

## 春到酒飘香 播种正当季 ——食品饮料行业二季度投资策略

研究员：张芸  
执业证书编号：S0570510120017  
电话：025-83290884  
E-mail: zylt4463@sina.com  
地址：南京市中山东路90号

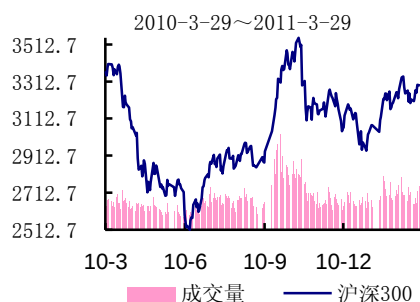
行业评级：增持(上调)

食品饮料，具体子行业评级如下：

**增持：饮用酒、食品制造（乳制品）**

**中性：食品加工**

市场走势图



相关研究

- 1 《食品饮料(3019):行业平稳增长成本继续上涨》2011.1
- 2 《食品饮料(3019):食品饮料行业2011年年度投资策略》2010.12
- 3 《金字火腿(002515):金字火腿新股报告》2010.12
- 4 《食品饮料(3019):食品饮料行业2010年四季度投资策略》2010.9
- 5 《食品饮料(3019):乳制品行业动态跟踪报告》2010.8

投资要点：

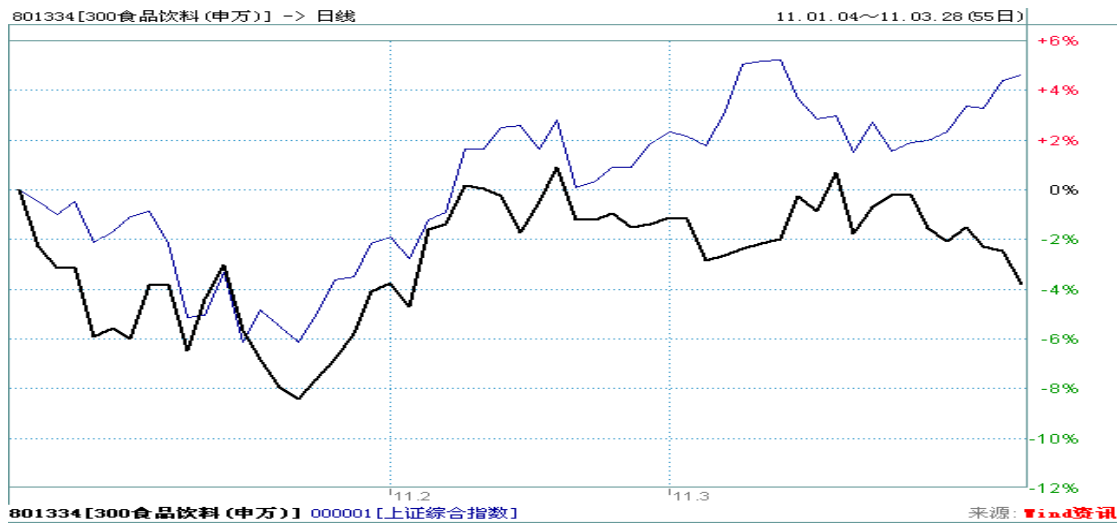
- 1、**二级市场回顾：**2011年1季度食品饮料行业跑输大盘，在SW23个一级子行业中，食品饮料行业表现略强于医药生物和信息服务，排在第21。造成行业走弱的原因，除了我们在年度策略报告中提到的行业整体相对估值处于历史高位之外，还因为消费者信心指数回落和食品安全问题引发了投资者对行业的担忧。
- 2、**屠宰及肉类加工行业增速平稳，头均利润略有上升：**今年1-2月份鲜肉、冷藏肉规模以上企业屠宰量增速为27%左右，较去年同期35%左右的增速有所回落。受315瘦肉精事件影响，全国猪肉平均价格仅小幅回落，近日又出现回升。搜猪网数据显示，3月下旬屠宰环节的头均利润为193元/头，比去年同期增长近3%。
- 3、**啤酒淡季增速有所回升，葡萄酒国产进口均较快增长：**啤酒整体价格保持稳定，1-2月份产量增速为7.91%，增速比去年同期快3.7个百分点。葡萄酒行业1-2月累计产量同比增长23.6%，增速比去年同期加速5.6个百分点，产品价格呈现上涨态势。
- 4、**乳制品行业成本消化能力渐强：**发改委价格监测中心数据显示，2011年3月上旬，全国袋装鲜奶集市价格为3.44元/500克，同比上涨7.46%。2月份，原奶主产区平均价格为每公斤3.2元，同比上涨17.64%，涨幅趋稳。
- 5、**白酒行业结构提升速度较快：**商务部统计的36个大中城市主销白酒为119元/瓶，同比上涨33%。糖酒会调研显示，多家白酒公司一季度增速明显，季报预期有较好表现。
- 6、**行业投资策略：**食品饮料行业经营在一季度有所分化，我们给予饮料酒行业、食品制造业（乳制品）增持评级，食品加工业中性评级。结合我们增持的子行业，我们在二季度重点推荐五粮液、泸州老窖、张裕、山西汾酒、贵州茅台等酒类上市公司，关注伊利股份、光明乳业、青岛啤酒、燕京啤酒等公司。

重点公司

| 证券简称 | 收盘价   | 每股收益 |       |       | 市盈率   |       |       |
|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |       | 2010 | 2011E | 2012E | 2010E | 2011E | 2012E |
| 五粮液  | 31.59 | 1.15 | 1.5   | 1.89  | 27.47 | 21.06 | 16.71 |
| 泸州老窖 | 43.58 | 1.58 | 2.1   | 2.75  | 27.58 | 20.75 | 15.85 |
| 张裕A  | 85.8  | 2.68 | 3.4   | 4.3   | 32.01 | 25.24 | 19.95 |
| 贵州茅台 | 178.1 | 5.35 | 7.49  | 9.79  | 33.29 | 23.78 | 18.19 |
| 山西汾酒 | 59.97 | 1.4  | 1.92  | 2.57  | 42.84 | 31.23 | 23.33 |

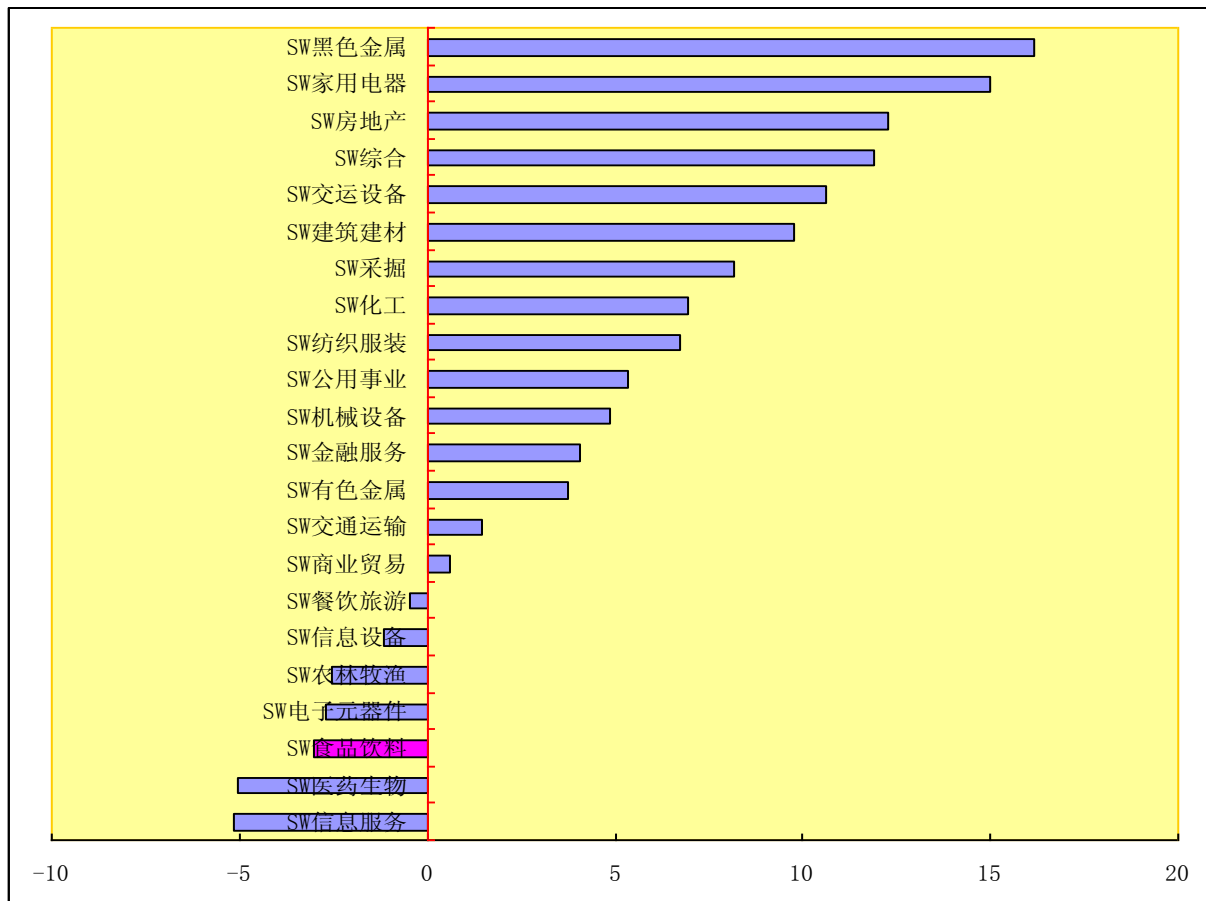
## 一、市场表现回顾

图表 1 食品饮料行业走势与大盘比较



资料来源: WIND 系统

图表 2 1月4日—3月39日食品饮料行业涨幅与其他行业比较



资料来源: WIND 系统

我们在《通胀和收入增加背景下期待估值与增长的再平衡——食品饮料行业 2011 年投资策略》中就全年来看给予行业增持评级,同时也明确指出在今年年初行业面临较大的调整

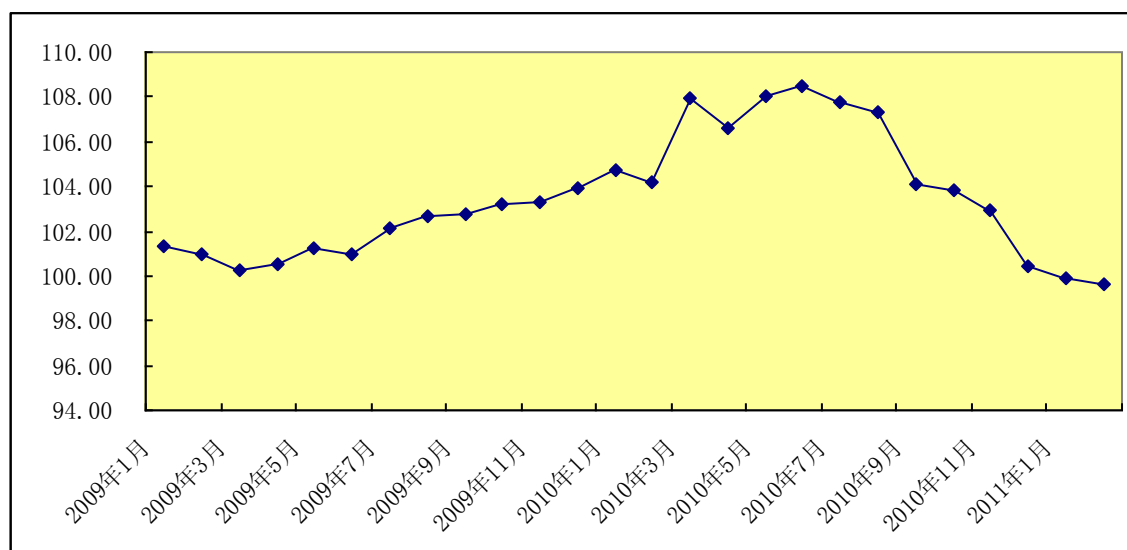
压力，通过 WIND 系统统计而得，行业一季度的表现与我们预期基本一致，1 月 4 日到 3 月 29 日在 SW23 个一级子行业中，食品饮料行业表现略强于医药生物和信息服务，排在第 21。

造成行业一季度表现弱的原因除了我们在年度策略中提到的，从估值的角度看，截至 2010 年末食品饮料行业对沪深 300 的相对估值处于历史高位，而从短期业绩来看，前三季度食品饮料行业净利润 26.1% 的涨幅，低于上市公司整体净利润 47.4% 的涨幅，行业面临调较大整压力之外，还有两个较为值得关注的原因，一是消费者信心指数一直处于回落阶段，带动整个消费类行业都进入调整阶段，不仅食品饮料，商贸和旅游等行业在二级市场上表现也较弱；二是近期双汇发展暴露出的食品安全问题，导致投资者对食品安全的担忧，对行业估值也有影响。

## 二、影响行业的主要因素变化情况

### 1、消费者信心指数回落

图表 3 2009 年 1 月-2011 年 2 月消费者信心指数变化



资料来源：WIND 系统

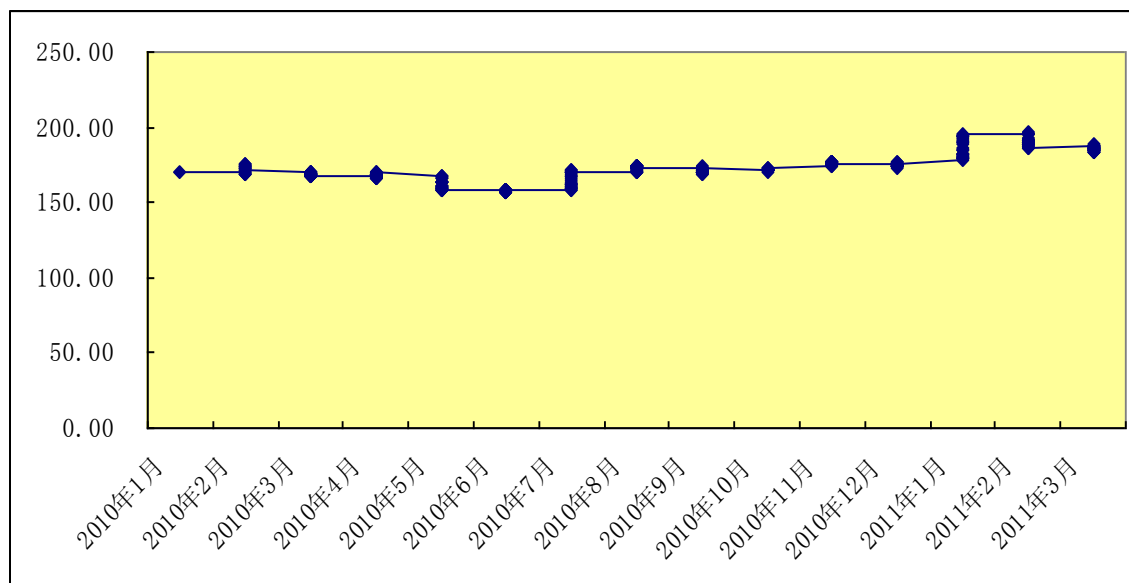
2011 年 2 月消费者信心指数回落到 99.6，创 2009 年 1 月份以来的新低，低于 2009 年经济危机的表现，造成这一表现的主要原因可能是因为住房以及蔬菜等价格不断上涨，消费者对通胀可能持续的预期使得其对消费的态度变得很谨慎。如果消费者能明确预期收入的增速超过 CPI 的增速，或是 CPI 的增速将回落，将提高消费者信心指数。

### 2、原料价格上涨幅度趋缓

2011 年春节之后，农产品批发价格指数从 1 月份高点时候的 195.7，回落到 3 月份的 185 左右，食品行业的原料价格涨幅趋缓。

根据 WIND 数据，生猪价格同比上涨 46.92%，猪肉价格同比上涨 33.51%，仔猪价格同比上涨 46.68%。受 315 瘦肉精事件影响，全国猪肉平均价格仅小幅回落，并未大幅下跌，仍保持在 23 元/公斤以上，对猪肉消费需求并未产生大的影响，猪肉零售价格已连续 24 周 20 元/公斤以上。猪粮 6.99:1，略有回落。预期二季度生猪价格将有望保持平稳，略有上升。

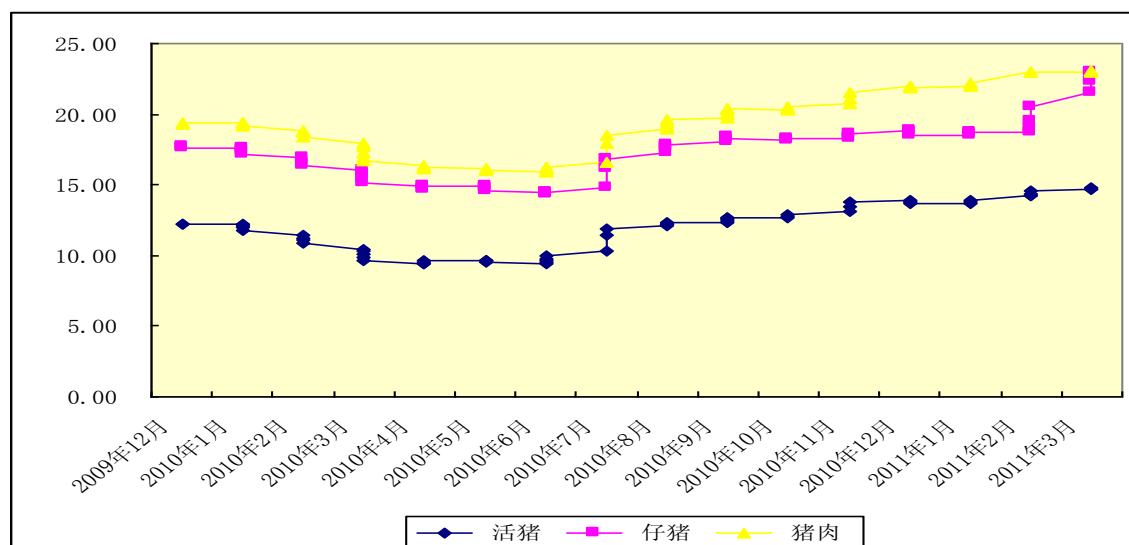
图表4 农产品批发价格指数变化趋势



资料来源：WIND系统

图表5 仔猪、生猪、猪肉价格变化趋势

单位：元/公斤

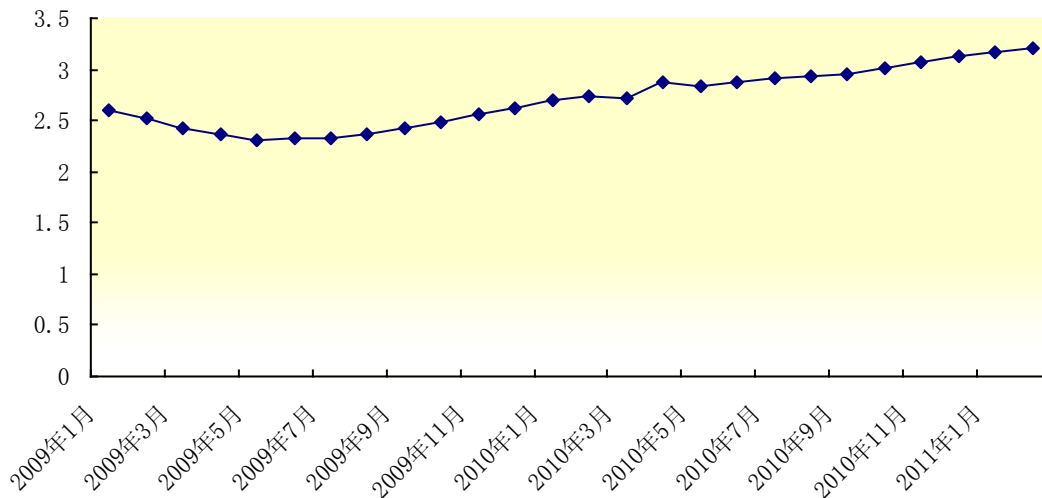


资料来源：WIND系统

2月份，全国原奶主产区平均价格为每公斤3.2元，同比上涨17.64%，涨幅趋稳。就国际价格而言，3月中旬美国切达干酪（40磅块装）、黄油、脱脂奶粉当地交货价格（FOB）分别为4413美元/吨、4660美元/吨、3336美元/吨，环比分别上涨0.98%、2.35%、2.58%；乳清价格为976美元/吨，环比下跌4.26%。

图表6 原奶主产区原奶平均价格

单位：元/公斤



资料来源：WIND系统和华泰证券研究所

### 3、食品安全警钟再起

3月15日，央视315特别行动播放了《“健美猪”真相》的特别节目，内容涉及到济源双汇使用“瘦肉精猪肉”的问题，此后围绕“瘦肉精”媒体进行了一系列报道，国家相关部门也介入了对“瘦肉精”的调查中。

同时，国家农业部会同国务院食品安全办、工信部、公安部、商务部、卫生部、工商总局、质检总局、国家食药局等部门启动为期一年的“瘦肉精”专项整治行动。

该事件的发生不仅给双汇造成了损失，也给资本市场对食品安全的信心带来了影响。食品行业作为一个长期稳定增长的行业，具有很强的防御性特征，但食品安全问题的频繁出现，明显削弱了行业的防御性。

此后，关于日本核辐射物质到达中国黑龙江等地区以及对其影响的担忧也导致了部分食品公司股价的回调，

### 三、主要子行业动态

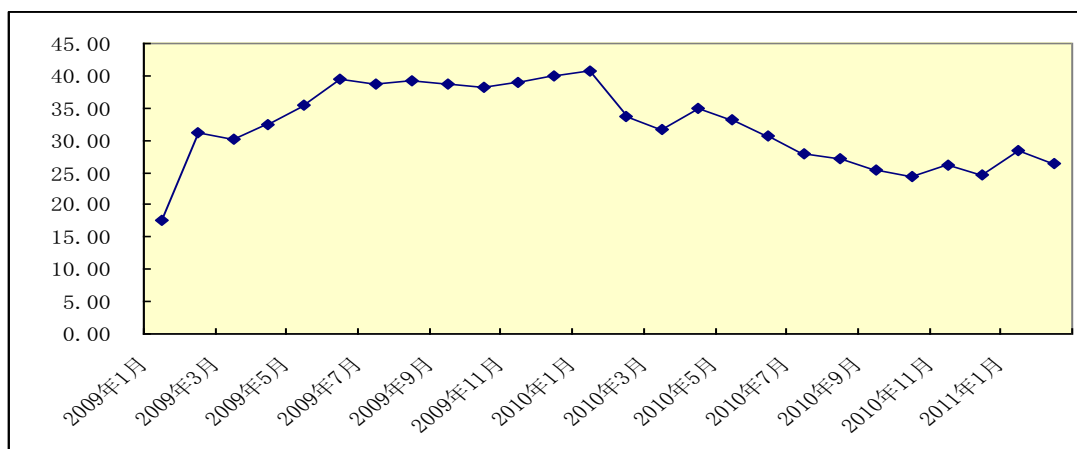
#### 1、屠宰及肉类加工行业：增速平稳 头均利润略有上升

国家统计局在发布的 2010 年“国民经济和社会发展统计公报”显示，2010 年中国肉类总产量 7925 万吨，比上年增长 3.6%。其中，猪肉产量 5070 万吨，增长 3.7%；牛肉产量 653 万吨，增长 2.7%；羊肉产量 398 万吨，增长 2.2%。生猪年末存栏 46440 万头，下降 1.2%；生猪出栏 66700 万头，增长 3.3%。禽蛋产量 2765 万吨，增长 0.8%。牛奶产量 3570 万吨，增长 1.5%。屠宰及肉类加工行业保持稳定略有增长的态势，未来企业发展空间主要在于产业集中度的提高。

今年1-2月份鲜肉、冷藏肉规模以上企业屠宰量增速为27%左右，较去年同期35%左右的增速有所回落。搜猪网数据显示，3月下旬屠宰环节的头均利润为193元/头，比去年同期增长近3%。

图表7 鲜肉、冷藏肉产量变化趋势

单位：%

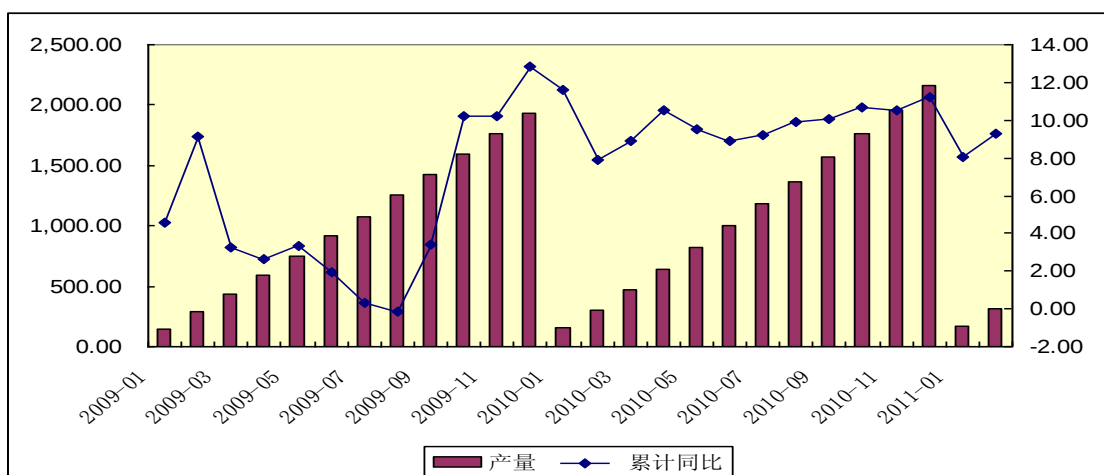


资料来源：WIND系统

## 2、乳制品行业：成本消化能力渐强

图表8 乳制品产量变化趋势

单位：%



资料来源：WIND系统

今年 1-2 月份乳制品行业产量同比增长 9.28%，略高于去年同期。我国进口乳制品数量继续保持快速增长，价格环比趋向平稳，不同产品间差别较大。

2 月份，中国进口酸奶 137 吨，同比上涨 207.93%；全脂甜奶粉 46.1 吨，同比增长 112.96%；全脂淡奶粉 37700.39 吨，同比增长 67.03%；鲜奶进口 1526 吨，同比增长 44.9%；脱脂奶粉 10572 吨，同比上涨 27.76%；乳清制品 18919 吨，同比上涨 16.14%；乳脂类 2232 吨，同比上涨 4.25%；乳酪类进口 1432 吨，同比下降 13.99%。

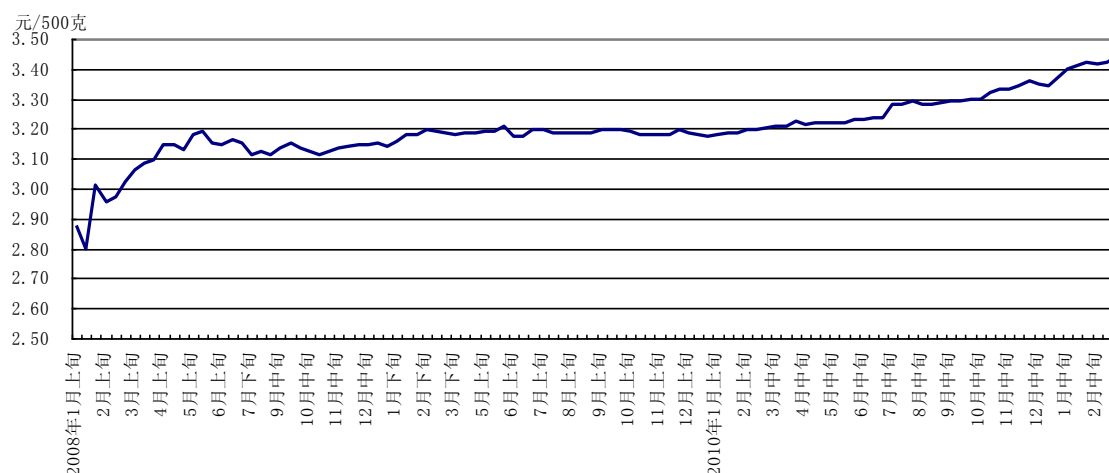
2 月份，乳脂平均进口价格为 4889 美元/吨，较上月上涨 6.69%；鲜乳平均进口价格为 1966 美元/吨，较上月上涨 9.61%；全脂奶粉平均价格为 3587 美元/吨，较上月上涨 1.69%；脱脂奶粉平均进口价格为 3106 美元/吨，较上个月下跌 0.81%；乳清制品平均进口价格为 1447

美元/吨，较上月上涨 7.47%；奶酪平均进口价格为 4462 美元/吨，较上月下跌 7.13%。

国家发改委价格监测中心数据显示，2011 年 3 月上旬，全国袋装鲜奶集市价格为 3.44 元/500 克，同比上涨 7.46%，环比增长 0.5%。目前，鲜奶同比价格的上升幅度加上产品结构的调整，乳制品企业逐步覆盖原料成本上涨的影响。

图表9 全国袋装鲜奶价格走势

单位：元/500克

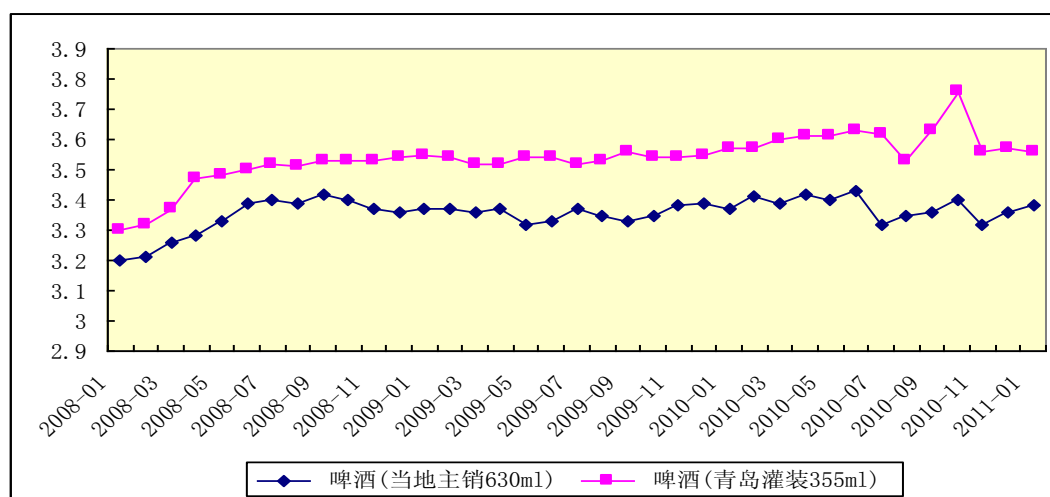


资料来源：国家发改委价格监测中心，BOABC。

### 3、啤酒行业：淡季产量增速有所回升

图表10 啤酒价格变化趋势

单位：元/瓶

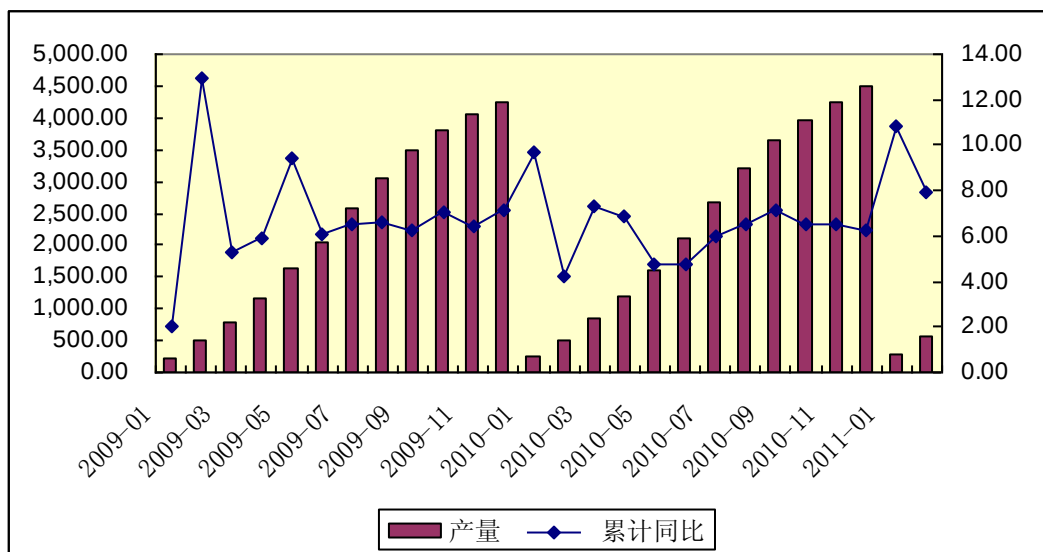


资料来源：聚源系统

目前是啤酒消费淡季，啤酒整体价格保持稳定，1-2月份产量增速为7.91%，增速比去年同期快3.7个百分点，增速有明显回升。国内啤酒企业今年大麦采购已基本结束，原料成本基本稳定，二季度后逐步进入消费旺季，届时啤酒行业若能提价或出现更明显的结构上升，则对盈利能力的提升产生积极影响。

图表11 啤酒产量变化趋势

单位：%

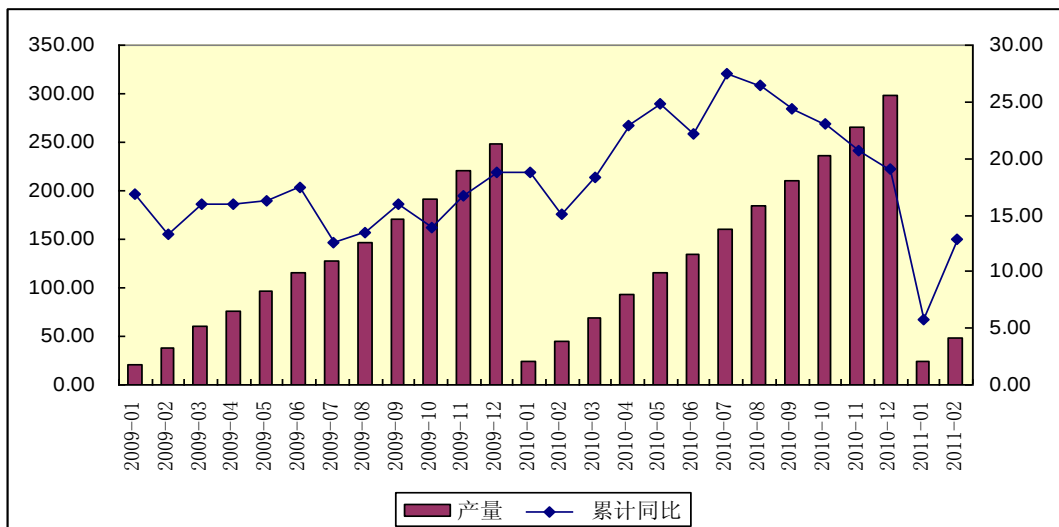


资料来源：WIND系统

#### 4、速冻食品：产量增速回落

图表12 速冻食品产量变化趋势

单位：%



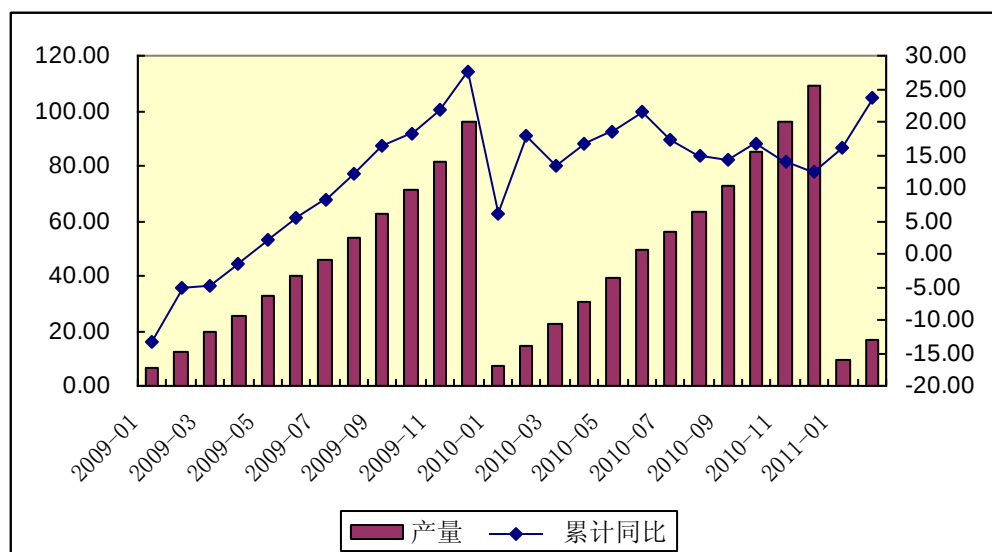
资料来源：WIND系统

速冻食品行业在今年1-2月份产量增速出现了回落，2010年同期产量增速为15.05%，今年为12.84%，未来的表现还有待结合行业收入利润数据观察。

## 5、葡萄酒：国产进口均快速增长

图表13 葡萄酒产量变化趋势

单位：%

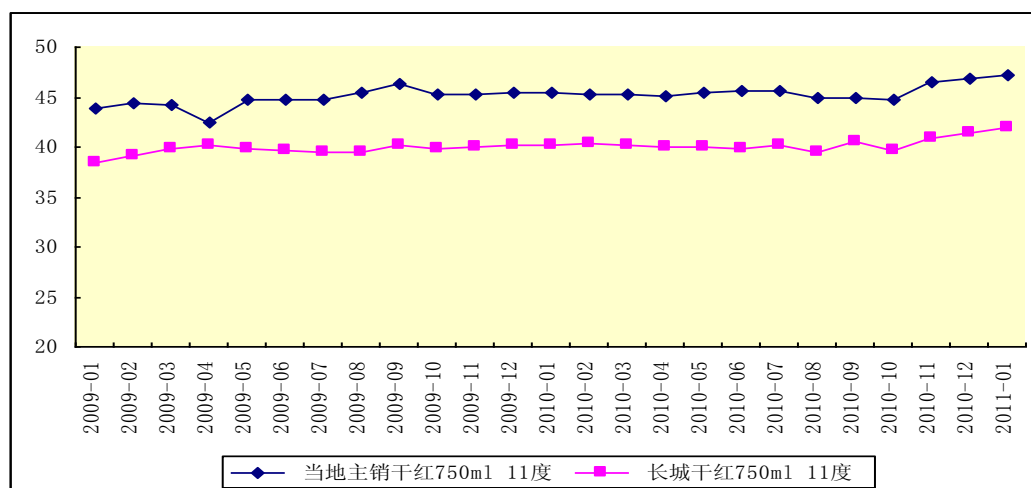


资料来源：WIND系统

葡萄酒行业1-2月累计产量同比增长23.6%，增速比去年同期加速5.6个百分点。2月行业单月产量7.6万千升，同比增长34%，增速显著回升。我国1月份进口5万千升，同比增长100%，进口酒整体增速维持较高水平，显示行业消费增速好于预期。

图表14 葡萄酒价格变化趋势

单位：元/瓶



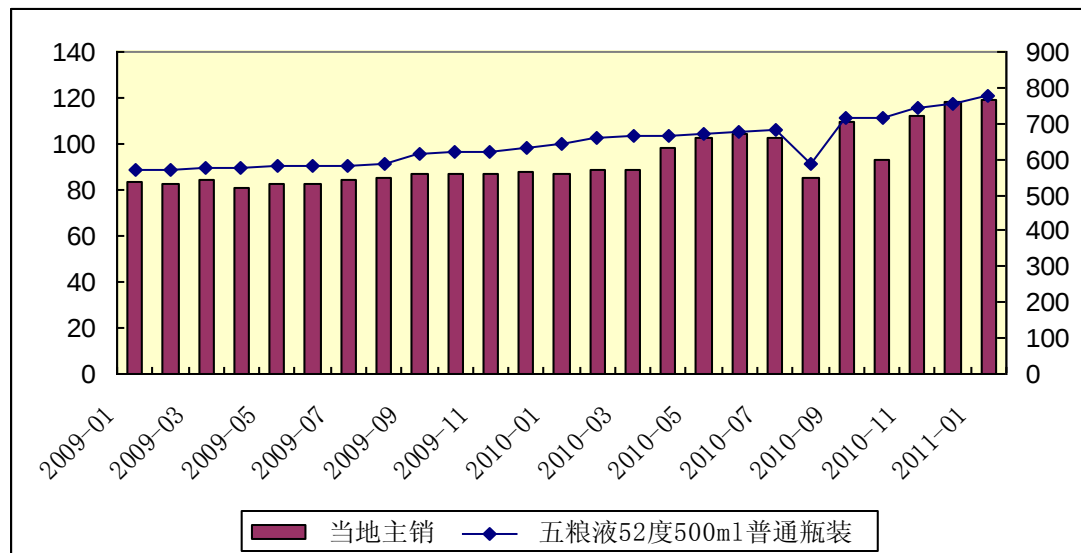
资料来源：聚源系统

2011年1月份，商务部统计的36个大中城市主销葡萄酒为47.24元/瓶，同比上涨近5%，同时长城干红价格同比也上涨了近5%，目前，主销葡萄酒价格仅为主销白酒价格的40%，我们认为未来有望上涨到主销白酒价格的50%-60%左右，预计2011年全年葡萄酒价格将稳步上升。

## 6、白酒：结构提升速度较快

图表15 白酒价格变化趋势

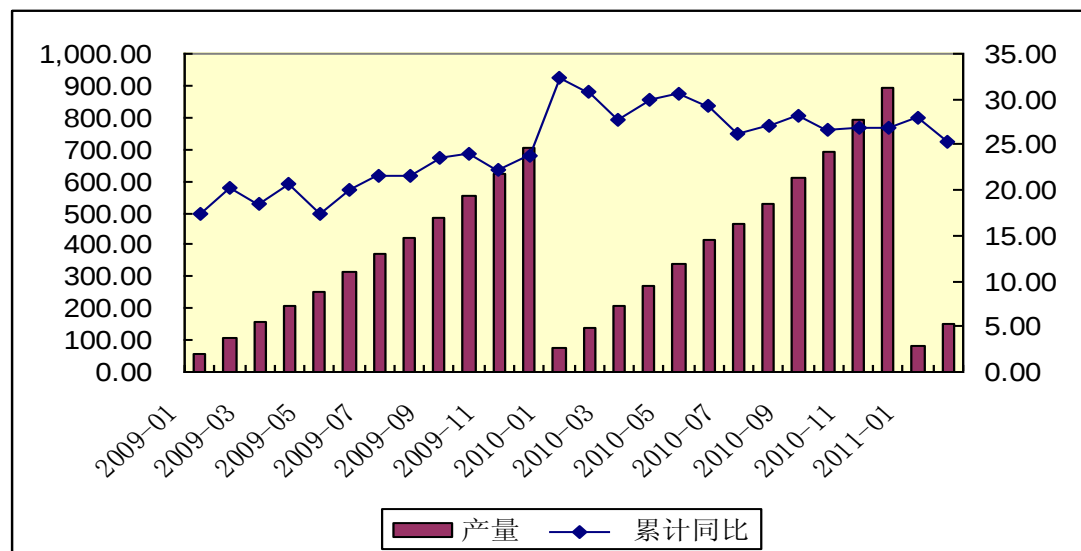
单位：元/瓶



资料来源：聚源系统

图表16 白酒产量的变化趋势

单位：%



资料来源：WIND系统

白酒行业1-2月份产量增速为全国白酒产量149.6万千升，同比增长25.4%，同比下降5.5个百分点。白酒行业产量在2010年创历史新高后，未来产能平稳增长的可能性更大。

进入2011年后，国窖1573、古井贡、山西汾酒等企业先后上调了产品出厂价格。各产品价格继续上涨，商务部统计的36个大中城市主销白酒为119元/瓶，同比上涨33%。各地主销白酒价格上涨到目前价位后，在短期将保持稳定。白酒行业预计今年仍有望保持20%的增速。白酒行业是一个竞争十分激烈的行业，也是一个成熟行业，这个行业企业间的学习速度非常

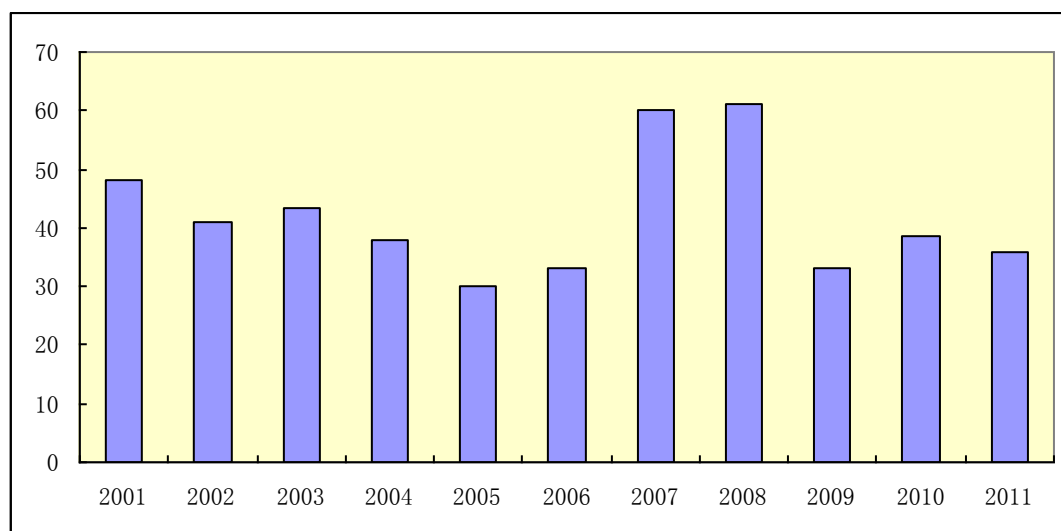
快，好的经验很快会被模仿。从而使得现今要在白酒竞争中获胜，不仅需要正确的战略，更需要有效的执行和随着消费变化动态调整的能力。（详见《白酒竞香 逐鹿蓉城——2011年春季糖酒会白酒调研报告》）

#### 四、行业投资策略

经过一季度的调整，目前从食品饮料行业历史估值情况来看，处于相对低位，但引发市场担忧的因素仍存在。就我们前述的情况分析来看，一季度在经营层面上白酒和葡萄酒行业表现较好，且行业抗通胀能力较强，预计我们所跟踪的主要上市公司一季度业绩均有较快增长。乳制品随着逐步提价和产品结构的调整，对成本的消化能力有所增强。啤酒虽然处于消费淡季，但销量增速回升，而且进入4月份以后可能会有企业率先提价。而屠宰及肉类加工行业由于受到食品安全因素的影响，市场信心受到打击，此外部分食品加工业还处于成本上涨的消化阶段，利润增速有所回落。因而可以看出，食品饮料行业在一季度有所分化，我们给予饮料酒行业、食品制造业（乳制品）增持评级，食品加工业中性评级。

图表17 食品饮料行业（全行业上市公司）过去10年静态PE变化情况

单位：倍



资料来源：WIND系统

结合我们增持的子行业情况，我们在二季度重点推荐五粮液、泸州老窖、张裕、山西汾酒、贵州茅台等白酒、葡萄酒类上市公司，关注伊利股份、光明乳业、青岛啤酒、燕京啤酒等相关公司，在调整中逐步介入食品加工行业龙头企业。

图表18 增持子行业重点关注公司

单位：元/股

| 子行业 | 证券简称 | 收盘价   | 每股收益 |       |       | 市盈率   |       |       |
|-----|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|     |      |       | 2010 | 2011E | 2012E | 2010E | 2011E | 2012E |
| 白酒  | 五粮液  | 31.59 | 1.15 | 1.5   | 1.89  | 27.47 | 21.06 | 16.71 |
|     | 泸州老窖 | 43.58 | 1.58 | 2.1   | 2.75  | 27.58 | 20.75 | 15.85 |
|     | 贵州茅台 | 178.1 | 5.35 | 7.49  | 9.79  | 33.29 | 23.78 | 18.19 |

|     |      |       |      |      |      |       |       |       |
|-----|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
|     | 山西汾酒 | 59.97 | 1.4  | 1.92 | 2.57 | 42.84 | 31.23 | 23.33 |
|     | 洋河股份 | 205.5 | 4.72 | 7.05 | 8.95 | 43.54 | 29.15 | 22.96 |
| 葡萄酒 | 张裕 A | 85.8  | 2.68 | 3.4  | 4.3  | 32.01 | 25.24 | 19.95 |
| 啤酒  | 青岛啤酒 | 31.93 | 1.16 | 1.38 | 1.74 | 27.53 | 23.14 | 18.35 |
|     | 燕京啤酒 | 18.85 | 0.64 | 0.8  | 0.98 | 29.45 | 23.56 | 19.23 |
| 乳制品 | 伊利股份 | 33.56 | 0.91 | 1.3  | 1.6  | 36.88 | 25.82 | 20.98 |
|     | 光明乳业 | 10.57 | 0.19 | 0.3  | 0.4  | 55.63 | 35.23 | 26.43 |

资料来源：WIND系统，收盘价为3月30日收盘价，10年已公布年报的按公布年报为准，未公布年报的采用华泰证券预测数据。

### 华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

### 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

## 免责条款:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。