历一个短暂的小淡季，但随着年底和春节旺季的临近，一般四季度的消费品仍然会持续旺销，特别是白酒、葡萄酒将继续中秋国庆量价齐升的势头。

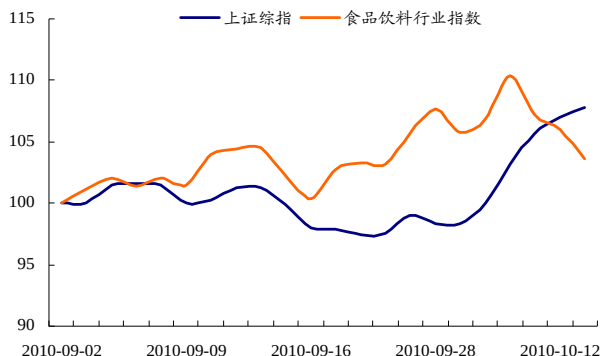
板块回调，估值下降，投资机会凸显。受资金面板块轮动影响，国庆之后一周的食品饮料板块经历较为快速的一轮回调，其中一线白酒的 2010 年的 PE 回落到 25 倍左右，而青岛啤酒的 PE 也回落到 30 倍，行业估值出现一定的提升空间，投资机会显现。

图 5 各行业 9 月涨幅的比较



资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 6 上证综指和食品饮料行业指数变化 (20100901-20101015)



资料来源: wind 华泰联合证券研究

白酒：行业景气持续，4 季度仍有一轮上涨

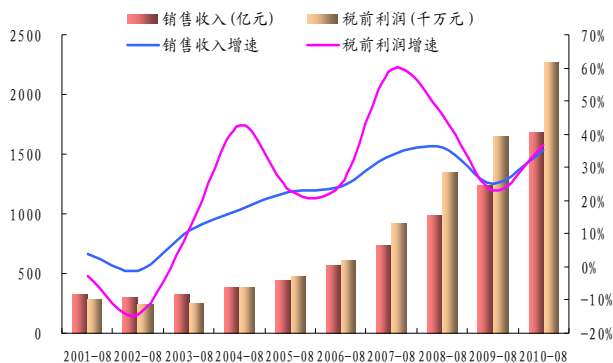
白酒行业今年 1-8 月累计销售收入 1686.27 亿元，同比增长 35.04%；税前利润达 227.48 亿元，同比增长 37%，增速较去年同期有较大的回升，并接近历史较高水平。白酒行业的景气持续，而 4 季度仍是白酒行业的销售旺季，预计其涨势仍将保持。

虽然由于农产品等价格的提升，今年白酒行业的吨酒成本同比上升了 12.13%，但白酒行业凭借其较强的提价能力和抗通胀能力，实现了行业吨酒价格上升 8%。行业的毛利率有所下降，但税前利润率持续提升，行业盈利持续提升。

虽然各类主要白酒产品的市场零售价格都已实现一定幅度的上涨，但是大部分产品的出厂价格仍未有提升（除国窖 1573 于 9 月提价外，五粮液、贵州茅台和水井坊的出厂价均未变化）。我们认为通过此轮的零售价格的上涨，零售价与出厂价之间已有较大的差价，白酒公司提高出厂价的条件已经具备，它们于今年年底或春节前后提高出

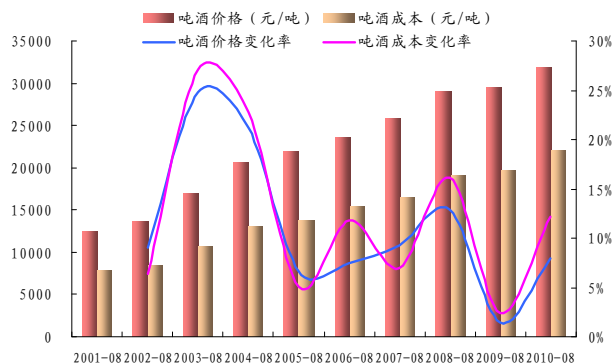
厂价的可能性很大，将推升明年业绩增速提升。我们认为提价预期将继续推升白酒行业股价在 10 月份及 4 季度有较好表现，我们继续看好白酒行业。

图 7 白酒行业 1-8 月累计销售收入及税前利润增速及变化



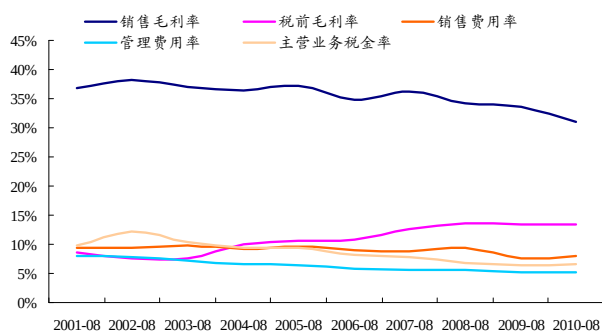
资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 8 白酒行业吨酒价格及吨酒成本变化



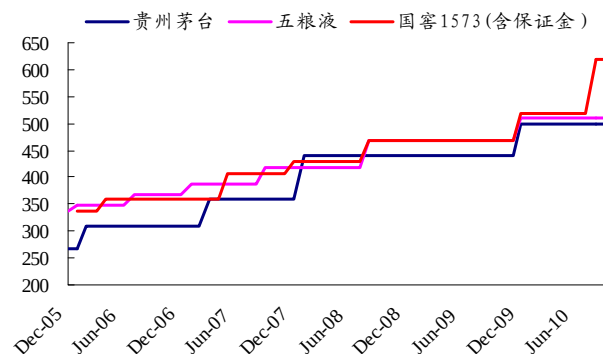
资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 9 白酒毛利率，利润率，费用率和主营业务税金率



资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 10 主要白酒产品出厂价变化



资料来源: 华泰联合证券研究

葡萄酒：龙头企业优势明显，进口葡萄酒增长较快

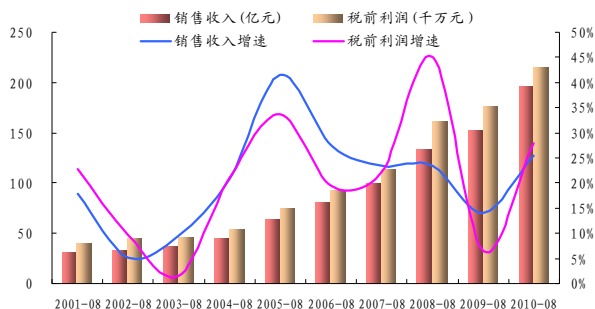
葡萄酒行业今年 1-8 月累计销售收入 196 亿元，同比增长 25.46%，税前利润达 21.52 亿元，同比增长 27.9%，增速较去年同有较大幅度的提升。数据显示国内葡萄酒消费市场正在快速扩张中，行业的销量和收入都在实现较快的增长，主要原因是国内消费者对葡萄酒的消费需求逐步增加。

国内葡萄酒消费快速扩张的同时，进口葡萄酒的进口量也出现较快的增长，2010 年以来葡萄酒的进口量出现持续的增长，其中 8 月达到 2.95 万千升，为 2006 年 1 月以来的月度最高水平。我们认为进口葡萄酒对国内葡萄酒公司葡萄酒市场的增长有一定的负面压制作用，特别是对二线葡萄酒公司的市场扩张和业绩增长的压力较大，而对

于行业绝对龙头企业张裕来说，其对销售渠道的掌控力和品牌的知名度将帮助公司在与进口葡萄酒的竞争中取得优势，受益葡萄酒市场整体消费的增长，实现业绩的稳定增长。

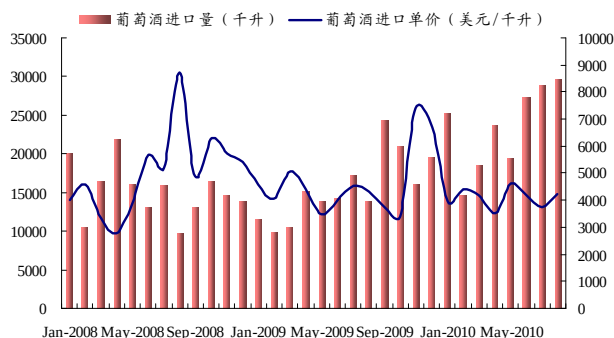
我们强烈看好葡萄酒行业未来的增长空间和增长速度，其中首推受益于行业增长同时受进口葡萄酒冲击较小，能实现持续快速增长的优势龙头企业张裕 A。

图 11 葡萄酒 1-8 月累计销售收入及税前利润增速及变化



资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 12 葡萄酒进口量价变化(200801-201008)



资料来源: CEIC 华泰联合证券研究

啤酒：销量增速略降，行业盈利能力逐步提高

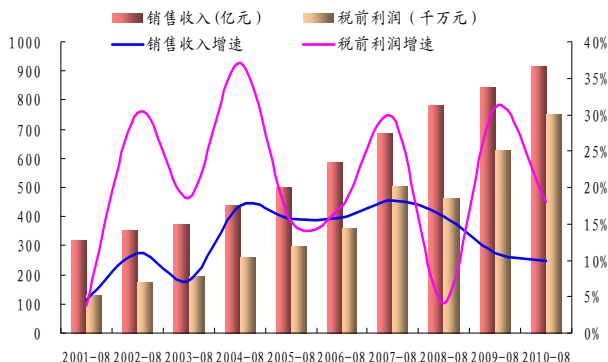
啤酒行业今年 1-8 月累计销售收入 913.76 亿元，同比增长 10%；税前利润达 75.14 亿元，同比增长 17.97%。由于受到今年销售旺季夏季的气温普遍偏低的影响，啤酒行业的销售量增速低于往年，使得收入增速也有所下降。

通过合同锁定，行业今年使用的大麦芽价格基本维持在去年的水平，1-8 月行业吨酒成本仅同比增长了 3.63%，而吨酒价格也上升了 3.91%，行业毛利率略有上升。同时随着行业集中度提升，小型的啤酒企业纷纷被收购或者破产，行业内部竞争成本逐步下降，销售费用率也随之下降。在毛利率上升和费用率下降的推动下，近几年啤酒行业的净利润率和盈利能力实现逐步的提升。

我们认为随着行业集中度的提升以及行业内的公司本身内部管理能力的提高，啤酒行业的龙头企业对抗大麦等成本价格上涨压力的能力也逐步提高。随着今年下半年国际大宗农产品价格的上升，我们预计今年 4 季度或明年国际大麦价格可能会有一定幅度的提升，但我们认为随着啤酒龙头企业抗成本价格上涨压力能力的提升，明年啤酒企业业绩仍能够实现较快的增长。

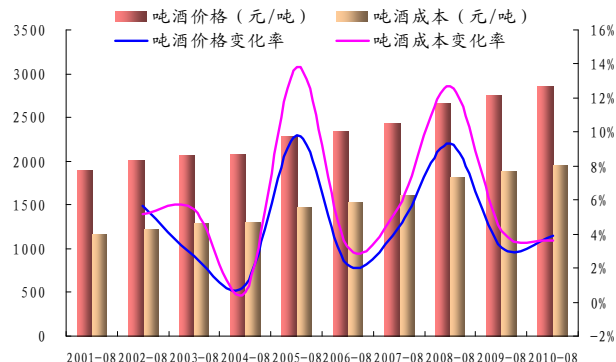
我们看好啤酒行业的长期持续发展能力，推荐行业龙头企业青岛啤酒。

图 13 啤酒行业 1-8 月累计销售收入及税前利润增速及变化



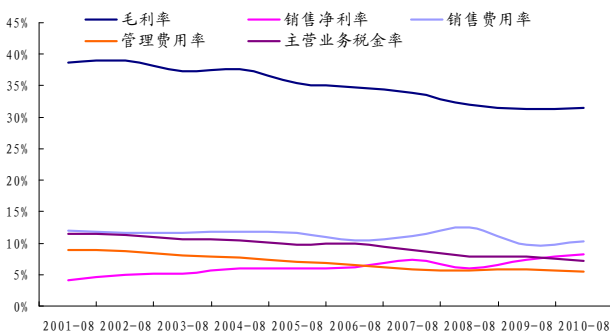
资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 14 啤酒行业吨酒价格及吨酒成本变化



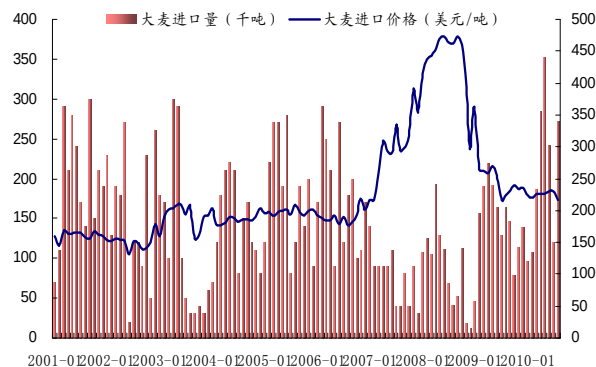
资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 15 啤酒行业 1-8 月毛利率、净利率和费用率变化



资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 16 进口大麦量价变化（200101-201008）



资料来源: CEIC 华泰联合证券研究

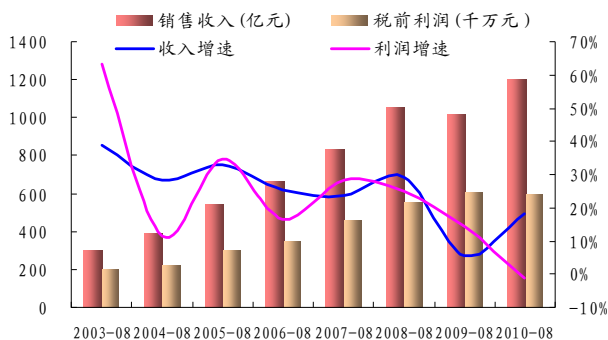
乳制品：原奶价格维持高位，短期内压制行业利润

今年以来乳制品行业的销量和收入都实现恢复性增长，1-8 月行业收入已经超过 2008 年的水平达到 1200.87 亿元，同比增长 18.02%。预计二线城市及县乡乳品市场的开拓和扩张，未来乳品行业的收入将继续保持稳定增长，增速保持在 10%-20%。

今年以来由于国际奶价的不断提升以及国内奶牛养殖成本及原奶供应量增长放缓，国内原奶收购价格不断提升并保持在相对较高的位置，短期内对乳品行业利润水平的回升和增长都产生较大的压力，1-8 月行业实现税前利润 59.48 亿元，同比下降 1%。

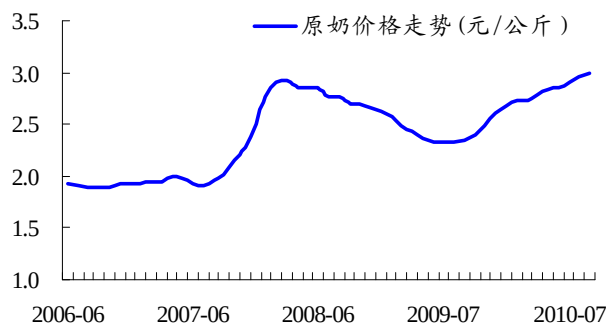
我们长期看好乳品行业销量的长期稳定增长，但利润短期将继续受到原奶价格高位的压制，我们短期持较为谨慎的态度。

图 17 液体乳及乳制品 1-8 月累计销售收入及税前利润增速及变化



资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 18 原奶价格走势 (200606-201009)



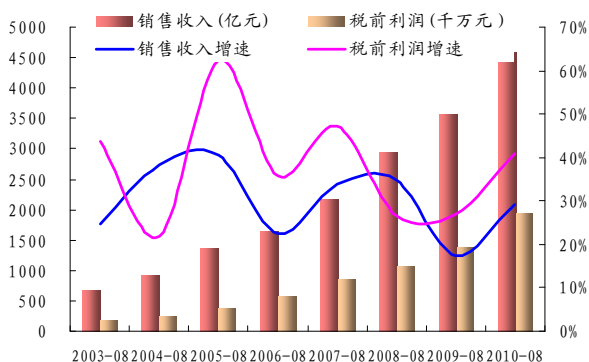
资料来源: wind 华泰联合证券研究

屠宰及肉制品：生猪价格趋稳，行业利润增长较大

屠宰及肉制品行业 1-8 月累计销售收入 4582.57 亿元，同比增长 29.28%；税前利润达 1937.74 亿元，同比增长 41.02%。收入和利润增速都较去年同期于较大的提升，利润增长尤为显著。

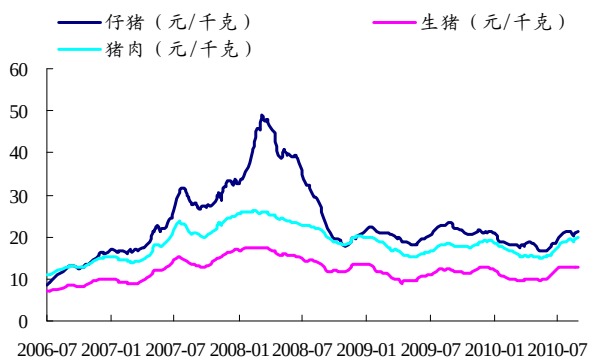
利润大幅增长的主因一方面屠宰量的上升，另一方面是今年上半年生猪和猪肉的价格保持温和的上涨，行业毛利率达到 10.55%，较去年同期提升 1.2 个百分点。我们预计未来生猪及猪肉的价格将继续保持较为温和的上涨，这将帮助屠宰及肉制品企业及时的转嫁生猪成本上涨的压力，保持行业利润的稳定增长。

图 19 屠宰及肉制品 1-8 月累计销售收入及税前利润增速



资料来源: wind 华泰联合证券研究

图 20 生猪及相关价格的变化



资料来源: wind 华泰联合证券研究

行业及重点公司推荐

10 月我们推荐白酒、啤酒和葡萄酒行业，推荐公司的顺序为五粮液、泸州老窖、贵

州茅台、张裕 A 和青岛啤酒。

五粮液:

- **10 月团购价提升，出厂价提高预期加强。**公司已于国庆期间提高团购渠道的出厂价约 50 元。目前 52 度五粮液的市场零售价在 780-800 元之间，与出厂价的差距较大，出厂价全面提升的可能性很大。
- **3 季度高档酒销售持续旺盛，全年增量可超 20%。**3 季度中秋及国庆旺季期间公司高档酒的销售持续火爆，团购市场供不应求，全年实现 20% 的增长目标已经有很大保证。
- **永福酱酒完成重点市场铺货，市场定价超过茅台。**永福酱酒已于国庆完成重点市场的铺货，市场定价在 1200 元左右，定价超过茅台。目前酱香型市场在茅台和郎酒的推动下已有较大的增长也有一定的增长潜力，公司的永福酱酒预计未来将有一定的增长。

泸州老窖:

- **9 月国窖 1573 提价推升明年业绩。**国窖 1573 于 7 月提高出厂价约 100 元，目前经销商对提价的反应正面，提价后国窖 1573 的出货量保持稳定。
- **老窖特曲渠道修复显效，销量增速回升。**自去年以来公司对老窖特曲的销售渠道进行积极的修复，增加经销商利润。今年 8 月以来渠道修复显效，老窖特曲的销售量同比增长 30% 左右，预计今年全年增速将超过去年。老窖特曲销售的启动将推动公司业绩新一轮的较快增长。
- **柒泉模式提高公司经营效率。**公司在全国已经建成了 5 家柒泉公司，柒泉公司以一种组建利益共同体的模式提升了地方经销商和地方销售人员的效率和积极性，减少了公司的销售费用率，推升公司净利润率。

贵州茅台:

- **零售价接近 1000 元，春节提价势在必行。**53 度飞天茅台目前在部分地区的零售价格接近 1000 元，与目前的出厂价 499 元之间的差价接近 500 元，渠道利润极高，出厂价提升势在必行。
- **公司产量稳步增长，保证业绩长期稳定增长。**茅台未来产量将保持年均增长 2000 吨，为公司未来业绩持续增长提供保障。

张裕 A

- **葡萄酒行业整体增长较快，优势龙头受益行业增长。**国内葡萄酒市场迎来新一轮扩张，张裕作为行业龙头在品牌和市场渠道上都有明显优势，将最受益行业增长。

- **新基地不断建设，为公司未来业绩增长储备能量。**公司在继续发展现有 4 个酒庄的基础上，宁夏、新疆、陕西三个新建酒庄项目也已经开工，预计于 2012 年投产，为公司未来增长提供产能保障。
- **终止对恒丰银行的投资，集中力量发展葡萄酒主业。**公司于 9 月正式公布终止对恒丰银行的投资，公司此举表明公司看好中国葡萄酒行业的发展，未来将更多地把资金投入到了葡萄酒业务中。

青岛啤酒：

- **3 季度啤酒销量增速略有回升。**通过公司销售策略改革的努力，公司 3 季度啤酒销量增速有所回升，3 季度累计销量增速约为 4% 左右。
- **收购计划继续，行业集中度提升推升龙头企业盈利能力。**继收购烟台啤酒和趵突泉啤酒之后，公司今年下半年又计划收购西湖啤酒和河南信阳维雪啤酒，收购将推动行业集中度提升进程推动公司未来的盈利能力。

表 1：食品饮料重点公司 3 季度及年度盈利预测及估值

	收盘价 (1015)	总市值	EPS				PE		
			2009	2010Q3	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
贵州茅台	158.44	1495	4.57	4.93	5.58	6.78	35	28	23
泸州老窖	33.65	469	1.20	1.12	1.49	1.95	28	23	17
五粮液	31.89	1211	0.85	0.89	1.22	1.54	37	26	21
洋河股份	189	851	2.79	3.79	4.53	6.87	68	42	28
山西汾酒	63.98	277	0.82	1.19	1.26	1.80	78	51	35
水井坊	22.44	110	0.66	0.42	0.88	1.1	34	26	20
古井贡酒	60.4	142	0.60	0.63	1.15	1.93	101	53	31
张裕 A	109.5	577	2.138	1.863	2.82	3.51	51	39	31
青岛啤酒	36.09	488	0.93	1.15	1.2	1.63	39	30	22
燕京啤酒	20.6	249	0.52	0.71	0.78	0.98	40	26	21
伊利股份	38.31	306	0.81	0.79	0.95	1.35	47	40	28
三全食品	36.1	68	0.47	0.35	0.63	0.8	76	57	45

数据来源：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