

关注通胀和政策长期受益公司 二季度调整构成买点

——食品饮料行业 2011 年二季度投资策略

分析师：闫亚磊，CFA

SAC NO: S1150511010018

2011 年 3 月 31 日

联系人

闫亚磊，CFA

022-28451975

leimiaofei@hotmail.com

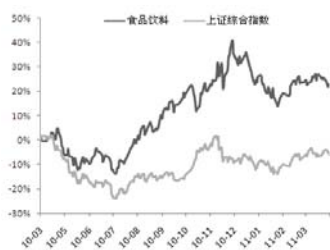
子行业评级

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

年度股票池

五粮液	推荐
山西汾酒	推荐
泸州老窖	推荐
伊利股份	推荐
保龄宝	推荐
燕京啤酒	推荐

最近一年行业相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 通胀高企背景下消费短期面临压力

3 月份 CPI 突破 5% 成为大概率事件，由于国际政治局势及日本核危机等，未来物价上行压力大，不断高涨的物价降低了居民的实际消费能力，降低消费意愿，消费者指数低位运行，央行公布的调查统计显示 2 季度认为更多消费更合算的比例为 14.2%，创数据公布以来新低。前 2 个季度社会消费品零售总额增速下滑，但是食品饮料表现相对较好。

● 产量增速：白酒回落，其他行业基本稳定

关注的食品饮料子行业中，产销量增速最快的三个行业分别为白酒、葡萄酒和速冻米面食品，其次为液体乳及乳制品，再次为啤酒和屠宰行业；产销量增速有可能下滑的行业为白酒，可能改善的行业有葡萄酒和啤酒行业，与前期基本持平的行业有乳品行业、速冻米面制品以及屠宰行业。

● 整体价格稳中有升，提价对抗成本压力

食品饮料行业普遍面临成本压力，各个行业也通过涨价转移成本压力，但是白酒行业尤其是高档白酒仍然有能力继续提高毛利率，葡萄酒次之，其他行业提价则属于被动消化高涨的成本，盈利能力下滑概率大。

● 绝对估值不高，相对估值仍在高位，给予行业中性评级

食品饮料行业 TTM 市盈率从历史平均水平来看，仍然处于较低位置，但是目前食品饮料行业估值相对于整体市场为 1.99 倍，仍然高于 03 年以来的平均值。仅从估值角度说：**行业短期内下跌空间有限，但是显著跑赢大盘的压力也比较大，给予行业中性评级。**各子行业估值水平排序中，白酒行业估值水平最低。

● 消费结构提升是经济发展题中之义 调整构成买点

随着经济发展和社会财富的增长，高档品、奢侈品的发展是自然而然的事情，但是随着我国居民收入结构更加合理，中低劳动者收入、社会保障等不断提升，中档消费品将迎来整个市场容量扩充的黄金时期；随着三、四季度通胀的逐步回落，消费者的消费意愿会增强。我们判断二季度行业跑赢大盘的概率不大，但是如果二季度下跌，将会成为年内较好的买点。

● 投资策略

关注政策受益：**推荐伊利股份、燕京啤酒（旺季将至+估值不高）和双汇股份（开盘后超跌带来的投资机会）。**

关注通胀：综合考虑通胀的影响以及市盈率和增速的匹配，白酒行业值得关注，尤其是一线白酒，**推荐五粮液、泸州老窖和山西汾酒。**

目 录

1. 一季度行业表现弱于整体市场.....	4
1.1 通胀背景下消费紧缩.....	4
1.2 行业表现劣于市场，啤酒表现相对较好.....	8
2. 产销量正常运行，价格基本稳定.....	10
2.1 产量增速：白酒回落，其他行业基本稳定.....	10
2.2 整体价格稳中有升，提价对抗成本压力.....	13
3. 年报分析.....	17
4. 投资策略与思路.....	20
4.1 估值水平的统计.....	20
4.2 消费结构提升是经济发展的题中之义.....	21
4.3 二季度调整构成为买点.....	21
4.4 投资思路和股票池.....	21

图 目 录

图 1: 通胀压力大	4
图 2: 国内生产总值增速高于居民收入增速	5
图 3: 消费者指数创新低	6
图 4: 消费者物价满意指数创新低, 储蓄意愿快速升高, 消费意愿低位运行	6
图 5: 社会消费品零售总额增速 2 月份大幅下降	7
图 6: 食品、饮料、烟酒类零售额增速小幅下滑, 维持高位	7
图 7: 农副食品加工业和食品制造业工业增加值增速前两个月逐月加快	8
图 8: 食品饮料行业跑输整体市场	9
图 9: 食品饮料行业跑输整体市场	9
图 10: 白酒行业产量增速有回落迹象	10
图 11: 前 2 个月啤酒产量增速有所加快	10
图 12: 前 2 个月葡萄酒产量增速有所加快	11
图 13: 前 2 个月液体乳产量增速同比有所加快	11
图 14: 前 2 个月乳制品产量增速同比有所加快	12
图 15: 前 2 个月速冻米面食品产量同比有所下滑, 但有所恢复	12
图 16: 前 2 个月河南省速冻米面食品产量同比有所下滑, 但有所恢复	12
图 17: 2 月份屠宰量增速显著下滑	13
图 18: 高档白酒市场零售价格稳中有升	14
图 19: 巴氏奶和利乐枕奶价格处于缓慢上升通道	14
图 20: 原奶价格和鲜奶平均零售价格稳中有升	15
图 21: 部分常温奶品牌价格稳中有升	15
图 22: 22 省市猪肉价格持续走高, 猪粮比高位运行	15
图 23: 四川猪肉价格持续走高, 仔猪价格快速上升; 全国大中城市猪粮比价高位运行	16
图 24: 食品饮料行业 TTM 市盈率为 39 倍, 相对整体市场溢价率为 1.99 倍	20
图 25: 与其他板块相比, 食品饮料行业估值稍高	20
图 26: 年度股票池推荐中只有泸州老窖表现较好	22

表 目 录

表 1: 食品饮料上市公司收入、净利润增长趋势表	17
表 2: 食品饮料上市公司盈利能力趋势表	18
表 3: 重点关注食品饮料上市公司	22

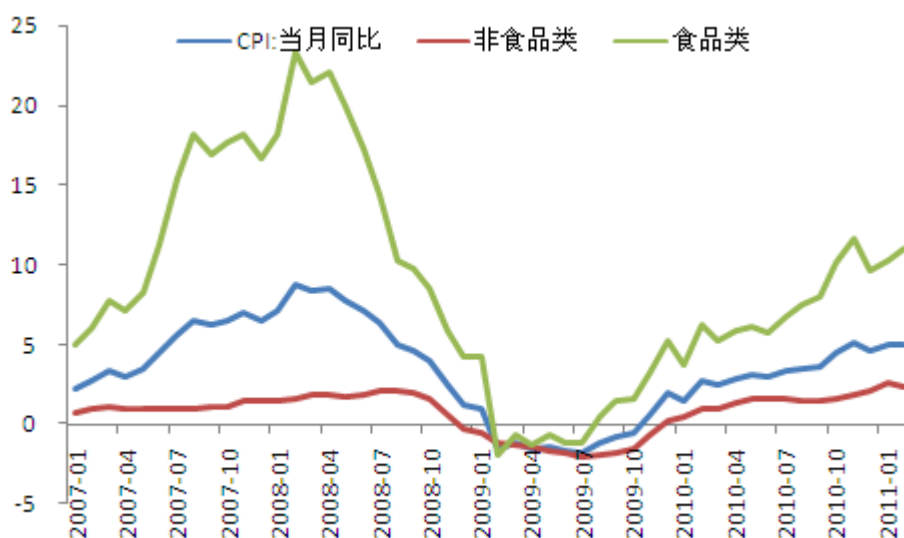
1. 一季度行业表现弱于整体市场

1.1 通胀背景下消费紧缩

通胀压力不容小觑

我国 CPI 当月指数自 2009 年初以来持续攀升，目前已经连续 5 个月维持在 4% 以上，在 2010 年 12 月份突破 5%，今年 1、2 月份均维持在 4.9% 的高位运行，现在市场普遍预期 3 月份再次破 5% 的可能性大。利比亚战争推高国际石油价格，日本核危机有可能会加大国际农产品价格，未来日本的灾后重建可能会推动国际大宗原材料价格的上涨，未来输入型通胀压力大。今年国家上调了通胀目标为 4%，总体来说今年物价上行压力大，符合我们之前在年度策略里的判断，通胀是投资食品饮料行业需要考虑的因素之一。

图 1: 通胀压力大



资料来源: Wind 渤海证券研究所

通胀吞噬居民实际收入

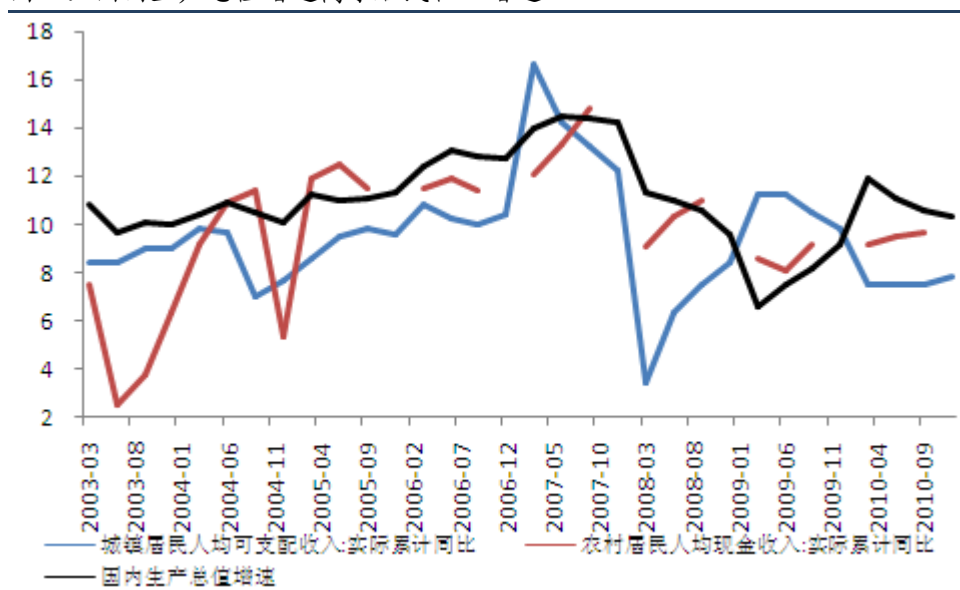
首先，在社会财富分配中，我国居民相对于政府和企业常年处于弱势地位，工资薪金待遇多年低于经济增长速度，导致居民在国民收入分配中的比重不断降低，在一定程度上压制了居民的消费能力，以收入法衡量的劳动者报酬在 GDP 中的比重从 90 年代初的 50% 以上下降到目前的 40% 左右；

其次，社保体制不健全、保障程度低、高昂的医疗、教育费用、高高在上的房价

都在一定程度上助长了我国高储蓄率低消费率的格局；

最后，不断高涨的物价降低了居民的实际消费能力，在很大程度上吞噬了居民的消费能力。2010 年我国城镇居民人均可支配收入同比增长了 11.3%，名义增速虽然达到了自 2009 年 3 月以来的新高，但是剔除物价上涨因素后城镇居民人均可支配收入实际累计同比仅增长了 7.8%，仍然维持在前期较低的增长水平。城镇居民人均消费性支出实际累计同比仅增长了 6.4%。

图 2：国内生产总值增速高于居民收入增速

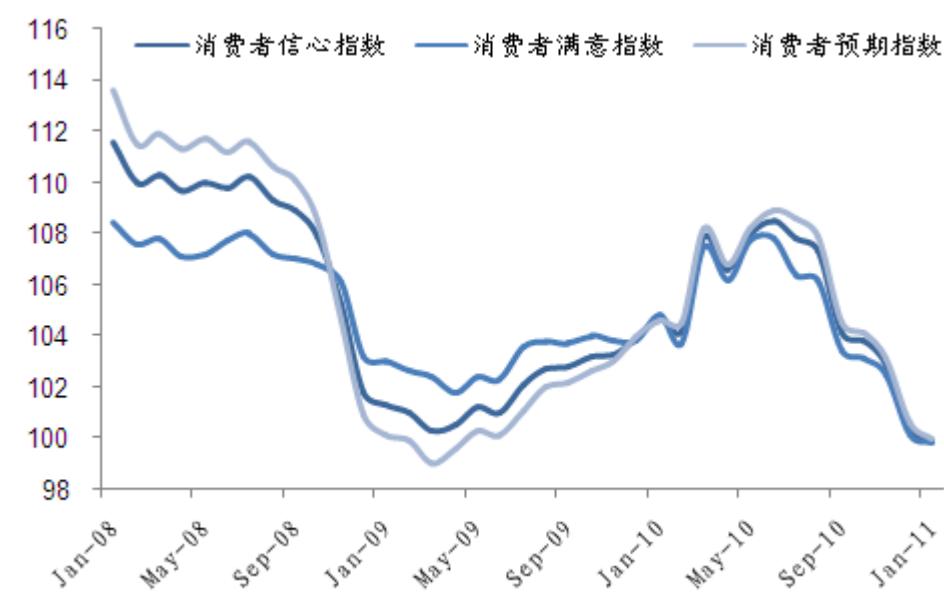


资料来源：Wind 渤海证券研究所

消费受到抑制，食品、饮料、烟酒类受影响相对较小

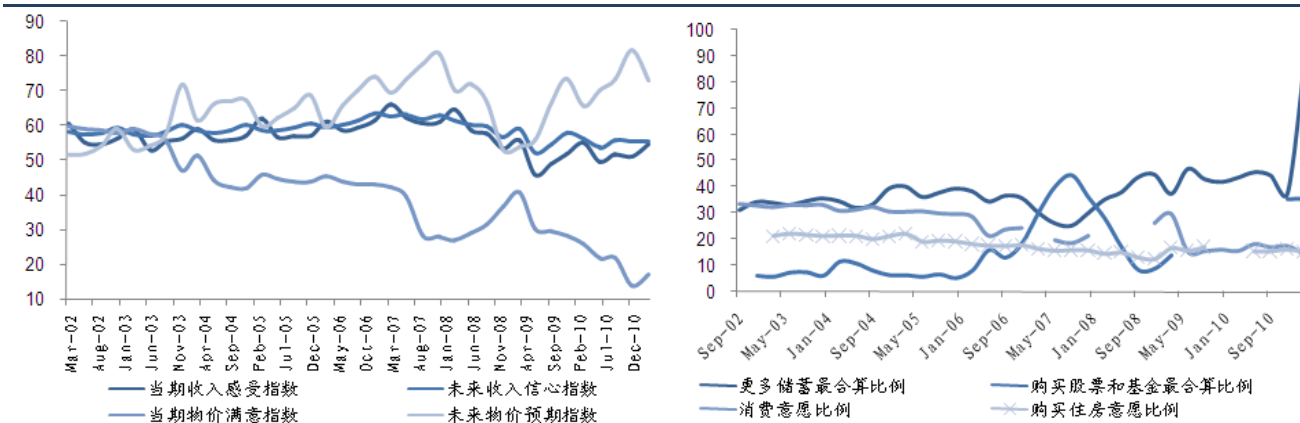
短期通胀水平高涨，与一系列不利于消费里释放的长期宏观背景取得共振，使得目前消费者预期指数、满意指数和信心指数一路下挫，尤其是消费者信心指数和满意指数已经跌破 100，创数据公布以来新低。另外，央行公布的一季度储户调查显示：一季度消费者对当期物价满意程度虽然较上个季度有所回升，但是仍然位于 17.3 的低位，对未来物价指数预期仍然较高，同时当期收入感受指数和未来收入信心指数并没有显著改善，在此背景下，消费者储蓄意愿更强而消费意愿被削弱，认为更多储蓄最合算的比例高达 85.8%（在目前负利率的背景下，居民储蓄意愿反而大大上升），而认为更多消费更合算的比例为 14.2%，创数据公布以来新低。

图 3: 消费者指数创新低



资料来源: Wind 渤海证券研究所

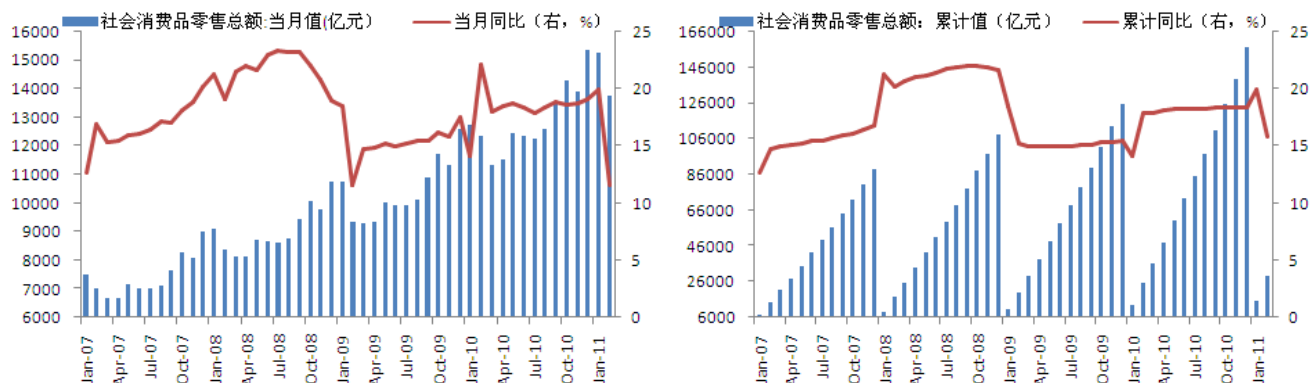
图 4: 消费者物价满意指数创新低, 储蓄意愿快速升高, 消费意愿低位运行



资料来源: Wind 渤海证券研究所

在以上所涉及的各种因素刺激下, 短期内我国消费前景并不是特别乐观, 尤其是以实际价格衡量的消费增速, 相应消费类行业和公司业绩则在物价上涨带来的价格增长与消费能力下降带来的消费量的负面影响二者之间徘徊。根据国家统计局发布的数据, 今年前两月社会消费品零售总额为 2.9 万亿元, 同比增长 15.8%, 比上年同期回落 2.1 个百分点; 扣除价格因素, 实际增长 11.4%, 比上年同期回落 4.1 个百分点。

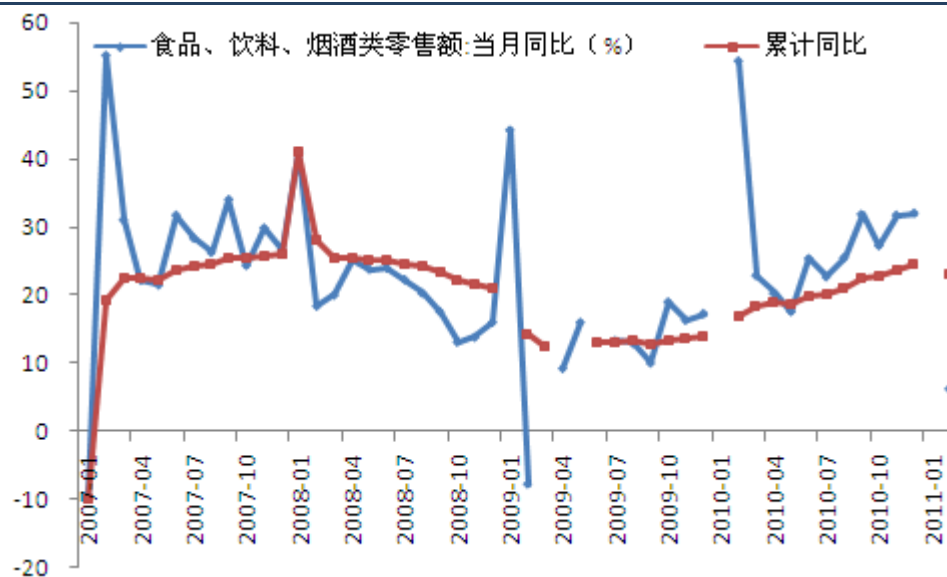
图 5: 社会消费品零售总额增速 2 月份大幅下降



资料来源: Wind 渤海证券研究所

食品、饮料、烟酒类表现相对较好。在前两个月社会消费品零售总额增速有较大幅度下滑的背景下,食品、饮料、烟酒类由于其消费的特殊性以及身处消费旺季,反而表现的较好。前两个月食品、饮料、烟酒类社会消费品零售总额增长了 22.9%,增速比去年同期加快了 6.1 个百分点;但是由于春节较去年提前,2 月份的同比增速仅为 6.2%。我们认为食品、饮料、烟酒类由于与日常消费息息相关,波动虽然受经济、收入等影响,但幅度相对较小,并且具有滞后性。因此目前的高通胀、高房价、高储蓄意愿、低消费意愿持续,将会对食品饮料行业产生一定的不利影响。

图 6: 食品、饮料、烟酒类零售额增速小幅下滑,维持高位



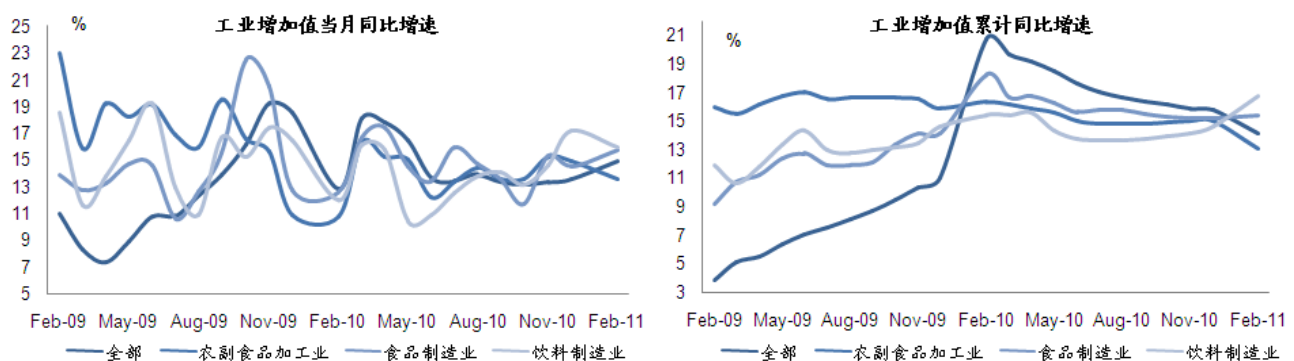
资料来源: Wind 渤海证券研究所

1.2 行业表现劣于市场，啤酒表现相对较好

工业增加值增速：农副食品加工业和食品制造业前两个月逐月加快

统计局数据显示，前两个月整体工业累计增加值增速为 14.1%，2 月份单月为 14.9%，显示出工业增速在前两个月处于逐渐加快的趋势。从前两个月工业增加值累计增速看，农副食品加工业增在去年全年的基础上有 2 个百分点的下滑，食品制造业和饮料制造业增速则分别加快了 0.2 个百分点和 2.1 个百分点。从 2 月份单月数据和前两个月累计数据来看，农副食品加工业和食品制造业工业增加值增速逐月加快，饮料制造业单月增速则有小幅回落。

图 7：农副食品加工业和食品制造业工业增加值增速前两个月逐月加快

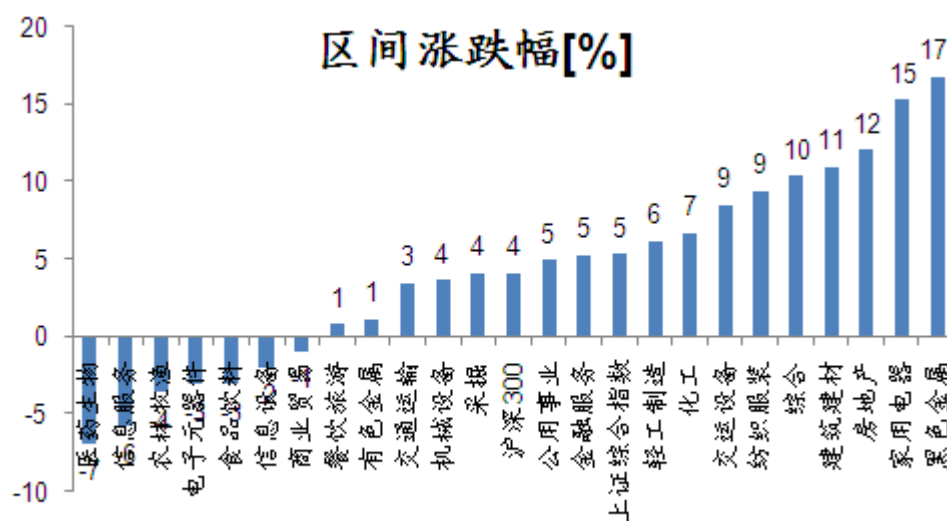


资料来源：Wind 渤海证券研究所

年初以来，行业跑输整体市场

自年初以来，上证综合指数和沪深 300 分别上涨了 5.34% 和 4.14%，而同期食品饮料行业下跌 3%，在申万 23 个一级子行业中居跌幅榜第 5 位，表现逊于整体市场。我们认为行业跑输大盘的原因有以下几个方面：1) 经过去年下半年的整体性上涨以后，食品饮料行业市盈率相对整个市场的溢价率已经在高位徘徊，向上空间不大，向下风险大，高溢价率不支撑行业的上涨；2) 我们认为也是短期消费前景不乐观在资本市场的体现。3) 综合考虑估值溢价和行业的稳定增长，去年行业为超配行业，在一季度消费前景不乐观的情况下，从超配品种变成标配引起市场的调整。

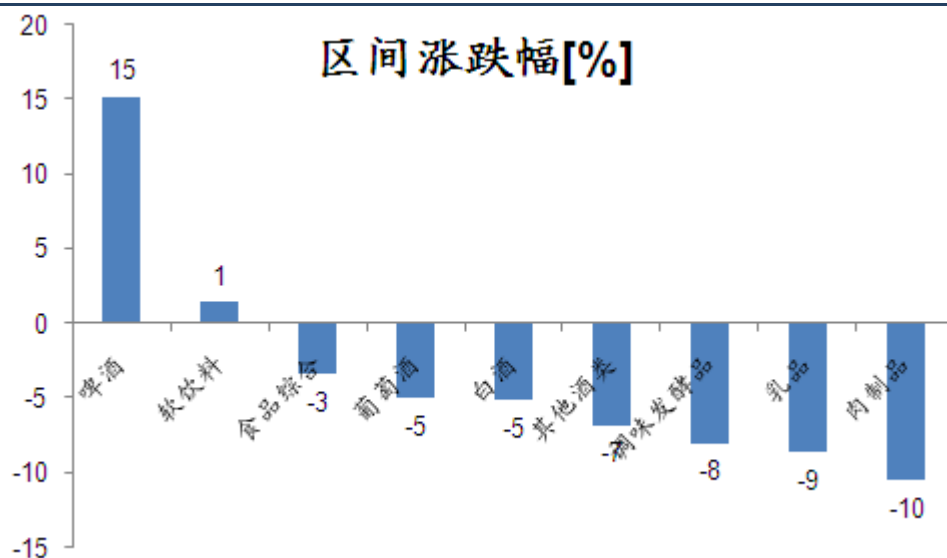
图 8: 食品饮料行业跑输整体市场



资料来源: Wind 渤海证券研究所 (2011-1-1 至 2011-3-29)

从三级子行业看,上半年上涨的子行业只有啤酒和软饮料,涨幅分别为 15.23% 和 1.43%,其他 7 个子行业均有不同程度的下跌;表现最差的三个子行业分别为调味发酵品、乳品和肉制品,跌幅分别为 7.98%、8.57%和 10.46%。总体来说,子行业走势情况与我们在年报时判断的不太相符:白酒行业表现不如之前的预期,大部分一二线白酒股价都有所下跌。啤酒行业涨幅较高主要是由西藏发展、啤酒花和重庆啤酒涨幅较高造成,行业代表燕京啤酒和青岛啤酒则分别下跌了-0.74%和-7.93%。乳饮料涨幅较高,则主要是由于国投中鲁涨幅较高所致。

图 9: 食品饮料行业跑输整体市场



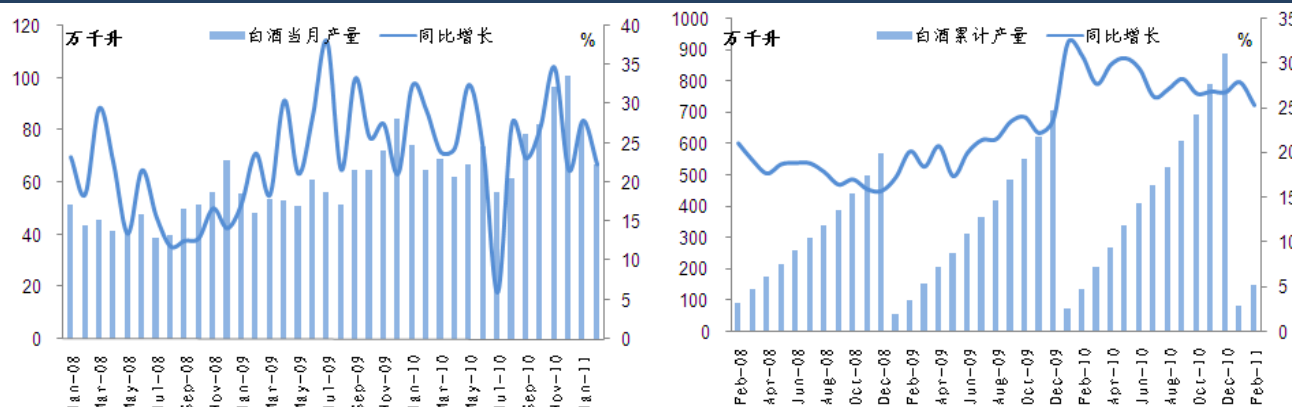
资料来源: Wind 渤海证券研究所 (2011-1-1 至 2011-3-29)

2.产销量正常运行，价格基本稳定

2.1 产量增速：白酒回落，其他行业基本稳定

统计局数据显示白酒行业产量增速同比、环比有所下滑。2月份白酒行业销量为67.09万千升，同比增长了22.34%，增速同比环比分别下滑了6.82个百分点和5.57个百分点。前两个月累计产量为149.64万千升，同比增长了25.35%。整体来说，白酒行业产量增速在去年高增长的基础上有所下滑，预计全年产量增速在20%-25%之间。

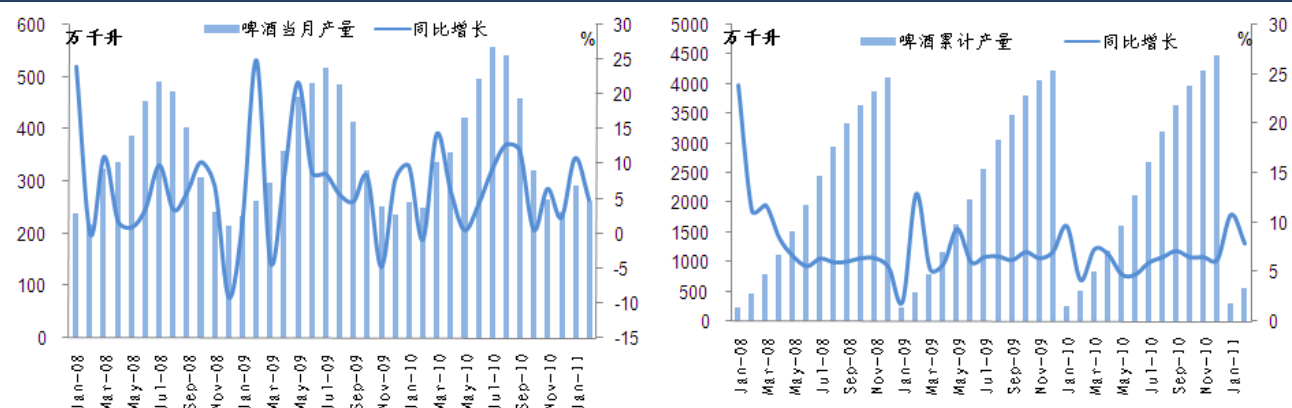
图 10：白酒行业产量增速有回落迹象



资料来源：Wind 渤海证券研究所

啤酒行业产量增速同比有所提升。1、2月份啤酒行业产量分别同比增长了10.84%和4.84%，增速比上年同期均有所加快。前两个月累计产量为555.59万千升，同比增长了7.91%，增速同比加快了3.7个百分点。

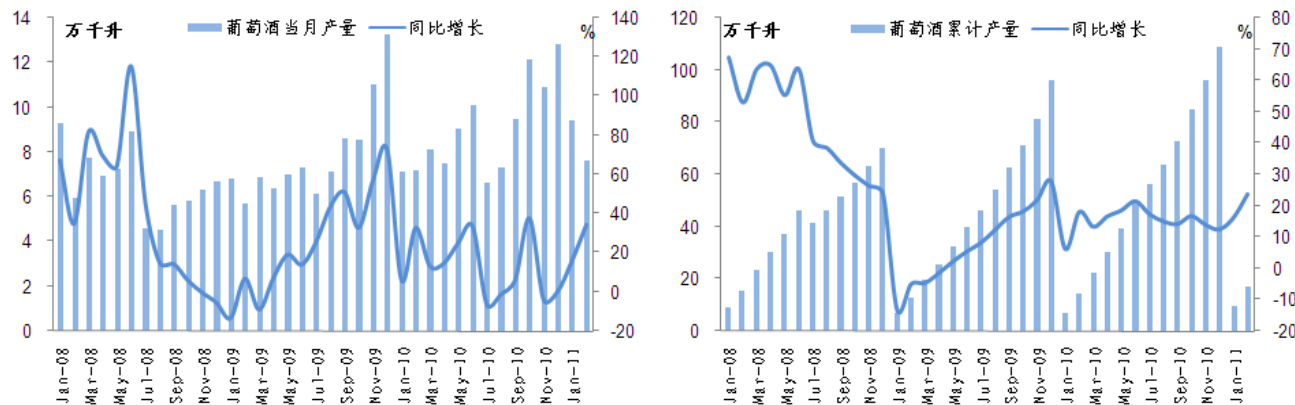
图 11：前2个月啤酒产量增速有所加快



资料来源：Wind 渤海证券研究所

葡萄酒行业产量增速同比、环比均有所加快。前两个月葡萄酒行业产量为 17.04 万千升，累计同比增长了 23.63%，增速较去年全年以及去年同期均有所加快。2 月份单月葡萄酒行业产量为 7.6 万千升，同比增长了 34.4%，增速较前期显著加快。

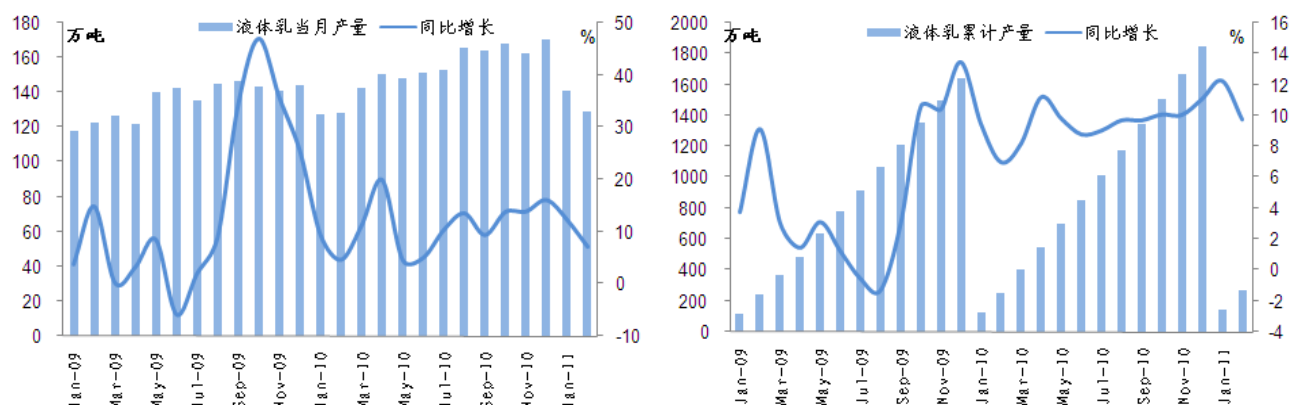
图 12: 前 2 个月葡萄酒产量增速有所加快



资料来源: Wind 渤海证券研究所

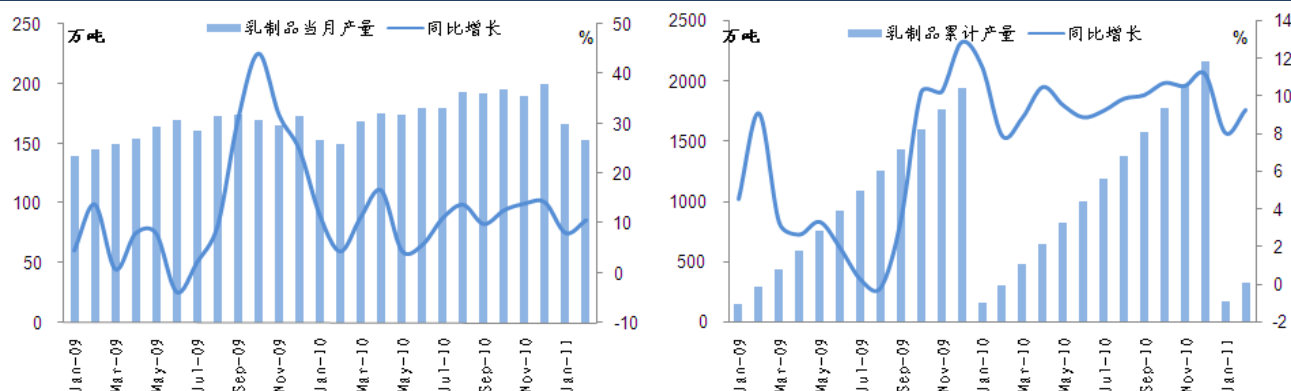
液体乳和乳制品产量增速同比有所加快。2 月份液体乳产量同比增长 7.18%，同比有所加快，但是自 12 月份呈现出逐月下降的趋势；液体乳前两个月累计产量增长了 9.79%，同比加快了 2.78 个百分点。2 月份乳制品产量同比增长了 10.62%，同比、环比均有所加快；乳制品前两个月累计产量增速为 9.28%，同比加快了 1.38 个百分点。预计今年液体乳和乳制品产量将继续维持 10%左右的增速。

图 13: 前 2 个月液体乳产量增速同比有所加快



资料来源: Wind 渤海证券研究所

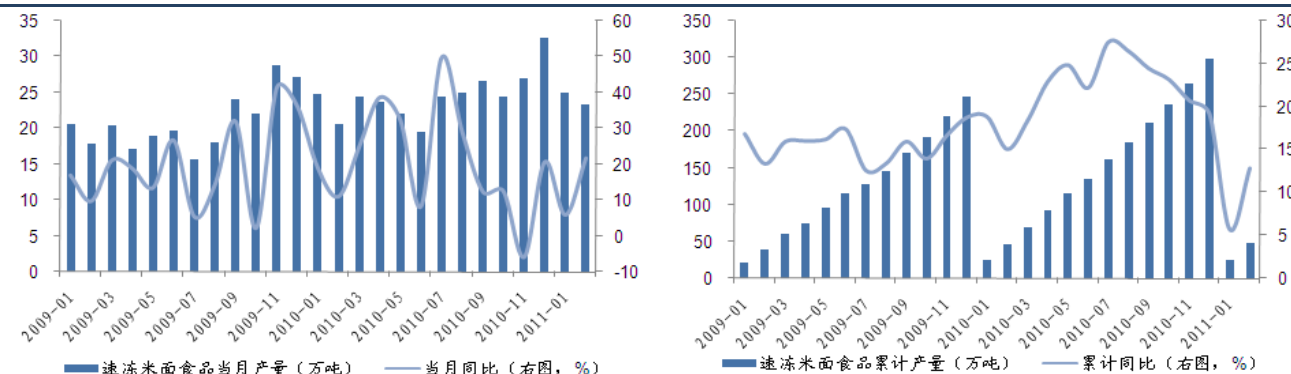
图 14: 前 2 个月乳制品产量增速同比有所加快



资料来源: Wind 渤海证券研究所

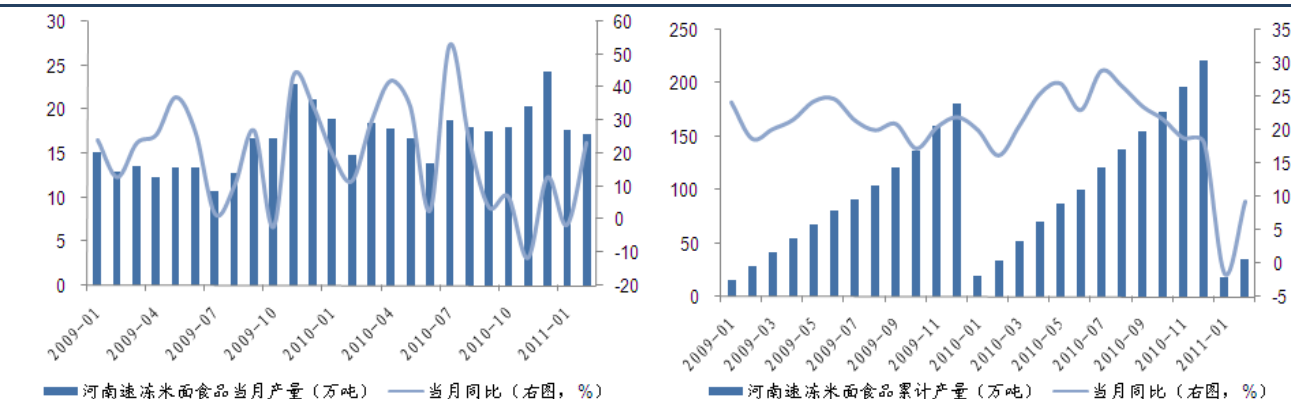
速冻米面食品产量增速前两个月同比有所下滑, 但在改善中。前两个月速冻米面食品行业累计产量增速为 12.84%, 相比去年同期和去年全年分别下滑了 2.21 和 6.29 个百分点。但是 2 月份产量增速明显改善, 同比增长了 21.61%, 增速较 1 月份和去年同期均有所加快。

图 15: 前 2 个月速冻米面食品产量同比有所下滑, 但有所恢复



资料来源: Wind 渤海证券研究所

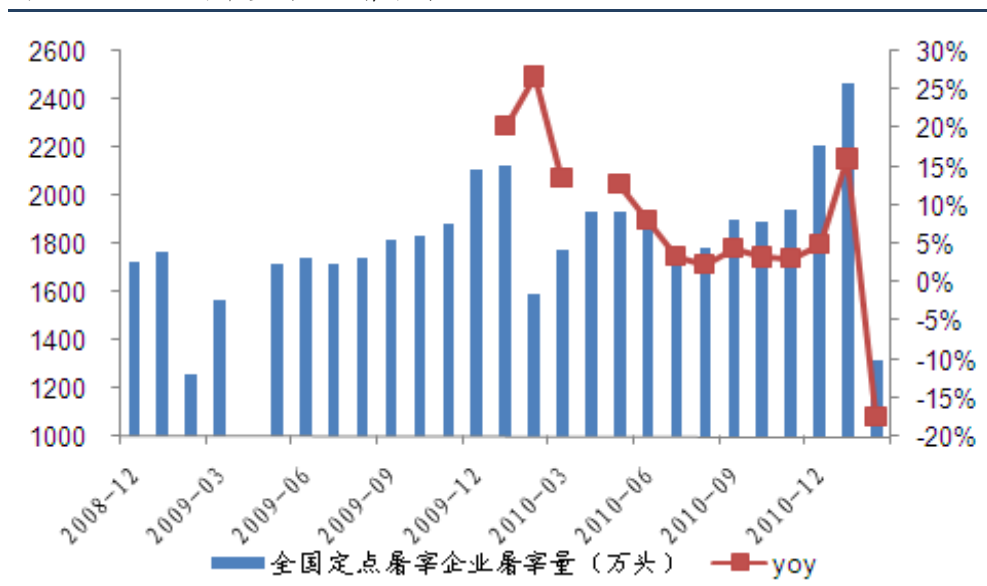
图 16: 前 2 个月河南省速冻米面食品产量同比有所下滑, 但有所恢复



资料来源: Wind 渤海证券研究所

2 月份屠宰量同比显著下滑。2 月份全国定点屠宰企业屠宰量为 1317.9 万头，环比、同比分别下滑了 46.62%和 17.4%。

图 17：2 月份屠宰量增速显著下滑



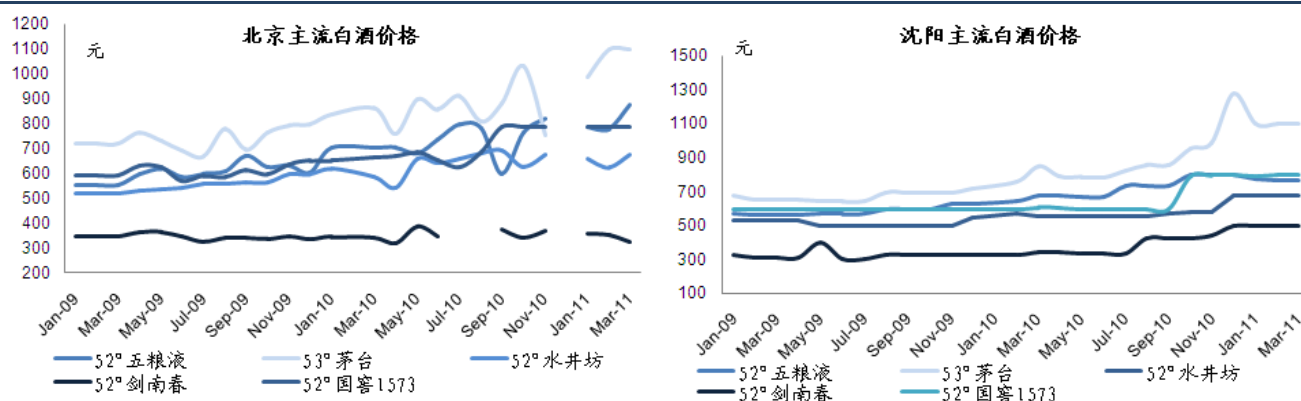
资料来源：Wind 渤海证券研究所

2.2 整体价格稳中有升，提价对抗成本压力

一季度对产品提价的公司有贵州茅台（自 2011 年 1 月 1 日起上调幅度为 20%）、古井贡酒（3 月 21 日起上调古井淡雅系列和古井贡酒年份原浆系列产品出厂价 3%-25%）、双塔食品（部分系列产品销售价格上调 15%-30%，3 月 25 日前调整完毕）、燕京啤酒（自 1 月 18 日起上调北京地区部分产品出厂价约 16%）、五粮液（2 月份上调 52 度 500ml 水晶装终端零售价 100 元至 889 元/瓶，1618 每瓶终端零售价 100 元至 939 元/瓶）、古越龙山（从 3 月 19 日起上调白酒产品价格约 7%）、山西汾酒（3 月 29 日起上调 30 年青花汾酒 20%；40 年青花、20 年青花、20 年老白汾酒上调 10%）。涨价行业涉及白酒、啤酒、黄酒、粉丝等行业，在上游农产品价格不断上涨、劳动力成本上涨等的压力下，食品饮料行业开始逐步采用提价来应对成本压力。

高端白酒价格稳中有升。在北京、成都和沈阳三个重点市场看，北京、成都地区高端白酒价格相对强势，相对于去年年底和今年年初，主要高端品种价格均维持稳中有升的格局，其中茅台价格表现最为坚挺，成都市场的国窖 1573 和北京市场的五粮液价格也相对强势。但是沈阳市场高端白酒价格相对较弱，只有水井坊价格小幅上升，其他主要高档品牌价格持平或者小幅下滑。

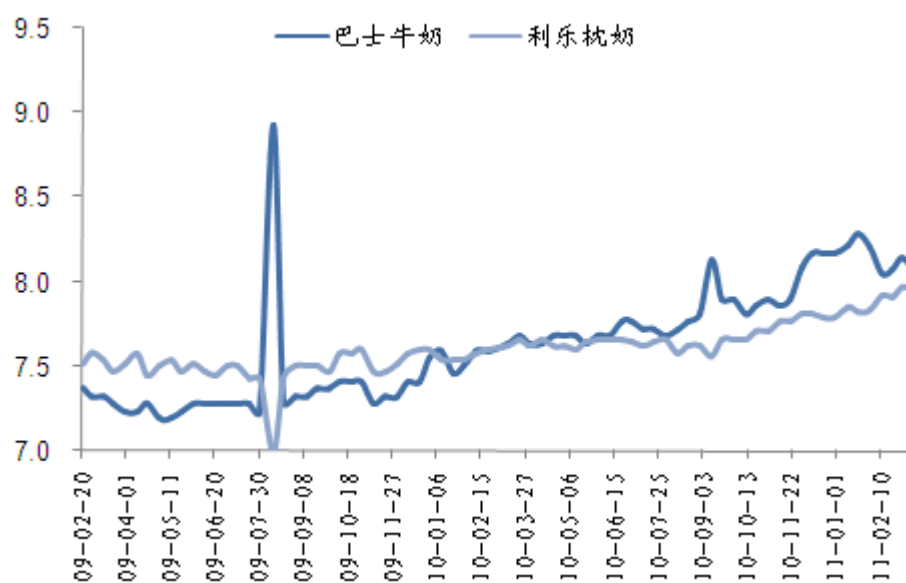
图 18: 高档白酒市场零售价格稳中有升



资料来源: Wind 渤海证券研究所

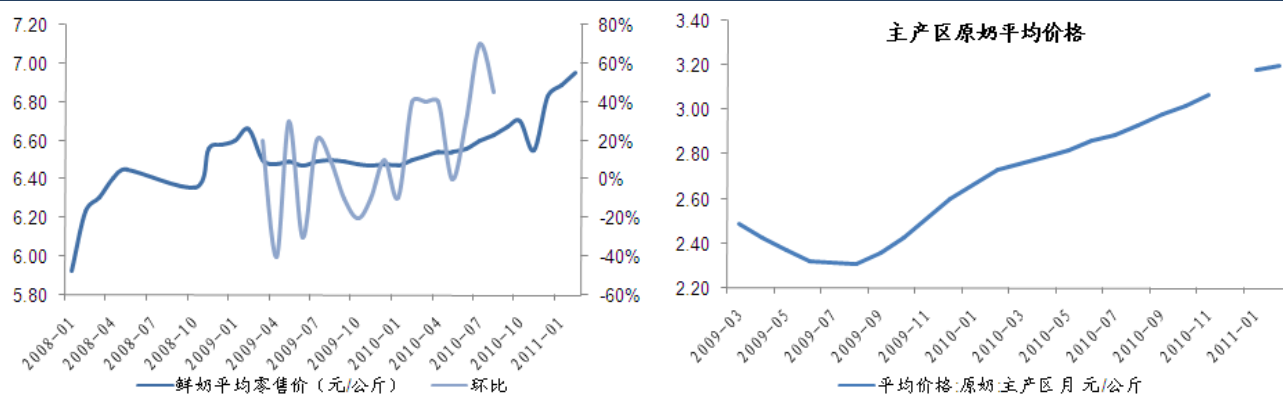
乳制品价格处于上升通道中。主产区原奶平均价格自 2009 年三季度以来步入上升通道,累计涨幅高达 38%以上;鲜奶价格自 2009 年年底以来也步入上升通道,但是累计涨幅为 7.35%,远低于原奶价格涨幅,但是 2010 年年底呈现出加快上涨的趋势。从巴氏奶和利乐枕奶的价格走势看,从 2010 年中期以后也逐步进入了缓慢上升的通道,涨幅在 5%左右。如果从部分地区常温奶价格走势看,常温奶面临的成本压力更大,北京地区由于常温奶乳品定价稍高,从 09 年初至今没有明显上涨,成都地区由于常温奶定价低,自 2010 年初有一定幅度的上涨。总体来说虽然乳制品产品零售价格有所提高,但是提价幅度远低于成本上涨幅度,整个乳制品行业仍然面临较大的成本压力。

图 19: 巴氏奶和利乐枕奶价格处于缓慢上升通道



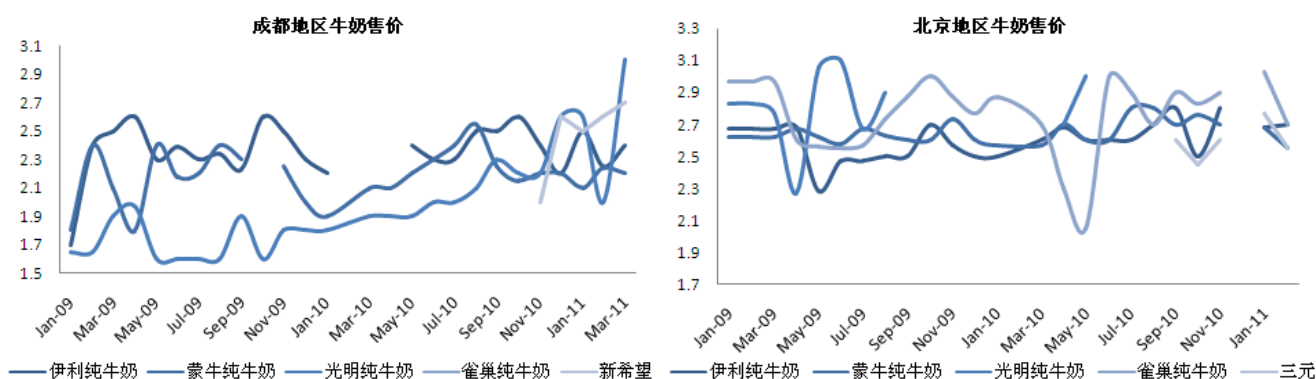
资料来源: Wind 渤海证券研究所

图 20: 原奶价格和鲜奶平均零售价格稳中有升



资料来源: Wind 渤海证券研究所

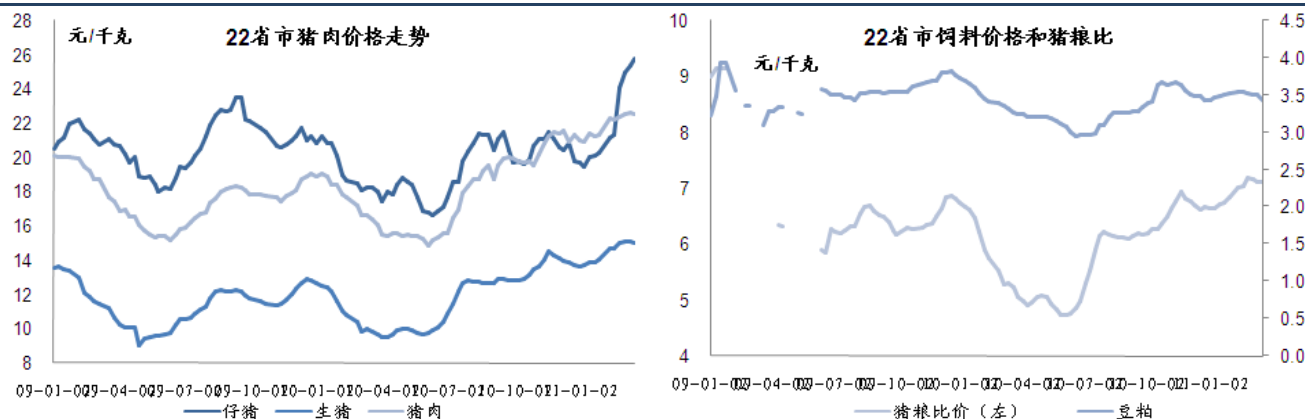
图 21: 部分常温奶品牌价格稳中有升



资料来源: Wind 渤海证券研究所

猪肉价格突破前期高点, 猪粮比高位运行, 仔猪价格快速回升。自 2010 年中期, 猪肉、生猪和仔猪价格达到低位后逐步反弹, 根据 22 省市的数据, 反弹的幅度分别约为 49%、52%和 55%, 猪粮比也逐步改善, 全国大中城市数据显示猪粮比从不到 5 上升至目前的超过 7。

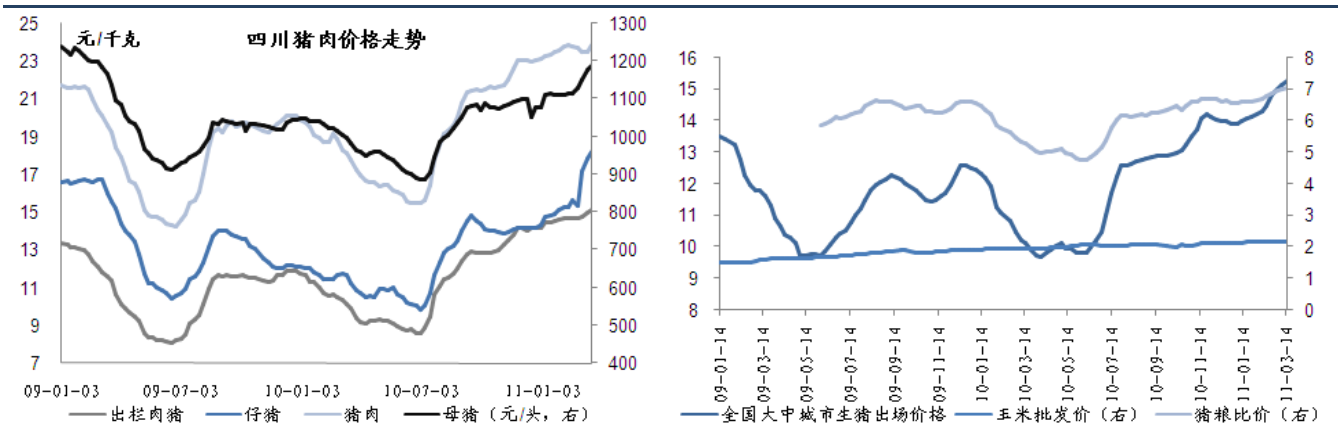
图 22: 22 省市猪肉价格持续走高, 猪粮比高位运行



资料来源: Wind 渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 23: 四川猪肉价格持续走高, 仔猪价格快速上升; 全国大中城市猪粮比价高位运行



资料来源: Wind 渤海证券研究所

小结:

- 1) 关注的食品饮料子行业中, 产销量增速最快的三个行业分别为白酒、葡萄酒和速冻米面食品, 其次为液体乳及乳制品, 再次为啤酒和屠宰行业;
- 2) 产销量增速有可能下滑的行业为白酒, 可能改善的行业有葡萄酒和啤酒行业, 与前期基本持平的行业有乳品行业、速冻米面制品以及屠宰行业;
- 3) 食品饮料行业普遍面临成本压力, 各个行业也通过涨价转移成本压力, 但是白酒行业尤其是高档白酒仍然有能力继续提高毛利率, 葡萄酒次之, 其他行业提价则属于被动消化高涨的成本, 盈利能力下滑概率大。

3. 年报分析

已发布上市公司年报数据显示：白酒、葡萄酒、软饮料、乳品、调味发酵品和食品综合大部分上市公司 10 年收入增速均在 09 年基础上有所加快；啤酒、肉制品和其他酒类 10 年收入增速低于 09 年水平。从四季度单季收入增长水平看，白酒、葡萄酒、乳品和啤酒行业表现相对较好。

从净利润增长趋势看：白酒行业、葡萄酒其他酒类和食品综合 10 年净利润增速在 09 年基础上加快的概率更大；从 4 季度单季净利润增长情况看，白酒、葡萄酒、乳制品表现相对较好。

无论是全年还是四季度单季，收入和净利润增长速度均加快的公司有：伊力特、贵州茅台、沱牌曲酒、*ST 中葡、*ST 通葡、皇氏乳业和三全食品。总体来说，**从目前财报披露情况看，白酒和乳品行业成为去年增长稳定性较强的两个行业。**

表 1：食品饮料上市公司收入、净利润增长趋势表

	收入增长率				净利润增长率			
	09 年	10 年	10 前 3 季	10 第 4 季	09 年	10 年	10 前 3 季	10 第 4 季
白酒								
泸州老窖	15.06	22.89	17.26	38.48	32.18	31.79	25.90	49.49
古井贡酒	-8.41	39.89	28.14	70.67	318.32	123.71	211.32	81.12
酒鬼酒	11.76	53.60	30.76	113.48	42.07	35.79	58.38	-3.45
五粮液	40.29	39.64	42.87	31.30	79.20	35.46	47.67	5.76
洋河股份	49.21	90.38	92.04	86.05	68.71	75.86	69.91	91.25
伊力特	19.15	24.60	21.29	38.45	-10.94	22.79	9.89	146.90
贵州茅台	17.33	20.30	19.47	23.78	13.50	17.13	10.23	66.89
沱牌曲酒	-16.94	23.66	18.57	39.61	29.66	42.18	31.83	98.03
啤酒								
燕京啤酒	15.08	8.52	8.10	11.38	36.03	22.69	26.11	-7.82
珠江啤酒	-12.38	7.96	0.71	33.12	42.84	6.56	23.11	-68.01
重庆啤酒	6.56	5.08	2.87	16.07	10.91	99.42	7.89	456.48
惠泉啤酒	6.42	-17.04	-14.89	-29.02	12.45	-31.18	-8.99	-540.37
青岛啤酒	12.50	10.38	10.95	7.85	79.16	21.64	21.50	12.99
葡萄酒								
*ST 中葡	-27.67	41.03	-1.14	191.06	26.40	136.70	18.86	64,752.10
*ST 通葡	-21.21	20.32	13.99	45.51	-1,864.67	39.66	315.37	36.83
其他酒类								
海南椰岛	34.55	9.47	232.61	-47.73	150.60	71.12	433.47	-101.72
金枫酒业	-79.69	3.55	0.57	9.80	-29.80	-9.86	-9.71	-10.29
软饮料								
承德露露	-12.40	36.71	38.67	30.08	26.27	28.68	91.44	-52.72

维维股份	0.20	67.75	64.71	75.49	334.52	-31.67	-48.72	124.78
乳制品								
皇氏乳业	18.68	34.80	31.98	41.88	24.23	35.81	33.15	42.89
光明乳业	7.94	20.51	12.04	48.18	142.82	58.71	14.15	846.63
调味发酵品								
保龄宝	-2.08	37.16	36.71	38.35	-12.29	8.99	12.19	-2.80
晨光生物	29.56	41.07	28.64	81.53	26.67	30.28	30.61	29.34
量子高科	3.26	23.51	48.31	-14.63	26.81	14.82	73.94	-42.29
安琪酵母	28.60	24.59	26.30	20.51	101.15	35.59	32.67	43.83
恒顺醋业	68.09	-2.14	-0.62	-3.86	162.92	1.91	0.96	2.79
肉制品								
金字火腿	20.64	10.11	10.39	9.36	54.47	19.15	29.21	-0.90
食品综合								
*ST 南方	-8.33	23.68	7.62	65.70	84.02	3,938.35	1,168.10	150.78
三全食品	4.47	33.15	25.42	54.83	11.56	32.38	16.41	54.88
天宝股份	34.91	36.24	55.66	8.29	12.08	61.45	110.16	23.71
双塔食品	17.11	15.24	18.22	8.44	48.99	25.11	7.76	71.17
洽洽食品	-18.58	29.98	0.00	0.00	-2.64	50.08	0.00	0.00
上海梅林	115.67	11.13	-4.47	59.32	-1,494.24	103.93	112.02	98.34

数据来源: Wind 渤海证券研究所 (单位: %, 截止 2011-3-31)

从已公布年报上市公司数据看: 10 年毛利率提升概率大的行业有白酒、啤酒、葡萄酒和软饮料, 毛利率表现不佳的行业有乳制品、调味发酵品和食品综合。从净利率来看, 全年表现比较好的行业有啤酒、白酒、葡萄酒和其他酒类, 从四季度单季来看, 表现比较好的行业有白酒、葡萄酒和食品综合。综合来看, 白酒和葡萄酒上市公司的盈利能力相对稳定甚至得到提升。

无论是全年或者是四季度, 毛利率和净利率均有所提升的上市公司包括伊力特、贵州茅台、*ST 通葡、维维股份、恒顺醋业和双塔食品

表 2: 食品饮料上市公司盈利能力趋势表

	毛利率				净利率			
	2009 年	2010 年	4Q2009	4Q2010	2009 年	2010 年	4Q2009	4Q2010
白酒								
泸州老窖	66.65	69.41	69.59	68.15	36.85	42.46	36.85	40.73
古井贡酒	60.81	71.15	79.87	71.90	25.50	16.70	25.50	26.98
酒鬼酒	78.22	73.91	77.01	74.52	21.07	14.05	21.07	9.58
五粮液	65.31	68.71	73.23	75.40	34.97	29.35	34.97	25.29
洋河股份	58.47	56.31	69.26	59.21	31.52	30.17	31.52	35.03
伊力特	48.82	50.94	58.18	70.89	5.73	12.28	5.73	10.91
贵州茅台	90.17	90.95	88.86	89.95	30.77	45.90	30.77	40.28
沱牌曲酒	46.04	44.10	38.96	52.72	4.80	8.54	4.80	6.80

啤酒								
燕京啤酒	39.80	41.33	33.70	35.34	5.54	8.43	5.54	3.04
珠江啤酒	41.15	40.90	49.64	41.80	2.20	2.99	2.20	0.50
重庆啤酒	46.20	44.07	46.91	42.69	10.71	15.02	10.71	46.30
惠泉啤酒	32.51	34.01	25.88	22.42	1.87	5.69	1.87	-12.52
青岛啤酒	42.94	43.54	40.16	40.42	-0.11	7.96	-0.11	-0.19
葡萄酒								
*ST 中葡	33.08	35.79	67.60	33.01	-27.24	18.54	-27.24	119.07
*ST 通葡	41.59	44.86	12.37	45.22	-276.23	-27.59	-276.23	-119.93
其他酒类								
海南椰岛	22.45	18.35	17.42	20.15	6.66	12.18	6.66	-0.35
金枫酒业	54.22	56.30	57.32	58.31	12.89	13.43	12.89	10.41
软饮料								
承德露露	34.15	34.22	41.48	24.69	20.58	9.85	20.58	6.83
维维股份	27.85	30.88	31.45	44.10	-5.71	4.28	-5.71	2.13
乳制品								
皇氏乳业	41.45	37.28	40.93	36.86	17.44	13.35	17.44	11.58
光明乳业	37.55	34.50	37.86	32.12	1.08	2.38	1.08	3.28
调味发酵品								
保龄宝	21.65	19.56	16.57	17.33	5.90	5.94	5.90	4.15
晨光生物	24.77	21.23	24.90	18.47	14.96	11.80	14.96	11.04
量子高科	51.01	46.40	57.08	43.64	37.77	27.26	37.77	25.58
安琪酵母	36.77	33.75	38.38	30.94	17.17	15.98	17.17	14.32
恒顺醋业	26.97	31.06	26.07	34.14	3.04	3.14	3.04	3.87
肉制品								
金字火腿	36.67	40.58	43.70	39.59	32.48	28.85	32.48	29.44
食品综合								
*ST 南方	43.24	39.06	54.86	40.45	-19.53	36.48	-19.53	0.07
三全食品	35.72	33.44	34.06	28.15	9.02	6.39	9.02	9.92
天宝股份	14.19	17.32	17.51	22.11	12.14	10.47	12.14	13.87
双塔食品	22.83	24.87	23.06	25.34	12.00	14.51	12.00	18.95
洽洽食品	27.99	27.35	0.00	0.00	0.00	7.54	0.00	0.00
上海梅林	7.46	7.01	7.41	4.28	-29.82	-0.42	-29.82	-0.75

数据来源: Wind 渤海证券研究所 (单位: %, 截止 2011-3-31)

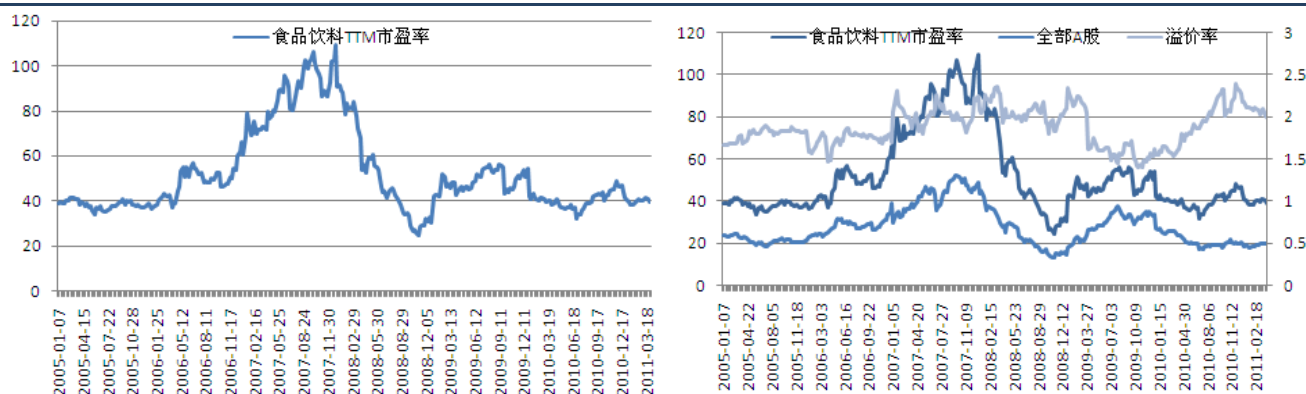
4.投资策略与思路

4.1 估值水平的统计

目前来说,食品饮料行业 TTM 市盈率从历史平均水平来看,仍然处于较低位置,为 39 倍,不但低于自 03 年以来的历史平均水平 54 倍,也在去年年末的 48 倍基础上有了较大幅度的下降,自去年年底以来的板块下跌和业绩稳定增长缓解了板块的估值压力,从这个角度来说,食品饮料行业的估值水平下降空间有限。但是从与整体市场的溢价率对比来看,目前食品饮料行业估值相对于整体市场为 1.99 倍,仍然高于 03 年以来的平均值。仅从估值角度说:行业短期内下跌空间有限,但是显著跑赢大盘的压力也比较大。

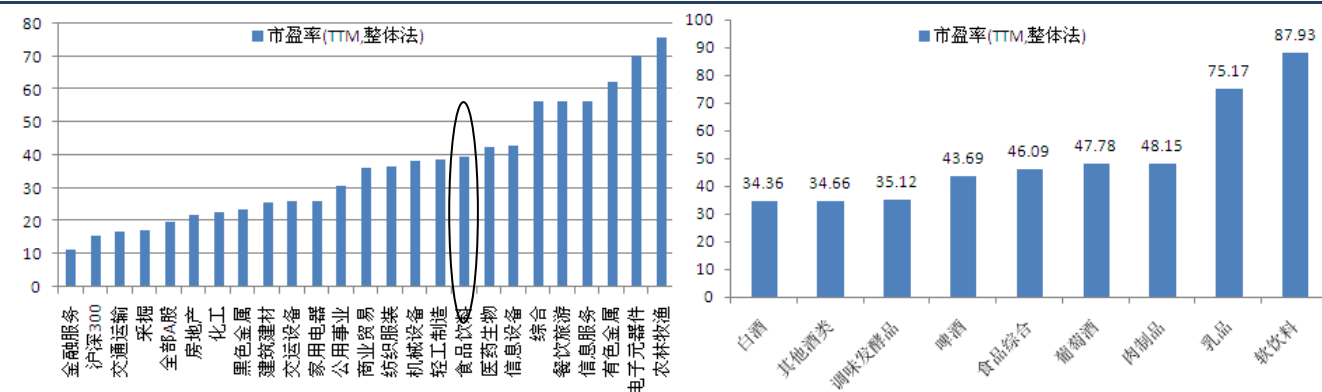
从与其他申万一级行业是估值水平比,食品饮料行业估值稍高,相对于去年年末而言排序并没有发生变化;各子行业估值水平排序中,白酒行业估值水平最低。综合考虑估值和行业增速,白酒具有相对优势。

图 24: 食品饮料行业 TTM 市盈率为 39 倍,相对整体市场溢价率为 1.99 倍



数据来源: Wind 渤海证券研究所 (截止到 2011 年 3 月 31 日)

图 25: 与其他板块相比,食品饮料行业估值稍高



数据来源: Wind 渤海证券研究所 (截止 2011-3-30)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

4.2 消费结构提升是经济发展的题中之义

随着经济的发展和居民收入水平的提升，居民消费结构提升是水到渠成的事情。在年度策略里，我们已经提到了在城市和农村消费者在主要消费品上消费结构提升的路径：即农村以传统食品链上的升级（更注重量和品种）、城镇在方便食品和保健食品上的升级（更注重品质）。

十二五规划第八篇为“改善民生，建立健全基本公共服务体系”，其中提到的方面包括以下几项：1）实施就业优先战略，坚持把促进就业放在经济社会发展的优先位置；2）合理调整收入分配关系，初次分配和再分配都要处理好效率和公平的关系，再分配更加注重公平，努力提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重，尽快扭转收入差距扩大趋势；3）健全覆盖城乡居民的社会保障体系，完善基本医疗卫生制度，健全医疗保障水平；4）提高住房保障水平，极大保障性住房供给，改善房地产市场调控。

十二五规划改善民生主要是从三方面入手：1）改善就业、提高收入；2）更加注重收入分配的公平性，扭转收入扩大的趋势；3）提高社会保障水平，解决制约消费者消费的后顾之忧。*我们觉得随着经济发展和社会财富的增长，高档品、奢侈品的发展是自然而然的事情，但是随着我国居民收入结构更加合理，中低收入者收入、社会保障等不断提升，中档消费品将迎来整个市场容量扩充的黄金时期。*

4.3 二季度调整构成为买点

短期看，食品饮料行业面临不利因素：1）主要是目前整个消费类行业处于相对困难的时刻，通胀高企，消费者储蓄意愿高、消费意愿低；2）食品饮料行业估值虽然与历史水平相比不高，但是相对于整个市场或者其他行业仍然不具有吸引力。但是目前的情况与 2008 年金融危机时相比存在一定的不同，主要在于消费者对就业和收入增长信心较足，*因此随着三、四季度通胀的逐步回落，消费者的消费意愿会增强。我们判断二季度行业跑赢大盘的概率不大，但是如果二季度下跌，将会成为年内较好的买点。*

4.4 投资思路和股票池

关注政策受益

为提高中低收入阶层的消费能力，近期有望实现的刺激措施就是提高所得税率起

征点和调整税率级距，有利于减轻中低收入消费者的税率负担，从而提高其消费水平，主要受益的食品饮料子行业有乳业、啤酒、肉制品等日常消费品，亦会促进诸如油盐酱醋等生活必需品的升级。但是像乳业、啤酒、肉制品等属于成熟行业，整体增速较慢。另外，乳制品行业的整合、以及瘦肉精事件后肉制品行业的整合将会为品牌实力强、渠道建设广的龙头企业提供提高市场占有率的机会。**主要关注伊利股份、燕京啤酒（旺季将至+估值不高）以及双汇股份超跌带来的投资机会。**

关注通胀

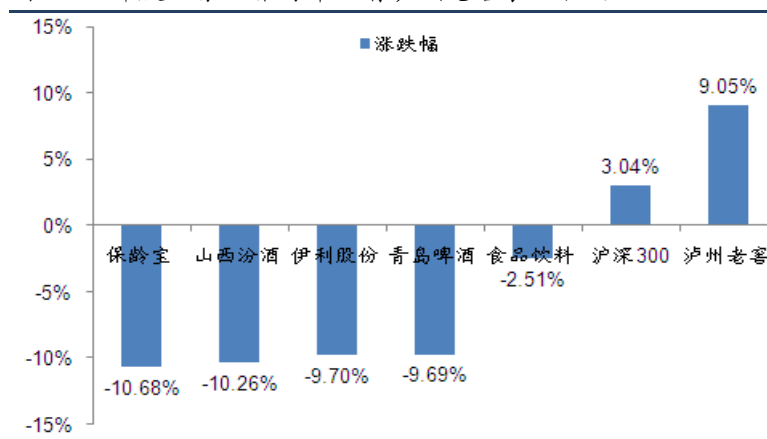
2010 年年度策略中，我们讨论了通胀对行业增长和盈利能力的影响，得出白酒行业是食品饮料子行业中受通胀负面影响最小的行业，而且从年报公布情况来看，白酒行业无论是从收入、利润和盈利能力的年度情况和四季度单季增长情况，表现都相对较好。另外，白酒行业目前估值水平是所有子行业中最低，并且利润增长势头较好。**综合考虑通胀以及市盈率和增速的匹配，我们认为白酒行业值得关注，尤其是一线白酒，建议关注五粮液、泸州老窖和山西汾酒。**

表 3：重点关注食品饮料上市公司

股票名称	3.31 收盘价	每股收益			市盈率		
		09 年	10 年	11 年	09 年	10 年	11 年
泸州老窖	44.6	1.2	1.58	1.98	37.17	28.23	22.53
山西汾酒	61.5	0.82	1.21	1.82	75.00	50.83	33.79
五粮液	31.89	0.86	1.16	1.45	37.08	27.49	21.99
伊利股份	34.55	0.81	0.92	1.21	42.65	37.55	28.55
燕京啤酒	18.81	0.52	0.64	0.8	36.17	29.39	23.51
保龄宝	23.49	0.38	0.41	0.72	61.82	57.29	32.63

数据来源：Wind 渤海证券研究所

图 26：年度股票池推荐中只有泸州老窖表现较好



数据来源：Wind 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.cn

xiexd@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