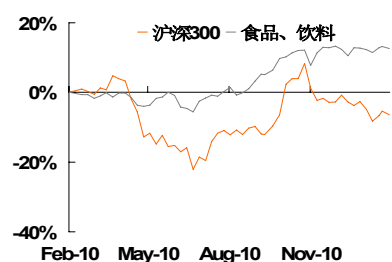


食品饮料行业策略月报（2011年2月）： 二月看好高端白酒，首选茅台

强烈推荐（维持）

行情走势图



相关研究报告

《食品饮料行业策略月报(2011年1月): 调仓压力下一月更像播种季》，2011年1月4日
《食品饮料行业2011年度策略报告: 超配格局不改》，2010年11月18日
《食品饮料行业策略月报(2010年11月): 白马踩节奏，黑马挖个股》，2010年10月30日

研究员

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

1、农村可成为二线企业快速成长的蓝海市场，品牌企业可受益于农村市场消费升级。新年回老家感受，基础设施建设、劳动力价格上升、农产品价格上升三因素正推动农村居民实际生活水平正不断提高。尽管2009年农村居民消费已降至略低于城镇居民的三分之一，但对一些规模不大的二线食品饮料企业来说，农村仍可能成为他们创造品牌、快速成长的蓝海市场。即使对规模已较大的品牌企业来说，他们也可能从农村市场的消费升级中受益。

2、1月食品饮料跑输沪深300仍可能缘自调仓压力，也与我们年前京、广、深路演反馈信息一致。

3、二月份食品饮料开始可能体现防守性特点，即“相对收益”阶段。经过12月份的调整，至4季度末食品饮料占基金净值的比例已从3Q10的7.79%降至6.76%，超配比例也从5.07%降至了4.47%。由于1月份食品饮料表现不佳，我们估计这一比例应在进一步下降。在央行继续收紧流动性和升息预期下，随着相对估值和基金仓位下降，食品饮料可能在2月份从“调仓压力释放阶段”进入“防守性突出”阶段，即有能力开始获得“相对收益”。

4、二月看好高端白酒。我们认为，A股市场中性的预期下，全年50%正收益已可期待。其中，我们最看好茅台，市场认同度也最高，净利增长和估值回升两方面都将推动股价上涨，前者主要来自业务上价量齐升，后者则主要来自公司可能再次进入业绩释放期带动估值回升。一季度业绩方面，我们预计增值税抵扣压力会促使茅台在1季度兑现2010年12月份欠下部分发票，对部分经销商来说，这甚至可占2010年销售额的三分之一强。因此，我们认为茅台一季报增速超50%应是很容易的事情。

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		2月9日	2009	10E	11E	2009	10E	11E	
双汇发展	000895	86.99	1.50	2.34	3.00	57.9	37.2	29.0	强烈推荐
山西汾酒	600809	56.58	0.82	1.25	1.85	69.0	45.4	30.6	强烈推荐
张裕 A	000869	88.79	2.14	2.60	3.26	41.5	34.1	27.2	强烈推荐
张裕 B	200869	71.14	2.14	2.60	3.26	33.3	27.3	21.8	
贵州茅台	600519	177.96	4.57	5.51	8.71	38.9	32.3	20.4	强烈推荐
五粮液	000858	32.41	0.85	1.20	1.54	37.9	26.9	21.0	推荐
泸州老窖	000568	40.26	1.20	1.51	1.93	33.5	26.7	20.9	强烈推荐
青岛啤酒	600600	32.10	0.93	1.20	1.44	34.6	26.7	22.3	推荐
燕京啤酒	000729	19.28	0.52	0.60	0.68	37.2	31.9	28.3	中性
伊利股份	600887	35.91	0.81	0.94	1.13	44.3	38.3	31.9	推荐
均值						42.8	32.7	25.3	

正文目录

一、	当期热点探讨——农村见闻有感.....	3
1.1	农村居民实际生活水准上升带来机会	3
1.2	市场回顾——食品饮料 1 月跑输市场，仍可能缘于“调仓”	3
1.3	相对估值自高位有所回落，但仍无优势.....	5
二、	二月策略——可增仓高端白酒	6
2.1	二月很可能进入“相对收益”阶段	6
2.2	可增仓高端白酒，首选茅台	6
三、	一月调研与业绩预测调整	6
四、	行业数据跟踪分析	7
4.1	价格观察——食品零售渠道毛利率空间仍在增大	7
4.2	产量跟踪：12 月白酒产量增速仍领先，成品糖继续下跌.....	8

一、 当期热点探讨——农村见闻有感

1.1 农村居民实际生活水准上升带来机会

拜年啦！新年第一篇报告，先给您拜个年，祝兔年投资无往不利！

我老家在毛泽东故居再往山里走约 7、8 公里，穷地方，但今年回老家给长辈拜年，感觉变化不小，且吻合当前经济中通胀、劳动力短缺、农业生产结构变迁等现实。而展望未来，其影响可能更深更远。故在此梳理今年见闻和自己的一些理解，样本虽小，也应可供参考。

农村正受益于经济结构变化，至少体现在三方面：基础设施建设、劳动力价格上升、农产品价格上升。受益于此，农村居民实际生活水准正不断提高，尤其是在变化速度与城镇居民相比。

基础设施建设改善农村生活环境，提升土地资产价值。与 2009 年末回老家相比，本次感受最大的是水泥公路已通至村里住宅前，部分路段甚至有太阳能路灯。拜年走家窜户时，也能观察到自来水、沼气炉灶、电烤炉、机顶盒、洗衣机等已较普遍，空调也在少数家庭可见。聊天中，大家普遍对生活环境改善有较好评价。另外，新农合、农村养老等保障措施也已或正在走进农村，随着这些配套设施跟进，农村居住环境将持续改善，这也将带动土地资产价值上升。

务工当前仍是现金收入主要来源，但多种因素仍会推高农村劳动力价格。与地产老板和农村务工人员交流，普遍反映是散工工资近年上升非常快，当前我们老家日工资水平已超过 100 元，湖南部分城市接近 200 元。从实际观察和交流来看，多方面因素对劳动力价格上升有利，一是有意愿和能力的劳动力基本上都已出外务工；二是通胀引发城市生活成本上升；三是农村生活条件改善；四是农村自身建房等投资行为、政府推动的新农村建设如水利建设等均在推动农村工作机会增加，此外再考虑产业转移的影响，未来农村劳动力部分分流合乎情理。这些情况可以较好的解释为何全国普遍“民工荒”，且可以预计，随着供给收紧，未来劳动力价格持续上升可期。

农产品价格上升利好农村，利空城镇。由于土地不需租金和自己种植，地租和人工上升都有利于农村居民实际收入上升，但城镇居民则只能接受了。

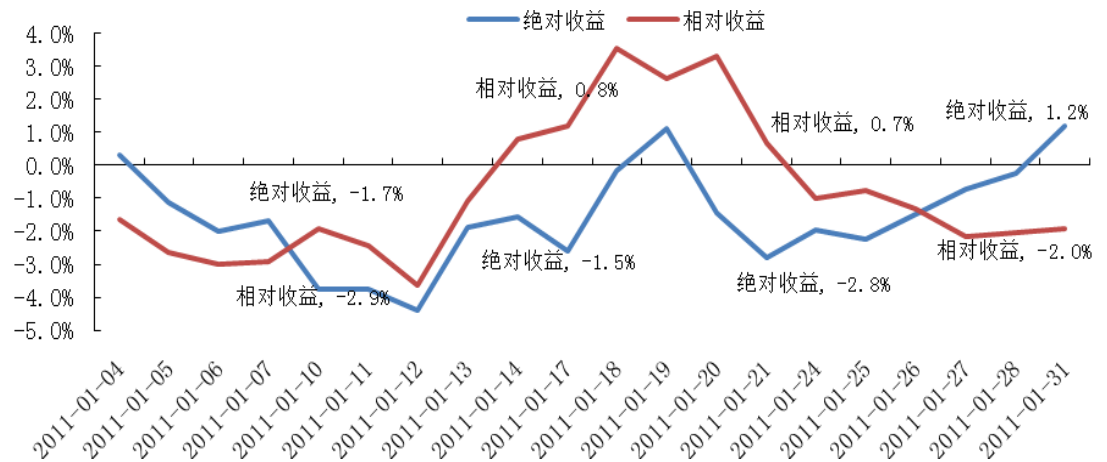
农村可成为二线企业快速成长的蓝海市场，品牌企业可受益于农村市场消费升级。受上述三方面因素推动，农村居民实际收入正持续上升。尽管 2009 年农村居民消费已降至略低于城镇居民的三分之一，但对一些规模不大的二线食品饮料企业来说，农村仍可能成为他们创造品牌、快速成长的蓝海市场。即使对规模已较大的品牌企业来说，他们也可能从农村市场的消费升级中受益。

农业产业格局必将快速变化。劳动力价格上升也在改变农产品原来的竞争格局。此前，大量低成本劳动力是农产品生产集中度低的重要原因，随着机会成本上升，我们可观察到农村居民正逐渐退出畜禽养殖等副业，如我们老家现在几乎无人养牛，养猪户也在大幅减少，取而代之的则是越来越多的养猪大户。我们有理由预期，农、林、牧、渔各领域都可能出现集中度提升和利润率上升。

1.2 市场回顾——食品饮料1月跑输市场，仍可能缘于“调仓”

食品饮料1月跌幅略大于沪深300。1月，沪深300指数小幅下跌1.65%，但食品饮料下跌了5.6%，我们分析，下跌理由与12月相似，可能还在于调仓压力释放，即基于以下二点：一是市场对2011年走势的判断并明确，不确定性导致投资周期在缩短，再加上食品饮料估值处于市场高位，持续增长特点在此时吸引力不大；二是食品饮料超配比例仍较高，故市场不明朗时容易遭受调仓压力。

图表 1 调仓导致1月食品饮料跑输沪深300

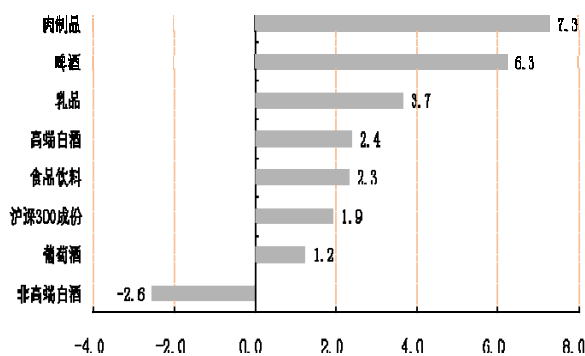


备注：以沪深300为标的指数计算相对收益，1月31日为当日收盘价比1月21日收盘价，其余均为当日收盘比上周末收盘，区间为11.01.04-11.01.31。

资料来源：WIND资讯，平安证券研究所

最近5个交易日，食品饮料表现已略强于沪深300，子行业普遍战胜指数，其中肉制品、啤酒、乳品领跑各子行业。过去4个交易周，肉制品、啤酒和高端白酒跑赢了沪深300，高估值的非高端白酒跌幅最大，达到12.7%。分析子行业的表现，过去4个交易周的主要逻辑更像调仓压力推动高估值板块快速回落，而过去5个交易日更像是食品饮料个股调仓后反弹，如双汇在5个交易日内从最低78元升至最高88元。

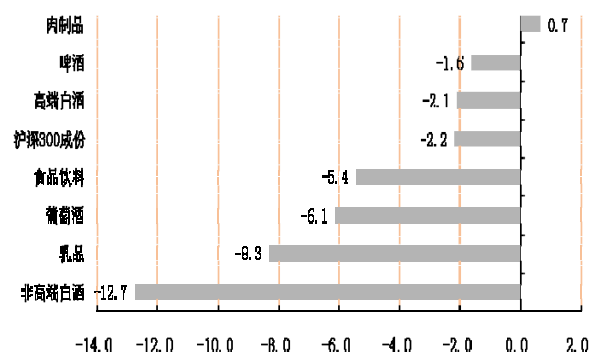
图表 2 过去一交易周股价涨幅



备注：股价截止2月9日

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 3 过去四交易周股价涨幅



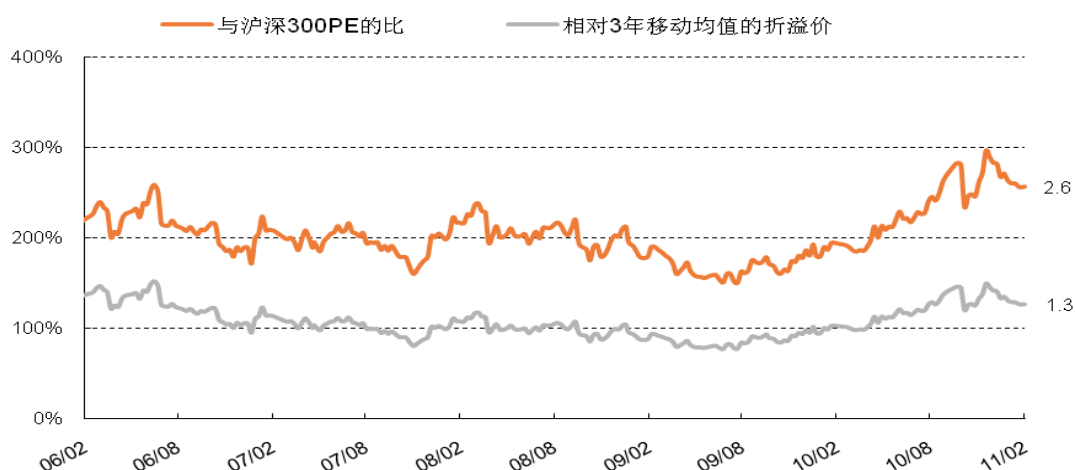
备注：股价截止2月9日

资料来源：平安证券研究所、Wind

1.3 相对估值自高位有所回落，但仍无优势

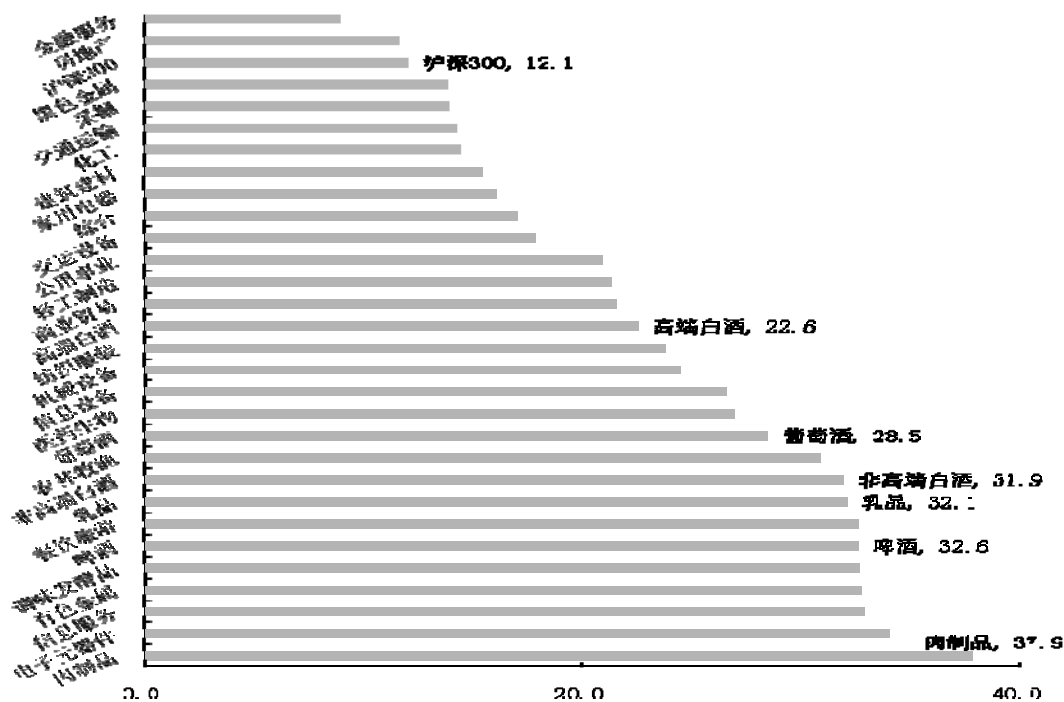
经过2010年12月份和2011年1月连续调整后，食品饮料相对市场估值已从高位明显回落。至2月9日，食品饮料PE(TTM)高出沪深300指数160%，较3年移动均值溢价30%，相比历史仍算高位。分子行业来看（2011年预期PE），除高端白酒外，其余子行业PE仍处于市场中上游。相比金融服务和地产、建材、化工等周期类股票约9-15倍PE，食品饮料估值显然仍不具优势，这也可以解释过去4个交易日食品饮料的弱表现。

图表 4 食品饮料PE(TTM)与沪深300比值为2.6，较3年移动均值溢价30%。



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 5 食品饮料子行业2011年预期PE 在市场上处于中上游



备注：由于资产重组，双汇在WIND中预测EPS明显偏低，导致此处肉制品估值明显偏高。

资料来源：平安证券研究所、Wind

二、 二月策略——可增仓高端白酒

2.1 二月很可能进入“相对收益”阶段

食品饮料可能经历“调仓压力释放—防守性突出—进攻次优选择”三个阶段。结合成长、估值和机构仓位，我们判断，食品饮料可能经历“调仓压力释放—防守性突出—进攻次优选择”三个阶段。

2月份开始可能体现防守性特点，即“相对收益”阶段。经过12月份的调整，至4季度末食品饮料占基金净值的比例已从3Q10的7.79%降至6.76%，超配比例也从5.07%降至4.47%。由于1月份食品饮料表现不佳，我们估计这一比例应在进一步下降。在央行继续收紧流动性和升息预期下，随着相对估值和基金仓位下降，食品饮料可能在2月份从“调仓压力释放阶段”进入“防守性突出”阶段，即有能力开始获得“相对收益”。

2.2 可增仓高端白酒，首选茅台

除仓位调整需非常灵活的投资者外，普遍可增仓高端白酒，首选茅台，其次泸州老窖。我们认为，A股市场中性预期下，全年50%正收益已可期待。其中，我们最看好的茅台，市场认同度也最高，预计净利增长和估值回升两方面都将推动股价上涨，前者主要来自业务上价量齐升，后者则主要来自公司可能再次进入业绩释放期带动估值回升。我们仍维持全年250—300元目标价的判断，较当前180元的股价有约40%—70%的上涨空间。一季度业绩方面，在增值税抵扣压力下，茅台应会在1季度兑现2010年12月份欠下的发票，对部分经销商来说，这甚至可能占到2010年全年销售额的三分之一强。因此，我们认为茅台一季报增速会很容易超过50%。

对规模较大并注重长期价值的投资者说，还可择机增仓长期价值明显个股，如双汇、张裕。此外，我们建议投资者确认市场进入进攻阶段后，再增加业绩有高增速预期或持续成长预期个股，如洋河、金种子、汾酒等。

三、 一月调研与业绩预测调整

1月，我们调研了泸州老窖，2011年公司增长可能受益于产品结构优化和四张渠网络齐头并进，我们预计全年EPS增长28%至1.93元，其中白酒EPS增长37%至1.75元，并将公司评级上调至“强烈推荐”。具体请参见《泸州老窖(000568)调研简报--调整已棋至中盘，2011将开始收获》（2011的1月10日）。

1月份我们还与京、深、广多家基金进行了交流沟通，比较一致的看法是，调仓压力仍是1月份抑制高档白酒和食品饮料股价的主要因素，原因包括：市场前景不明确，有增加现金需要；食品饮料仓位普遍较高，即使不减仓，增仓幅度也不会大；银行、地产等低估值周期股拉低市场估值中枢。同时，高档白酒估值和成长性综合吸引力也已较高。

图表 6 1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	4%	17%	28%	1.51	1.93	2.52	产品结构优化

资料来源：平安证券研究所

综合调研信息与自身判断，我们上调了泸州老窖业绩预测，其中2011年EPS上调17%，以反映我们乐观看

待新品1573中国品味，以及普通1573和中低档白酒价格提升的效果。

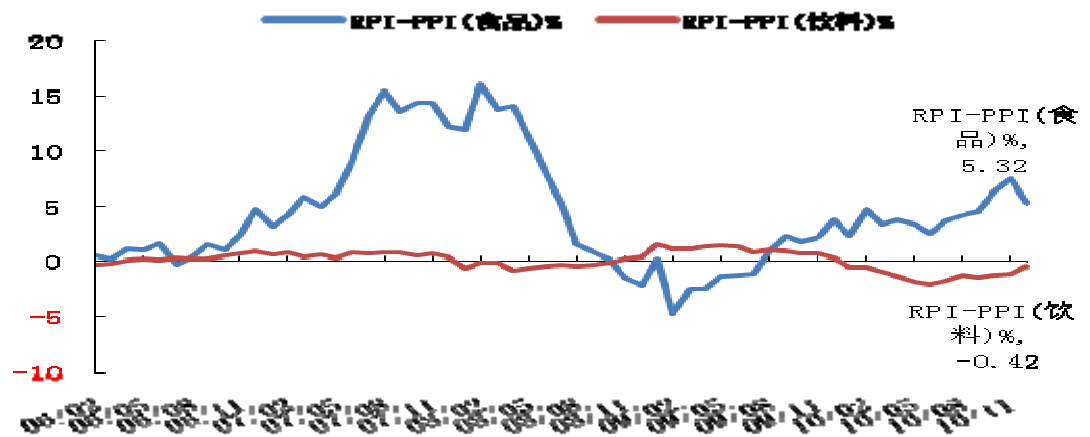
四、行业数据跟踪分析

4.1 价格观察 食品零售渠道毛利率空间仍在增大

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12月份较此前有所收窄，但仍为正值，表明与去年同期比，价差变化仍有利于食品零售渠道毛利率提升，环比则略有下降，这主要缘于12月食品RPI环比11月下降了2.2个百分点；饮料类该指标仍为负值，但受RPI和PPI涨幅此升彼降影响，12月较11月继续收窄，表明价格变化导致渠道毛利率下降现象有所好转。

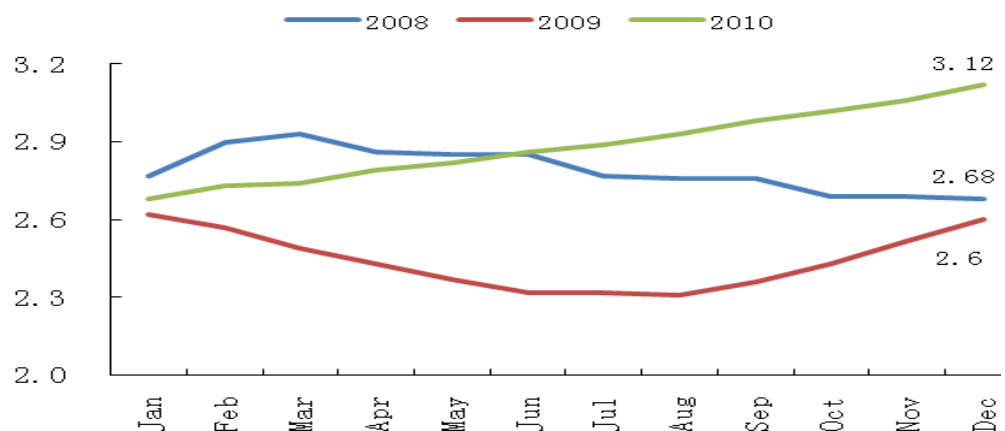
上游方面，随着能繁母猪存栏在12月快速回升，生猪价格在2011年1月前两周延续了2010年12月下跌的趋势，但后两周出现小幅回升。

图表 7 食品零售渠道毛利率空间仍在增大



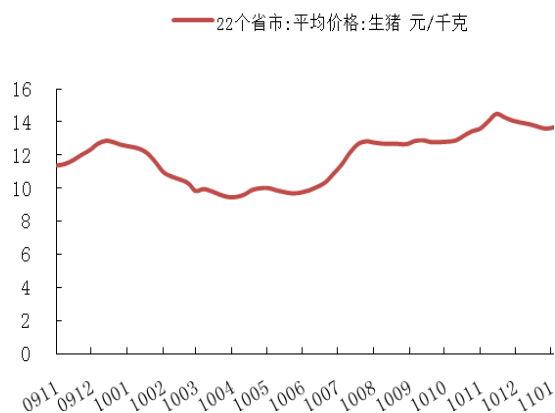
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 8 原奶价格12月同比增长20%



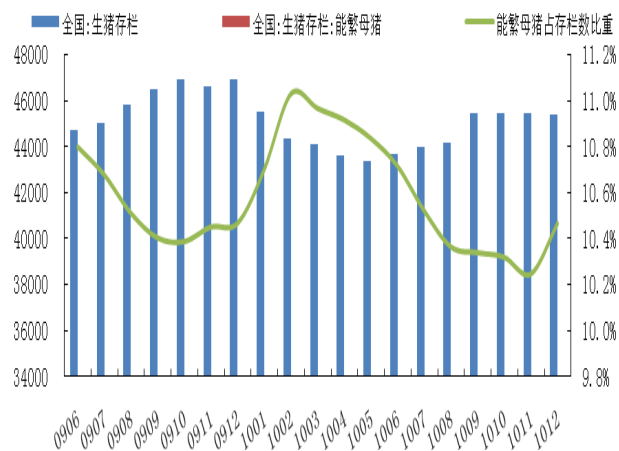
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 9 1月生猪价格止跌 单位：元/千克



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 10 12月母猪存栏显著回升 单位:万头



资料来源: wind, 平安证券研究所

4.2 产量跟踪：12月白酒产量增速仍领先，成品糖继续下跌

图表 11 2010年12月份白酒产量增速继续领先，糖同比减产17%

子行业	1-12月累计产量同比增速	12月产量同比增速
白酒	26.8%	21.6%
啤酒	6.3%	2.3%
葡萄酒	12.4%	0.5%
液体乳	11.2%	14.2%
成品糖	-15.9%	-8.8%
果菜汁及饮料	27.5%	17.7%

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