



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

攻守兼备、业绩确定

短期盘整后仍有潜力

——食品饮料行业2011年第4季度策略报告

德邦证券有限责任公司研究所

刘晓华

8621-68761616-8515

Lixh@tebon.com.cn

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号：S0120511030002

2011-09-29

1.行业估值及投资评级

1.1 攻守兼备、行业凸显较好收益

食品饮料板块10年以及11年以来涨幅排名一直位于前列，凸显出弱势环境下板块较好的收益能力。11年初至今，A股市场整体下调了13.68%，而同期食品饮料板块涨幅为0.53%，跑赢沪深300达14.21%，是整个A股市场表现最为强劲的板块，我们认为主要是食品饮料行业攻守兼备的特性所致：

■根据历史经验，作为防御性的品种，食品饮料股在宏观经济存在不确定性的时点上，通常能够获得较好的相对收益。

■得益于行业及重点公司整体盈利增速的提升。从基本面上来看，大多数食品饮料公司尤其是酒类公司的中报数据确实高于预期。食品饮料行业上半年收入、净利润同比分别增长25.37%和41.51%，整体ROE、毛利率、净利率均有提升。白酒板块业绩更加亮丽，上半年收入、净利润同比增速分别为49.96%和57.45%。

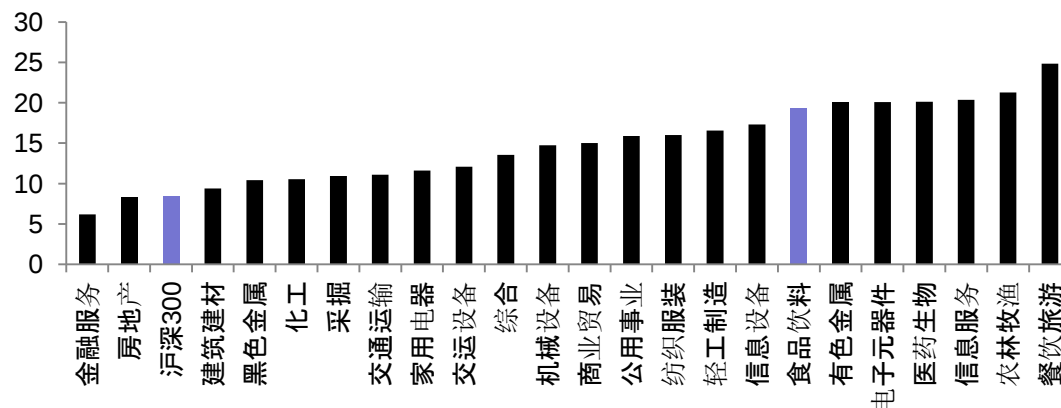
图1 10年及11年板块涨跌幅

板块名称	涨跌幅(%) (2011年至今)	涨跌幅(%) (2010年)
食品饮料	0.53	24.37
综合	-5.14	10.52
采掘	-8.65	-13.83
纺织服装	-8.89	12.31
轻工制造	-9.76	1.35
金融服务	-10.73	-23.8
黑色金属	-11.17	-28.57
化工	-11.46	-19.58
房地产	-12.03	-23.63
家用电器	-12.2	2.24
餐饮旅游	-12.37	10.85
农林牧渔	-14.56	18.82
公用事业	-16.74	-13.78
商业贸易	-17.55	5.62
建筑建材	-18.17	2.44
交运设备	-18.49	5.64
信息服务	-21.48	3.04
医药生物	-21.95	29.72
有色金属	-22.03	14.3
交通运输	-22.28	-9.88
信息设备	-23.41	14.77
机械设备	-23.66	22.86
电子元器件	-25.35	37.56
沪深300	-13.68	-14.11

1.2 短线盘整、长期看好、谨慎挑选投资品种

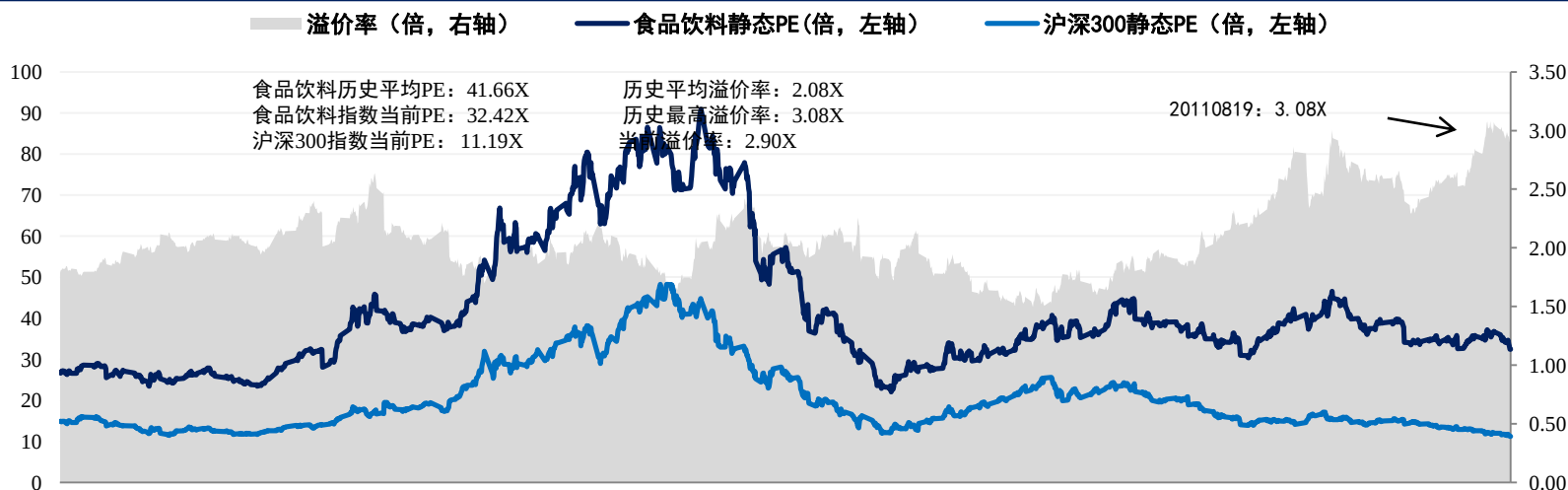
食品饮料板块12年动态估值水平在A股各行业中位列第7。PE相对于A股市场的溢价率处于相对较高的位置，也高于食品饮料板块的历史平均溢价率。当前要警惕高位补跌和系统性的风险，需要谨慎挑选投资品种。但是由于支撑要素仍在，不能仅仅着重估值因素。

图2 食品饮料板块估值处于A股市场中等偏上水平



资料来源：德邦研究

图3 食品饮料板块估值相对A股市场溢价率



资料来源：德邦研究

我们认为四季度是食品饮料股的盘整时机。市场存量资金博弈、发改委再出限价令，短期板块仍将震荡调整，但板块仍是A股中业绩最稳、增长最好的板块之一。在估值切换作用下，业绩增长确定的食品饮料板块仍然值得期待。我们对行业的基本面和跑赢大盘的概率维持中期策略的乐观判断。主要理由如下：

■12年动态市盈率只有19倍，远远低于历史平均PE。加上年底面临估值转换，具备一定吸引力。

■四季度进入白酒消费的旺季，行业高景气度仍将持续，预计整个板块全年业绩可保持30%以上的稳定增长，12年一线白酒40%以上业绩增长。板块基本面对市场的吸引力仍然坚挺。

■从历史数据来看，四季度白酒行业跑赢大盘的概率较大。

图4 食品饮料板块历史估值

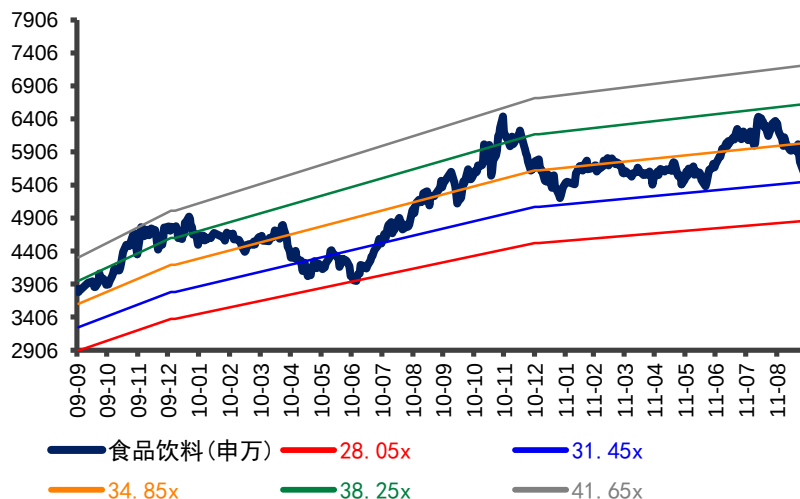
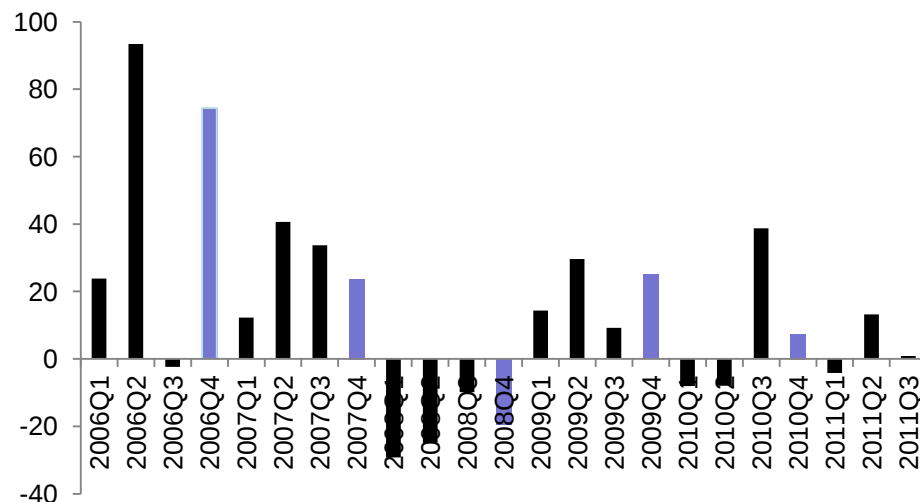


图5 食品饮料板块各季度相对涨跌幅



资料来源：德邦研究

资料来源：德邦研究

2.选股逻辑

从需求来看，食品饮料行业的零售总额8月的增速为24%，仍保持较快增长。从产量来看，1-8月累计全国白酒产量同比增长29.76%，啤酒产量同比增长9.57%，葡萄酒产量同比增长19.62%。从供求来看，白酒和葡萄酒的增速仍然迅猛。未来的高增长主要来自于国民经济发展和居民收入增长带来的行业高端化以及中产阶级消费对腰部次高端的需求，我们认为白酒和葡萄酒行业几个重点公司未来1-2年业绩快速增长仍有保障。

选股方面，我们建议重点配置：

2.1 业绩确定、成长稳定、安全边际高的高端及次高端酒企

业绩确定、成长稳定、安全边际高的高端和次高端酒企攻守兼备，仍然是最具投资价值的板块。推荐公司为：五粮液(000858)、张裕A(000869)、泸州老窖(000568)、山西汾酒(600809)、金种子酒(600199)。推荐主要理由：

■消费升级以及产品品牌化和奢侈品化带来超高端的刚性需求，中产阶级人群的扩容支撑中高端消费需求。

■四季度和一季度旺季来临带来的量价齐升预期，资源的稀缺和高端白酒的品牌号召力双方面因素，市场的涨价预期一直存在，而高端涨价后给次高端带来更大的扩容空间，高端提价，次高端放量成为趋势。

■强者恒强。强者并购的动力和能力足以对区域低端白酒进行挤压。集中度的提升也包括名酒厂和商家合作增加。投资这部分企业可以分享其市场份额和渠道掌控力提升带来的收益。

■伴随估值平移，估值仍有吸引力。目前一线白酒12年的PE为17倍左右、二线PE为23倍左右，对应12年一线白酒40%以上业绩增长，从PEG来看，估值具备吸引力。

2.2 存在业绩拐点、未被充分挖掘的二三线白酒

因盈利不确定较大未被充分挖掘的二线白酒如酒鬼酒(000799)、沱牌舍得(600702)、ST皇台(000995)等，此类关注度较低的二线白酒个股仍有机会出现黑马，获取更大超额收益。特别是二三线白酒的并购价值突现，成长拐点主要还是那些在营销转型、治理改善、管理重构、产品创新、价格提升及资产重组等方面出现积极而重大突破的企业。如沱牌舍得产品结构调整的时间较长，虽然现阶段还处于调整期，但是这部分蓄势待发后可望在来年获得不错的收益。ST皇台的山庄皇家窖藏销售收入预计将呈现翻倍的增长。

2.3 大众消费品成本回落后带来的投资机会

下半年物价涨势趋缓，CPI有望企稳，大众消费品成本有望回落。从需求来看，消费旺季的刚性需求，通胀趋缓和个人所得税改革对消费的刺激作用都将逐步显现，食品饮料零售总额增速企稳概率大。推荐大众消费品成本回落后带来的投资机会。如原奶价格环比持平，同比涨幅收窄，成本压力下降的伊利股份(600887)。

3.重点公司推荐

五粮液（000858）：提价为提速护航、今明高增长可期

◎推荐理由：1）大幅提高出厂价150元至659元（与国窖1573持平），我们预计对2012年业绩形成重大利好。2）管理层换届，2011起开始市值考核，有助公司价值回归。3）估值最具吸引力 催化剂：三季度业绩超预期。

◎风险提示：管理层改革进度慢于预期；扩张导致的销售费用大幅上扬抑制业绩释放

◎盈利预测及评级：预计公司2011-2013年的EPS分别为1.68、2.27和3.00元，对应动态市盈率分别为22、16和12倍，给予“买入”评级。

山西汾酒（600809）：清香白酒龙头崛起 - 品牌地位提升、业绩高速增长

◎推荐理由：1）清香型白酒龙头，注重以文化营销为先导，扩大公司的品牌价值和社会影响力，是二线白酒里最具冲击一线阵营能力的公司。2）近年来对产品体系梳理和销售系统改进的效果正在显现，产品结构层次清晰且日趋中高端，双轮驱动的产品战略迎来汾酒历史上又一高速成长期。3）省外增长存在超预期，省外市场拓展将成为其重要增长点。4）和银基强强合作有助于弥补公司渠道短板并进一步拓展超高端市场。

◎风险提示：快速扩张带来的管理风险。

◎盈利预测及评级：公司具有悠久历史和文化底蕴，看好公司的持续改善和成长性，具有打造高端品牌并重返一线白酒公司的内外基础。预计2011-2013年公司EPS分别为2.10元、3.00元和4.11元，对应的动态市盈率分别为35倍、24倍和18倍，给予评级至“买入”。

金种子酒（600199）：进入快速增长通道

◎推荐理由：1）PE和PS在白酒板块处于较低水平，未来三年处于高速增长阶段。2）定位中低端产品结构清晰，销售渠道扁平化。3）皖江经济快速发展给公司带来良好的消费环境，充分享受安徽区域城镇化率提高和居民收入水平提升带来的中低档酒的巨大空间。4）再融资的四个项目有利于白酒业务放量、产品结构升级和品牌提升。

◎风险提示：新品推广不达预期的风险。

◎盈利预测及评级：公司已初步完成产品结构升级，聚焦做好区域市场，厂商合一销售体制优势显现，省内市场发掘潜力仍然很大。因公司上半年业绩超预期，我们预计2011-2013年EPS分别为0.63元、0.99元和1.35元，对应的动态市盈率分别为28倍、18倍和13倍，给予“买入”评级。

酒鬼酒（000799）：老名酒最后一桶金

◎推荐理由：1）馥郁香型典型代表内部运营改善明显。2）积累了3w吨基酒。年份基酒在行业排名靠前，是未来发展的重要保障和重要品质保证。3）传播酒鬼核心品牌影响力，聚焦主力产品，扎根终端，重点关注其省内营销的推进。

◎风险提示：营销推广效果低于预期。

◎盈利预测及评级：预计2011-2013年公司EPS分别为0.45元、0.70元和1.13元，对应的动态市盈率分别为48倍、31倍和19倍，给予“增持”评级。

泸州老窖（600887）：改善明显，估值偏低

◎推荐理由：1）迅速完成发展战略的调整、产品创新、营销体系改革以及内部运营机制的变革，改善明显。目前公司整体经营趋势良好，进行了良好的产品结构调整和渠道拓展，其中柒泉模式效果显现，继续推进规模持续扩张。2）“国窖1573”和“老窖特曲”双品牌定位清晰，丰富的高中低档产品线均衡发展应对细分市场需求，高端产品旺销的同时，中低价位酒也有较好的增长。3）估值偏低，可重点关注。

◎风险提示：中国品味仍需要培育。

◎盈利预测及评级：预计2011-2013年公司EPS分别为2.07元、2.73元和3.41元。对应的动态市盈率分别为19倍、14倍和11倍，给予“买入”评级。

张裕A（000869）：受益于行业需求快速增长的葡萄酒龙头

◎推荐理由：1）葡萄酒行业处于成长期，行业龙头空间巨大。2）公司经过战略定位、原料基地、配套产能、市场营销、人才等方面的重大调整，已具备良好的中长期发展基础。3）以烟台为根据地，抢占东部沿海发达市场，中西部复制深度分销逐步辐射。4）高端酒产能瓶颈逐步解除，爱斐堡酒庄以及西部三个酒庄放量，未来能够保持稳健增长。5）原来以中高档产品为主，目前产品结构继续升级，高端酒增长快于普通葡萄酒，预计毛利率进一步提升。

◎风险提示：进口葡萄酒的冲击。

◎盈利预测及评级：我们判断张裕中长期保持25-35%的增速。预计11-13年EPS分别为3.65元、4.75元和6.00元。对应的动态市盈率分别为28倍、22倍和17倍，给予“买入”评级。

4.盈利预测

	证券代码	证券简称	收盘价	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE	PB	PEG	评级
白酒	000568.SZ	泸州老窖	38.50	1.58	2.07	2.73	3.41	24.37	18.64	14.11	11.28	9.60	0.63	买入
	000596.SZ	古井贡酒	85.24	1.34	2.47	3.91	5.59	63.85	34.52	21.81	15.25	8.65	0.38	增持
	000858.SZ	五粮液	36.28	1.16	1.68	2.27	3.00	31.33	21.65	15.98	12.09	6.78	0.48	买入
	002304.SZ	洋河股份	133.00	4.90	4.21	6.39	9.00	27.15	31.61	20.82	14.78	15.58	0.45	增持
	600199.SH	金种子酒	17.92	0.30	0.63	0.99	1.35	58.95	28.44	18.10	13.27	6.34	0.22	买入
	600519.SH	贵州茅台	187.12	5.35	7.75	10.72	13.67	34.96	24.16	17.45	13.69	9.19	0.43	增持
	600702.SH	沱牌曲酒	19.47	0.23	0.36	0.63	0.93	85.88	53.43	31.04	20.85	3.47	0.86	增持
	600779.SH	水井坊	21.79	0.48	0.66	0.82	0.96	45.23	33.19	26.70	22.72	7.07	1.06	增持
	600809.SH	山西汾酒	72.83	1.14	2.10	3.00	4.11	63.76	34.68	24.28	17.72	13.31	0.44	买入
	000799.SZ	酒鬼酒	21.50	0.26	0.45	0.70	1.13	82.03	47.78	30.71	19.03	7.98	1.01	增持
红酒	000869.SZ	张裕A	103.20	2.72	3.65	4.75	6.00	37.94	28.27	21.73	17.20	13.68	0.85	买入
啤酒	000729.SZ	燕京啤酒	14.80	0.64	0.75	0.95	1.17	23.27	19.62	15.63	12.68	2.14	0.89	增持
	002461.SZ	珠江啤酒	13.62	0.13	0.16	0.18	0.20	101.49	85.13	75.67	68.10	2.90	4.19	中性
	600132.SH	重庆啤酒	63.05	0.75	0.40	0.41	0.44	84.31	158.10	154.91	144.61	22.24	(3.39)	无评级
	600600.SH	青岛啤酒	32.30	1.13	1.38	1.73	2.16	28.70	23.47	18.72	14.94	4.22	1.04	增持
黄酒	600059.SH	古越龙山	10.73	0.20	0.28	0.39	0.53	54.80	38.24	27.34	20.27	3.15	0.81	中性
	600616.SH	金枫酒业	10.04	0.30	0.38	0.45	0.53	33.52	26.31	22.48	19.09	3.98	0.96	增持
饮料	000848.SZ	承德露露	15.80	0.59	0.60	0.77	1.03	26.93	26.50	20.44	15.36	8.55	1.10	无评级
	600300.SH	维维股份	5.36	0.09	0.11	0.14	0.19	59.56	48.73	38.29	28.21	3.73	1.99	无评级
	002387.SZ	黑牛食品	15.46	0.61	0.45	0.68	0.88	25.48	34.09	22.74	17.67	2.95	1.01	无评级
	600962.SH	国投中鲁	12.58	-0.27	0.20	0.33	0.42	-46.59	62.90	38.12	29.95	2.62	0.22	增持
乳制品	600597.SH	光明乳业	8.54	0.19	0.24	0.31	0.41	46.09	36.08	27.81	20.97	3.89	1.25	中性
	600887.SH	伊利股份	18.06	0.97	0.79	0.97	1.20	18.57	22.88	18.57	15.09	5.73	0.30	增持
其他	002216.SZ	三全食品	35.57	0.66	0.85	1.17	1.63	53.89	41.96	30.29	21.88	4.60	1.10	无评级
	002481.SZ	双塔食品	24.91	0.90	0.69	1.06	1.37	27.81	36.23	23.45	18.24	3.94	0.68	增持
	002515.SZ	金字火腿	25.78	0.64	0.64	0.80	1.14	40.28	40.28	32.23	22.61	3.08	1.63	无评级
	002557.SZ	洽洽食品	23.20	1.01	0.74	1.02	1.39	22.88	31.15	22.74	16.70	2.57	1.14	增持
	002582.SZ	好想你	47.73	1.70	1.73	2.51	3.46	28.08	27.63	19.01	13.78	3.07	0.64	买入

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
- 中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作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作出任何形式的担保。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前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。