

证券研究报告—动态报告/行业快评

食品饮料

推荐

(维持评级)

2011年1月14日

估值或者是我们的黎明踏浪号

证券分析师： 黄茂 0755-82138922 huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书
编码：S0980510120030

事项：

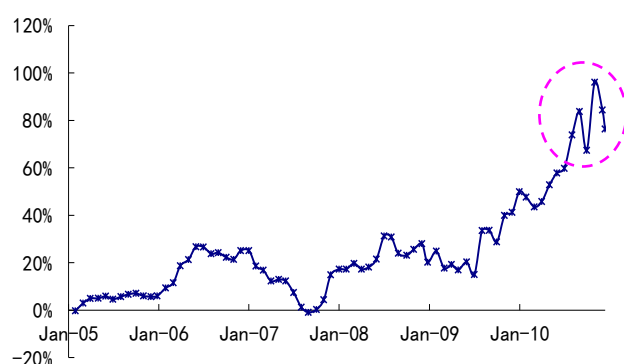
从10年12月到现在，食品饮料累计跑输大盘11个百分点，目前一线白酒股动态市盈率已经回落到20倍。

评论：

■ 行业估值重新回到了历史低点是我们观点变化的主要原因

从09年2季度到10年3季度，食品饮料出现了连续6个季度的超额收益，累计幅度高达81%，这是前所未有的。这也反映了中国后金融危机时代，消费成为经济增长的主导。但是，10年四季度至今，行业出现了显著的负超额收益。经过这轮调整，行业的静态市盈率（我们这里用总市值除以全部股票过去4个季度净利润之和平滑后所得）也会回落到40倍的估值中枢位置。

图1：食品饮料行业指数05年以来累计超额收益率



数据来源：WIND

图2：食品饮料业静态市盈率回到平均水平



数据来源：WIND

从动态估值来看，09年年初最低到过14-19倍，但是09年中期行情启动前，动态市盈率也基本回到了20倍左右。10年也基本是在动态市盈率20倍左右开始的反弹。目前，主要公司的估值再次回到了20倍左右。这可能是市场给我们的再一次机遇。

表 1: 一线白酒股历史最低动态市盈率比较

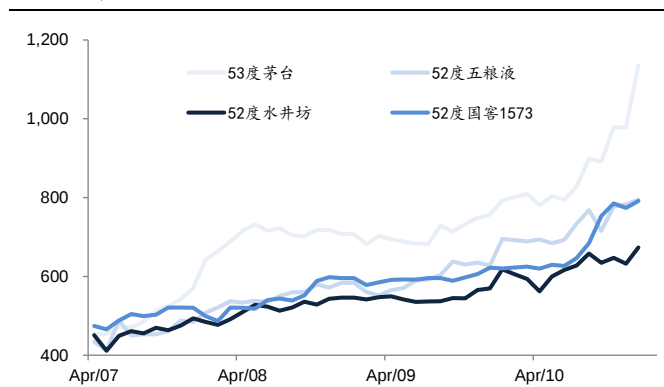
	2009 年			2010 年			2011 年		
	最低股价	当时市场预期当年 EPS	最低动态市盈率	最低股价	市场预期当年 EPS	最低动态市盈率	当前股价	市场预期当年 EPS	动态市盈率
贵州茅台	99.0	5.90	16.8	124.6	5.61	22.2	174.3	7.53	23.1
五粮液	13.4	0.70	19.1	22.2	1.23	18.0	32.4	1.55	20.9
泸州老窖	17.1	1.20	14.3	26.9	1.49	18.1	38.5	1.85	20.8

数据来源: WIND

■ 大幅提价促使一线白酒在 11 年迎来新一轮的增长高峰

08 年下半年之后,受金融危机影响,高端白酒价格经历了一个 2 年的停滞期。但是,在 10 年下半年高端白酒价格又出现了明显的井喷,茅台的终端价格在半年之内实现了翻番,而且还供不应求。在终端价格的刺激下,主要高端白酒都加大了提价幅度,老窖还在超高端推出了“中国品味”来变相提升产品的整体定位。

图 3: 高端白酒终端价格在 10 年下半年涨幅巨大



数据来源: 国信证券整理

图 4: 高端白酒出厂价近期上调幅度最大

	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年
茅台	16.2%	22.6%	0.0%	13.7%	24.0%
五粮液	10.9%	7.7%	12.0%	8.5%	?
国窖 1573	11.2%	10.3%	9.3%	10.9%	25.0%

数据来源: 国信证券整理

■ 水井坊的黯然退场让高端白酒的集中度进一步提高

但是在 10 年高端白酒整体景气高涨的背景下,水井坊的销售额却出现了下滑,而且价格也被其他三者拉出了明显差距。高端白酒已由原来的“四强赛”实际演化为“三国演义”。市场份额高度集中到茅台、五粮液和国窖 1573 手中,使得这三家企业的定价能力和放量能力都获得了进一步的提升。

■ 财政收入和土地出让金的高增长会支撑白酒价格不断创出新高

据报道,2010 年全国土地出让成交总价款 2.7 万亿元,同比增加 70%,实际土地出让面积 42.8 万公顷,同比增加 105%。另外,政府财政收入增速保持以 GDP2 倍的速度增长,这表明社会财富在不断向政府集中。所以,我们预计高端白酒消费的支撑点,政务消费方面在未来 2-3 年收益于房地产景气,仍会保持高速增长。

■ 整体估值应该上移,短期老窖和五粮液反弹空间更大,长线倾向茅台,维持行业“推荐”评级

整体上看,由于 11 年一线白酒提价幅度创出历史新高,以及消费税影响的淡化,行业整体利润增速有望上升到 40% 左右,并且终端价格的大幅上涨也基本奠定了未来 2-3 年的发展基础,市盈率应该比前几年有进一步提升。

从估值上看,五粮液和老窖更为便宜,短期弹性更大。贵州茅台长线看好。若按照一般情况,一线白酒估值年底回到当年 30 倍以上,目前股价还有 50% 的空间,相当具有吸引力。

泸州老窖：股权支付费用影响的淡化，以及特曲和中国品味的突破都会进一步提升公司的业绩增速。我们预计 10 年 EPS1.55 元，略超市场预期，一季报高增长有望。继续维持 65-78 元的一年目标价。

五粮液：目前出厂价远低于竞争对手，提价幅度可能会超过市场预期。加上市场考核的持续促进，公司 11 年应该能够维持较高增速，我们继续维持 46.9-54.7 元的一年目标价。

贵州茅台：，提价幅度高，11 年确定放量 10%以上，未来 3-5 年提价空间确定，销量释放会呈现加速态势，估值应当有充分溢价。我们继续维持 308-317 元的一年目标价。

表 2：重点关注上市公司盈利预测表

名称	子行业	EPS				P/E				投资评级
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
三全食品	食品	0.47	0.60	0.76	0.92	69	55	43	36	谨慎推荐
伊利股份	食品	0.81	0.92	1.10	1.47	43	38	32	24	推荐
双汇发展	食品	1.50	2.59	3.32	4.93	56	32	25	17	推荐
五洲明珠	食品	0.52	0.90	1.22	1.50	62	36	26	21	推荐
泸州老窖	饮料	1.20	1.55	1.84	2.37	33	25	21	17	谨慎推荐
水井坊	饮料	0.66	0.54	0.67	0.00	32	39	32		谨慎推荐
贵州茅台	饮料	4.57	5.14	7.17	9.52	38	34	24	18	推荐
五粮液	饮料	0.85	1.22	1.56	1.95	38	27	21	17	推荐
青岛啤酒	饮料	0.93	1.14	1.51	1.73	36	29	22	19	推荐
张裕 A	饮料	2.14	2.72	3.55	4.56	41	32	25	19	推荐
燕京啤酒	饮料	0.52	0.65	0.78	0.89	39	31	26	22	推荐

数据来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。