

食品饮料行业三季度投资策略

——增长稳定明确稳健 收益可期

研究员：张芸

执业证书编号：S0570510120017

电话：025-83290884

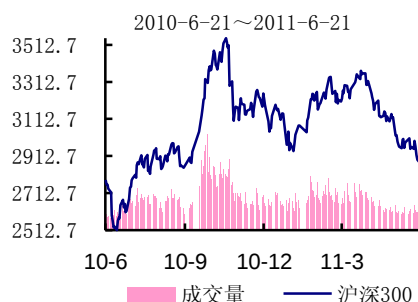
E-mail: zylt4463@sina.com

地址：南京市中山东路90号

行业评级：增持(维持)

食品饮料

市场走势图



相关研究

- 1 《食品饮料(3019):春到酒飘香播种正当季》2011.3
- 2 《食品饮料(3019):行业平稳增长成本继续上涨》2011.1
- 3 《食品饮料(3019):食品饮料行业2011年年度投资策略》2010.12
- 4 《金字火腿(002515):金字火腿新股报告》2010.12
- 5 《食品饮料(3019):食品饮料行业2010年四季度投资策略》2010.9

投资要点:

- 1、**二季度市场回顾:** 我们在二季度投资策略中给予行业增持评级，重点看好白酒龙头企业，从二季度的市场表现来看，印证了我们的看法。二季度，食品饮料行业表现在申万所有一级子行业中最为强劲。
- 2、**消费上升:** 继2011年2月消费者信心指数回落到99.6，我国消费者信心指数发生快速反弹，4月份消费者信心指数维持在106.6。国内奢侈品消费的增长，以及自我享受和显示社会地位并重的消费目的，为茅台、五粮液以及葡萄酒中酒庄酒消费的持续增长提供了注脚。
- 3、**屠宰及肉类加工盈利增速下滑 需等待猪价回落:** 进入三月份以来，鲜冷藏冻肉产量增速明显回落，截至5月底累计增速只有19.69%，同时，由于生猪成本上升，屠宰及肉类加工行业利润总额增速开始弱于销售收入增速。
- 4、**乳制品行业出现利润总额增速高于销售收入增速势头:** 随着原奶价格的企稳和产品结构的调整，行业业绩增速逐月回升，从3月份开始利润总额增速已出现高于销售收入增速的积极态势。
- 5、**白酒行业抗通胀能力强:** 白酒1-5月份产量增速为30.4%，与2010年同期基本持平。白酒1-4月份销售收入增速35.94%，利润总额增速41.94%。
- 6、**展望三季度:** 食品饮料多数子行业如前所述将保持稳定增长，白酒和葡萄酒行业二季度均呈现出30%以上的利润总额增速，预计7-8月份即将到来的中报增速也值得期待。而随着三季度CPI的见顶回落，在三季度后半期大众消费品成本与销售价格关系的拐点将显现，形成投资机会。因而我们维持对行业的增持评级。从性价比看，我们仍继续看好一线的白酒龙头企业和增速超预期的白酒企业，以及可能处于拐点的公司。
- 7、**不确定性:** 从行业比较看，今年二季度食品饮料表现非常强劲，目前行业估值相对市场仍处于高位，因而若三季度市场出现大幅反弹，则食品饮料行业因其防御性难有出色表现。

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	35.94	1.15	1.5	1.89	31.25	23.96	19.02
泸州老窖	45	1.58	1.9	2.5	28.48	23.68	18.00
贵州茅台	208.27	5.35	8.2	10.6	38.93	25.40	19.65
燕京啤酒	17.39	0.64	0.8	0.98	27.17	21.74	17.74
伊利股份	16.49	0.45	0.7	0.88	36.64	23.56	18.74

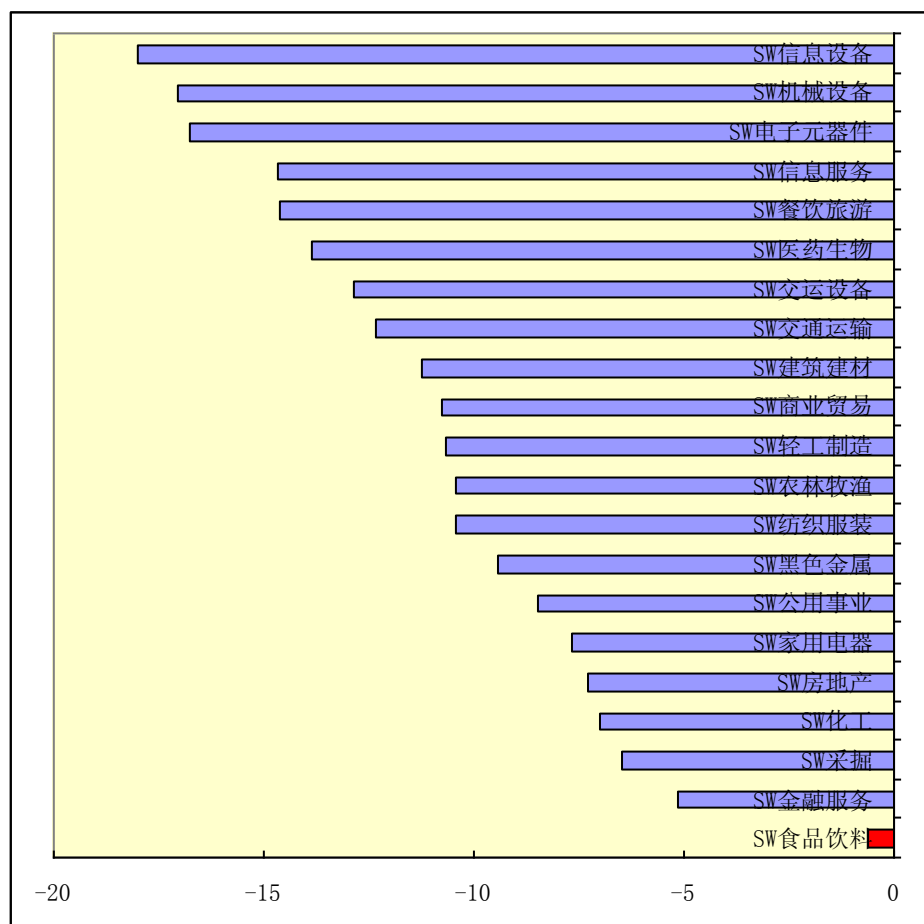
一、 市场表现回顾

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 4月1日—6月21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《春到酒飘香 播种正当季——食品饮料行业 2011 年二季度投资策略》给予行业增持评级，重点看好白酒龙头企业，从二季度的市场表现来看，印证了我们的看法。从 4

月 1 日到 6 月 21 日，在申万所有一级子行业中，食品饮料行业表现最为强劲。

促成行业二季度表现较好的原因与我们在二季度投资策略中的判断基本一致：

①一季度行业调整幅度较大，龙头企业估值处于历史的相对低位；

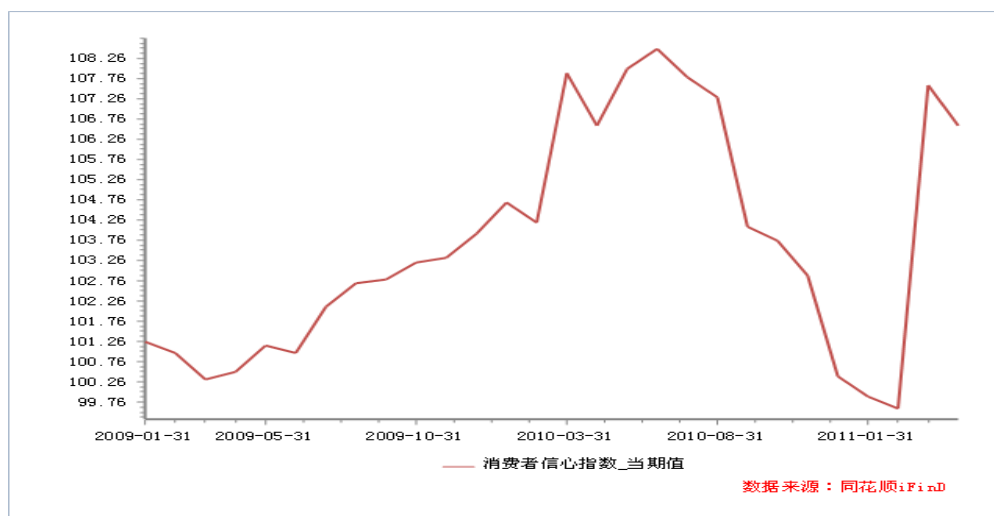
②一季度在经营层面上白酒和葡萄酒行业表现较好，且行业抗通胀能力较强，预期一季度业绩有较快增长。从此后陆续公布的季报情况来看，食品饮料行业的上市公司一季度业绩增速为 42.93%，在申万所有一级子行业中名列第六位，其中白酒行业上市公司一季度增速超过 46%。

③统计局公布的一季度各子行业数据也较为乐观，我们重点关注的子行业中白酒、啤酒、葡萄酒、乳制品和肉制品一季度营业收入增速分别达到了 36.79%、18.84%、27.41%、19.65% 和 26.29%，利润总额增速分别达到了 40.07%、37.78%、31.25%、23.34% 和 6.91%。

二、影响行业的主要因素变化情况

1、消费者信心指数回升

图表 3 2009 年 1 月-2011 年 4 月消费者信心指数变化



资料来源：同花顺系统

继 2011 年 2 月消费者信心指数回落到 99.6，创 2009 年 1 月份以来的新低后，我国消费者信心指数发生快速反弹，到 3 月份消费者信心指数回升到 107.6，4 月份消费者信心指数维持在 106.6。消费者信心指数的回升，提升了市场对消费类公司的信心。

2、奢侈品消费继续上升

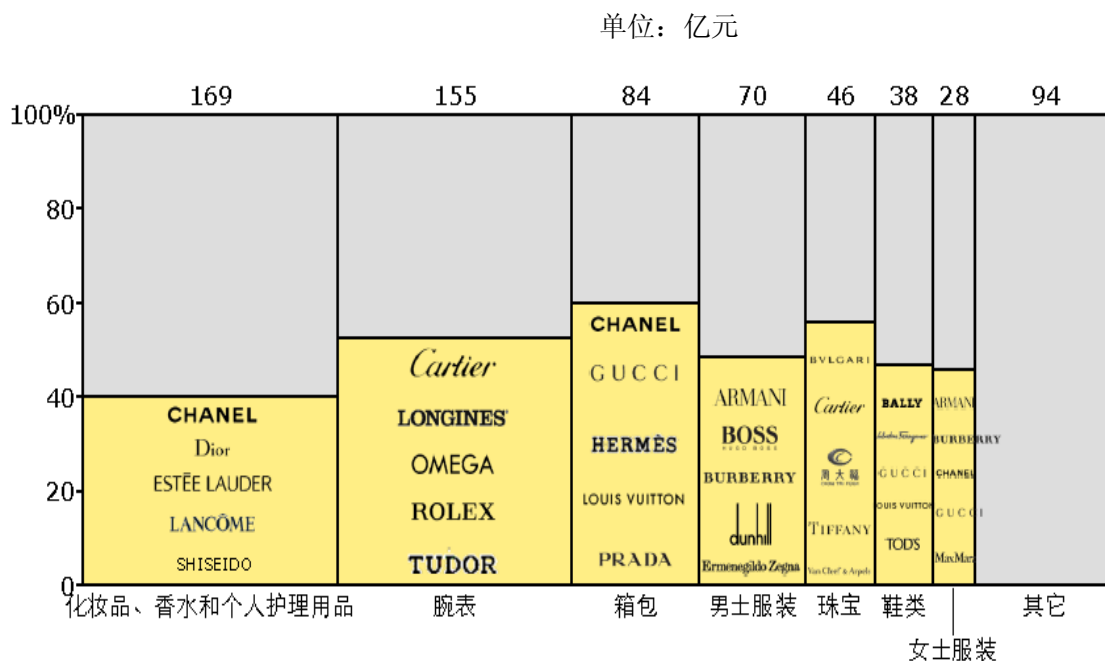
奢侈品 (Luxury) 在国际上被定义为“一种超出人们生存与发展需要范围的，具有独特、稀缺、珍奇等特点的消费品”。奢侈品通常无形价值/有形价值关系比值较高。

6 月初，世界奢侈品协会发布数据显示，2010 年中国内地奢侈品市场消费总额达到 107 亿美元（不包括私人飞机、游艇和豪华车），现在已经成为仅次于日本的全球第二大奢侈品

消费国。2011 年 1-5 月份中国奢侈品增速达到 27%，仅次于日本。

贝恩《中国 2010 年奢侈品市场调查》显示我国奢侈品消费市场快速增长，年均增速超过 20%，新增消费者贡献了奢侈品消费增量的 67%，特别是二、三线城市体现出旺盛的购买力。从产品品类构成中可以看出，国内奢侈品消费自我享受和显示社会地位是并重的。国内奢侈品消费的增长，以及自我享受和显示社会地位并重的消费目的，为茅台、五粮液以及葡萄酒中酒庄酒消费的持续增长提供了注脚。

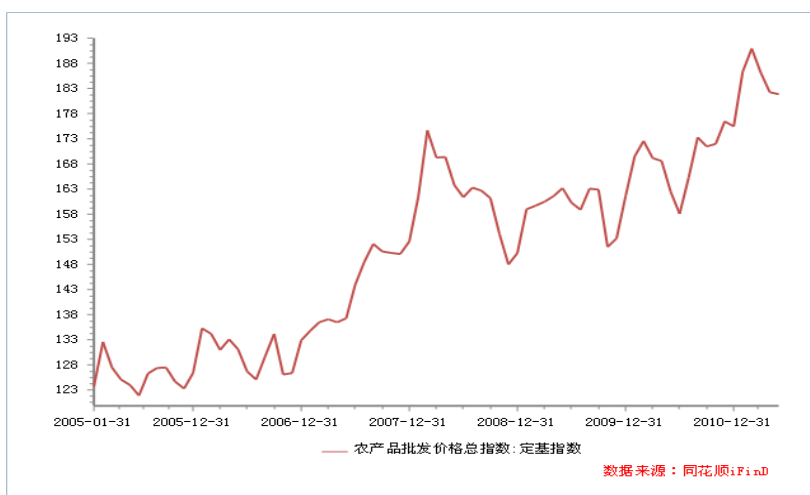
图表 4 中国奢侈品市场消费品类结构



资料来源：贝恩《中国 2010 年奢侈品市场调查》

3、原料价格涨跌互现：

图表 5 农产品批发价格指数变化趋势

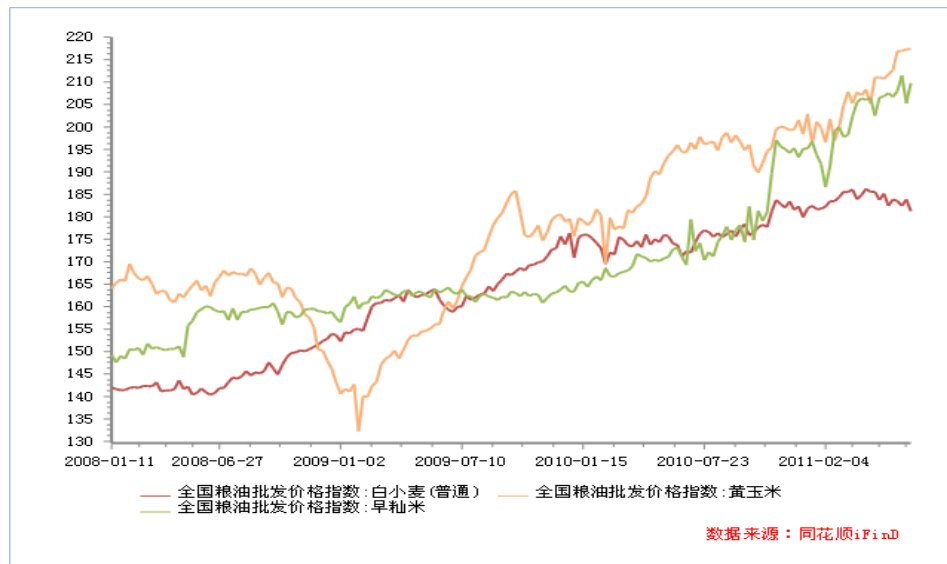


资料来源：同花顺系统，指数为定基指数，基准为 2000 年。

从图中可以看到，农产品批发价格定基指数自 2000 年以来呈现波动上升的态势，经历 2011 年春节的高点后，价格指数有所回落。农业部 6 月 21 日宣布，全国夏收小麦收获进度

已过九成，夏粮增产已成定局，冬小麦将实现连续 8 年增产，上述信息对稳定基础粮食价格将起到积极作用。从主要粮食作物价格指数的变化情况来看，白小麦价格有所回落，黄玉米价格涨势趋缓，而早籼米继续维持上升态势。

图表 6 我国主要粮食作物价格指数

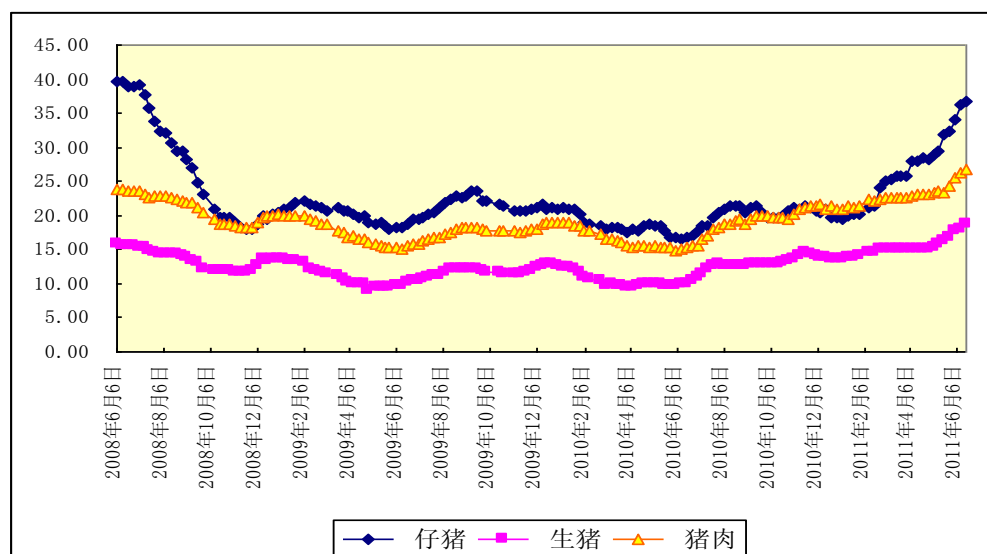


资料来源：同花顺系统，指数为定基指数，基准为 1994 年 6 月。

国内生猪价格继续上涨，根据 WIND 数据，截至 6 月 17 日生猪价格同比上涨 85%，猪肉价格同比上涨 75%，仔猪价格同比上涨 119 %。猪粮比 8.14: 1，自繁自养生猪头均盈利已经突破 650 元/头。目前生猪周期已进行至盈利带动仔猪补栏、价格上涨，虽然也带动了母猪补栏、价格上涨，但母猪补栏的相对脱节将延长供需缺口的恢复速度，从而延长猪市的高盈利期。预计三季度生猪价格仍将继续维持高位。

图表 7 生猪、仔猪、猪肉价格变动趋势

单位：元/公斤

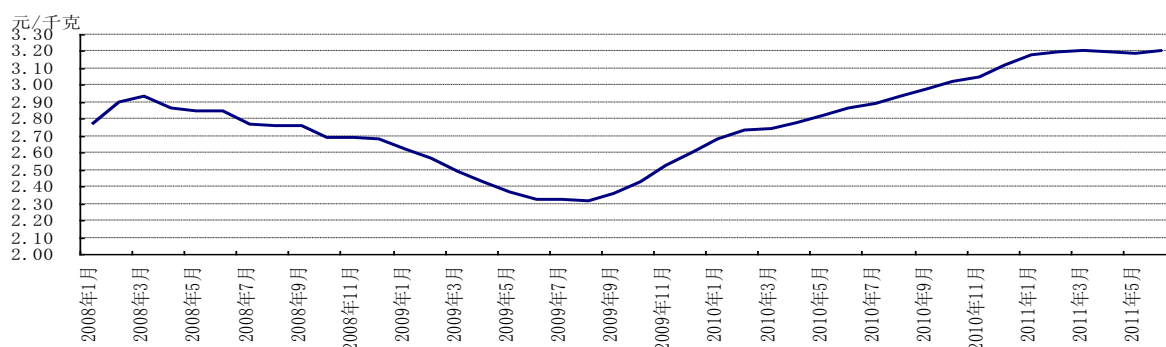


资料来源: WIND 系统。

根据农业部畜牧总站定点监测的结果显示，2011年6月份，全国10个奶源主产省区原料奶价格趋稳，平均价格为3.20元/千克，同比分别上涨11.89%，同比涨幅趋缓。国内原奶生产进入旺季，原奶价格走势与我们预期的相同，进入了稳定状态。6月第一周，美国切达干酪（40磅块装）、黄油、脱脂奶粉、乳清粉FOB价分别为3763美元/吨、4679美元/吨、3608美元/吨、1136美元/吨，环比分别上涨3.10%、3.80%、0.73%、2.40%。美国和法国是中国乳清粉进口的主要来源国，两者占总进口量的60%以上，目前国际乳品价格上涨幅度较大，预计后期乳粉价格会有所回落。

图表8 原奶主产区平均原奶价格走势

单位：元/公斤



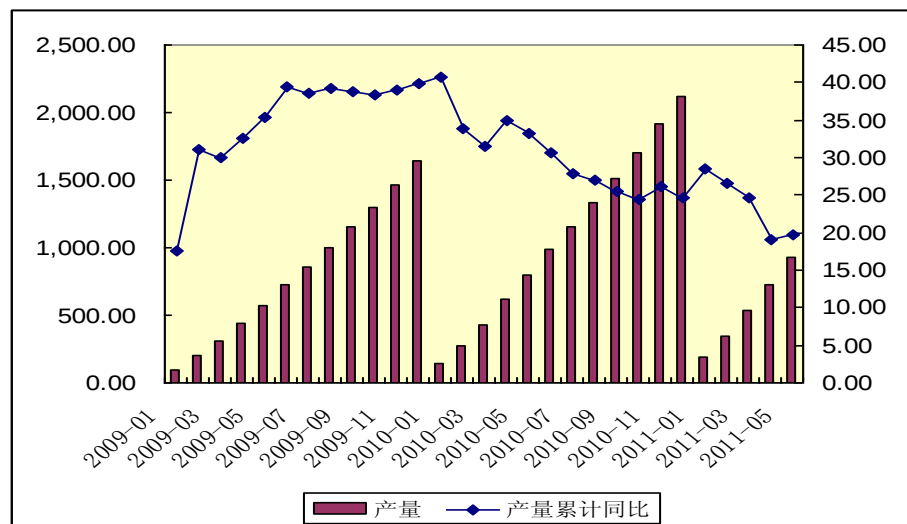
资料来源：BOABC

三、主要子行业动态：

1、屠宰及肉类加工：盈利增速下滑 需等待猪价回落

图表9 鲜冷藏冻肉累计产量趋势

单位：万吨，%

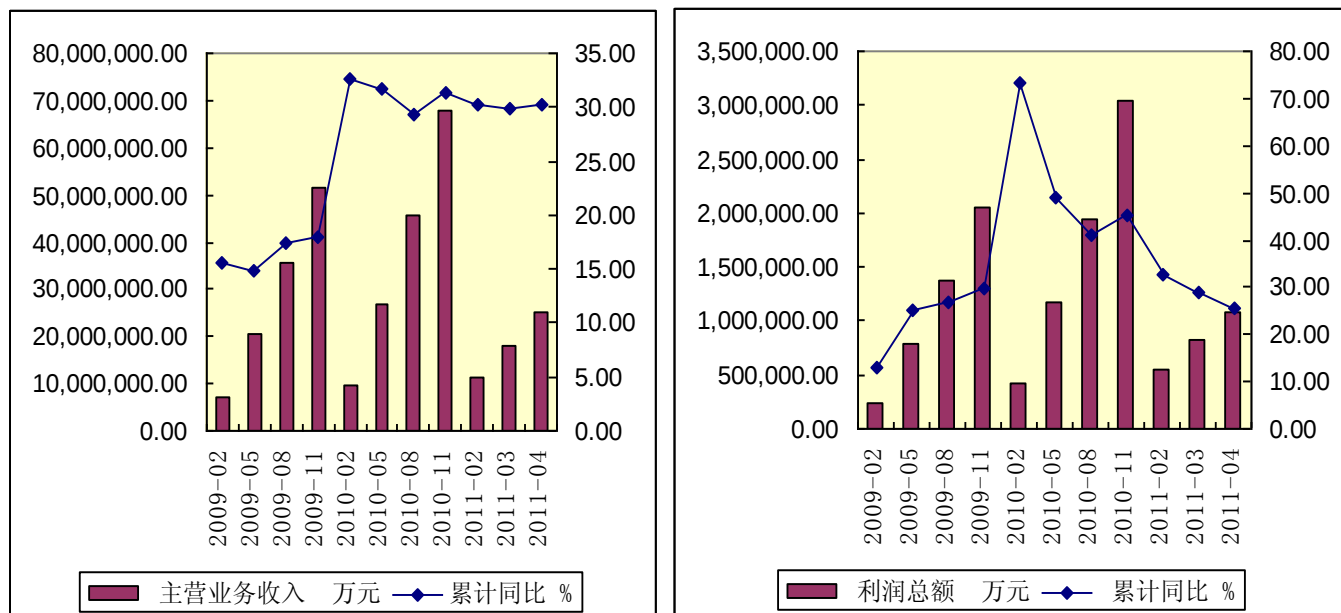


资料来源：WIND 系统

进入三月份以来，鲜冷藏冻肉产量增速明显回落，截至5月底累计增速只有19.69%，说明现阶段生猪供给相对紧张，生猪高价位最近几个月仍将维持。同时，由于生猪成本上升，屠宰及肉类加工行业利润总额增速开始弱于销售收入增速。

图表 10 屠宰及肉类加工企业收入、利润总额变化趋势

单位：万元，%

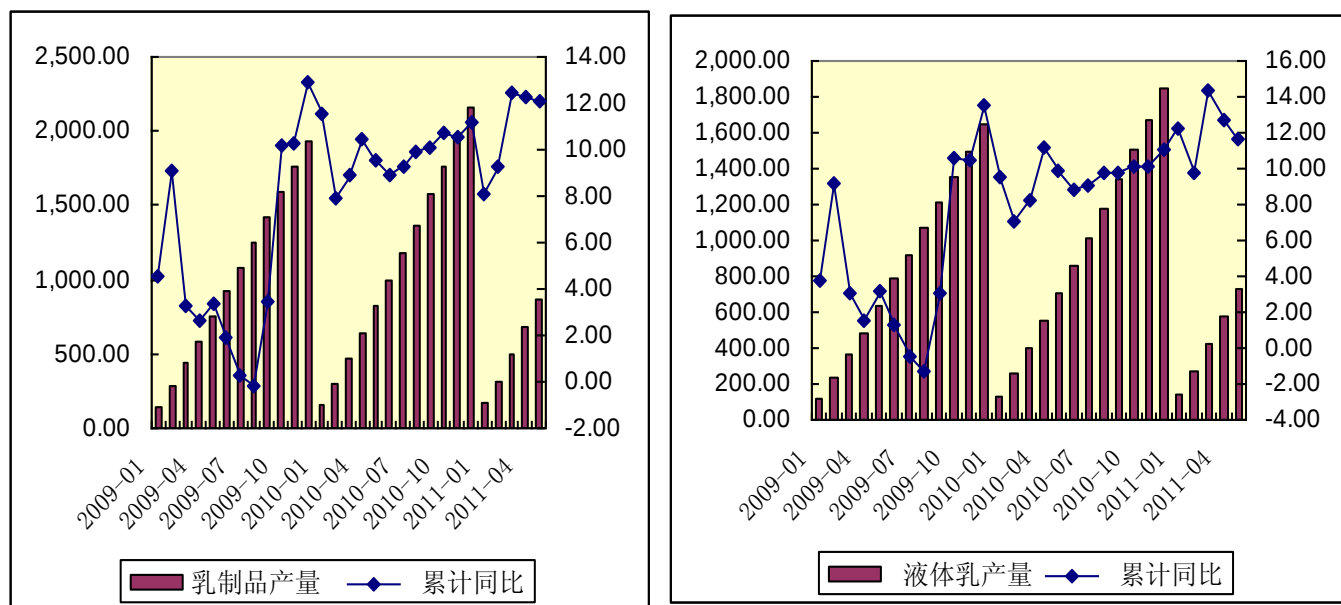


资料来源：WIND 系统

2、乳制品行业：利润总额增速出现高于销售收入增速势头

图表 11 乳制品和液态奶累计产量增速趋势

单位：万元

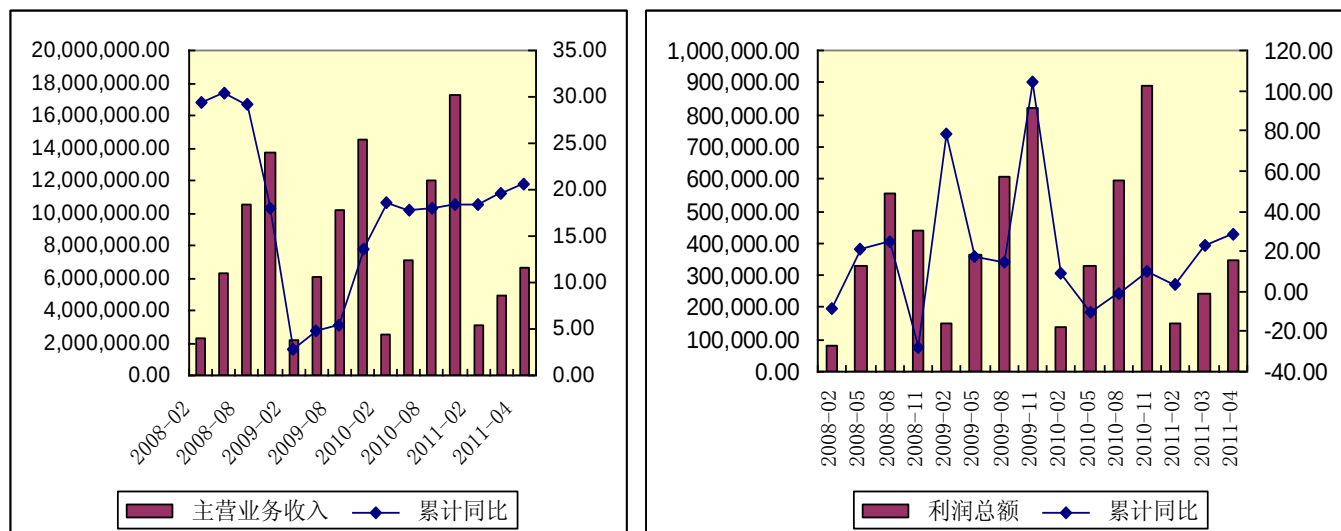


资料来源：WIND 系统

乳制品行业产量保持稳步上升的态势，5 月份单月产量同比增长 12.52%，增速比 2010 年同期上升 8 个百分点，1-5 月份产量比 2010 年同期上升 2.55 个百分点。从行业经济指标来看，与我们在二季度策略报告中的判断一致，随着原奶价格的企稳和产品结构的调整，行业业绩增速逐月回升，从 3 月份开始利润总额增速已出现高于销售收入增速的积极态势。

图表 12 乳制品行业销售收入和利润总额增速变化趋势

单位：万元，%

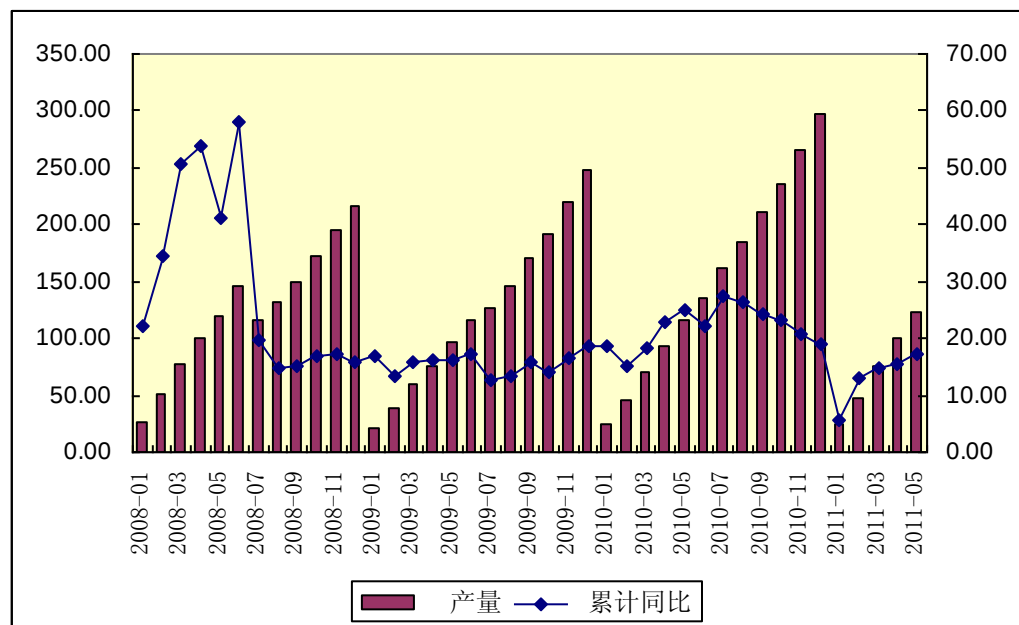


资料来源：WIND 系统

3、速冻食品行业：增长态势稳定向好

图表 13 速冻食品累计产量增速趋势

单位：万吨，%

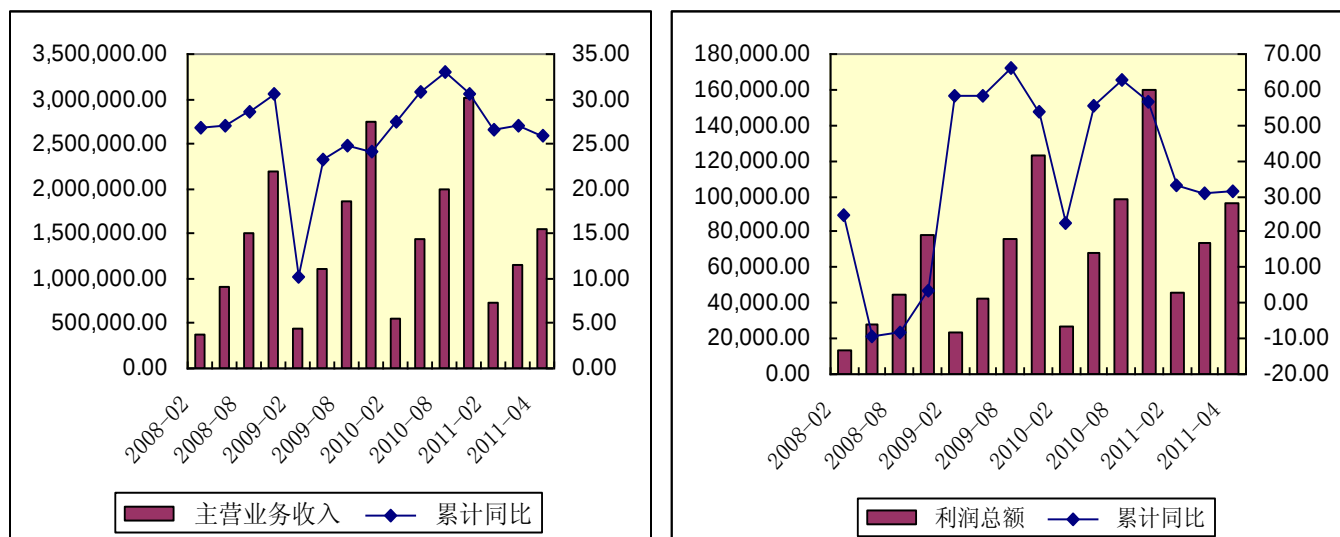


资料来源：WIND 系统

5 月份速冻食品产量增速为 25.39%，与 2010 年同期相比增速下滑 6.78 个百分点，1-5 月份产量与去年同期相比下滑 7.7 个百分点。从行业经济指标看，速冻食品行业利润总额增速仍保持快于销售收入增速的态势，说明行业转化成本压力的能力相对较强。

图表 14 速冻食品行业销售收入和利润总额增速变化趋势

单位：万元，%

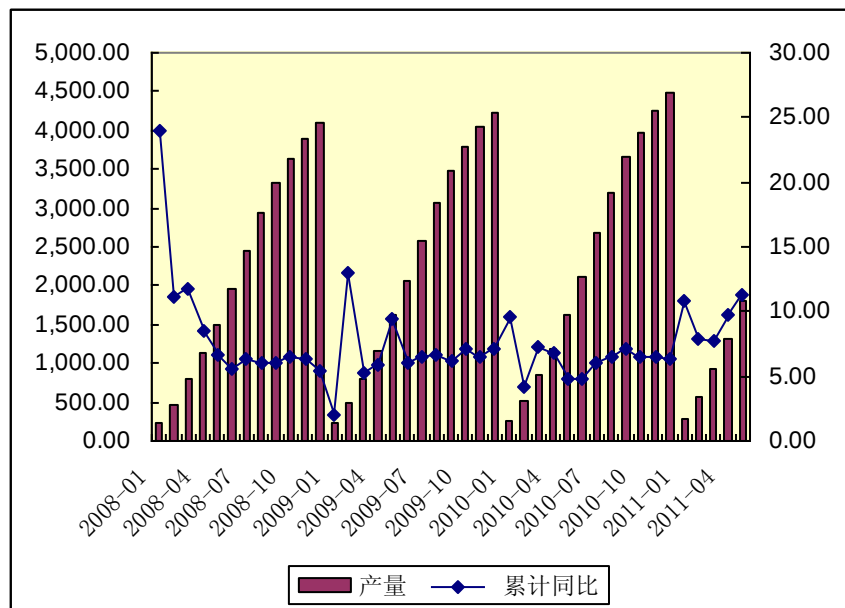


资料来源：WIND 系统

4、啤酒行业：成本压力仍大

图表 15 啤酒行业产量增速变化

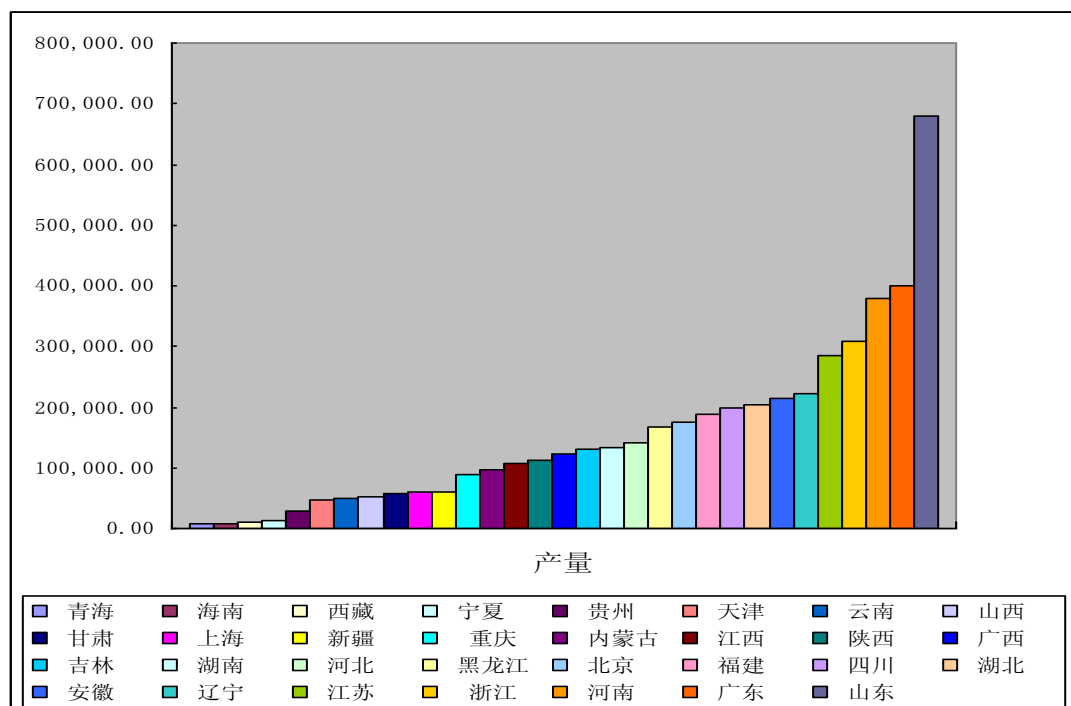
单位：万吨，%



资料来源：WIND 系统

图表 16 啤酒行业分地区 5 月销售情况

单位：吨

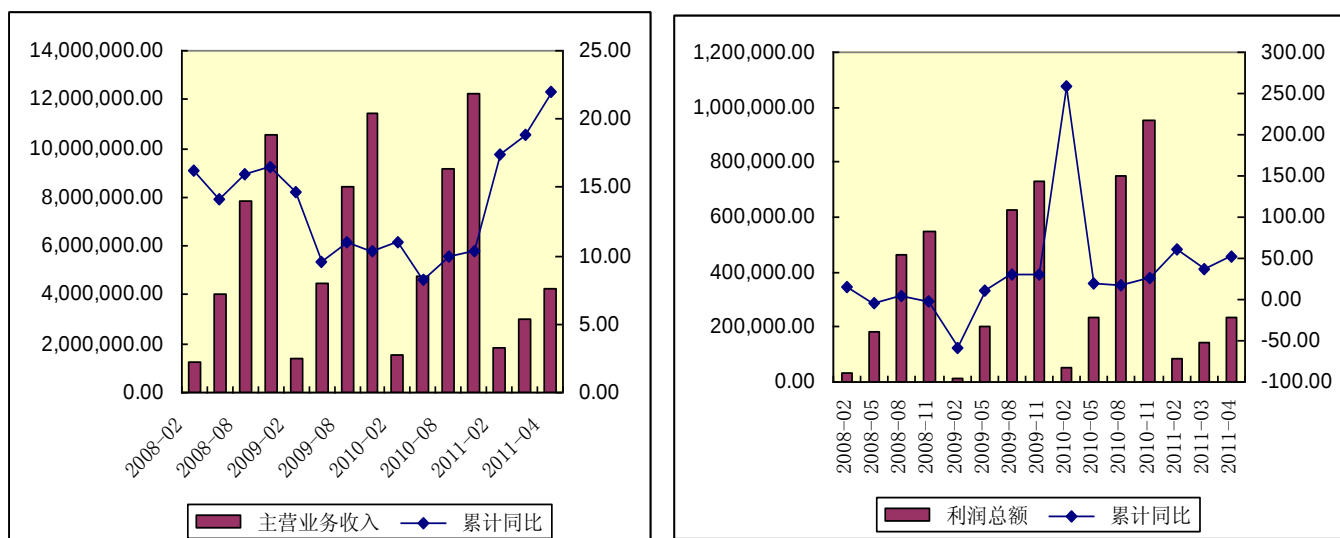


资料来源：WIND 系统

1-5 月份啤酒产量增速为 11.33%，同比增速上升 6.54 个百分点，5 月份当月产量最大的省外依次为山东、广东、河南、浙江。从行业经济指标来看，啤酒行业出现了销售收入加速上升的态势，利润总额增速表现也较好，考虑到 1-4 月份是啤酒消费的淡季，具体盈利增速还有待旺季的验证。目前来看，啤酒大麦价格同比上涨约 40%，加上人工包装材料等成本上升的因素，啤酒企业面临的压力较大，预计行业未来还将陆续提价。

图表 17 啤酒行业销售收入和利润总额增速变化趋势

单位：万元，%

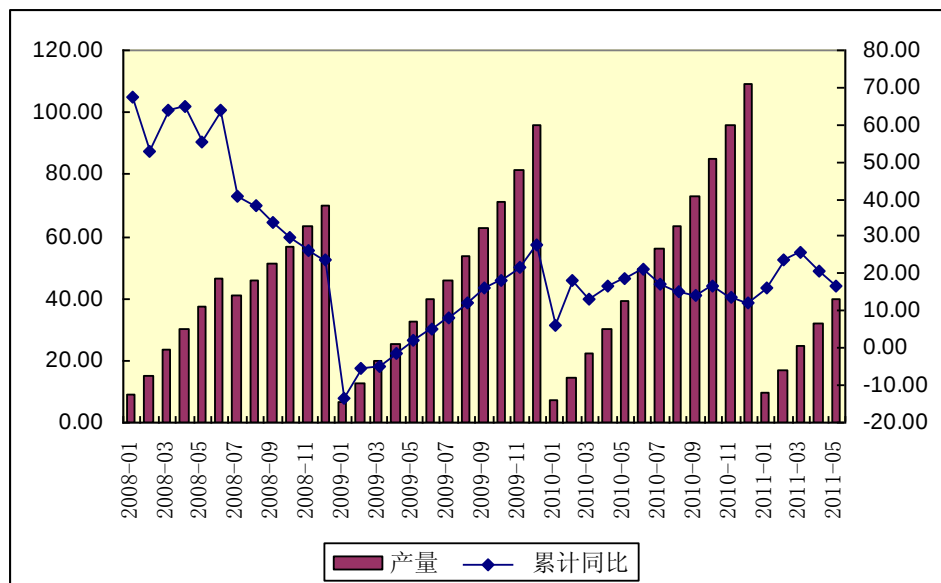


资料来源：WIND 系统

5、葡萄酒行业：行业盈利能力维持良好状态

图表 18 葡萄酒产量增速变化趋势

单位：万吨，%

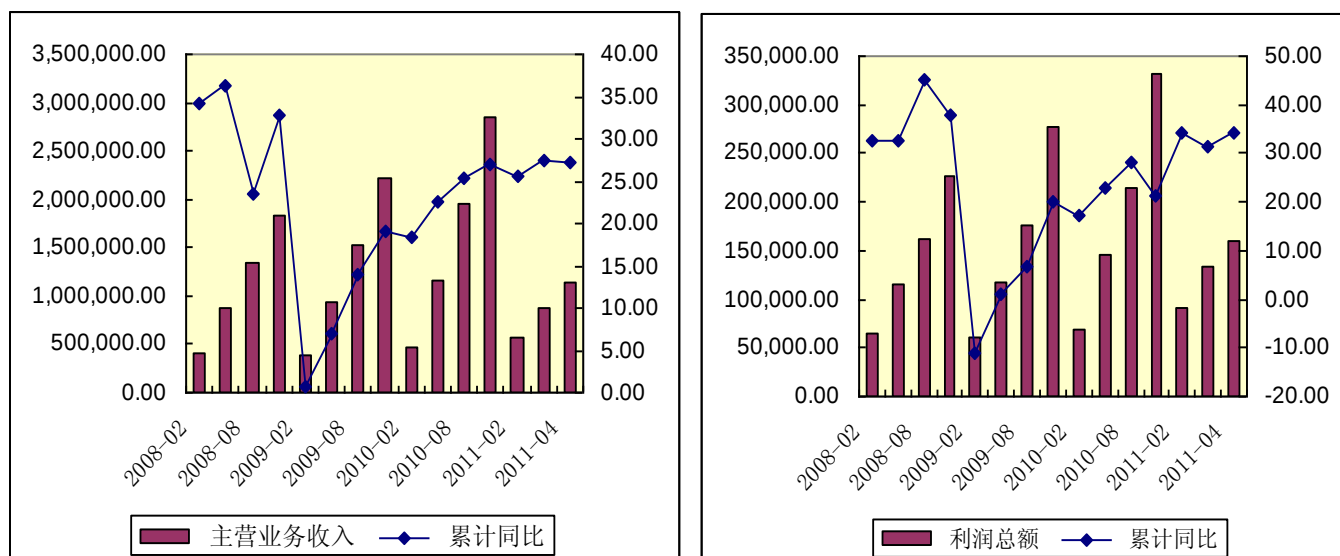


资料来源：WIND 系统

从 2008 年的情况来看，葡萄酒行业对经济的敏感度高于白酒。2011 年 1-5 月份葡萄酒产量增速为 16.58%，与去年同期相比回落了 1.89 个百分点。从目前行业经济指标的情况看，葡萄酒行业继续延续利润总额增速高于销售收入增速的走势。行业销售利润总额率为 13.89%，较 2010 年同期增长 1.33 个百分点。

图表 19 葡萄酒行业销售收入和利润总额增速变化趋势

单位：万元 %



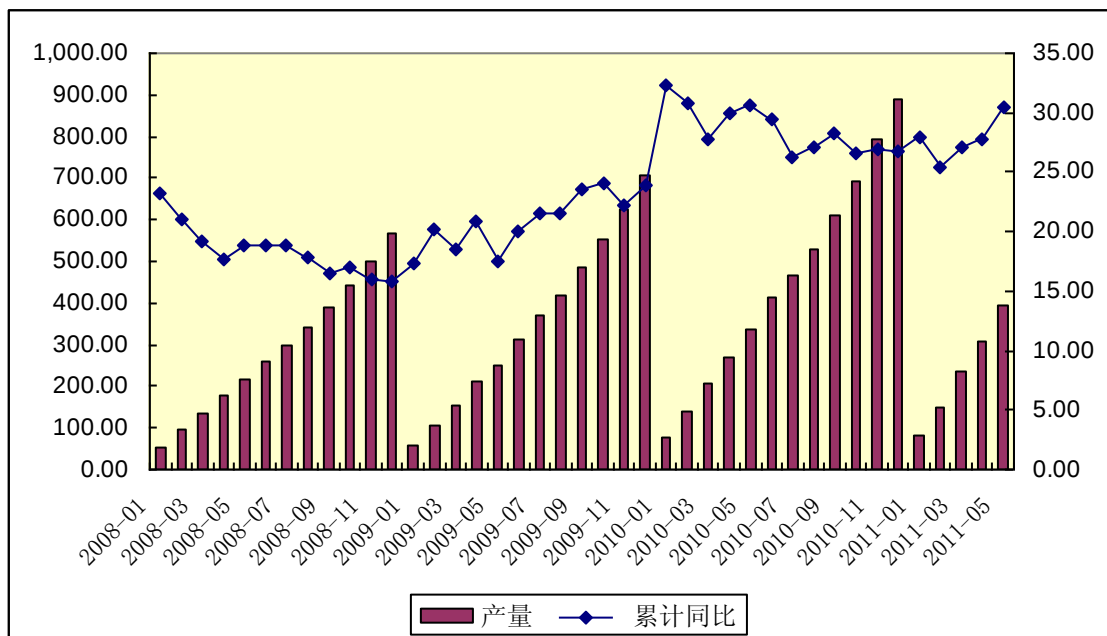
资料来源：WIND 系统

从国际葡萄酒的价格来看，2011 年各大酒庄发布的期酒价格平均同比上涨了 20%。葡萄酒的期酒销售以及收藏风格有望进一步影响国内葡萄酒消费。

6、白酒行业：抗通胀能力强

图表 20 白酒产量增速变化趋势

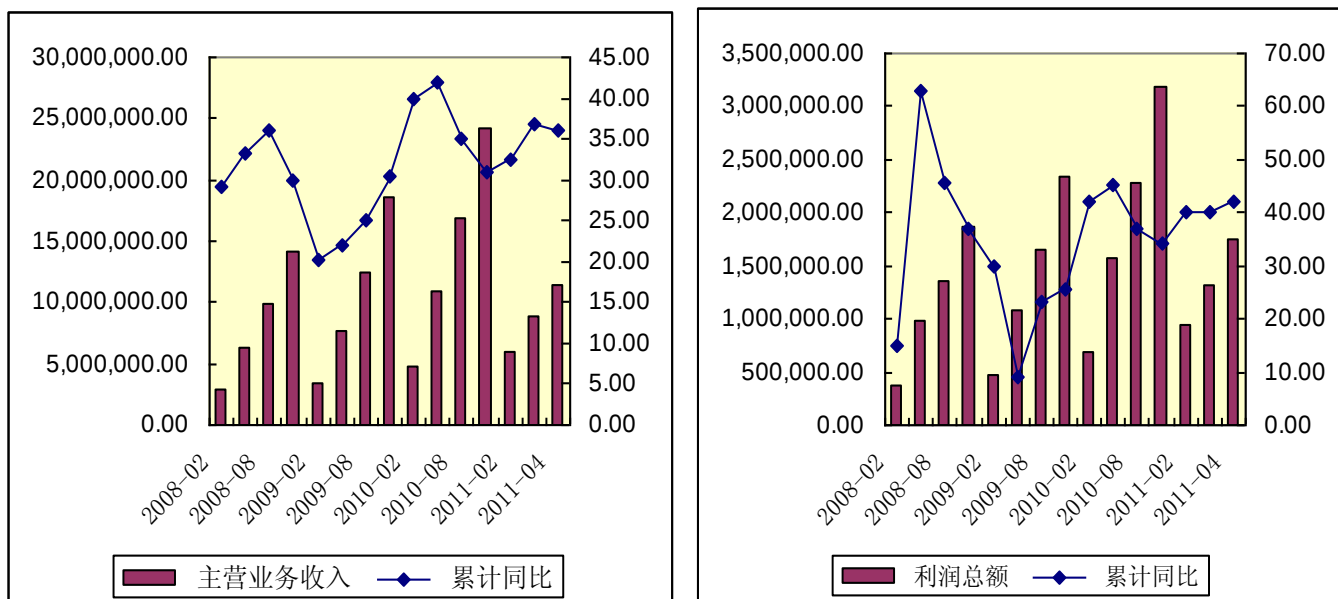
单位：万吨，%



资料来源：WIND 系统

白酒 1-5 月份产量增速为 30.4%，与 2010 年同期基本持平。从经济效益指标看，白酒 1-4 月份销售收入增速 35.94%，利润总额增速 41.94%，呈现加速增长的态势。

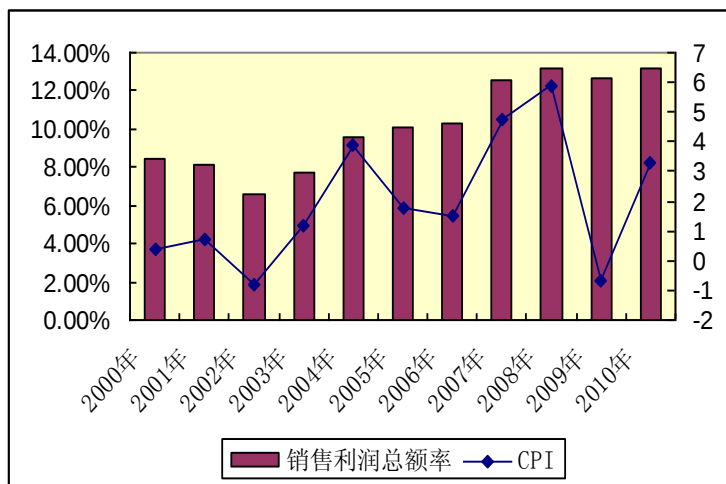
图表 21 白酒行业销售收入和利润总额增速变化趋势 单位：万元，%



资料来源：WIND 系统

图表 22 CPI 与白酒利润总额率变化的比较

单位：%



资料来源：WIND 系统

根据糖酒快讯每期价格监测，5 月份一线白酒零售价格都出现上涨，环比涨幅在 3-6%，茅台零售价部分地区已经达到 1400 元/瓶，依然供不应求，五粮液价格也有小幅上涨，整个白酒价格仍然呈现继续上升的态势，在通胀处于高位的情况下，由于白酒行业可以通过结构调整和产品价格提升较好地转移成本压力，因而在经济较繁荣阶段，白酒行业的抗通胀性表现非常明显，这也是我们在继续重点推荐白酒行业的主要原因之一。

四、行业投资策略：维持增持评级

二季度，在白酒行业的引领下食品饮料行业明显跑赢大盘，展望三季度，从行业基本面情况来看，食品饮料多数子行业如前所述保持了稳定的增长，白酒和葡萄酒二季度行业均呈现出 30%以上的利润总额增速，该增速与目前行业龙头的估值比较来看 PEG 保持低于 1，预计 7-8 月份即将到来的中报增速也值得期待。

图表 23 已发布业绩预增公告的食品饮料类上市公司

单位：%

代码	名称	预告净利润变动幅度 (%)
000596.SZ	古井贡酒	150.00
600199.SH	金种子酒	130.00
002304.SZ	洋河股份	70.00
002216.SZ	三全食品	50.00
002481.SZ	双塔食品	50.00
600429.SH	三元股份	50.00
600809.SH	山西汾酒	50.00

资料来源：WIND。

而随着三季度 CPI 的见顶回落，在三季度后半期大众消费品成本与销售价格关系的拐点将显现，形成投资机会。因而我们维持对行业的增持评级。

对于具体公司而言，从性价比看，我们仍继续看好一线的白酒龙头企业：

①贵州茅台（600519）

公司 2011 年一季报实现收入 42.2 亿，同比增长 39%；实现净利润 18.8 亿元，同比增长 49%，每股收益 2 元。公司预收款达到了 63 亿，较去年同期增 33 亿，比年初也增加了 16.05 亿元，预收款的同比和环比增长说明公司销售势头很强劲，公司对 53 度茅台提价 24%并没有对销售产生不利影响。如果预收款全额确认将增厚公司每股收益 3.4 元左右。

公司发展目标，2015 年计划的 4 万吨产量、400 亿含税收入，在行业平稳发展的情况下，完全有可能实现。初步预测公司 2011 年和 2012 年每股收益分别为 8.2 元/股和 10.6 元/股。

②五粮液（000858）

五粮液 2011 年一季报，实现营业收入 62.5 亿，同比增长 39%；实现净利润 20.8 亿元，同比增长 37%，每股收益 0.548 元/股。公司一季度末预收款为 77 亿，比去年同期增加 27 亿，环比去年年末增加 5.5 亿，预收款的增加从侧面印证了五粮液单品今年将继续放量。

目前五粮液终端指导价 889 元，一批价为 700 多元，公司提高出厂价的空间充足，预计下半年 CPI 回落时，公司将提高出厂价，对公司构成实质性利好。初步预测公司 2011 年和 2012 年每股收益分别为 1.5 元/股和 1.95 元/股。

③泸州老窖（000568）

公司 2011 年一季度实现营业收入 20.7 亿元，同比增长 42%；实现净利润 8.96 亿元，同比增长 32%，每股收益 0.643 元/股，收入增长略超预期。公司利润增长略低于预期，主要源于华西证券贡献投资收益下降所致。剔除投资收益影响后，白酒业务对应营业利润同比增长 40%，公司主业收入与利润增长基本匹配。我们更关注公司在主业方面的表现，公司降低在华西证券的权益比重，无碍公司的投资价值，

公司提出 11 年计划实现含税收入 90-100 亿的目标，收入增长超 40%，预计实现的希望比较大，初步预测公司 2011 年和 2012 年每股收益（白酒业务）分别为 1.9 元/股和 2.5 元/股。

此外，洋河股份、山西汾酒、古井贡等白酒企业上半年发展态势良好，高端酒销售快速增长，中档酒通过产品结构调整和营销精细化获得了较好的增长，因而值得关注。白酒企业中沱牌曲酒、酒鬼酒、水井坊都面临着变化，其中沱牌曲酒的大股东挂牌转让部分股权已半年有余；酒鬼酒定向增发即将启动；水井坊大股东全兴集团的外方股东 DHHBV 从成都盈盛投资控股有限公司受让全兴集团 4%股权的审批申请及反垄断审查申请获国家商务部批准，从而帝亚吉欧获得控股权，因而这些企业后续的发展值得关注。

在看好白酒子行业的同时，我们也建议投资者关注拐点逐步显现的食品类公司：

①伊利股份(600887):随着行业集中度的提高,公司盈利能力有望增强。目前,原奶价格已经企稳,有利于公司盈利增长。公司已公布再融资计划,预计会有相应的业绩表现。同时,公司负面传闻预计随着时间的推移负面影响有望消除。

②双汇发展(000895):公司业务逐步恢复中,其头头检验虽然增加公司成本,但有利于公司重新树立品牌形象。考虑到生猪成本的上升,以及公司业务遭受的损失,公司已经公告 2011 年中报公司业绩同比下降 80%-90%,业绩低点已经显现。此后,随着公司销售的进一步恢复,收入和利润率也将逐步回升。公司重组进程继续推进,预计略有后延。

③安琪酵母(600298):上半年受制于成本因素,以及埃及局势动荡,预计盈利表现不理想。预计 2011 年中报公司业绩低点将现。但随着国际糖价企稳,在新榨季开始时糖蜜价格有望回落。公司毛利率将呈现回升态势。

图表 24 重点关注公司情况

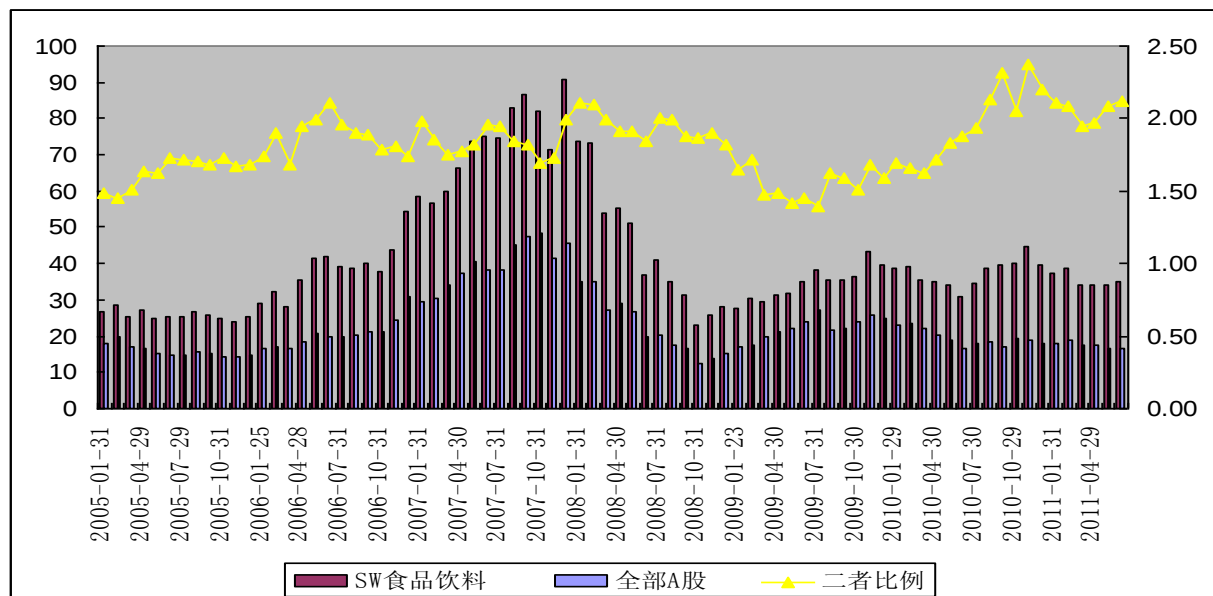
单位:元

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	35.94	1.15	1.5	1.89	31.25	23.96	19.02
	泸州老窖	45	1.58	1.9	2.5	28.48	23.68	18.00
	贵州茅台	208.27	5.35	8.2	10.6	38.93	25.40	19.65
	山西汾酒	67.56	1.4	1.92	2.57	48.26	35.19	26.29
	洋河股份	118.28	2.44	4	5.6	48.48	29.57	21.12
葡萄酒	张裕 A	97.9	2.68	3.4	4.3	36.53	28.79	22.77
啤酒	青岛啤酒	34.46	1.16	1.38	1.74	29.71	24.97	19.80
	燕京啤酒	17.39	0.64	0.8	0.98	27.17	21.74	17.74
乳制品	伊利股份	16.49	0.45	0.7	0.88	36.64	23.56	18.74
	光明乳业	8.03	0.19	0.25	0.32	42.26	32.12	25.09
黄酒	金枫酒业	11.15	0.30	0.40	0.48	37.17	27.85	23.21
其他	安琪酵母	33.62	0.98	1.28	1.80	34.40	26.27	18.68
	洽洽食品	29.44	0.76	0.96	1.27	38.74	30.67	23.18

资料来源:WIND, 华泰证券研究所

尽管行业和公司的稳定甚至小幅超预期增长,以及部分上市公司业绩的快速增长和一线龙头企业较好的性价比,都为股价的上升奠定了基础。但从行业比较的角度看,今年二季度食品饮料表现非常强劲,目前行业估值相对市场仍处于高位,因而若三季度市场出现大幅反弹,则食品饮料行业因其防御性难有出色表现。

图表 25 食品饮料行业相对估值情况



资料来源：WIND

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。

免责声明：

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。