

食品饮料行业

2011年第二季度投资策略

评级：看好

食品饮料行业研究员

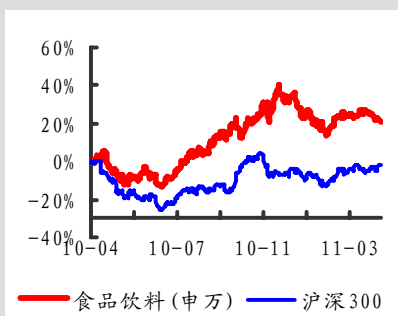
王永锋

执业证书编号：S0070210070004

电话：010-88086830-722

邮箱：wangyf@rxzq.com.cn

食品饮料行业与沪深300指数对比：



相关研究：

《食品饮料行业 2011 年度投资策略：消费升级背景下的投资机会》2010/12/14

《食品饮料行业 2010 年四季度投资策略：次高端白酒及红酒的投资机会》2010/09/16

《酒鬼酒深度报告：传世妙品，等待崛起中的酒鬼酒》2011/03/22

《安琪酵母深度报告：拥有宽广护城河的世界级酵母龙头》2010/07/19

《山西汾酒深度报告：得文化者得天下——汾酒文化，清香天下》2010/07/02

《青岛啤酒深度报告：百年青啤扩张之路》2010/06/01

《白酒行业研究报告—白酒行业：不只是防守，期待板块行情启动》2010/03/31

二季度买入，四季度收获

投资要点

- **一季度行业表现回顾。**1、**一季度食品饮料行业累计涨幅为-3.03%。**2011年一季度，在申万23个一级行业指数涨跌幅排名中，食品饮料行业排名倒数第7，仅跑赢市场0.76个百分点。2、**宏观数据。**2011年2月社会消费品零售总额同比增长仅为11.60%，大幅低于往年正常水平；同时CPI继续维持高位。
- **行业分析。**1、**白酒：估值接近历史低点，具备安全边际，战略性买入。**我们对白酒行业的观点仍未改变，最看好以洋河股份、山西汾酒、古井贡酒为代表的次高端白酒市场，以上述3家公司为代表的次高端白酒市场2011年保持50%左右的平均增速确定性较强。2、**葡萄酒：正在经受进口葡萄酒冲击。**进口酒对国内葡萄酒行业的冲击仍在继续，我们目前对葡萄酒行业持谨慎态度。3、**啤酒：行业买点渐行渐近。**（1）产量基数较低。受去年凉夏影响，2010年啤酒产量增速仅为6.28%，今年产量增速超越去年可能性很大。（2）啤酒提价和原材料价格下滑形成的剪刀差。4、**黄酒：关注销售持续好转的古越龙山。**我们认为2011年古越龙山收入和利润均大幅度超常规的增加，可能是公司业绩发生飞跃的一个先兆，古越龙山的销售经营情况值得持续跟踪。5、**乳制品：原奶价格继续上涨，看好行业龙头伊利股份。**（1）伊利股份销售规模扩大，期间费用率下滑，净利润率有望大幅提升。（2）伊利股份管理层行权最终截止时间为2014年3月，距离管理层行权越来越近，真实业绩将得以释放。（3）公司经历过2004年多名管理层被拘、2008年三聚氰胺事件，但公司发展不受其影响，反而会在事件之后，经营情况更上一层楼。6、**肉制品：猪肉价格的上涨预期。**行业增速继续保持高位，猪肉价格存在上涨预期。但是“瘦肉精”事件对行业龙头双汇发展影响巨大，“瘦肉精”事件对双汇发展的影响短期内难以消除。另一方面，公司计划“十二五”期间，屠宰业务保持20%增速，肉制品业务保持12-15%增速，集团利润CAGR达到25%以上，我们对双汇发展未来持谨慎乐观态度。
- **估值分析。**目前食品饮料行业动态PE为37.83倍，估值水平低于2003年以来的平均值（39.93倍），估值水平已经处于相对安全范围内。从动态PE倍数来看，食品饮料行业相对于全部A股的动态PE倍数为1.96倍（如果剔除西藏发展、啤酒花、珠江啤酒等100倍以上高估值个股，食品饮料行业动态PE会更低），处于相对合理估值水平（2005年以来的平均估值倍数为1.81倍）。随着下半年消费旺季到来，食品饮料板块市盈率（TTM法）将继续下滑，建仓食品饮料行业的时间窗口（4月份到6月份）已经打开。我们看好白酒、啤酒、葡萄酒三个估

值较低的子行业，尤其是白酒和啤酒两个子行业。

- **投资策略。**我们现在的观点和2011年年度策略报告时的观点保持一致，依旧认为食品饮料行业主要存在以下3类投资机会。**1、成长型：**洋河股份、山西汾酒、古井贡酒。**2、稳健型：**贵州茅台、五粮液、张裕A、伊利股份。**3、拐点型：**泸州老窖、承德露露、黑牛食品、青岛啤酒、燕京啤酒。

简称	股价	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
洋河股份	211.68	2.79	4.90	7.51	75.87	43.20	28.19	买入
山西汾酒	63.22	0.82	1.14	1.80	77.10	55.46	35.12	买入
古井贡酒	73.80	0.60	1.34	2.20	123.00	55.07	33.55	买入
贵州茅台	177.42	4.57	5.35	7.48	38.82	33.16	23.72	买入
五粮液	31.07	0.85	1.16	1.50	36.55	26.78	20.71	买入
泸州老窖	43.08	1.20	1.58	2.02	35.90	27.27	21.33	买入
青岛啤酒	87.49	0.93	1.13	1.40	35.25	29.01	23.41	买入
燕京啤酒	32.78	0.52	0.64	0.80	37.56	30.52	24.41	买入
承德露露	19.53	0.73	0.59	0.81	31.58	39.07	28.46	买入
黑牛食品	35.82	0.67	0.70	1.10	52.54	50.29	32.00	买入
伊利股份	36.30	0.81	0.92	1.25	44.22	38.93	28.66	买入
张裕 A	35.20	2.14	2.72	3.38	40.88	32.17	25.88	增持
三全食品	23.05	0.47	0.64	0.85	77.23	56.72	42.71	增持
安琪酵母	36.04	0.77	0.93	1.31	46.81	38.75	27.51	增持

正文目录

1、一季度行业表现回顾	5
1.1. 一季度食品饮料行业累计涨幅为-3.03%，仅跑赢市场 0.76 个百分点	5
1.2. 2 月份社会消费品零售总额增速大幅下滑，CPI 继续维持高位	6
2、行业分析	7
2.1. 白酒：估值接近历史低点，具备安全边际，战略性买入	7
2.2. 葡萄酒：正在经受进口葡萄酒冲击	10
2.3. 啤酒：行业买点渐行渐近	11
2.4. 黄酒：关注销售持续好转的古越龙山	12
2.5. 乳制品：原奶价格继续上涨，看好行业龙头伊利股份	13
2.6. 肉制品：猪肉价格的上涨预期	14
3、投资策略	15
3.1. 估值分析	15
3.2. 重点公司推荐	16
附录：2010/11 年参考研究报告	17

图表目录

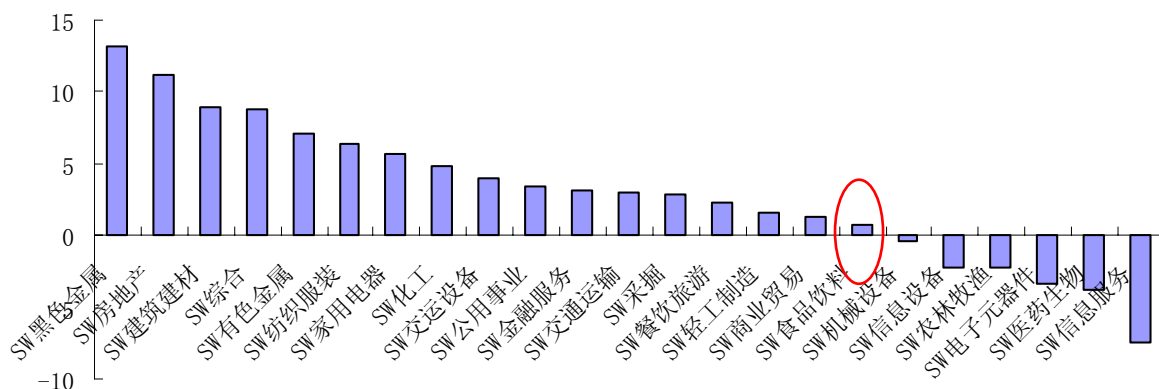
图表 1 一季度各个行业涨跌幅情况	5
图表 2 沪深 300 指数和申万食品饮料行业指数	5
图表 3 各个子行业涨跌幅	5
图表 4 社会消费品零售总额情况	6
图表 5 CPI 变动情况	6
图表 6 我国消费者信心指数	6
图表 7 我国白酒行业收入、利润增长情况	7
图表 8 茅台出厂价、零售价	7
图表 9 五粮液出厂价、零售价	7
图表 10 国窖 1573 出厂价、零售价	8
图表 11 我国白酒产量增长情况	8
图表 12 部分白酒企业估值和净利润增速	8
图表 13 超高端白酒代表公司估值情况	9
图表 14 次高端白酒代表公司估值情况	9
图表 15 我国葡萄酒行业收入、利润增长情况	10
图表 16 我国葡萄酒产量增长情况	10
图表 17 我国葡萄酒进口情况	10
图表 18 我国啤酒行业收入、利润增长情况	11
图表 19 我国啤酒产量增长情况	11
图表 20 我国大麦期货合同价	11
图表 21 黄酒行业收入、利润增长情况	12
图表 22 我国黄酒产量增长情况	12
图表 23 我国乳制品行业收入、利润增长情况	13
图表 24 我国乳制品产量增长情况	13
图表 25 我国主产区原奶平均价	13
图表 26 我国屠宰及肉类加工收入、利润增长情况	14
图表 27 我国仔猪、生猪、猪肉均价	14
图表 28 我国猪粮比价	14
图表 29 食品饮料行业动态PE倍数走势	15
图表 30 食品饮料各子行业动态PE走势	15
图表 31 重点食品饮料公司盈利预测和估值表	17

1、一季度行业表现回顾

1.1. 一季度食品饮料行业累计涨幅为-3.03%，仅跑赢市场0.76个百分点

2011年一季度，在申万23个一级行业指数涨跌幅排名中，食品饮料行业排名倒数第7，仅跑赢市场0.76个百分点，好于信息服务（-7.44%）、医药生物（-3.79%）、电子元器件（-3.43%）、农林牧渔（-2.26%）、信息设备（-2.18%）、机械设备（-0.42%）等6个行业。

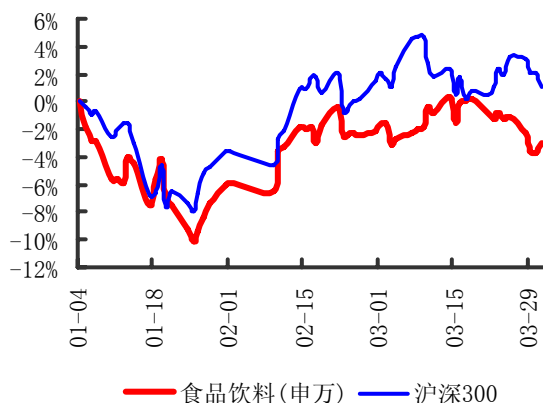
图表 1 一季度各个行业涨跌幅情况（%）



数据来源：wind，日信研究

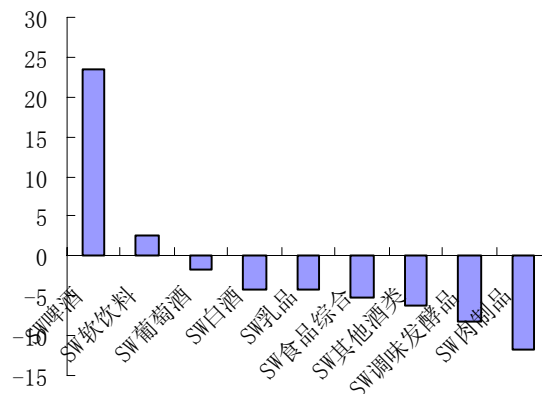
截至3月31日，沪深300指数和申万食品饮料行业指数2011年累计涨幅分别为1.05%和-3.03%，食品饮料行业指数跑输大盘4.08个百分点。分子行业来看，啤酒、软饮料、葡萄酒、白酒、乳制品、食品综合、其他酒类、调味发酵品、肉制品子行业涨幅分别为23.55%、2.49%、-1.64%、-4.08%、-4.26%、-5.16%、-6.10%、-8.12%、-11.74%。其中啤酒涨幅最大主要是由于西藏发展受稀土矿投资影响，涨幅达到144.87%所致；肉制品跌幅最大是受双汇发展“瘦肉精”事件影响；白酒、葡萄酒等食品饮料行业主力品种一季度表现差强人意。

图表 2 沪深300指数和申万食品饮料行业指数



数据来源：wind，日信研究

图表 3 各个子行业涨跌幅（%）

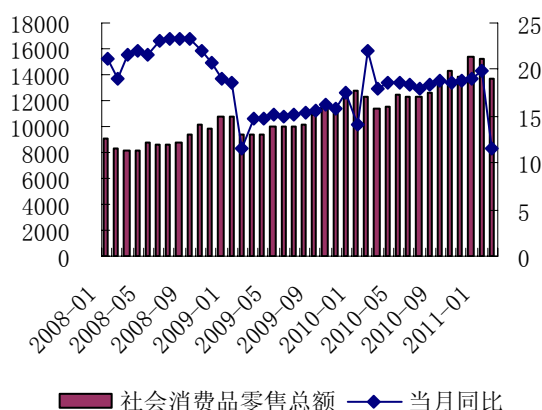


数据来源：wind，日信研究

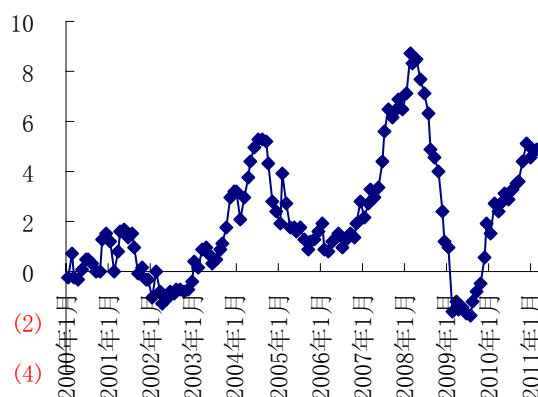
1.2. 2月份社会消费品零售总额增速大幅下滑，CPI继续维持高位

根据国家统计局数据，我国社会消费品零售总额2010年12月和2011年1月份数据表现正常，同比分别增长19.10%和19.90%；但2011年2月社会消费品零售总额同比增长仅为11.60%，其中城镇同比增长11.70%，农村同比增长11.20%，大幅低于往年正常水平，我们认为主要原因有以下两点：1、2011年春节提前，导致2月份同比数据下降。2、CPI高企，同时在高房价、低保障、高储蓄率的压迫下，居民消费能力降低。

图表 4 社会消费品零售总额情况（亿元）



图表 5 CPI变动情况（%）

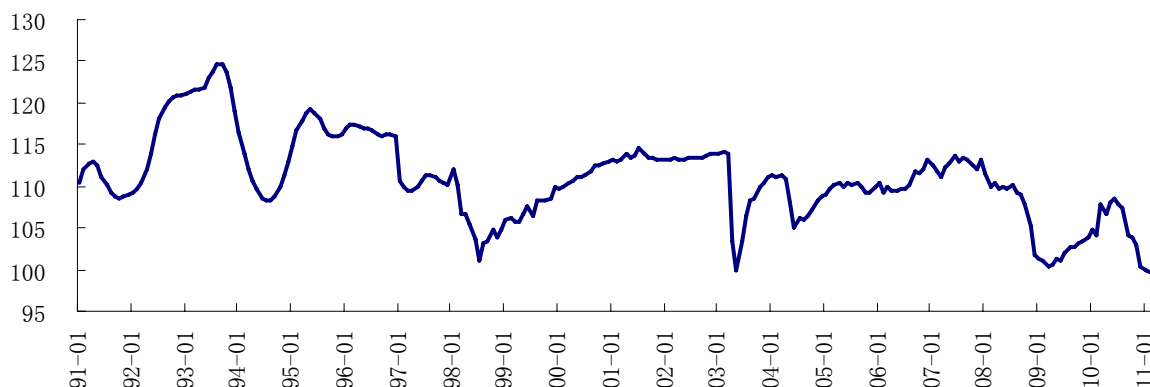


数据来源：国家统计局，日信研究

数据来源：国家统计局，日信研究

由于通胀水平持续走高，同时居民预期未来一段时间内通胀将会继续维持高位，受其影响消费者信心指数自2010年6月份以来一路下滑，由108.50下跌到2011年2月份的99.60。另一方面，国家商务部正在制定《国内贸易发展规划(2011-2015)》，规划到2015年社会消费品零售总额力争比2010年翻一番，超过30万亿，消费品零售总额以每年超过3万亿的增幅递增，规划主要涉及批发业、零售业、住宿和餐饮业、居民服务业和其他服务业等商贸服务业，为食品饮料行业发展带来机遇。

图表 6 我国消费者信心指数



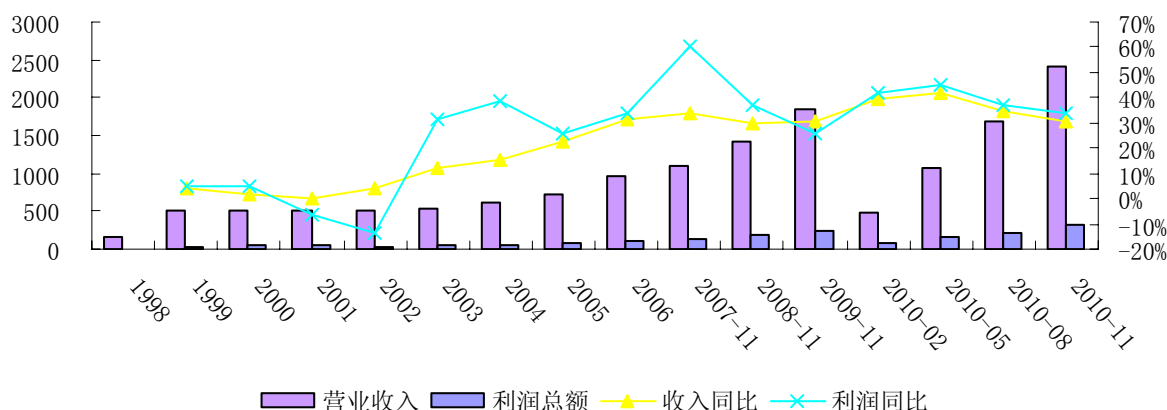
数据来源：国家统计局，日信研究

2、行业分析

2.1. 白酒：估值接近历史低点，具备安全边际，战略性买入

2003-2010年，我国白酒收入和利润CAGR分别达到26.22%和37.98%，增速持续保持在较高水平。2010年1-11月，我国白酒行业营业收入和利润总额分别为2421.62亿元和318.61亿元，增速分别为31.01%和34.05%，增速持续较高，行业景气度维持高位。

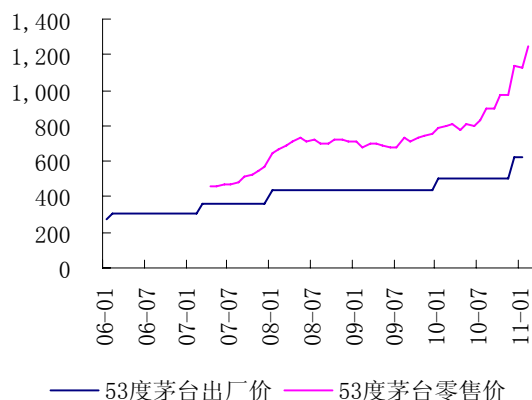
图表 7 我国白酒行业收入、利润增长情况（亿元）



数据来源：国家统计局，日信研究

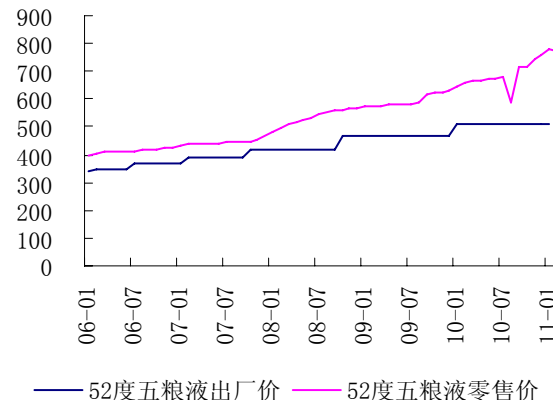
从销售价格来看，白酒的出厂价和终端零售价继续保持上涨趋势。截至2011年2月末，53度飞天茅台、52度五粮液、52度国窖1573终端销售均价分别达到1242元、771元、813元。与此同时，一线白酒出厂价和终端价之间的价差继续扩大，尤其是茅台出厂价和终端价的价差达到了623元，显示出茅台超强的品牌实力以及旺盛的市场需求；52度五粮液和52度国窖1573出厂价和终端价的价差分别为262元和194元。

图表 8 茅台出厂价、零售价（元）



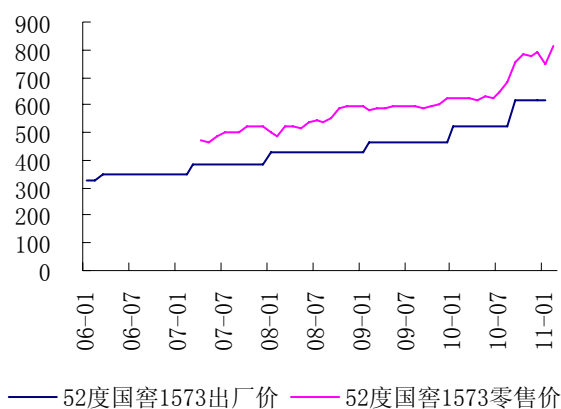
数据来源：国家统计局，糖酒快讯，日信研究

图表 9 五粮液出厂价、零售价（元）

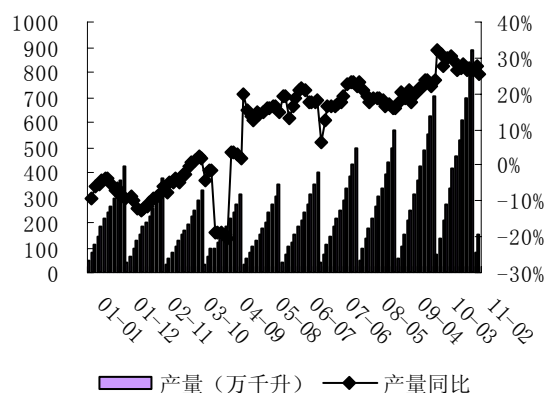


数据来源：国家统计局，糖酒快讯，日信研究

图表 10 国窖1573出厂价、零售价（元）



图表 11 我国白酒产量增长情况

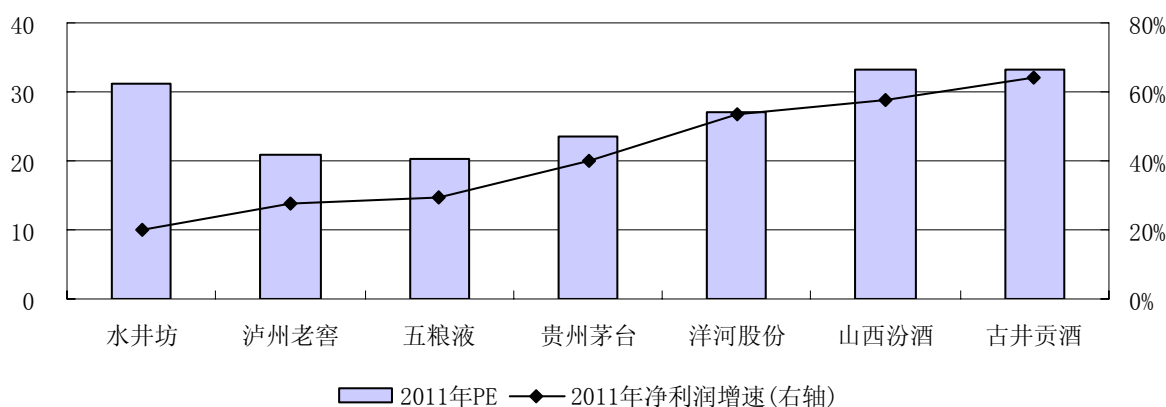


数据来源：国家统计局，糖酒快讯，日信研究

数据来源：国家统计局，日信研究

从白酒产量来看，我国白酒行业产量自2005年以来持续高增长，2005年-2010年产量CAGR达到20.61%，2010年我国白酒产量达890.83万千升，同比增速达26.81%。2011年1-2月，我国白酒产量达149.64万千升，同比增速为25.35%，产量增速继续保持在较高水平。

图表 12 部分白酒企业估值和净利润增速（倍）



数据来源：日信研究

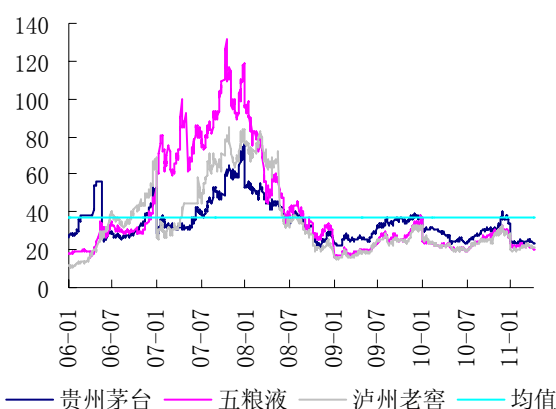
在2011年2季度策略报告当中，我们依旧坚持去年12月份发布的年度策略观点：2011年，我们对白酒行业的观点仍未改变，最看好以洋河股份、山西汾酒、古井贡酒为代表的次高端白酒市场，以上述3家公司为代表的次高端白酒市场2011年保持50%左右的平均增速确定性较强（我们预计洋河、汾酒、古井2011年净利润增速分别为53.27%、57.89%、64.18%）。

我们看好次高端白酒的核心逻辑在于：1、**行业结构变化**。白酒行业结构将由目前的“哑铃型”（低端酒和高端酒消费量大，中高端酒消费量小）过渡到“金字塔型”（低端酒消费量最大，中高端酒次之、高端酒最少），这样的行业消费结构在各个行业当中都存在，白酒也不例外。以前没有出现这样的趋势主要原因在于：（1）前些年茅台、五粮液等高端白酒价格和低端酒价差没有拉开，2006年茅台和低端酒终端价差只有300-400元，现在茅台终端零售价已经超过1200元，和低端酒终端价差已经拉大到1000元以上，给中高端酒提供了巨大的价格生存空间。（2）按照联合国测算指标，当一

个国家和地区人均GDP达到3000至10000美元时，这个国家和地区的消费将进入活跃的加速发展阶段。以前我国居民收入水平较低，消费能力不足，随着近年来我国GDP逐年增长，2010年我国人均GDP达到29524元（合4361美元），带来了消费大幅增长。**2、消费升级。**随着居民收入水平提升，消费升级正在逐步显现，从而加大了消费者对中高端白酒的消费，这从洋河股份、山西汾酒、古井贡酒等二线白酒近两年的崛起可见一斑。更重要的是，中高端酒既能走量（需求空间大）、又可以提价（价格相对低端酒不敏感），是下一阶段白酒行业产生新龙头的产地。

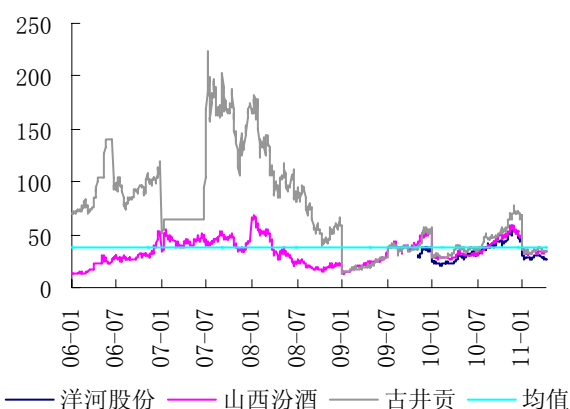
对于一线超高端白酒，我们继续看好有可能出现业绩拐点的泸州老窖。最核心的逻辑在于：**1、老窖特曲放量。**公司老窖特曲近两年表现不尽如人意，销量一直维持在6000吨左右，主要在于老窖特曲提价策略不成功，价格提升带来销量下滑。随着国窖1573的提价，公司2010年推出老窖特曲年份酒，出厂价300多，终端价538，用以丰富公司产品线，填补价格空白。我们非常认同公司直接推出新产品的策略，看好新产品将来的市场前景。**2、国窖1573提价。**公司把国窖1573定位为奢侈品，出厂价格高出五粮液49元；同时公司推出国窖1573中国品味，出厂价1573，终端价1988。公司将来将对国窖1573控量保价，同时加大中国品味和世界品味的产量，提升自身品牌价值。随着公司销售转型完毕，2011年将是公司的业绩拐点之年。对于贵州茅台和五粮液这两个品牌力无人能及的超高端白酒龙头，2011年将保持稳定增长，是稳健型投资者的首选品种。

图表 13 超高端白酒代表公司估值情况（倍）



数据来源：日信研究

图表 14 次高端白酒代表公司估值情况（倍）



数据来源：日信研究

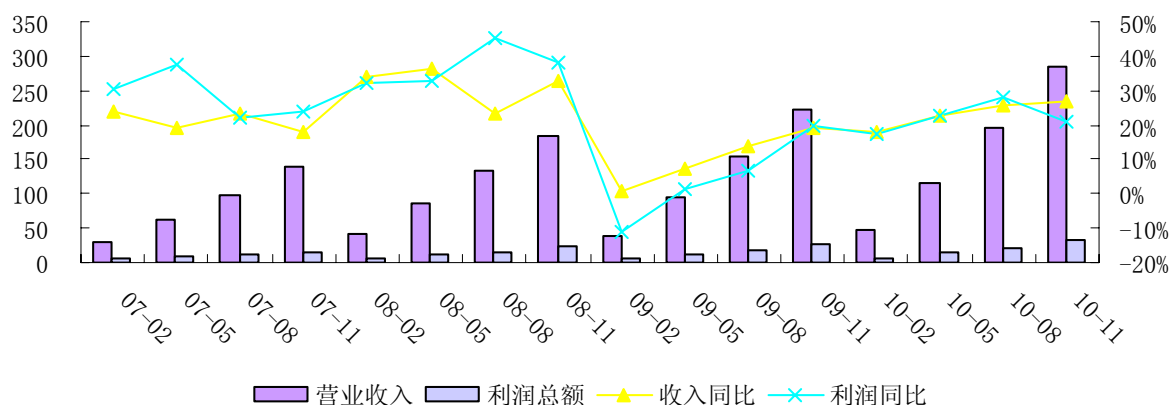
从估值角度来看，次高端白酒的估值水平已经比2010年年底大幅回落，**洋河股份、山西汾酒、古井贡酒目前估值分别为27.0倍、33.2倍、33.3倍**（历史平均水平分别为33.8倍、38.4倍、43.3倍，2010年12月中旬估值分别为50.6倍、51.6倍、69.9倍），**我们认为2011年上述三者估值将会达到35-45倍，现在买入已经非常安全，持有到2011年底可以获取很好的投资收益。**

另外，超高端白酒估值水平目前也已经大幅回落，**贵州茅台、五粮液、泸州老窖目前估值分别为23.4倍、20.4倍、20.8倍**，历史平均估值分别为34.8倍、41.1倍、34.5倍，2007年以来历史最低估值分别为21.3倍（2008年11月7日）、16.5倍（2009年1月23日）、14.5倍（2009年1月13日），但考虑到2008年底是熊市末期，上述最低估值水平目前将难以再现。与此同时，受消费税影响，**2010年7月初贵州茅台、五粮液、泸州老窖估值分别下滑到23.2倍、18.8倍、19.0倍**，一线白酒估值水平当时下滑到阶段性最低点，我们认为2010年7月的阶段性低点估值水平目前参考意义很大，**目前一线白酒受国家限价政策影响，已经具备很高的安全边际，我们需要做的只是“二季度买入，四季度收获”。**

2.2. 葡萄酒：正在经受进口葡萄酒冲击

2000年11月-2010年11月，我国葡萄酒行业收入和利润CAGR分别达到22.92%和24.25%，增速稍微落后于白酒行业，长期来看也是一个可以稳定增长的子行业。2010年1-11月，我国葡萄酒行业收入和利润分别为285.83亿元和33.27亿元，同比增速分别为26.97%和21.10%，增速继续维持在较高水平。

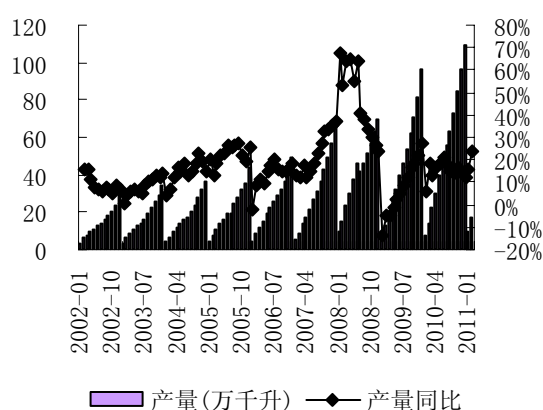
图表 15 我国葡萄酒行业收入、利润增长情况（亿元）



数据来源：国家统计局，日信研究

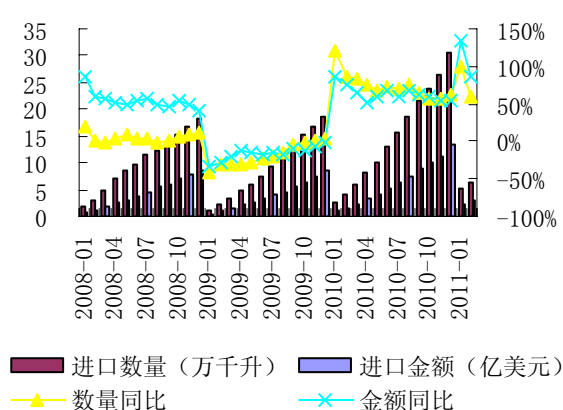
从产量方面来看，我国葡萄酒行业产量自2002年以来持续高增长，2002年-2010年产量CAGR达到18.09%。另一方面，进口酒对国内葡萄酒行业的冲击愈演愈烈，2011年1-2月我国进口葡萄酒的数量和金额分别同比增长59.80%和87.30%，截至2011年2月末，进口葡萄酒消费占比为27.24%，占比进一步提升（2010年10月末为21.76%）。

图表 16 我国葡萄酒产量增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

图表 17 我国葡萄酒进口情况



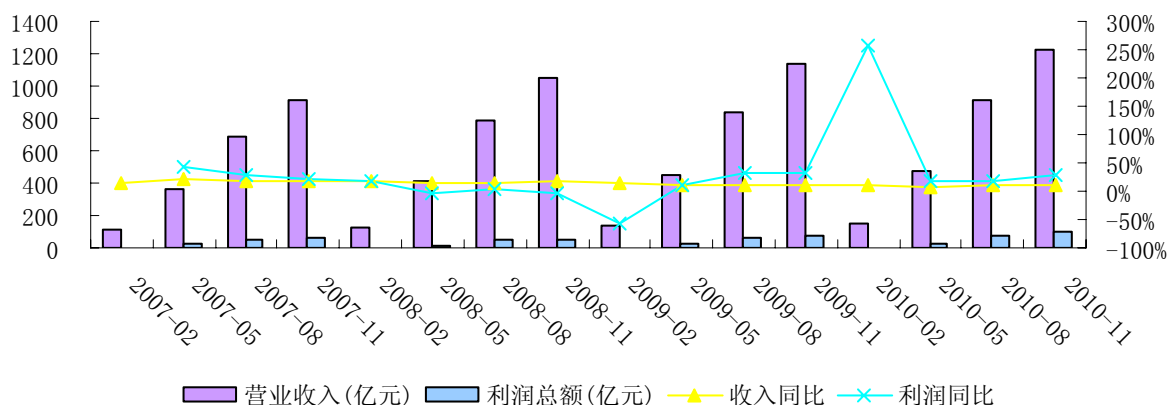
数据来源：海关总署，日信研究

我们目前对葡萄酒行业持谨慎态度，主要原因有二：1、进口葡萄酒的冲击超出我们预期，通过我们在糖酒会的见闻，以及对我国进口葡萄酒的数量和金额的分析，感觉进口葡萄酒对国内葡萄酒行业冲击巨大。2、葡萄酒不具备白酒的中国传统文化特征，正在逐渐被进口葡萄酒所替代，行业壁垒目前已经被打破。

2.3. 啤酒：行业买点渐行渐近

2001年11月-2010年11月，我国啤酒行业收入和利润CAGR分别为12.51%和23.10%，利润增速快于收入增速。其中，2010年1-11月，我国啤酒行业营业收入和利润分别为1223.82亿元和95.31亿元，收入和利润增速分别为10.32%和26.90%，继续保持稳健增长。

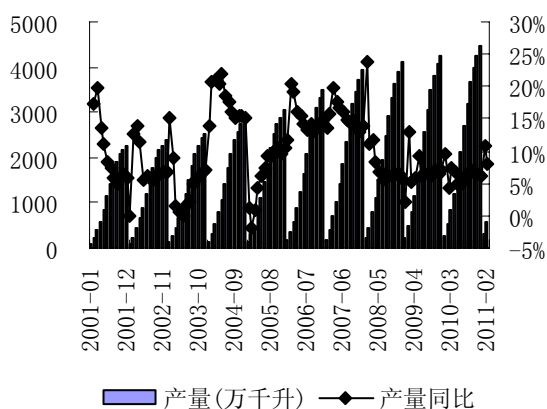
图表 18 我国啤酒行业收入、利润增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

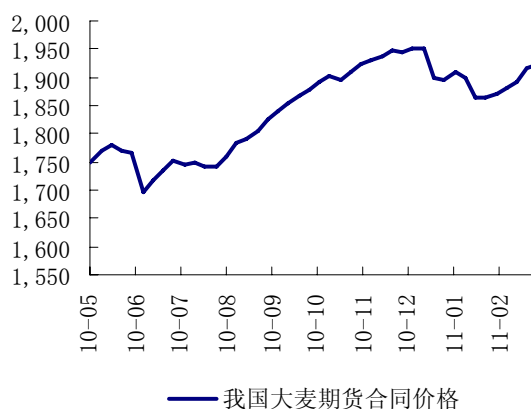
2001年-2010年我国啤酒产量CAGR为7.57%，其中2010年我国啤酒产量为4483万千升，同比增速为6.28%；2011年1-2月，我国啤酒产量同比增速为7.91%。另一方面，据国际谷物理事会（IGC）数据，2010/11年度全球大麦产量为1.231亿吨，2011/12年度全球大麦产量预计为1.374亿吨，同比增长11.62%。2010/11年度全球大麦需求量为1.355亿吨，2011/12年度预计为1.383亿吨，同比增长2.07%。2010/11年度全球大麦期末库存约为2490万吨，2009/2010年为3780万吨，2011/12年度全球大麦库存消费比为18.00%。我们预计全球大麦供需在2011/12年度将趋近于平衡，大麦价格将回归正常水平，这将有利于啤酒企业缓解成本压力。

图表 19 我国啤酒产量增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

图表 20 我国大麦期货合同价（元/吨）



数据来源：CBOT，日信研究

2011年成本压力将对啤酒企业产生较大影响,但从历史上来看,每次成本大幅增长之时,随之而来的就是投资啤酒股票最佳时机,我们认为2011年将是啤酒行业的买点,核心逻辑在于:1、**产量基数较低**。受去年凉夏影响,2010年啤酒产量增速仅为6.28%,今年产量增速超越去年可能性很大。2、**啤酒提价和原材料价格下滑形成的剪刀差**。目前啤酒行业受原材料价格上涨的影响已经提价或正在酝酿提价,我们预计随着全球大麦供需回归平衡,大麦价格随之下滑是大概率事件,进而在产品提价和原材料降价之间形成了剪刀差,利润空间将大幅增加(这也是青岛啤酒2009年业绩大幅提升的核心逻辑之一)。

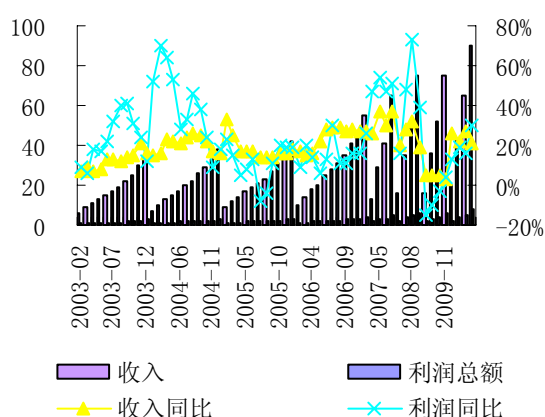
2.4. 黄酒: 关注销售持续好转的古越龙山

2001年以来,我国黄酒行业发展势头良好,2003年11月-2010年11月,我国黄酒收入和利润CAGR分别达到16.87%和19.24%。2010年1-11月,我国黄酒行业营业收入和利润分别为89.62亿元和7.95亿元,同比增速分别为21.37%和29.65%,增速维持在较高水平。从产量方面来看,我国黄酒行业产量增速2008年以来一直保持在10%-14%,其中,产量2010年达到134.14万千升,同比增速为10.93%。

相比较而言,黄酒在我国是一个区域性酒种,主要集中在江、浙、沪一带饮用,行业规模较小。黄酒行业内公司盈利能力普遍较弱,竞争较为激烈,但持续提价的古越龙山值得关注。

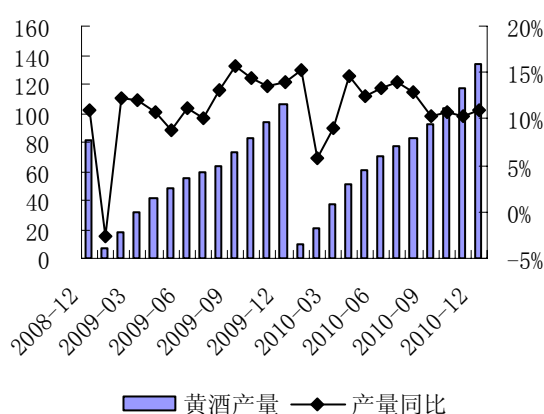
古越龙山4月8日公布了2010年年报,2010年公司实现营业收入10.79 亿元,同比增长45.73%;归属于上市公司股东的净利润1.24亿元,同比增长62.51%;实现每股收益0.202 元。营业收入增速创出历年来新高,净利润增速也维持在历史高位,2010年公司销售收入同比大幅增加主要两个原因:1、财务报表合并口径发生变化,2010年全年度合并了女儿红报表。2、产品结构优化,瓶装酒、原酒销售规模提升。**我们认为古越龙山收入和利润均大幅度超常规的增加,可能是公司业绩发生飞跃的一个先兆,我们将继续积极关注公司的销售经营情况。**

图表 21 黄酒行业收入、利润增长情况 (亿元)



数据来源: 国家统计局, 日信研究

图表 22 我国黄酒产量增长情况 (万千升)

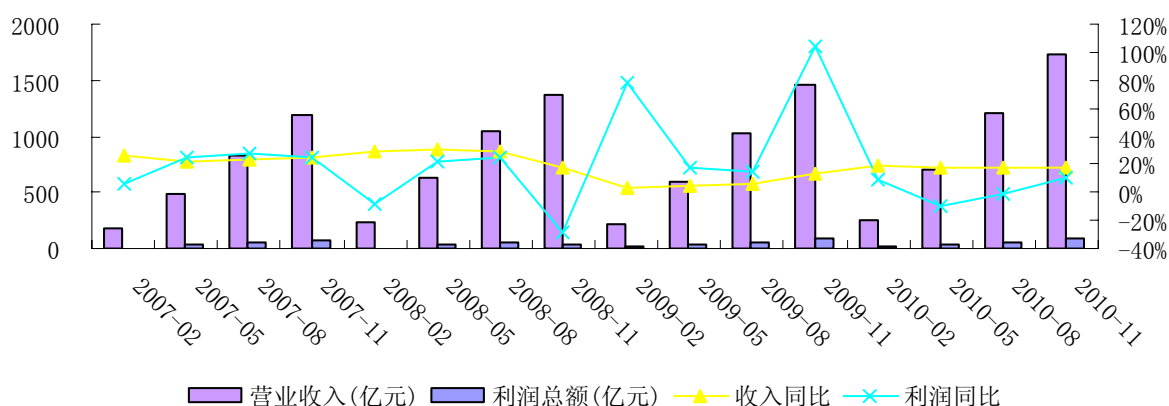


数据来源: 国家统计局, 日信研究

2.5. 乳制品：原奶价格继续上涨，看好行业龙头伊利股份

除2008年受三聚氰胺事件影响之外，2003年以来其他年份我国乳制品行业销售均保持较快增长，2003年11月-2010年11月，我国乳制品行业收入和利润CAGR分别为21.84%和18.05%。2010年1-11月，我国乳制品行业营业收入和利润总额分别为1725.85亿元、89.01亿元，同比增速分别为18.32%和10.22%，受原奶价格上涨影响，利润增速低于收入增速。

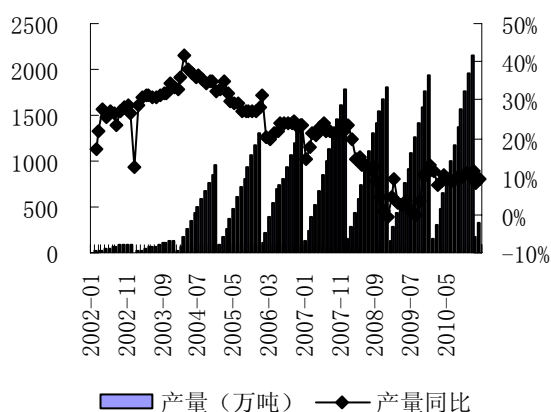
图表 23 我国乳制品行业收入、利润增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

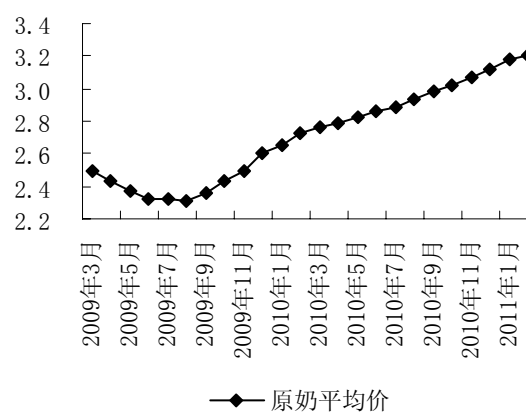
从产量方面来看，我国乳制品行业产量自2002年以来持续高增长，2002年-2010年产量由93.23万吨上升到2159.39万吨，CAGR达到48.11%，2011年1-2月产量增速为9.28%。原材料方面，原奶平均价继续上扬，由09年8月的最低点2.31元/公斤上升到11年2月份的3.20元/公斤，在2011年国内通货膨胀继续存在的条件下，乳制品企业将继续饱受成本上升压力。

图表 24 我国乳制品产量增长情况



数据来源：国家统计局，日信研究

图表 25 我国主产区原奶平均价（元/公斤）



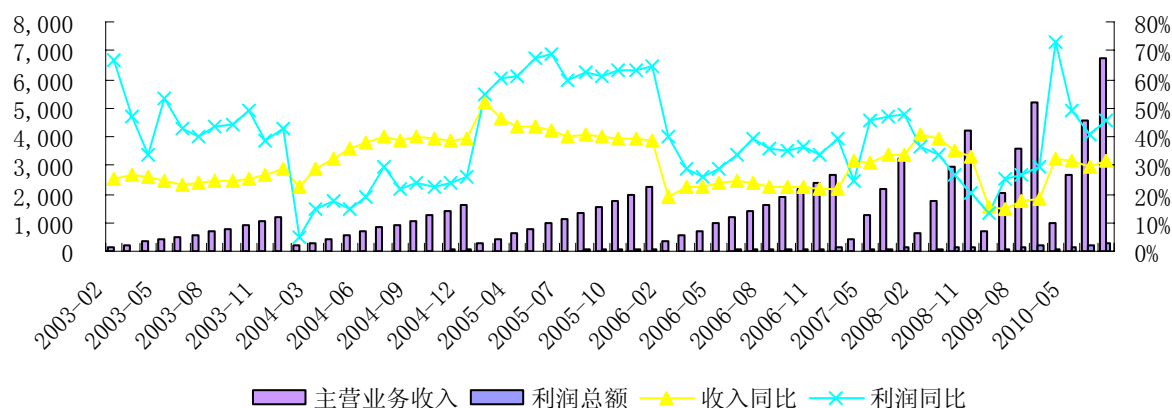
数据来源：商务部，日信研究

乳制品行业我们继续看好行业龙头伊利股份，核心逻辑在于：1、销售规模扩大，期间费用率下滑，净利润率有望大幅提升。2、伊利股份管理层行权最终截止时间为2014年3月，距离管理层行权越来越近，真实业绩将得以释放。3、公司经历过2004年多名管理层被拘、2008年三聚氰胺事件，但公司发展不受其影响，反而会在事件之后，经营情况更上一层楼。

2.6. 肉制品：猪肉价格的上涨预期

2003年以来，我国屠宰及肉类加工行业发展状况良好，2003年11月-2010年11月，我国屠宰及肉类加工行业收入和利润CAGR分别达到30.68%和39.45%，持续保持较高增速。其中，2010年1-11月我国屠宰及肉类加工行业营业收入和利润分别为6770.55亿元、304.19亿元，同比增速分别为31.29%和45.36%，增速继续保持高位。

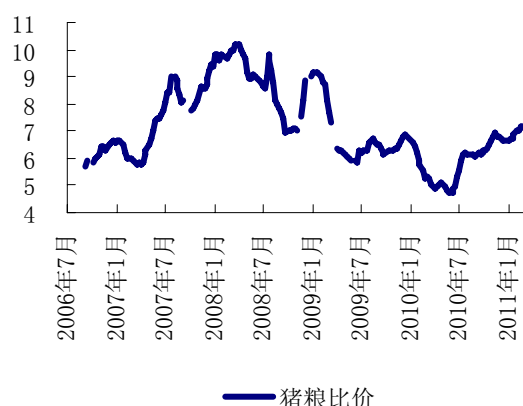
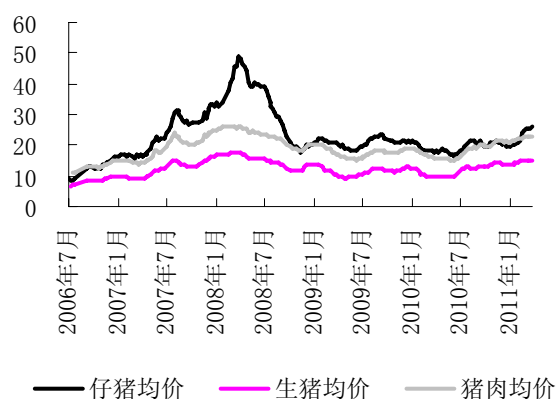
图表 26 我国屠宰及肉类加工收入、利润增长情况（亿元）



数据来源：国家统计局，日信研究

从猪肉价格来看，4月1日全国22个省市仔猪、生猪、猪肉均价分别为25.81元/千克、15.04元/千克、22.74元/千克，较2010年二季度末价格低位有所上升；同时猪粮比由去年二季度低点4.73上升到目前的7.04，在一定程度上提升了农民的养猪积极性。另一方面，全国生猪存栏量2011年2月末合计为4.44亿头，较2010年5月末最低点4.34亿头有所提升，生猪存栏量提升比例为2.30%。在通货膨胀及生猪存栏量提升双重影响下，我们预计未来一段时间内猪肉价格将保持小幅上涨趋势。

图表 27 我国仔猪、生猪、猪肉均价（22个省市） 图表 28 我国猪粮比价（22个省市）



数据来源：中国畜牧业信息网，日信研究

数据来源：中国畜牧业信息网，日信研究

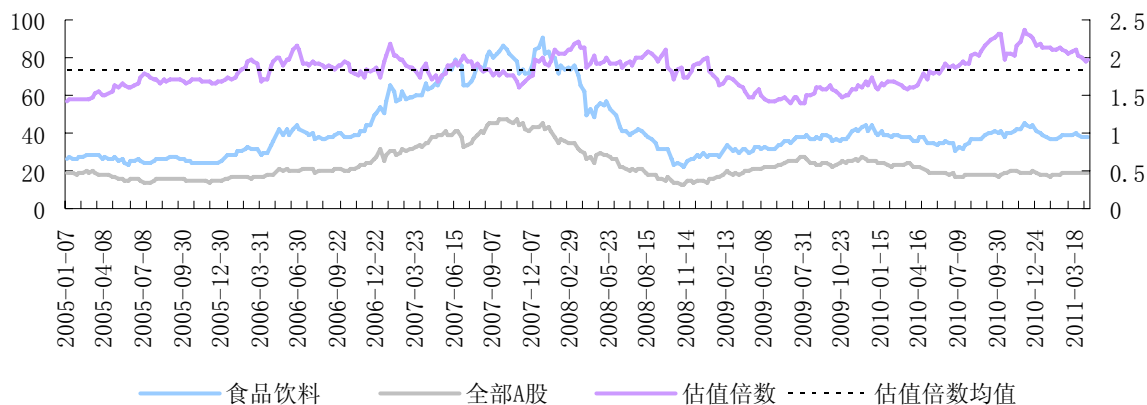
“瘦肉精”事件对行业龙头双汇发展影响巨大，从经销商以及消费者反馈来的信息看，“瘦肉精”事件对双汇发展的影响短期内难以消除。另一方面，公司计划“十二五”期间，屠宰业务保持20%增速，肉制品业务保持12-15%增速，集团利润CAGR达到25%以上，我们对双汇发展未来持谨慎乐观态度。

3、投资策略

3.1. 估值分析

2011年4月12日，食品饮料行业动态PE为37.83倍，估值水平低于2003年以来的平均值（39.93倍），估值水平已经处于相对安全范围内。从动态PE倍数来看，目前食品饮料行业相对于全部A股的动态PE倍数为1.96倍，处于相对合理估值水平（2005年以来的平均估值倍数为1.81倍）。我们认为估值合理最主要有两方面原因：1、一线白酒和二线白酒在我们前面行业论述中已经说明估值合理，尤其是一线白酒处于历史估值底部。2、如果剔除西藏发展、啤酒花、珠江啤酒等100倍以上高估值个股影响，目前食品饮料行业动态PE应当低于37.83倍，处于历史合理水平。随着下半年消费旺季到来，食品饮料板块市盈率（TTM法）将继续下滑，建仓食品饮料行业的时间窗口（4月份到6月份）已经打开。

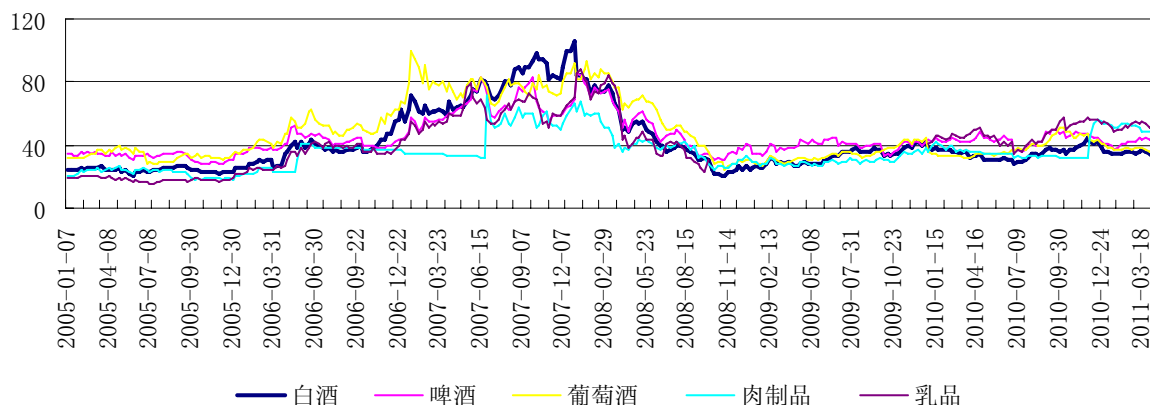
图表 29 食品饮料行业动态 PE 倍数走势



数据来源：Wind，日信研究

从各个子行业的估值水平来看，目前白酒、啤酒、葡萄酒、肉制品、乳制品的动态PE分别为34.07、44.34、36.61、48.15、52.41倍，2004年以来的平均值分别为41.67、45.12、47.78、35.34、42.45倍。其中，白酒、啤酒、葡萄酒估值均低于历史平均水平，肉制品、乳制品估值超出历史平均水平较多（主要受细分行业内新股中小板上市，市盈率较高影响）。我们看好白酒、啤酒、葡萄酒三个估值较低的子行业，尤其是白酒和啤酒两个子行业。

图表 30 食品饮料各子行业动态PE走势



数据来源：Wind，日信研究

3.2. 重点公司推荐

对于重点公司，我们现在的观点和2011年年度策略报告时的观点保持一致，依旧认为食品饮料行业主要存在以下3类投资机会，同时我们观点的正确性正在被市场所印证。

1、成长型：洋河股份、山西汾酒、古井贡酒。

核心逻辑：1、**行业结构变化**。白酒行业结构将由目前的“哑铃型”过渡到“金字塔型”，行业消费结构的改变将为200-600元中高端白酒带来巨大的发展机遇。2、**消费升级**。居民收入水平提升带来的消费升级正在逐步显现，消费者对中高端白酒的消费能力大幅增强，从而保障洋河股份、山西汾酒、古井贡酒等二线白酒高速发展。3、**估值低，比较便宜**。洋河股份、山西汾酒、古井贡酒目前估值分别为27.0倍、33.2倍、33.3倍（历史平均水平分别为33.8倍、38.4倍、43.3倍，2010年12月中旬估值分别为50.6倍、51.6倍、69.9倍），我们认为2011年上述三者估值将会达到35-45倍，现在买入已经非常安全，持有到2011年底可以获取很好的投资收益。

2、稳健型：贵州茅台、五粮液、张裕A、伊利股份。

核心逻辑：1、**贵州茅台、五粮液**。两者在超高端白酒市场上品牌力无人能及，2011年将继续保持稳定增长，是稳健型投资者投资白酒的首选品种。2、**张裕A**。近年来虽然饱受国外葡萄酒冲击，但作为国内行业龙头在营销渠道方面有着强大的竞争优势，未来业绩增速保持25%左右仍是大概率事件。3、**伊利股份**。乳制品行业未来发展空间巨大，行业龙头伊利股份将继续提升其行业内市场占有率。

3、拐点型：泸州老窖、承德露露、黑牛食品、青岛啤酒、燕京啤酒。

泸州老窖：1、**老窖特曲放量**。公司老窖特曲近两年表现不尽如人意，销量一直维持在6000吨左右，主要在于老窖特曲提价策略不成功，价格提升带来销量下滑。随着国窖1573的提价，公司2010年推出老窖特曲年份酒，出厂价300多，终端价538，用以丰富公司产品线，填补价格空白。我们非常认同公司直接推出新产品的策略，看好新产品将来的市场前景。2、**国窖1573提价**。公司把国窖1573定位为奢侈品，出厂价格高出五粮液49元；同时公司推出国窖1573中国品位，出厂价1573，终端价1988。公司将来将对国窖1573控量保价，同时加大中国品位和世界品味的产量，提升自身品牌价值。随着公司销售转型完毕，2011年将是公司的业绩拐点之年。

承德露露：1、**管理改善**。2010年6月公司进行了管理层换届，由万向集团的管大源出任董事长，随着万向入主，在南方露露商标使用权问题、公司关联交易问题等方面将会有着实质性的进展（1、南方露露商标使用权正在解决。2、2010年报当中关联采购逐步减少。3、2010年报广告投入占比增加。），将带来公司成本降低和经营效率的提高。2、**产能扩张**。公司目前总产能为30万吨，2010年平均产能利用率达70%以上，受销售淡旺季影响，公司产能利用率已经接近极限状态。公司在郑州基地10万吨扩产项目2010年12月份已经奠基，预计今年10-12月份投产，产能扩张达33%。3、**拐点将在2011年4季度出现**。随着郑州基地投产，公司经营将从偏安一隅走向全国，外加万向的管理，成长空间打开。

黑牛食品：产能扩张将是公司2011年的主要看点。目前公司液态豆奶产品主要在安徽市场推广，市场反响良好。2009年公司液态豆奶销量为1.12万吨，随着安徽双蛋白液态豆奶一期工程的完工，将新增产能7.92万吨，液态豆奶有望成为公司未来主要利润增长点。

青岛啤酒、燕京啤酒：1、**产量基数较低**。受去年凉夏影响，2010年啤酒产量增速仅为6.28%，今年产量增速超越去年可能性很大。2、**啤酒提价和原材料价格下滑形成的剪刀差**。目前啤酒行业受原材料价格上涨的影响已经提价或正在酝酿提价，我们预计随着全球大麦供需回归平衡，大麦价格随之下滑是大概率事件，进而在产品提价和原材料降价之间形成了剪刀差，利润空间将大幅增加（这也是青岛啤酒2009年业绩大幅提升的核心逻辑之一）。3、**估值低**。2003年以来青岛啤酒最低估值为19.1倍（2009年1月21日），燕京啤酒最低估值为20.4倍（2005年11月11日）。目前青岛啤酒和燕京啤酒的估值分别为23.3倍和24.3倍，接近历史最低估值。4、**如果未来一段时间内大麦价格下滑幅度小，买入一年仅采购一次大麦的燕京啤酒；如果未来一段时间内大麦价格下滑幅度较大，买入保持低库存策略的青岛啤酒。**

图表 31 重点食品饮料公司盈利预测和估值表

公司简称	EPS (元)			PE (倍)			评级
	2009A	2010A/E	2011E	2009A	2010 A/E	2011E	
洋河股份	2.79	4.90	7.51	75.87	43.20	28.19	买入
山西汾酒	0.82	1.14	1.80	77.10	55.46	35.12	买入
古井贡酒	0.60	1.34	2.20	123.00	55.07	33.55	买入
贵州茅台	4.57	5.35	7.48	38.82	33.16	23.72	买入
五粮液	0.85	1.16	1.50	36.55	26.78	20.71	买入
泸州老窖	1.20	1.58	2.02	35.90	27.27	21.33	买入
张裕 A	2.14	2.72	3.38	40.88	32.17	25.88	增持
青岛啤酒	0.93	1.13	1.40	35.25	29.01	23.41	买入
燕京啤酒	0.52	0.64	0.80	37.56	30.52	24.41	买入
伊利股份	0.81	0.92	1.25	44.22	38.93	28.66	买入
三全食品	0.47	0.64	0.85	77.23	56.72	42.71	增持
黑牛食品	0.67	0.70	1.10	52.54	50.29	32.00	买入
承德露露	0.73	0.59	0.81	31.58	39.07	28.46	买入
安琪酵母	0.77	0.93	1.31	46.81	38.75	27.51	增持

数据来源：公司公告，日信研究

附录：2010/11 年参考研究报告

- 1、《洋河股份（002304）：高端化、全国化带来的投资机遇》2011/03/30
- 2、《泸州老窖（000568）：处于转型期的老窖，期待经营华丽转身》2011/03/28
- 3、《古井贡酒（000596）：推进营销模式革新，高成长继续》2011/03/28
- 4、《酒鬼酒深度报告：传世妙品，等待崛起中的酒鬼酒》2011/03/22
- 5、《贵州茅台（600519）：春天时节雨纷纷，又是买入茅台时》2011/03/22
- 6、《星河生物（300143）：四年再造三个“星河生物”》2011/03/03
- 7、《2011年年度投资策略：消费升级背景下的投资机会》2010/12/14
- 8、《贵州茅台（600519）：消费税率大幅提升导致业绩增速下滑》2010/10/29
- 9、《张裕A（000869）：上年基数较大、进口酒冲击导致增速下滑》2010/10/28
- 10、《洋河股份（002304）：全国化扩张战略逐步推进，高成长继续》2010/10/27

- 11、《古井贡酒（000596）：营销策略高效执行，产品结构持续优化》2010/10/25
- 12、《山西汾酒（600809）：持续高增长的清香龙头》2010/10/21
- 13、《青岛啤酒（600600）：产能扩张、收购重组提升公司成长空间》2010/10/20
- 14、《把握食品饮料行业四季度消费旺季的投资机会》2010/09/28
- 15、《2010年4季度策略：次高端白酒及红酒的投资机会》2010/09/16
- 16、《伊利股份（600887）：液体乳、奶粉及奶制品收入保持较高增速》2010/08/30
- 17、《双汇发展（000895）：肉制品、鲜冻肉量增价涨推动收入较快增长》2010/08/30
- 18、《三全食品（002216）：毛利率降低、期间费用率上升导致较低利润增速》2010/08/25
- 19、《承德露露（000848）：管理体制改善、产能扩张是公司未来主要看点》2010/08/25
- 20、《洋河股份（002304）：全国化战略带来的高成长》2010/08/20
- 21、《泸州老窖（000568）：毛利率提升、期间费用率下滑推动业绩增长》2010/08/19
- 22、《山西汾酒（600809）：营业收入增加、毛利率提升带动公司业绩高增长》2010/08/18
- 23、《青岛啤酒（600600）：价涨量增双轮驱动公司成长》2010/08/16
- 24、《贵州茅台（600519）：消费税率下滑导致业绩增速超预期》2010/08/12
- 25、《皇氏乳业（002329）：产能扩张将推动公司业绩快速增长》2010/08/11
- 26、《古井贡酒（000596）：年份原浆系列酒放量大幅增长》2010/08/09
- 27、《张裕A（000869）：中高档葡萄酒推动业绩快速增长》2010/08/09
- 28、《燕京啤酒（000729）：销量增速缓慢、吨酒价格下滑导致业绩增速低于预期》2010/07/23
- 29、《安琪酵母深度报告：拥有宽广护城河的世界级酵母龙头》2010/07/19
- 30、《山西汾酒深度报告：得文化者得天下——汾酒文化，清香天下》2010/07/02
- 31、《青岛啤酒深度报告：百年青啤扩张之路》2010/06/01
- 32、《张裕A（000869）：红酒行业龙头未来五年成长路径清晰可见》2010/05/17
- 33、《燕京啤酒（000729）：欠发达地区收入增长将促进公司超预期增长》2010/05/14
- 34、《贵州茅台（600519）：一季度业绩增速远低于预期》2010/04/29
- 35、《金种子酒（600199）：2010年期待公司产品结构进一步改善》2010/04/29
- 36、《*ST伊利（600887）：未来业绩释放关键在于公司行权》2010/04/28
- 37、《承德露露（000848）：年报符合预期，一季报业绩大增181%》2010/04/27
- 38、《双汇发展（000895）：集团资产注入仍需等待》2010/04/26
- 39、《国投中鲁（600962）：行业产能过剩依然严重，果汁价格有望继续回升》2010/04/26
- 40、《安琪酵母（600298）：量增价涨保障公司业绩增长》2010/04/26
- 41、《洋河股份（002304）：省外市场将成为2010年业绩主要增长点》2010/04/22
- 42、《山西汾酒（600809）：营销模式革新，清香龙头崛起》2010/04/22
- 43、《燕京啤酒（000729）：全国大范围低温天气导致公司一季度业绩增速缓慢》2010/04/21
- 44、《泸州老窖（000568）：营销模式创新和年份酒的推出是2010年最大看点》2010/04/20
- 45、《张裕A（000869）：年度计划落实将保障公司业绩增速达25%》2010/04/20
- 46、《山西汾酒（600809）：2010年期待公司传统营销模式的革新》2010/04/13
- 47、《青岛啤酒（600600）：市场占有率和毛利率提升共同推动公司成长》2010/04/13
- 48、《三全食品（002216）：产能增加和产品结构改善是公司未来最大看点》2010/04/09
- 49、《金种子酒（600199）：一季度高成长继续，全年看产品结构改善》2010/04/01
- 50、《白酒行业：不只是防守，期待板块行情启动》2010/03/31
- 51、《燕京啤酒深度报告：产能扩张和成本下降推动公司业绩快速增长》2010/03/30
- 52、《张裕A（000869）：酒庄酒力推公司利润增长》2010/03/29
- 53、《黑牛食品（002387）：大豆蛋白饮料行业新秀》2010/03/26

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。