

“两会”促民生有利于大众消费品的增长

——食品饮料行业 3 月份月报

分析师：闫亚磊，CFA

SAC NO: S1150511010018

2011 年 3 月 6 日

联系人

闫亚磊，CFA

022-28451975

leimiaofei@hotmail.com

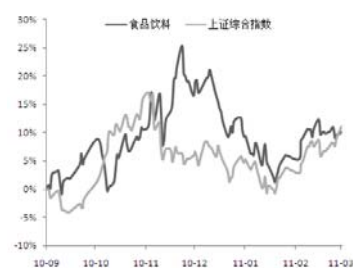
子行业评级

白酒	看好
葡萄酒	中性
啤酒	看好
肉制品	看好
乳制品	看好
食品综合	中性

月度股票池

青岛啤酒	推荐
保龄宝	推荐
伊利股份	推荐
五粮液	推荐
泸州老窖	推荐
山西汾酒	推荐

最近半年行业相对走势



相关研究报告

2011.1.30《前期调整加旺季数据，有望迎来恢复性行情》

投资要点：

● 白酒销量增速创新高，高档白酒价格稳定

2010 年白酒行业整体销量同比增速为 38.95%，远高于同期产量 26.81% 的产量增速；销量增速高于收入增速显示出吨酒销售价格去年的基础上有所下降，符合 2010 年中低档酒发展势头强劲的情况。

● 屠宰量增速加快，猪肉价格上涨，猪粮比高位运行

2011 年 1 月份，全国定点屠宰企业屠宰量同比增长了 16.01%。猪肉价格高位上涨，豆粕价格继续上涨，玉米批发价格平稳之中小幅上涨。生猪价格持续上涨，而猪粮比持续高位运行并创新高。猪肉价格的高位运行以及生猪供应的改善和屠宰量的增长将会对行业的收入和利润产生积极影响。

● 已发布业绩预告、业绩快报和年报显示行业增长势头良好

在已发布业绩预告的 28 家上市公司中，净利润增速在 30% 以上的公司有 15 家；在 14 家已披露业绩快报的上市公司中，4 家收入增速在 20%-30%，6 家收入增速在 30% 以上；已发布年报的 8 家上市公司中，只有一家净利润增速在 30% 以下，并且除了酒鬼酒之外，其他公司都实现了利润增速快于收入增速的发展势头。

● 消费者指数下行，PMI 就业指数连续两个月低于 50

消费者信心指数、满意指数和预期指数 1 月份继续下滑，显示出在目前通胀水平较高的情况下消费者对于消费现状和前景不乐观；PMI 从业人员指数连续两个月在 50 以下，我们认为原因是：在通胀提高生活成本背景下，中低端劳动力提高期望劳动报酬导致的主动就业不足。

● 绝对估值低，相对估值没有吸引力，大幅跑赢大盘难度大

食品饮料相对大盘的溢价率下降至 2，但是仍然在高位运行。从行业实体经济运行来看，容易形成板块效应的白酒行业在旺季过后价格趋于平稳，短期内提价概率不大。综合考虑溢价率、实体运行情况以及行业刺激因素来看，短期内行业跑赢大盘的概率仍然较小。

● 适度将焦点转移到大众消费品上

目前“两会”正在进行中，其中有两点需要值得关注：1) 国家将通过完善社保体系、降低所得税率等各种措施提升中低收入阶层的收入水平，有利于提升其消费能力，从而促进大众消费品的发展；2) 规范财政开支和政务招待，从而会在投资心理层面对以高档白酒和高档红酒为代表的高档消费品造成一定的压制。

目 录

1.行业运行情况.....	3
1.1 实体运行数据点评.....	3
1.2 上市公司业绩动态.....	6
1.3 二级市场运行情况.....	7
2.行业运行环境.....	8
3.估值与策略.....	9
3.1 估值水平统计.....	9
3.2 投资主线.....	9

图 表 目 录

图表 1: 2010 年白酒行业销量增速高达 38.95%	3
图表 2: 2010 年啤酒行业销量增速为 3.89%.....	4
图表 3: 定点屠宰企业屠宰量同比增速有所提升	4
图表 4: 白酒价格稳定运行为主.....	5
图表 5: 牛奶价格仍然处于上涨通道中	5
图表 6: 22 省市猪肉价格上涨, 猪粮比高位运行	6
图表 7: 玉米价格小幅上升, 生猪出场价格上涨.....	6
图表 8: 食品饮料行业上涨 5%, 跑输整体市场	7
图表 9: 各主要子行业涨跌幅排名	7
图表 10: 消费者指数持续下滑	8
图表 11: PMI 从业人员指数连续两个月在 50 以下	8
图表 12: 行业 TTM 市盈率低位运行, 溢价率有所回落.....	9
图表 13: 食品饮料估值处于申万一级行业中游水平, 其他酒类、调味发酵品以及白酒估值较低	9
图表 11: 重点关注食品饮料上市公司	10

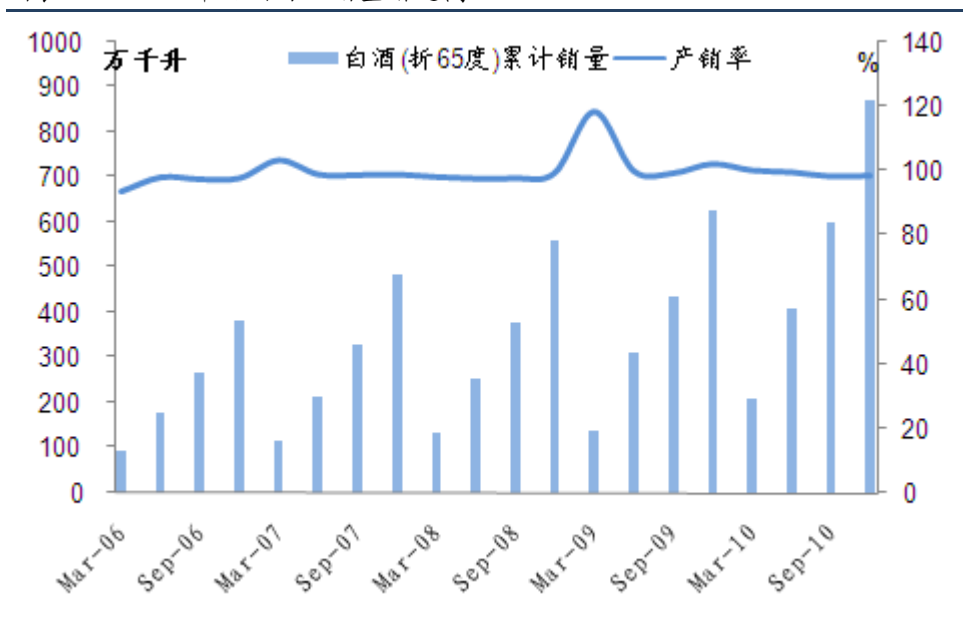
1.行业运行情况

1.1 实体运行数据点评

白酒销量增速创新高，啤酒销量增速低位运行，屠宰量增速快速反弹

统计局公布的最新数据显示白酒行业 2010 年整体销量同比增速为 38.95%，远高于同期产量 26.81% 的产量增速；从逐季分析来看，全年增速亦高于 2010 年前三季度 37.54% 的销量增速，显示出白酒行业景气度持续提升，产销两旺的局面。前 11 月白酒行业累计收入增速为 31.01%，而全年销量增速高于收入增速显示出吨酒销售价格去年的基础上有所下降，符合 2010 年中低档酒发展势头强劲的情况。

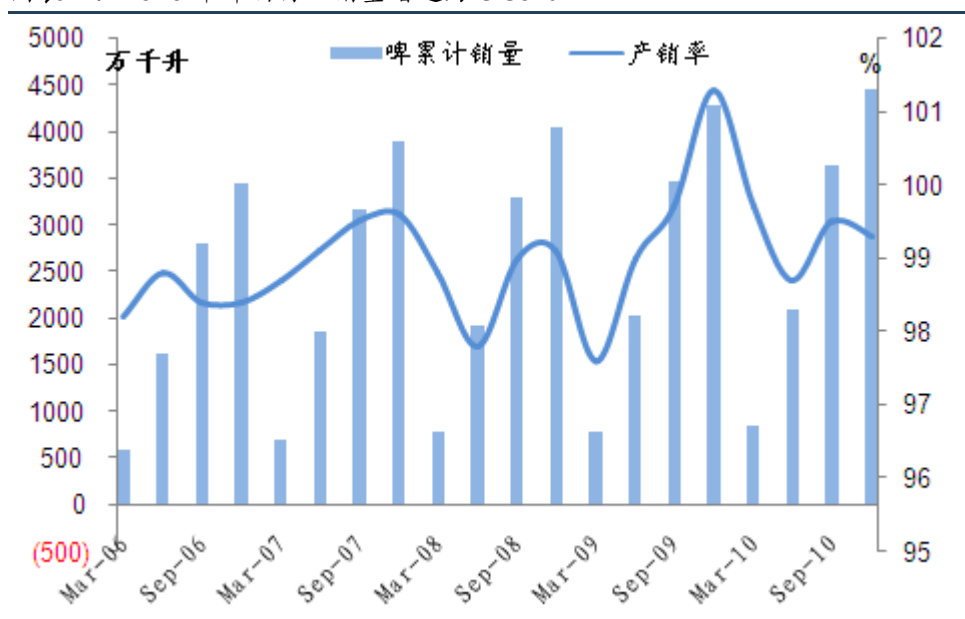
图表 1：2010 年白酒行业销量增速高达 38.95%



资料来源：Wind 渤海证券研究所

2010 年啤酒行业销量增速为 3.89%，增速比 2009 年有所下滑；2011 年行业产量增速为 6.28%，销量增速低于产量增速；2010 年前 11 月份的收入增速为 10.32%，远高于行业销量增速，显示出啤酒行业吨酒价格提高趋势继续。未来对啤酒行业的判断，我们认为销量增速不能乐观，预计维持在 5% 左右，但是吨酒价格和市场集中度的提升将会继续，也将成为啤酒公司利润增长的两大动力。

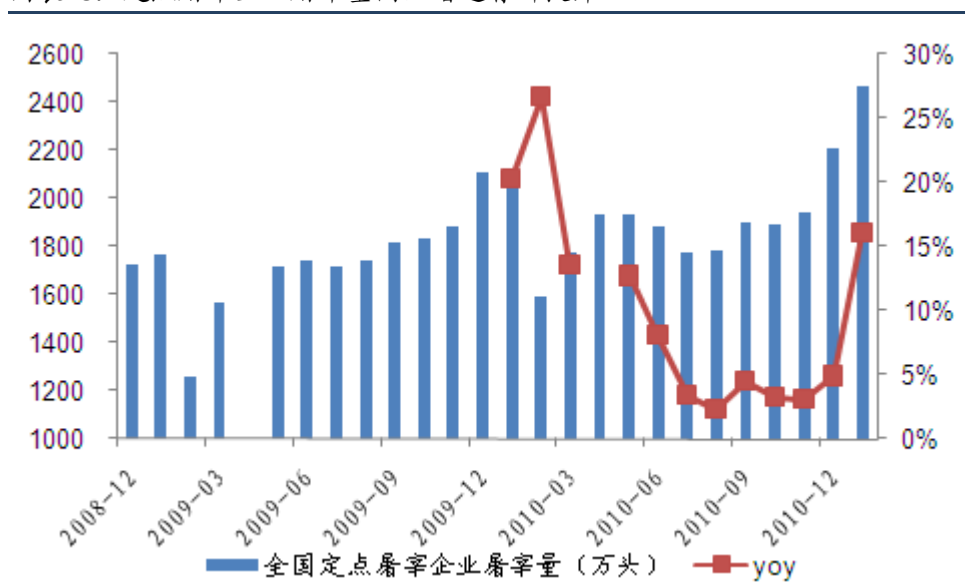
图表 2: 2010 年啤酒行业销量增速为 3.89%



资料来源: Wind 渤海证券研究所

2011 年 1 月份, 全国定点屠宰企业屠宰量为 2469 万头, 同比增长了 16.01%, 同比增速在前几个月基础上有大幅回升, 我们认为主要来自于两方面: 一是 2 月份春节前旺季需求端放量; 二是经过猪粮比长期高位运行, 生猪供给有所恢复, 缓解了生猪供应不足给行业带来的负面影响。我们认为, 猪肉价格的高位运行以及生猪供应的改善和屠宰量的增长将会对行业的收入和利润产生积极影响。

图表 3: 定点屠宰企业屠宰量同比增速有所提升

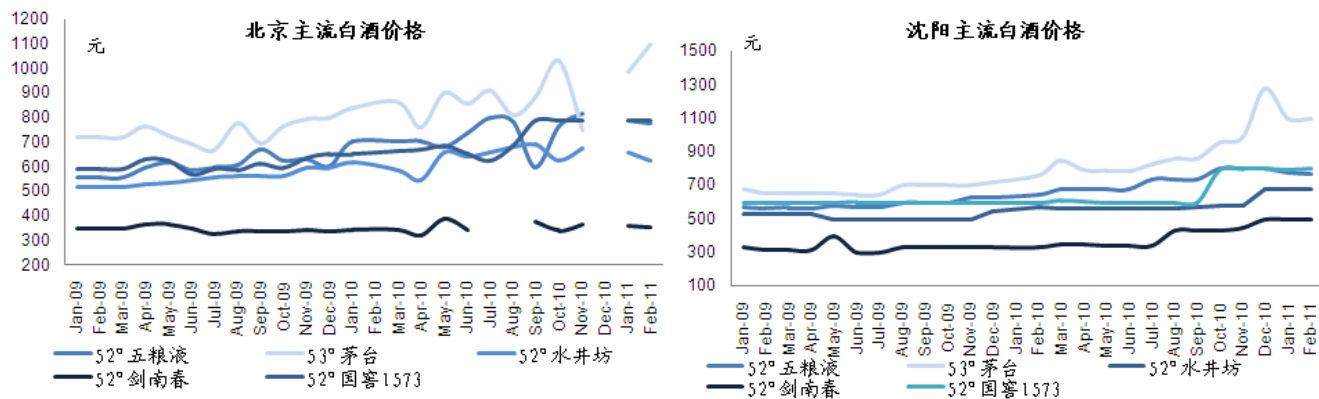


资料来源: Wind 渤海证券研究所

高档白酒价格稳定, 乳品价格和猪肉价格涨, 猪粮比高位运行

从糖酒快讯统计数据来看，2 月份只有北京市场的 53 度茅台价格上涨了 114 元，成都市场的水井坊和国窖 1573 小幅上涨了 3 元之外，其他品种市场零售价格均持平或者小幅回落，整体来看，2 月份高档白酒市场终端价格以稳定为主，并没有出现明显的上涨。

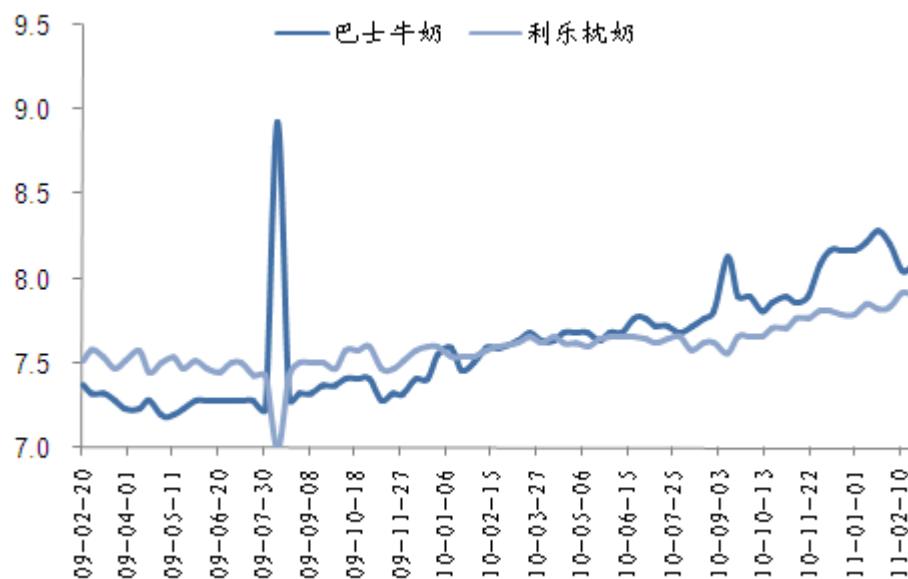
图表 4：白酒价格稳定运行为主



资料来源：糖酒快讯 渤海证券研究所

由于原奶价格不断上涨，以巴氏奶和利乐枕奶为代表的乳制品销售价格也处于不断上涨的通道中，主要是整体行业为传导成本上涨而采取的行动。随着乳制品生产许可证审查在 3 月底结束，一批不符合规定的中小乳品企业将会关闭，有利于行业规范发展和大型乳制品企业扩大规模，市场集中度将会进一步提升。长期看，市场集中度提升以及原料乳和乳制品价格的上涨都是未来乳品行业的发展趋势。

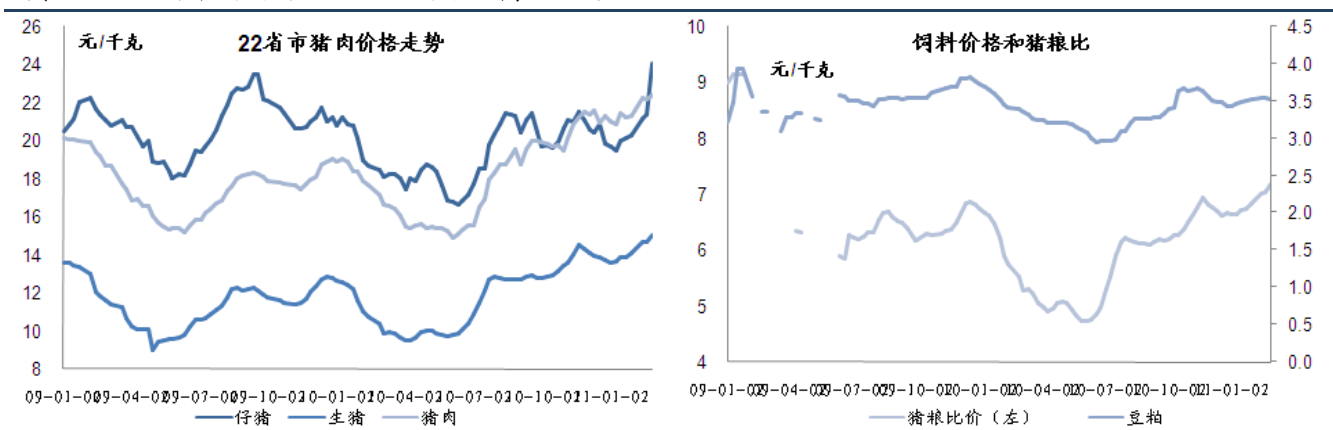
图表 5：牛奶价格仍然处于上涨通道中



资料来源：Wind 渤海证券研究所

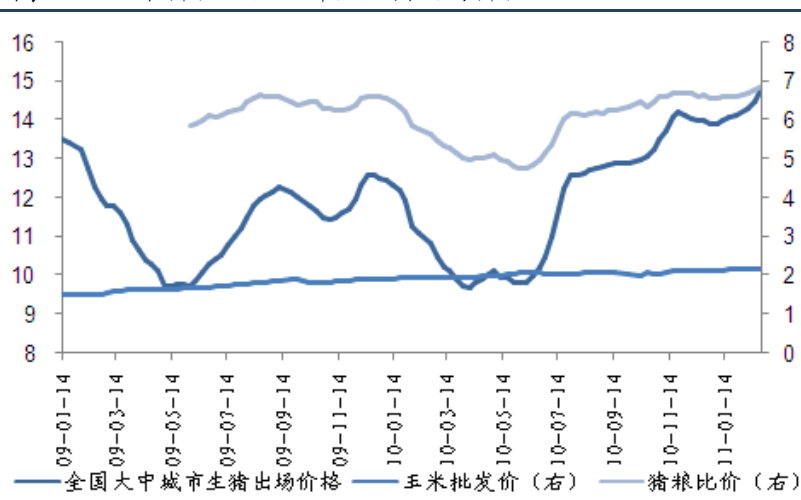
2 月份统计数据显示猪肉价格有所上涨。豆粕价格继续上涨，玉米批发价格虽然比较平稳，但是 2 月份仍然出现了小幅的上涨。在成本推动下，生猪价格持续上涨，而猪粮比持续高位运行并创新高带动了养殖户的积极性，仔猪价格也创新高。在农产品价格持续看涨的趋势下，猪肉价格温和上涨，猪粮比的持续高位运行也有利于生猪供给情况的改善。

图表 6: 22 省市猪肉价格上涨, 猪粮比高位运行



资料来源：Wind 渤海证券研究所

图表 7: 玉米价格小幅上升, 生猪出场价格上涨



资料来源：Wind 渤海证券研究所

1.2 上市公司业绩动态

在 28 家已经发布业绩预告的上市公司中，有 3 家公司首次亏损，1 家公司继续亏损，1 家公司预减，5 家公司扭亏，2 家公司续盈，6 家公司略增，10 家公司续增，在发布业绩预告的上市公司中，净利润增速在 30% 以上的公司有 15 家。

14 家披露业绩快报的上市公司中,有 2 家收入增速在 10%以下,2 家收入增速在

请务必阅读正文之后的免责条款部分

6 of 12

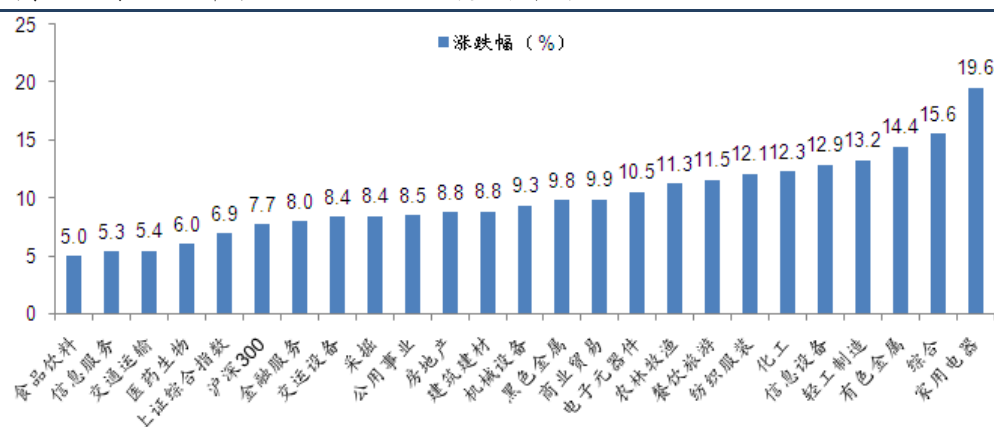
10%-20%，4 家收入增速在 20%-30%，6 家收入增速在 30%以上；有 1 家公司净利润同比下滑，2 家净利润增速在 10%以下，3 家 10%-20%，2 家 20%-30%，6 家净利润增速在 30%以上的。

已发布年报的 8 家公司均实现了收入和利润的较快增长，只有一家净利润增速在 30%以下；并且除了酒鬼酒之外，其他公司都实现了利润增速快于收入增速的发展势头。

根据已发布业绩预告、业绩快报以及年报情况来看，上市公司增长情况仍然延续了较快的速度。

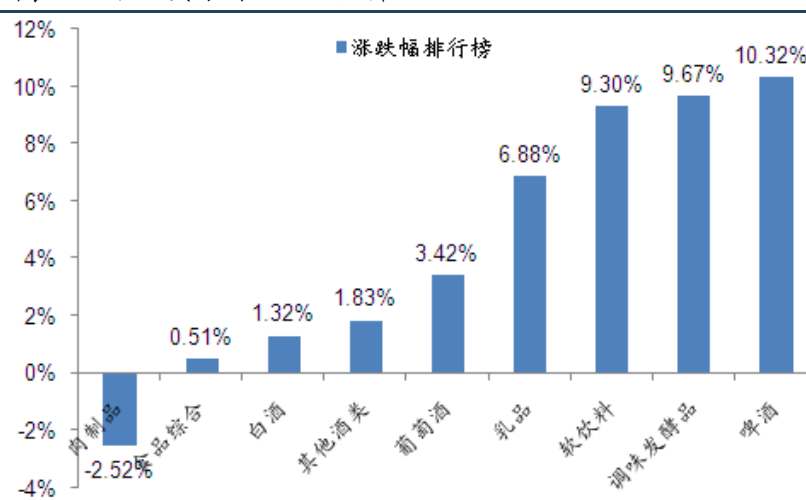
1.3 二级市场运行情况

图表 8：食品饮料行业上涨 5%，跑输整体市场



资料来源：Wind 渤海证券研究所（2月1日—3月4日）

图表 9：各主要子行业涨跌幅排名

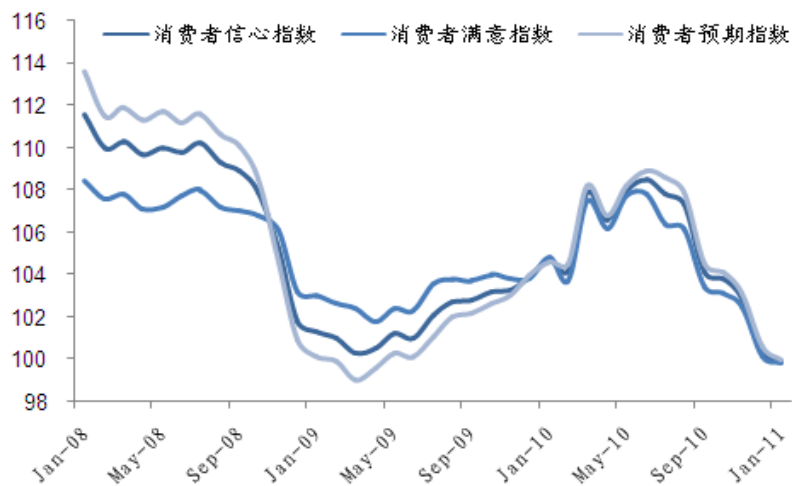


资料来源：Wind 渤海证券研究所（2月1日—3月4日）

2.行业运行环境

从最新的 1 月份统计局数据来看，我国消费者信心指数、满意指数和预期指数仍然处于逐步下滑的过程中，显示出在目前通胀水平较高的情况下，消费者对于消费现状和消费前景均不乐观。

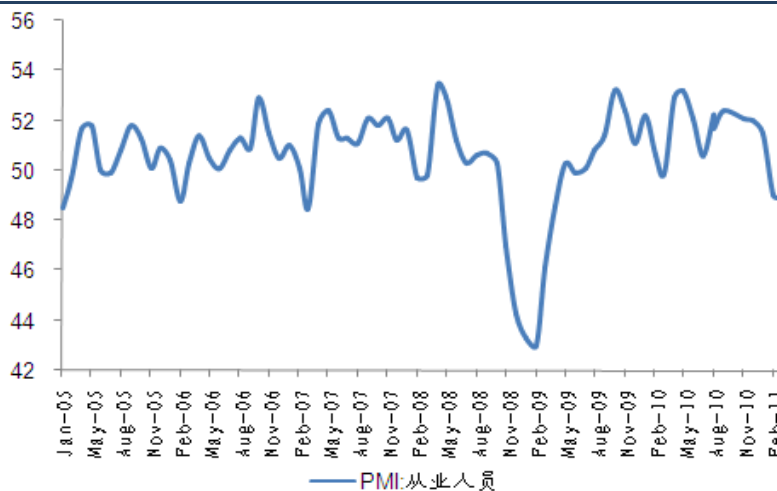
图表 10: 消费者指数持续下滑



数据来源: Wind 渤海证券研究所

PMI 从业人员指数虽然在正常范围内波动，但是已经连续两个月在 50 以下，联系到近期低端劳动力紧缺、工资有所上升的局势，我们认为这与之前制造业需求端不旺的情况相反，而是在通胀提高生活成本背景下，中低端劳动力提高期望劳动报酬导致的主动就业不足。有利于倒逼制造业升级以及改善中低端劳动力收入水平和生存状态。

图表 11: PMI 从业人员指数连续两个月在 50 以下

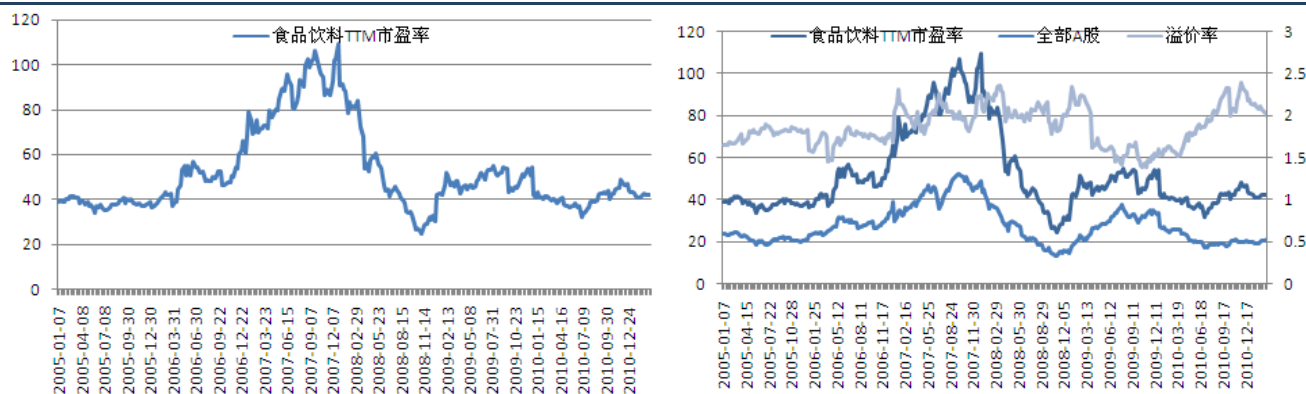


数据来源: Wind 渤海证券研究所

3.估值与策略

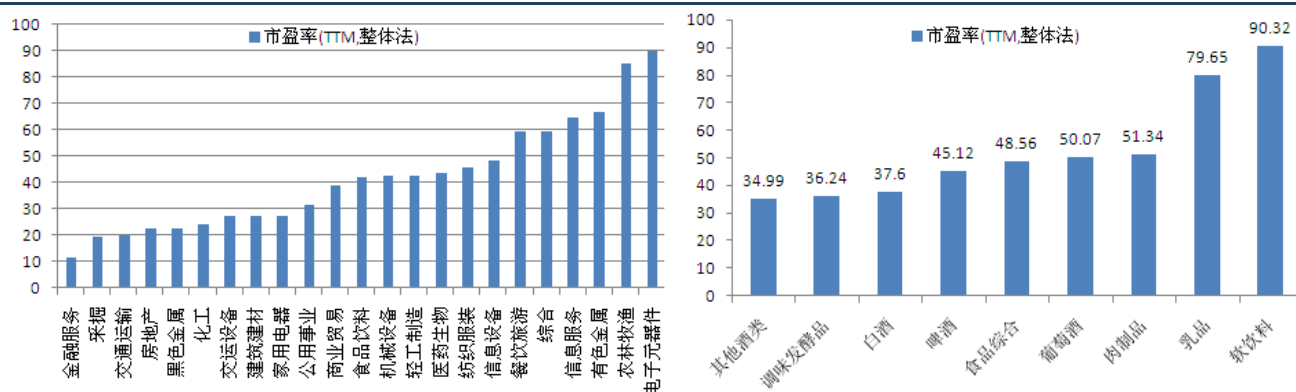
3.1 估值水平统计

图表 12: 行业 TTM 市盈率低位运行，溢价率有所回落



数据来源: Wind 渤海证券研究所 (截止 2011-3-4)

图表 13: 食品饮料估值处于申万一级行业中游水平，其他酒类、调味发酵品以及白酒估值较低



数据来源: Wind 渤海证券研究所 (截止 2011-3-4)

3.2 投资主线

从 2011 年 1 月 31 日到 2011 年 3 月 4 日，食品饮料 2 月份累计上涨了 4.99%，在所有 23 个申万一级行业中排名涨幅榜最后一位；同期上证综合指数上涨了 6.89%，食品饮料表现继续落后于整体市场。总体来说，2 月份的行情基本符合我们之前的判断：春节过后整体市场相对强势，为食品饮料行业的表现提供基础。但是行业跑输大盘仍然超出我们的预期。

经过连续三个月跑输大盘，食品饮料相对大盘的溢价率下降至 2，但是仍然在高位运行。从行业实体经济运行来看，容易形成板块效应的白酒行业在旺季过后价

格趋于平稳，短期内提价概率不大。综合考虑溢价率、实体运行情况以及行业刺激因素来看，短期内行业跑赢大盘的概率仍然较小。但与历史估值水平相比，目前食品饮料行业估值仍然处于低位运行，预计行业在 2011 年仍能保持 25%-30% 的利润增速，因此仍然维持行业的“看好”投资评级。

3 月份的板块的涨跌幅看，以啤酒、调味品和乳饮料为代表的大众消费品的表现要好于以白酒和葡萄酒为代表的高档消费品，即使白酒的估值水平目前在食品饮料子版块中处于较低的水平。

目前“两会”正在进行中，其中有两点需要值得关注：1) 国家未来将会提升中低端劳动力的收入水平、完善医疗、养老和社保体制，提高农村居民收入水平，近期将会采取降低所得税率等方法为中低消费者减负，这将有利于提高中收入消费者的消费能力，从而拉动以大众消费品的增长；2) 规范财政开支和政务招待，从而会在投资心理层面对以高档白酒和高档红酒为代表的高档消费品造成一定的压制。预计上述两点仍将会影响市场的投资情绪，因此我们的策略重点有所转变：虽然仍然看好白酒行业，但短期建议重点关注以乳制品、肉制品、啤酒、调味品等为代表的大众消费品。

图表 14: 重点关注食品饮料上市公司

股票名称	3.4 收盘价	每股收益			市盈率		
		09 年	10 年	11 年	09 年	10 年	11 年
青岛啤酒	32.57	0.93	1.15	1.4	35.02	28.32	23.26
伊利股份	37.64	0.81	0.92	1.21	46.47	40.91	31.11
保龄宝	26.08	0.38	0.42	0.87	68.63	62.10	29.98
五粮液	32.2	0.85	1.14	1.37	37.88	28.25	23.50
泸州老窖	43.02	1.2	1.57	1.85	35.85	27.40	23.25
山西汾酒	58.19	0.82	1.21	1.82	70.96	48.09	31.97

数据来源：渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 20%
	推荐	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
	持有	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	回避	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分