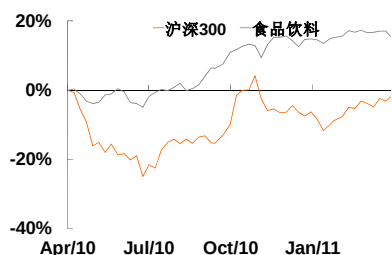


食品饮料行业策略月报（2011年4月）： 估值受抑，关注超调

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3月): 展望一季报, 留意业绩与估值双升机会》, 2011年3月2日

《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》, 2011年2月9日

《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

证券分析师

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

■ **1573品牌面临再度提升机遇。**我们认为, 泸州老窖1573品牌面临再度提升的机遇, 但赶超五粮液将是长期过程且难度不小。1573品牌进入新的成长期显然将提升老窖投资价值, 而看得更长远些, 暂时走弱的品牌也许正为下一次复苏酝酿机会。

■ **3月食品饮料略输于沪深300。**3月, 申万食品饮料指数微跌0.9%, 沪深300当月微跌0.5%。子行业中, 总市值加权后取得正收益的是啤酒和高端白酒, 但啤酒应是被重庆啤酒拉动, 表现最弱的分别是肉制品和乳品, 前者应该是受双汇影响, 后者表现疲软也可能是因为2月表现太强, 故出现回落。

■ **估值上行空间受抑, 下行压力减小。**相比银行、地产, 食品饮料及各子板块估值优势并不明显, 这种背景下, 除非出现牛市, 否则估值上行空间容易被抑制。同时, 经历2010年12月以来多个连续调整, 食品饮料部分子行业估值水平已明显下降, 下行压力也明显减小。

■ **关注超调。**当前, 食品饮料不少公司估值已相当便宜, 如高端白酒2011年PE仅为21倍左右, 非高端白酒2011年PE仅为30倍出头, 一旦因为短期市场因素触发调整, 相关个股很容易出现超调机会, 若将投资周期拉长, 则意味着有高回报率机会。近期可能触发超调的短期市场因素包括季报预期兑现、市场资金被低估值板块吸引等。

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		4月6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	60.00	0.82	1.14	1.94	73.2	52.6	30.9	强烈推荐
张裕 A	000869	84.33	2.14	2.60	3.26	39.4	32.4	25.9	强烈推荐
张裕 B	200869	65.72	2.14	2.60	3.26	30.7	25.3	20.1	
贵州茅台	600519	176.98	4.57	5.35	8.25	38.7	33.1	21.5	强烈推荐
五粮液	000858	30.67	0.85	1.16	1.52	35.9	26.5	20.2	推荐
泸州老窖	000568	42.60	1.20	1.58	2.06	35.5	26.9	20.7	强烈推荐
青岛啤酒	600600	31.62	0.93	1.13	1.35	34.1	28.1	23.4	推荐
燕京啤酒	000729	18.88	0.52	0.63	0.68	36.4	30.0	27.8	中性
伊利股份	600887	34.42	0.81	0.88	1.24	42.5	38.9	27.8	推荐
均值						41.8	32.7	24.4	

正文目录

一、	当期热点探讨——1573 挑战五粮液会成功吗？	3
1.1	1573 挑战五粮液会成功吗？	3
1.2	市场回顾——3 月食品饮料略输于沪深 300.....	4
1.3	3 月食品饮料相对估值略有下降	5
二、	四月策略——估值受抑，关注超调.....	6
2.1	估值受抑	6
2.2	关注超调	6
三、	三月调研与业绩预测调整	7
四、	行业数据跟踪分析.....	8
4.1	价格观察——成本压力明显加大	8
4.2	产量跟踪：2 月葡萄酒产量增速领先.....	9

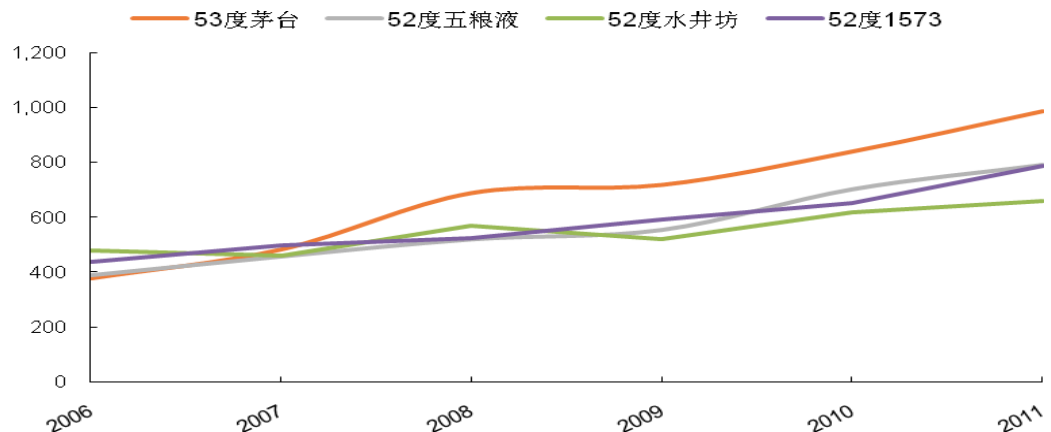
一、 当期热点探讨——1573 挑战五粮液会成功吗？

1.1 1573挑战五粮液会成功吗？

调整仍是 1573、水井坊主基调。无独有偶，今年春糖会期间，泸州老窖和水井坊领导均表达出背水一战之意，前者认为必须在价格策略上“赌”一把；后者则正对营销战略大调整，有不成功则成仁之意。实际上，从 2008 年开始，随着茅台与五粮液两巨头连续提价与放量，靠价格领先和渠道细分迅速成长起来的 1573 和水井坊压力陡增，调整成为两者主基调，时至今日，这种情况仍未改变。

1573 希望价格上再度领先五粮液。相比水井坊销量下降、与茅台、五粮液零售价差逐步拉大，泸州老窖此前对 1573 的调整更积极，效果也更好。2008-2010 年，1573 销量稳中有升，且连续多次提价保证终端零售价坚挺。这种背景下，2011 年，泸州老窖继续从两方面提升 1573 价格体系：一是力推更高端的 1573 中国品味系列，提升品牌形象和满足更高层次消费者的需求；二是不惜代价推动经典装 1573 继续大幅提价，力图在价格上压五粮液一头，稳住品牌形象。

图表 1 1573零售价紧跟五粮液，水井坊与三者价差逐步拉大



备注：2007-2011年是糖酒快讯北京市场调研数据，2007年是4月数据，2008-2011年是1月数据。2006年是平安搜集。
资料来源：平安证券研究所

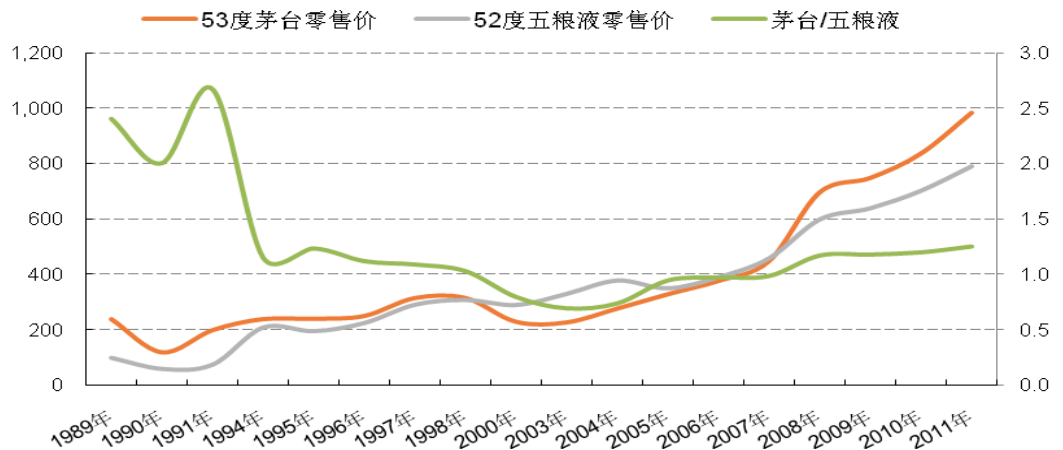
1573 零售价有机会再度超越五粮液。价格直接代表高档白酒品牌定位，故老窖 1573 零售价表现对其品牌价值有重要影响，进而会影响其在高档白酒市场上的份额。当前来看，1573 零售价面临超过五粮液的机遇，包括：五粮液管理层战略定位正处模糊期，这主要是指尽管主导产品五粮液与茅台价差逐步拉大，但当前仍未看到五粮液管理层在平衡销量和价格关系上有清晰的思路，这可能为竞品如 1573 提供可乘之机；第二是中国高档白酒价格升级速度很快，茅台已在 1000-2000 元/瓶这一价格档次上开发出超过万吨容量的市场，1573 中国品味真接切入这一市场，相比五粮液更可能获得先发优势；第三点则是泸州老窖管理层明确提出零售要超五粮液，且过去几年已构建了灵活而行之有效的价格管控模式，执行力优势明显。

1573 挑战五粮液的难度高于当年五粮液追赶茅台。通过控量提价、运作市场，五粮液在 1989 年名酒价格放开后 10 年内实现了零售价格超茅台，品牌价值极大提升。1573 当前控量提价、运作渠道行为、目的与当年五粮液境况相似，但今时今日挑战五粮液难度显然要大得多，最重要原因是五粮液和茅台品牌深入消费者人心，如两者 2010 年高端产品收入(不含税)约为 100 亿元，1573 仅为约

25 亿元，又如两者此前仅需控量提价就迅速消灭了水井坊和 1573 的价格领先优势。但另一方面，剑南春逐渐被边缘化的经验表明，高档白酒品牌更迭并非不可能。

综上，我们认为，泸州老窖 1573 品牌面临再度提升的机遇，但赶超五粮液将是长期过程且难度不小。1573 品牌进入新的成长期显然将提升老窖投资价值，而看得更长远些，暂时走弱的品牌也许正为下一次复苏酝酿机会。

图表 2 五粮液曾用10年时间实现零售成功赶超茅台

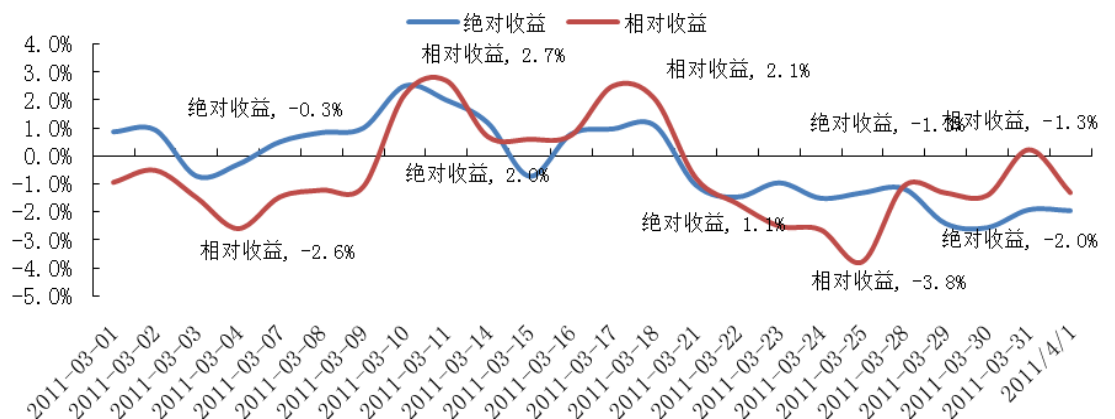


备注：2007-2011年是糖酒快讯北京市场调研数据，2007年是4月数据，2008-2011年是1月数据。2006年是平安搜集。
资料来源：平安证券研究所

1.2 市场回顾——3月食品饮料略输于沪深300

3月食品饮料略输于沪深300。3月，申万食品饮料指数微跌0.9%，沪深300当月微跌0.5%，食品饮料略输于市场。分析数据特点，3月前4个交易日食品饮料均与沪深300走势相反，似乎表明，随着调仓、估值等压力减小，食品饮料防守特性开始显现。但最后一个交易周食品饮料跌得比沪深300还快，又似乎表明食品饮料弱势局面仍在延续。

图表 3 3月食品饮料略输于沪深300，两者前四个交易周走势相反

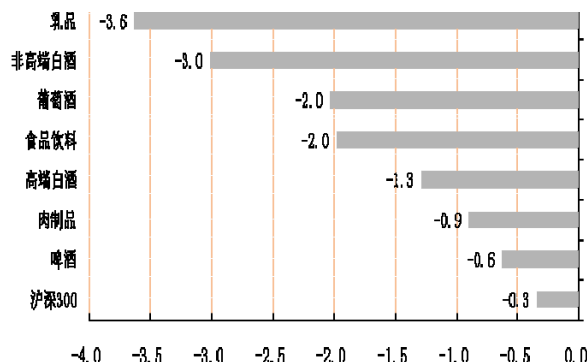


备注：以沪深300为标的指数计算相对收益，当日收盘价比上个交易周收盘价，区间为11.02.28-11.04.01。

资料来源：WIND资讯，平安证券研究所

高端白酒过去一个月取得正收益，肉制品和乳品大幅落后大盘。子板块中，最近5个交易日下跌幅度最少的是啤酒、肉制品和高端白酒，最弱的是乳品。最近一个月，总市值加权后取得正收益的是啤酒和高端白酒，但啤酒应是被重庆啤酒拉动，表现最弱的分别是肉制品和乳品，前者应该是受双汇影响，后者表现疲软也可能是因为2月表现太强，故出现回落。

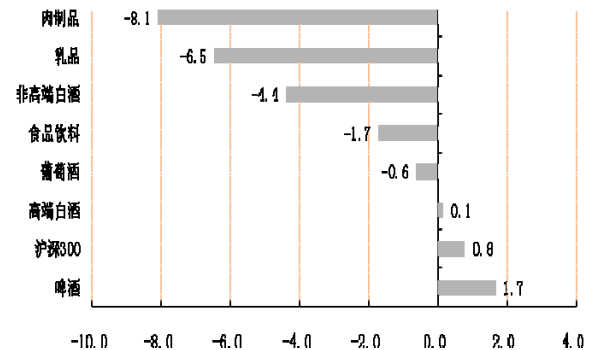
图表 4 过去一交易周股价涨幅



备注：股价截止3月31日

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 5 过去一个月股价涨幅



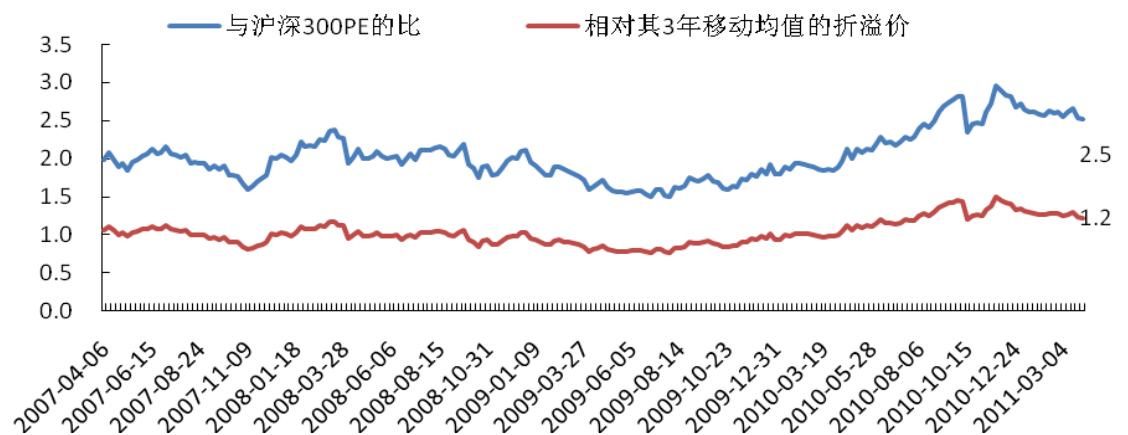
备注：股价截止3月31日

资料来源：平安证券研究所、Wind

1.3 3月食品饮料相对估值略有下降

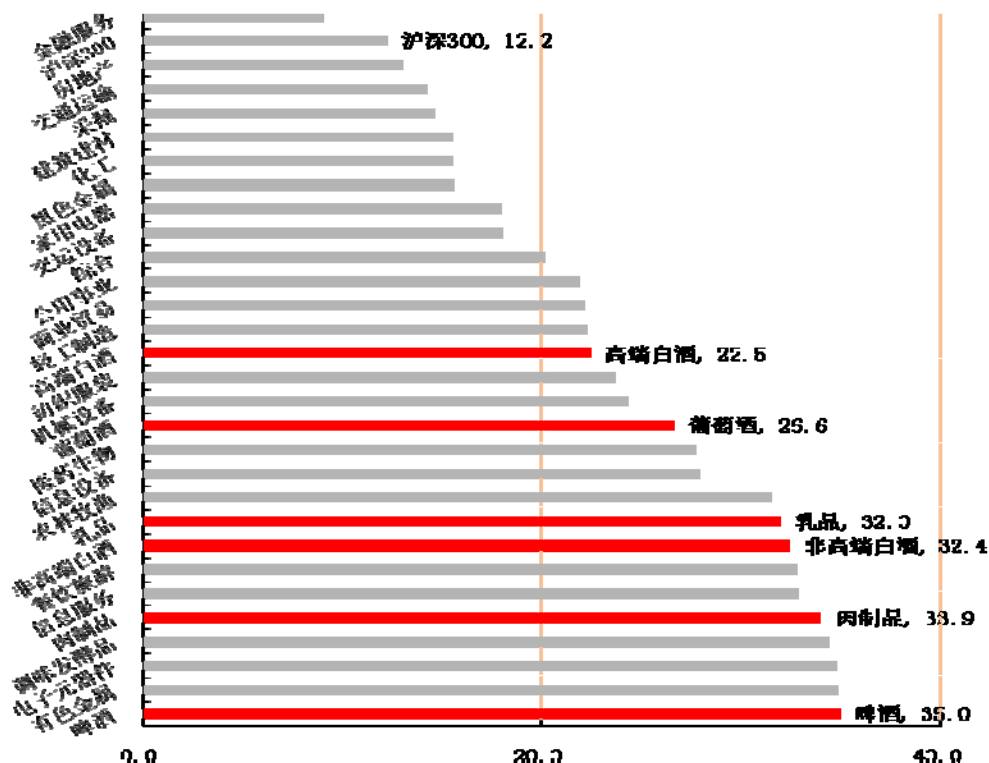
3月份，食品饮料相对市场的估值略有下降。至3月31日，食品饮料PE(TTM)高出沪深300指数150%，较3年移动均值溢价20%，相比历史仍算高位，较2月末略有下降。分子行业来看（2011年预期PE），除高端白酒外，其余子行业PE仍处于市场中上游，但除啤酒外PE绝对值普遍较2月份有所下降。当前，食品饮料相对市场的估值优势仍不明显，但高估压力也已大大减小。

图表 6 食品饮料PE(TTM)与沪深300比值为2.5，较3年移动均值溢价约20%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 7 食品饮料子行业2011年预期PE在市场上仍处于中上游



资料来源：平安证券研究所、Wind

二、 四月策略——估值受抑，关注超调

2.1 估值受抑

估值上行空间受抑，下行压力减小。相比银行、地产，食品饮料及各子板块估值优势并不明显，这种背景下，除非出现牛市，否则估值上行空间容易被抑制。同时，经历2010年12月以来多个月的连续调整，食品饮料部分子行业估值水平已明显下降，下行压力也明显减小。

进攻次优，但振荡或下行市场中更可能受压。4月份，若市场向上，金融、地产等具明显估值优势个股更可能继续吸引资金流入，并导致其他板块资金流出，由于机构仓位和相对估值较高，食品饮料早期容易成为换仓对象，从而成为“进攻次优选择”。若4月市场出现振荡或下行，由于同样理由，调仓可能给食品饮料及各子行业带来压力。

2.2 关注超调

关注超调，如子行业中的高端白酒、非高端白酒等。当前，食品饮料不少公司估值已相当便宜，如高端白酒2011年PE仅为21倍左右，非高端白酒2011年PE仅为30倍出头，一旦因为短期市场因素触发调整，相关个股很容易出现超调机会，若将投资周期拉长，则意味着有高回报率机会。近期可能触发超调的短期市场因素包括季报预期兑现、市场资金被低估值板块吸引等。

三、 三月调研与业绩预测调整

3月份，我们参加了春季糖酒会，并对泸州老窖、山西汾酒、五粮液、水井坊等公司进行了调研。

汾酒首季业务增长超预期，60元以下可积极买入。调研中，我们了解到山西汾酒2011年首季业务增长超过了市场预期，公司随后在3月底宣布上调主力产品青花瓷价格10%-20%，我们估计，公司还可能将全年40亿营收计划上调10%-20%。对应，我们将2011年EPS预测值上调至了1.94元，建议60元以下积极买入。具体可参见《山西汾酒投资者交流会会议纪要--首季业务超预期，60元以下建议积极买入》，3月25日。

泸州老窖1573价格继续大幅上涨，未来3年净利年均增长30%可期。2011年，泸州老窖看点包括：重点推零售价接近2000元/瓶的新品中国品味；2011年初继续大幅提高1573经典装出厂价，当前名义出厂价已达到719元(此后将视市场情况决定是否提高实际出厂价)，一方面希望在零售价格上超过五粮液，另一方面有望带动1573实际出厂均价上升22%；计划通过组织、渠道、产品扩张推动中低档白酒业务全年增长78%，且在2010年试点基础上，金奖特曲将在博大销售公司体系中得到大力推广。我们认为，新品中国品味和1573均价提升能支持老窖未来3年净利年均增30%，建议50元以下可积极买入。相关报告可参见《泸州老窖（000568）年报点评—净利年均增30%可期，50元以下可积极买入》，3月27日。

五粮液2011年业绩增长无忧，但有战略选择压力。由于留有大量余粮，我们判断，未来3年五粮液净利可保持20%-30%的增速。相比业绩，五粮液战略选择压力更大一些，毕竟前有茅台零售价一骑绝尘，后有1573步步紧逼，加上2010年主品牌五粮液12800吨的出货量，五粮液管理层如何确定量价策略，进而选择品牌策略变得非常现实。从糖酒会调研情况来看，公司管理层希望不仅量要有增长，且价格在满足3个条件时也要往上提。

水井坊营销战略调整效果待观察。2006年帝亚吉欧首次购入全兴集团股权，后其主导水井坊就生产、风控、危机管理、营销等进行了一系列的调整，至2011年初，包括营销组织方式在内的内部调整初步完成。外资主导下，水井坊对高端产品的经营思想将转为品牌塑造为主，以吸引真正品鉴类消费者，公司也将以此梳理费用投放结构和方式。考虑水井坊当前品牌在国内竞品中的地位，以及国内高端白酒以政商务消费为主导，我们认为这种调整的效果需要观察。

综合年报和调研，3月我们调整了泸州老窖、山西汾酒、五粮液、贵州茅台和青岛啤酒的业绩预测，其中泸州老窖和山西汾酒有小幅上调，反映对业务成长性的预期变化；五粮液调低了2011年业绩预测，但调高了2012-2013年业绩，反映对公司平滑业绩的预期；贵州茅台和青岛啤酒最近两年业绩预测有所调低，反映年报最新信息。

图表 8 3月业绩预测调整情况

	调整幅度			调整后EPS			调整理由
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
泸州老窖	7%	6%	8%	2.06	2.68	3.43	年报更新
山西汾酒	5%	16%	16%	1.94	3.04	3.55	调研更新
五粮液	-2%	3%	14%	1.52	1.87	2.30	年报更新
贵州茅台	-10%	-12%	-5%	7.80	10.13	12.14	年报更新
青岛啤酒	-13%	-8%	1%	1.35	1.63	1.96	年报更新

资料来源：平安证券研究所

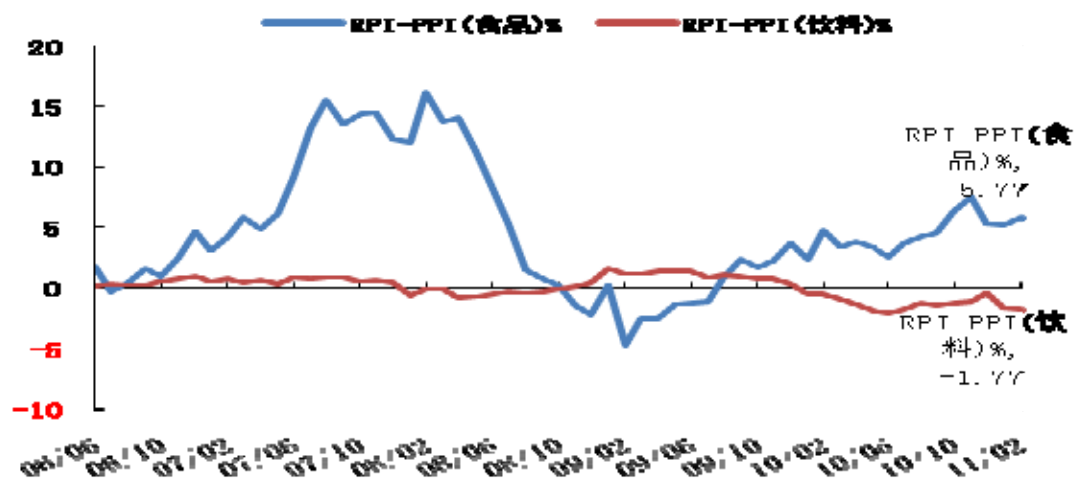
四、行业数据跟踪分析

4.1 价格观察 成本压力明显加大

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2月份仍高达5.77%，且RPI与PPI均在上升，表明与去年同期比，食品价格在上升，且价差变化明显有利于食品零售渠道毛利率提升；饮料方面，2月PPI增速环比1月上升0.31个百分点，RPI增速环比上升0.2个百分点，饮料RPI与PPI之差为-1.77%，表明出厂价上涨快于零售价，渠道毛利率下降幅度加大。

上游方面，3月份10原奶主产区均价3.2元/千克，与2月份持平，这是09年8月本轮原奶价格上涨以来首次月度均价环比持平，但由于翘尾因素，同比2010年3月，原奶价格涨幅仍高达17%。生猪价格在2月底冲高，3月有小幅回落，这应该与农历新年过后需求下降有关。从存栏来看，2月生猪存栏数量较1月仍小幅下降100万头，能繁母猪存栏则小幅下降10万头至4730万头。

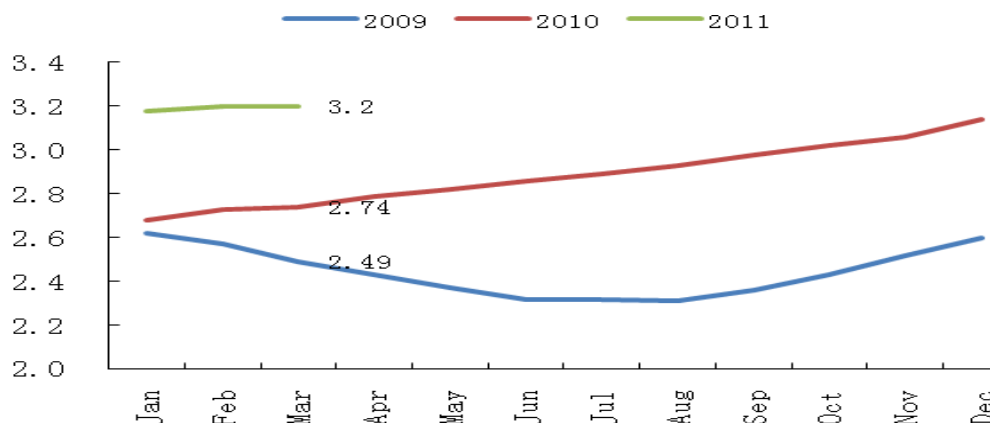
图表 9 食品零售渠道毛利率空间仍在增大



资料来源：平安证券研究所、Wind

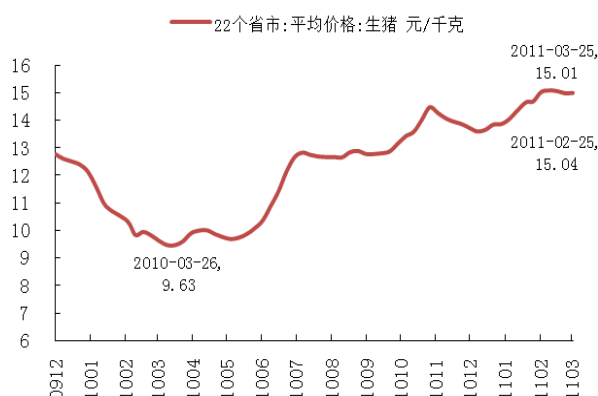
图表 10 原奶价格3月同比增长17%，环比2月持平

单位：元/千克



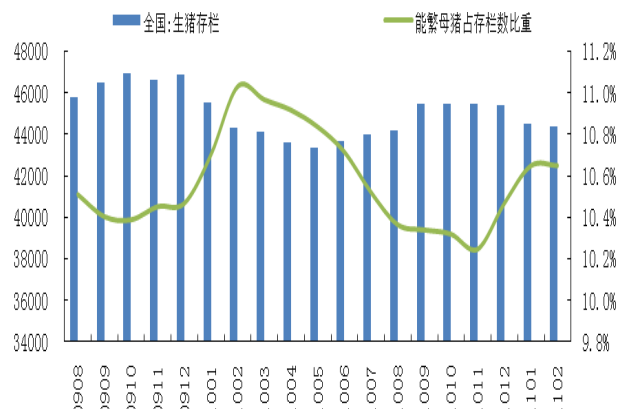
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 11 3月生猪价格小幅回落 单位：元/千克



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 12 2月母猪存栏稳定 单位：万头



资料来源: wind, 平安证券研究所

4.2 产量跟踪：2月葡萄酒产量增速领先

图表 13 2011年2月份葡萄酒产量增速达到33.4%

子行业	1-2月累计产量同比增速	2月产量同比增速
白酒	25.4%	22.3%
啤酒	7.9%	4.8%
葡萄酒	23.6%	33.4%
液体乳	9.8%	7.2%
成品糖	5.7%	4.9%
果菜汁及饮料	15.1%	23.5%

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）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。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：

此报告旨在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