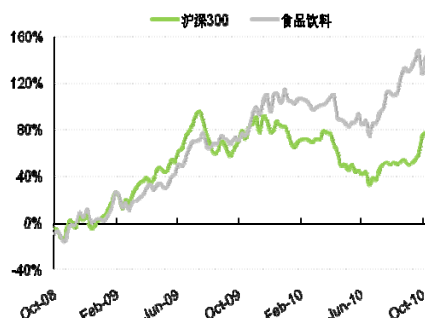


食品饮料行业策略月报（2010年11月）： 白马踩节奏，黑马挖个股

强烈推荐（维持）

行情走势图



相关研究报告

《食品饮料行业月报(2010年10月)－牛市，食品饮料股价无忧》，2010年10月7日
《食品饮料2010年中报小结－上半年业绩喜人，九月投资三思路》，2010年8月31日
《食品饮料行业季报（2010Q3）－遥望均贫富，近忧成本升》，2010年7月8日

研究员

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
0755-22625697
DINGYUNJIE640@pingan.com

- 三季度净利增速减慢，成本压力上升。1－3Q10，食品饮料上市公司营收、净利分别增长21.6%和23.6%；3Q10营收增速升至23.6%，但净利增速降至16.6%。除部分公司有明显调节业绩的迹象外，乳品、啤酒、肉制品等大众品公司普遍出现成本压力。非高端白酒3Q10营收、净利分别增长68.2%、50%，增幅在子行业中领先，也高于A股市场整体，仍是寻找黑马的好地方。
- 逼空推动股价迅速“冰”转“暖”。尽管前六个交易日下跌迅猛，但10月后两个交易周食品饮料股价迅速由“冰”转“暖”，平安重点公司分别跑赢沪深300指数4%和0.7%。回头看，场外增量资金冲乱了节后一周市场的节奏，但靠利润率持续提升和经济向内需驱动转型的支持，食品饮料超配格局受到挑战有限，市场持续高成交量最终也推动了食品饮料股价上涨，“逼空”效应明显。
- 11月“逼空”或“调仓”取决于市场。基金高仓位和食品饮料高超配决定，当赚钱效应聚集在某些行业时，食品饮料会面临“调仓”压力，促发因素包括流动性、宏观变化；在利润率上升和中长期需求增长明确预期下，食品饮料超配仍是战略性的，若市场均衡稳步向上，食品饮料更可能享受“逼空”效应。
- 白马踩节奏，黑马挖个股。11月，白马公司，我们看好两个思路：一是稳定增长类公司间换仓，可适度减仓成本压力明显加大的大众品，适当增仓高端白酒，后者估值低且2011年增长确定性高。且茅台、五粮液为首高档白酒涨价预期正在上升，通胀背景下也容易吸引市场关注。第二个思路是借调整时增仓战略性品种，主要是汾酒和张裕。黑马公司我们当前视点仍落在快速增长的非高端白酒上，建议可关注酒鬼酒和沱牌

股票名称	股票代码	股票价格（元） 10月29日	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
			2009	10E	11E	2009	10E	11E	
双汇发展	000895	49.48	1.50	1.83	2.19	32.9	27.0	22.6	强烈推荐
山西汾酒	600809	65.14	0.82	1.25	1.85	79.4	52.3	35.2	强烈推荐
张裕 A	000869	105.70	2.14	2.60	3.26	49.4	40.6	32.4	强烈推荐
张裕 B	200869	86.10	2.14	2.60	3.26	40.3	33.1	26.4	
贵州茅台	600519	167.04	4.57	5.75	7.21	36.6	29.1	23.2	强烈推荐
五粮液	000858	36.35	0.85	1.20	1.54	42.5	30.2	23.5	推荐
泸州老窖	000568	40.00	1.20	1.45	1.65	33.3	27.6	24.3	推荐
青岛啤酒	600600	35.77	0.93	1.20	1.43	38.6	29.8	25.0	推荐
燕京啤酒	000729	19.74	0.52	0.60	0.68	38.1	32.7	29.0	中性
伊利股份	600887	38.00	0.81	0.94	1.13	46.9	40.6	33.7	推荐
均值						43.8	34.3	27.5	

正文目录

一、	当期热点探讨——三季报微凉，股价冰转暖	3
1.1	三季报总结——净利增速减慢，成本压力上升	3
1.2	市场回顾——逼空推动股价迅速“冰”转“暖”	4
1.3	高估值带来的心理压力明显减小	6
二、	11 月策略——白马选节奏，黑马挖个股	7
2.1	“逼空”或“调仓”取决于市场	7
2.2	白马踩节奏	7
2.3	黑马挖个股	7
三、	10 月调研与业绩预测调整	7
四、	行业数据跟踪分析	8
4.1	价格观察——上游涨价导致加工企业毛利率受损	8
4.2	产量跟踪——9 月白酒增速领先，啤酒有点亮	9

一、 当期热点探讨——三季报微凉，股价冰转暖

1.1 三季报总结——净利增速减慢，成本压力上升

食品饮料营收增速加快，净利增速放慢。1-3Q10，食品饮料上市公司营收、净利分别增长 21.6% 和 23.6%，3Q10 营收增速升至 23.6%，但净利增速降至 16.6%，令投资者感到心微凉。

“近忧成本升”兑现。除高端白酒和葡萄酒，其余主要子行业 3Q10 净利增速均明显放慢。高端白酒是受五粮液和泸州老窖带动，葡萄酒则受两只 ST 股影响较大，但主要标的张裕三季度营收和净利增速均明显下降。三季度净利增速降幅快，除部分公司明显在调节业绩的原因外，乳品、啤酒、肉制品等大众品公司普遍出现成本压力，这与我们 7 月 8 日三季度策略中“近忧成本升”判断相符。

非高端白酒中仍可寻黑马。3Q10，非高端白酒营收、净利分别增长 68.2%、50%，增幅甚至高于 A 股市场整体。糖酒会调研信息显示，受产品升级和份额扩张推动，非高端白酒上市公司仍在快速增长，高 PE 投资逻辑仍可延续。当然，各公司发展阶段不同，故需精选个股，如我们 10 月 15 日邮件 PPT（如何看待本轮调整，积极备战下一轮）中提到的黑马备选酒鬼酒和沱牌，都值得关注。

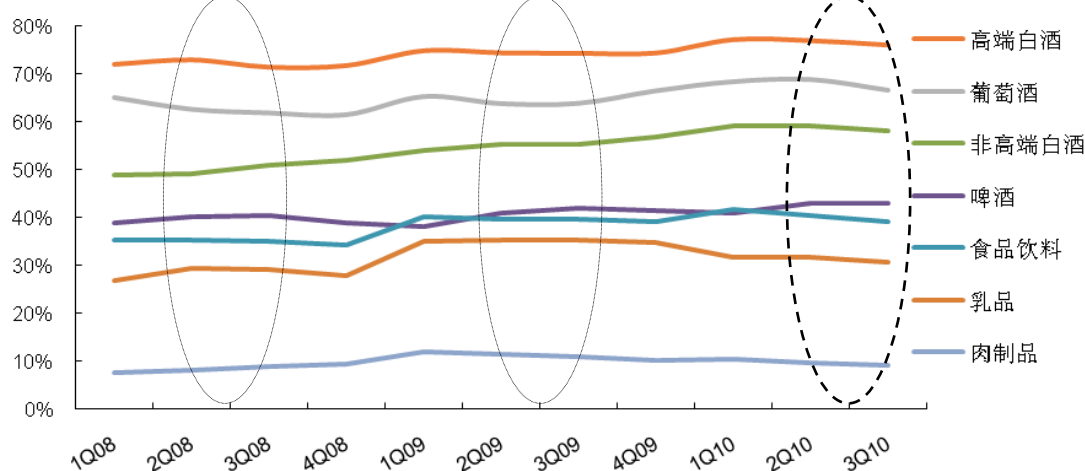
图表 1 食品饮料营收增速加快，净利增速放慢

	1-3Q10		3Q10	
	营收增速	净利增速	营收增速	净利增速
食品饮料	21.6%	26.1%	23.6%	16.6%
A股（不扣除亏损企业）	36.3%	51.9%	28.5%	22.6%
A股（扣除亏损企业）	35.9%	35.2%	28.2%	20.7%
非高端白酒	51.8%	68.2%	58.4%	50.0%
啤酒	7.3%	24.6%	12.1%	17.1%
高端白酒	28.0%	23.7%	28.3%	28.1%
肉制品	28.4%	14.9%	29.7%	6.7%
乳品	18.8%	-3.7%	20.0%	-17.9%
葡萄酒	18.9%	-6.1%	20.7%	5.8%

备注：A股不含银行、中石油、中石化。不扣除亏损公司，有1957家；扣除亏损公司，有1524家。高端白酒仅指茅台、五粮液、泸州老窖和水井坊，其余9家白酒公司归入非高端白酒。葡萄酒受ST广厦和ST中葡影响大。

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 2 “近忧成本升”，3Q10子行业毛利率压力明显大于3Q09



资料来源：平安证券研究所、Wind

三季度重点公司差异大，但多角度分析，个股未来机会应仍较多。

高档白酒公司中，茅台利用三种方法将单季净利增速控制在 8%，其后续机会在于现在压得越多，未来增长潜力越大；五粮液当季仍受益于解决与集团关联交易，且茅台控货客观上促进了五粮液出货量增长，当季净利大增 63%，后续机会仍是管理层动机驱动下的利润释放，估值便宜；老窖单季净利增长 33% 超了预期，似乎暗示，公司业务调整可能加速。果真如此，公司市值应再上一个台阶。

公司调整长得都一样，内在机会却各有不同。汾酒四季度是业绩淡季，前期股价冲得快，11 月可能正是调整进货的好时机，毕竟我们认为它是未来 2-3 年高成长的战略性品种；张裕三季度报令投资者失望，但季度波动可能性大，短期股价可能受抑于估值，但未来 3 年年均 20% 回报率仍可期待；几家大众品公司都出现了成本压力，啤酒行业更成熟一点，调整可能持续，乳品行业成长性更好一点，且消费垄断格局优于啤酒，故虽然原奶价格未来一年仍很可能是伊利之忧，但我们看好公司中期利润率逐步提升前景；基本面上玉米、豆粕成本上升和生猪存栏上升一反一正，大北农当前估值基本合理，机会还要再观察。

图表 3 主要食品饮料上市公司三季度业绩小结

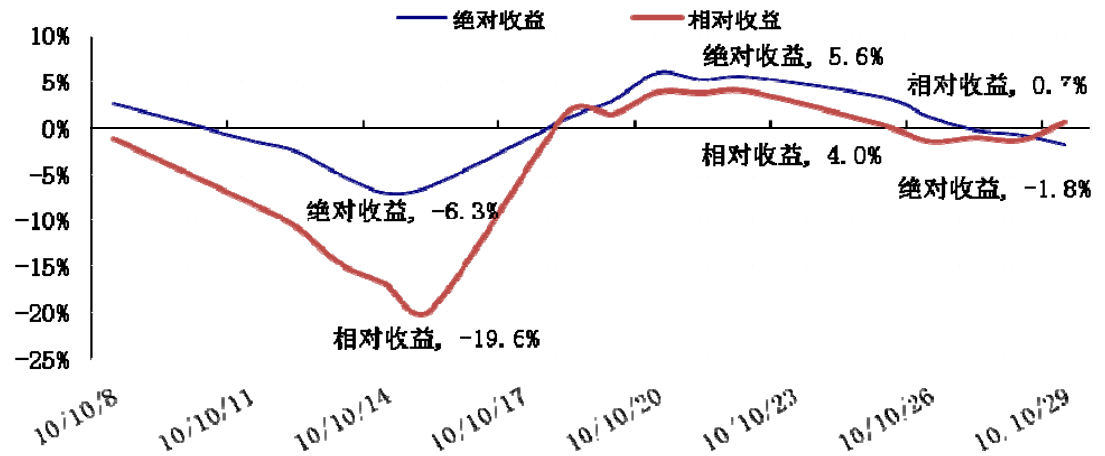
重点公司	营收增速		净利增速			10E	业绩解析及展望
	1-3Q10	3Q10	1-3Q10	3Q10	4Q10E		
贵州茅台	19%	21%	10%	8%	138%	26%	3Q10报表确认出货量仅增长3%，4Q09基数低。
五粮液	43%	45%	48%	63%	24%	41%	主品牌全年销量、价格增长约20%、22%，4Q10价格增幅应低于前三季。
泸州老窖	17%	30%	26%	33%	6%	21%	3Q10数据释放业务调整积极信号，4Q09证券业务盈利基数较高。
山西汾酒	40%	28%	46%	49%	119%	52%	3Q10增长主要来自价格提升，4Q10年集中提费用，盈利对全年影响小。
张裕A	21%	11%	23%	12%	20%	22%	3Q09和4Q09营收增长32%和40%，基数高，导致业绩季度波动。
青岛啤酒	11%	14%	22%	13%	5741%	29%	3Q10“青岛”主品牌增长22%，其他品牌增长5%，4Q通常无盈利。
燕京啤酒	8%	16%	26%	27%	-69%	17%	3Q10“燕京”主品牌增长17%，其他品牌下降16%。
双汇发展	28%	29%	20%	10%	25%	22%	3Q10毛利率降1.7个百分点，估计代销集团低毛利率产品占比上升。
伊利股份	22%	25%	5%	-24%	63%	16%	原奶价格持续上涨导致3Q10毛利率同比下降8.5个百分点。短期仍将受制于原奶价格，中期看好盈利能力提升。
大北农	32%	29%	12%	28%	52%	27%	玉米豆粕价格上涨致毛利率有所下降，随生猪存栏上升，4Q10净利增速应会明显提高。

资料来源：平安证券研究所、Wind

1.2 市场回顾——逼空推动股价迅速“冰”转“暖”

“牛市”踩点刚刚好，食品饮料股价下跌却猛如过山车。10月7日，我们发布10月策略报告《牛市，食品饮料股价无忧》，此后六交易日沪深300大涨13.4%，我们对“牛市”的呼喊似乎踩点刚刚好。但是，爆发的行情推动了食品饮料猛如过山车的调整，10月8-15日六个交易日平安重点食品饮料公司下跌6.3%，跑输沪深300近20%，诚如小道传若干大佬言“别人涨10%，我跌10%”。

图表 4 国庆节后股价表现似冰，六交易日跑输大盘近20个百分点



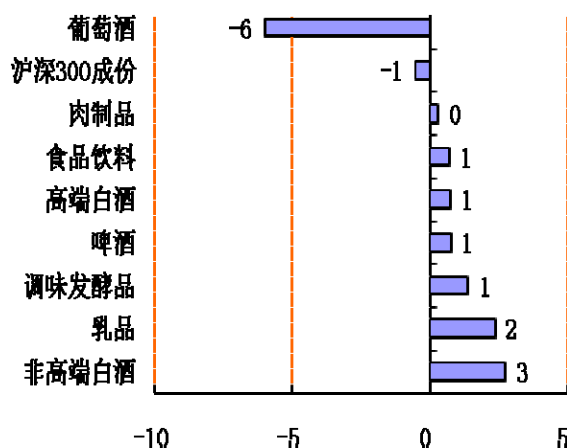
备注：以沪深300为标的指数计算相对收益，价格为当日收盘比上周末收盘，考虑国庆假日，10月8-15日均与9月30日股价相比，区间为10.10.08-10.10.29。

资料来源：WIND 资讯，平安证券研究所

股价迅速“冰”转“暖”，10月表现更像“逼空”。尽管下跌猛如过山车，但10月后两个交易周食品饮料股价迅速由“冰”转“暖”，平安重点公司分别跑赢沪深300指数4%和0.7%。回头看，国庆后一周场外增量资金冲乱了市场节奏，但靠利润率持续提升和经济向内需驱动转型的支持，食品饮料超配格局受到挑战有限，市场持续高成交量最终也推动了食品饮料股价上涨，“逼空”效应明显。

非高端白酒领跑过去一周。从各子行业最近一周表现来看，仅有张裕因远低于预期明显回调，其余子行业均跑赢市场，跑得最快的是非高端白酒，这也符合结构性牛市的风格。

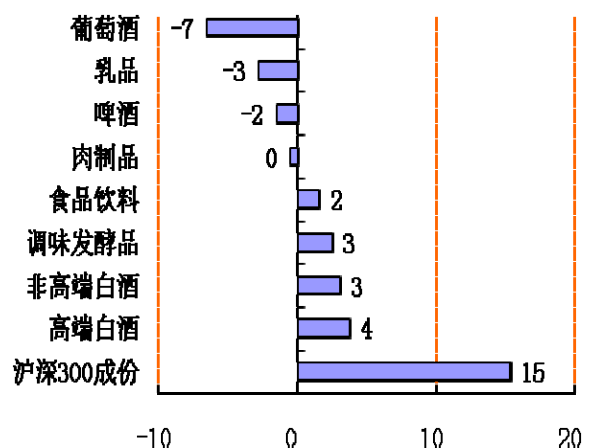
图表 5 过去一周股价涨幅



备注：股价截止10月29日，双汇停牌导致肉制品数据失真

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 6 过去一月股价涨幅



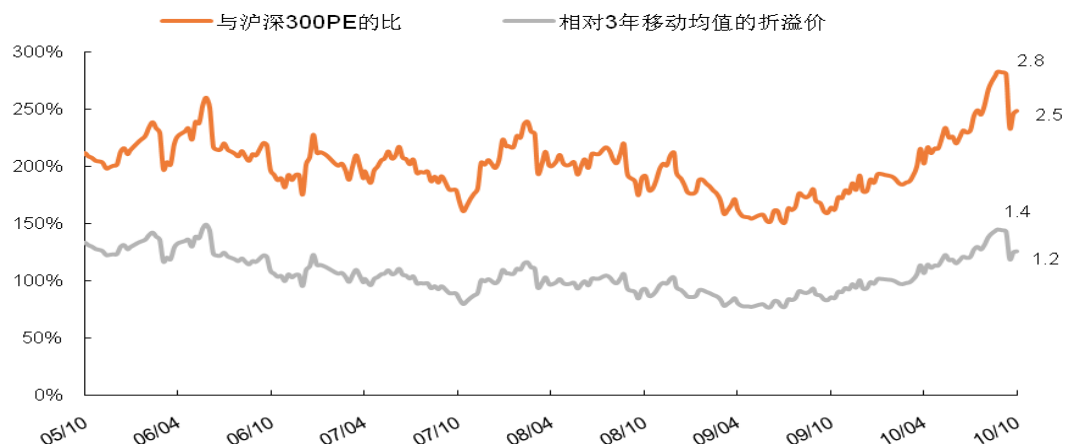
备注：股价截止10月29日，双汇停牌导致肉制品数据失真

资料来源：平安证券研究所、Wind

1.3 高估值带来的心理压力明显减小

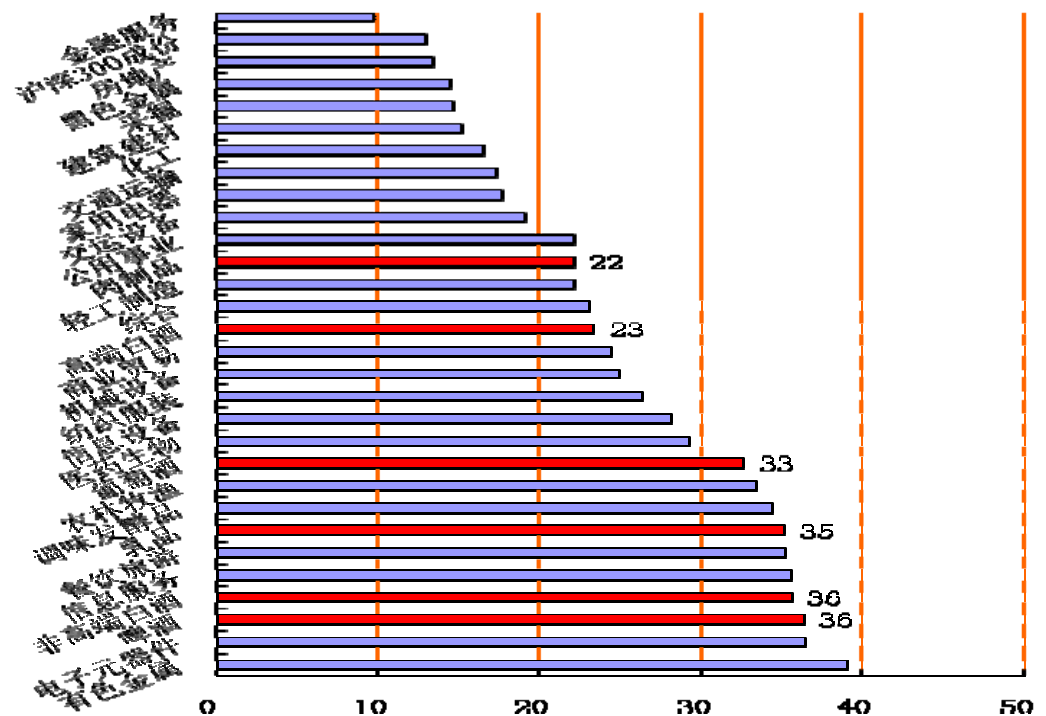
估值压力应是上周调整重要原因，10月相对估值高的压力明显释放。根据我们在《牛市，食品饮料股价无忧中》的计算，至9月末，食品饮料PE(TTM)高出沪深300指数190%，较3年移动均值溢价50%，均创出最近5年新高，且3个子行业估值PE（2010年预期）领先全市场，在其他板块跟不上的情况下，心理上也难以以为投资者接受。经过10月份调整后，食品饮料行业估值溢价已明显收窄，高估值带来的心理压力明显减小。

图表 7 食品饮料PE(TTM)与沪深300比值回落至2.5，较3年移动均值溢价降至20%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 8 食品饮料子行业2011年预期PE 在市场上处于中上游



资料来源：平安证券研究所、Wind

二、 11 月策略——白马选节奏，黑马挖个股

2.1 “逼空”或“调仓”取决于市场

两个基本点：一是11月基金仓位和食品饮料超配比例均很高，至9月30日，股票型和混合型基金仓位分别达到85%和75%，食品饮料超配比例较2Q10上升0.9个百分点至4.8%；二是在利润率上升和中长期需求增长明确预期下，食品饮料超配仍是战略性的。综上，当赚钱效应聚集在某些行业时，食品饮料会面临“调仓”压力，促发因素包括流动性、宏观变化；若市场均衡稳步向上，食品饮料更可能享受“逼空”效应。若市场向下，呵呵，食品饮料抗跌能力应该不是盖的。

2.2 白马踩节奏

看行业和公司节奏在白马中选优。食品饮料重点公司多是白马，但行业和公司周期有差异，带来策略性调整机会。我们看好两个思路：一是稳定增长类公司间换仓，可适度减仓成本压力明显加大的大众品，适当增仓高端白酒，后者估值低且2011年增长确定性高。11月白酒消费进入春节前淡季，茅台、五粮液为首高档白酒涨价预期在上升，通胀背景下容易吸引市场关注。几家重点公司各有千秋，茅台由于业绩连续低于预期影响了股价，我们看好其后市，但管理层不放业绩仍是风险；五粮液仍有管理层动机做支撑；老窖在三季报释放了积极信号，值得进一步跟踪。第二个思路是借调整时增仓战略性品种，主要是汾酒和张裕，前者四季度是业绩淡季，股价前期冲高了也需要休养生息，后者则可能因09年四季度高基数带动业绩季度波动。

2.3 黑马挖个股

我们当前视点仍放在快速增长的非高端白酒上，建议可关注酒鬼酒和沱牌。

三、 10 月调研与业绩预测调整

10月上旬，我们参加了糖酒会，期间调研了解了多家上市白酒企业销售情况。从调研情况来看，二线白酒企业销售仍保持了高速增长势头，如古井贡增长超过100%、沱牌增长超过70%、洋河增长仍能达到50%、酒鬼酒增速也能达到30-40%。但与此同时，受限于市场容量、企业扩张能力、白酒产品生命周期，我们调研中也发现，部分酒企、市场已有放缓迹象。我们认为，投资者仍可把握白酒企业，尤其是二线白酒企业高速增长机会，但部分酒企、市场出现放缓提醒投资者要精选个股

糖酒会期间，我们还组织调研了老白干酒和保龄宝，前者市场终端工夫做得扎实，销售额近年来持续上升，但集团改制始终是个绕不过的话题，调研反馈信息是暂时停滞了。保龄宝方面，由于上游原料上涨压力无法完全传递给下游，交通运输费用增长也在吞噬公司盈利，营收虽快速增长，但转化为净利的速度较慢。

本月调研信息具体可见《2010年秋季糖酒会和保龄宝(002286)调研纪要》

10月是三季度报集中披露时间，根据最新信息，我们调整了五家重点跟踪公司的业绩预测。其中，茅台、泸州老窖和五粮液略有上调，反映我们对高档白酒市场价量增长更具信心。张裕A和双汇发展略有下调，前者主要是考虑经营季度波动，后者主要是考虑成本因素。具体请参见相关季报点评报告。

图表 9 10月业绩预测调整情况

	调整幅度			调整后EPS			调整理由
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
贵州茅台	0%	6%	7%	5.75	7.21	8.58	上调2011年价格涨幅假设
泸州老窖	4%	6%	7%	1.45	1.65	1.96	上调高档酒销量增速假设
五粮液	5%	18%	18%	1.20	1.54	1.81	上调主品牌销量增速假设
张裕A	-4%	-3%	-3%	2.60	3.26	4.02	三季度数据调整
双汇发展	-3%	-2%	0%	1.83	2.19	2.67	三季度数据调整

资料来源：平安证券研究所

四、行业数据跟踪分析

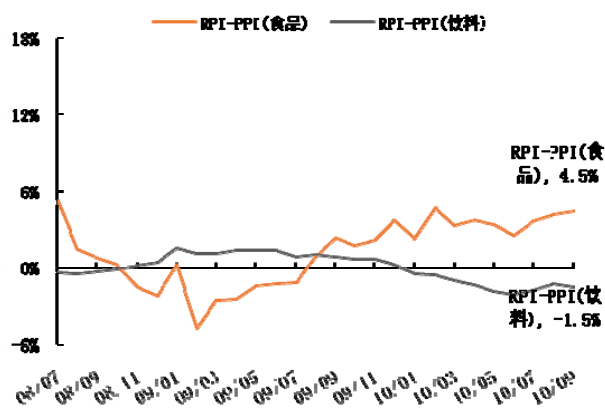
4.1 价格观察 上游涨价导致加工企业毛利率受损

跟踪零售物价指数（RPI）与生产价格指数（PPI）之差，食品类该指标在9月份较此前扩大，表明与去年同期比，价差变化正有利于食品零售渠道毛利率提升；饮料类该指标仍为负值，9月较8月有所扩大，表明价格变化仍在导致渠道毛利率下降。

跟踪PPI与购进价格指数之差，农副食品加工和食品企业该项指标均持续下降，且幅度分别达到-3.7%和-6.8%，表明由于上游价格上涨，企业成本压力在加大，毛利率受损，与三季报数据一致。

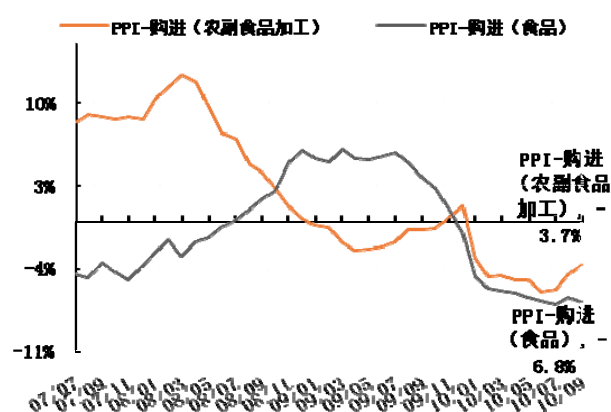
上游成本方面，原奶价格如我们预期，继续攀升，猪价受益于生猪存栏上升，涨势趋缓。

图表 10 食品零售渠道毛利率空间继续上升



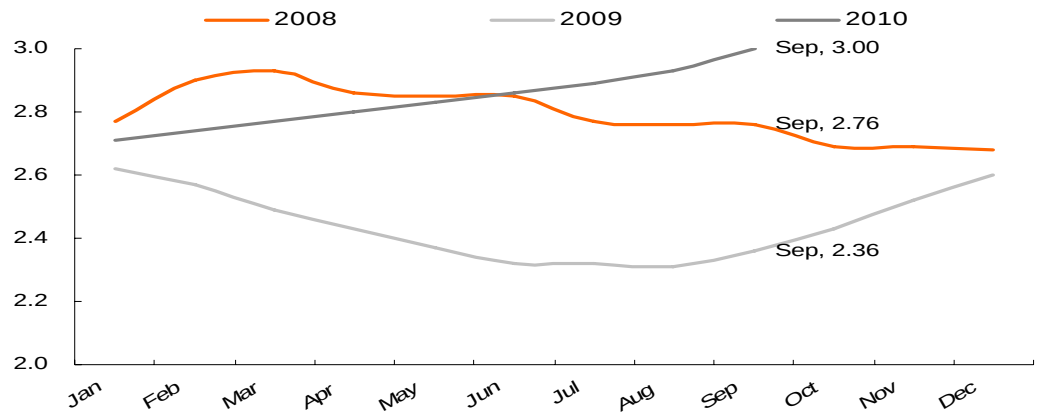
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 11 食品企业毛利率空间同比继续下降



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 12 原奶价格持续高涨，9月同比增长27%



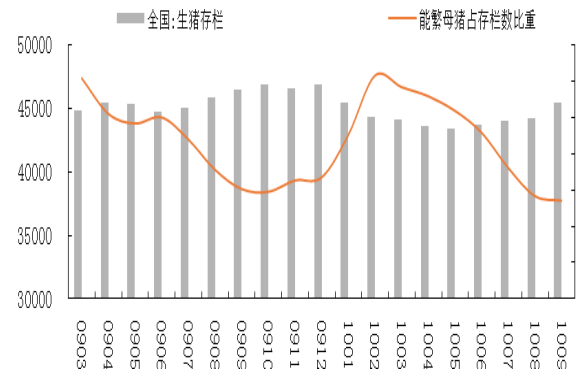
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 13 9月生猪价格涨势趋缓 单位：元/千克



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 14 生猪存栏自6月开始回升 单位：万头



资料来源：wind，平安证券研究所

4.2 产量跟踪——9月白酒增速领先，啤酒有点亮

图表 15 2010年9月份白酒产量增速领先，啤酒增速有点亮

子行业	1-9月累计产量同比增速	9月产量同比增速
白酒	28.3%	23.1%
啤酒	7.2%	11.9%
葡萄酒	14.1%	6.3%
液体乳	10.1%	9.9%
机制糖	-18.2%	227%

备注：机制糖非榨糖季节，基数低。

资料来源：WIND资讯，平安证券研究所

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 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