

第一创业研究所

李镜池 S1030209080561

电 话：0755-82481099

邮 件：lijingchi@fcsc.cn

食品饮料深度报告（之一）：经济周期下的食品饮料配置——美、日经验的借鉴

- 经济周期下的食品饮料：1、食品饮料成为危机中的避风港。经济衰退的早、中期和复苏中出现波折值得投资人超配。2、经济繁荣期、市场泡沫膨胀期，市场对投资品的增长预期强烈，有高的盈利弹性，忽略行业周期性的风险，食品饮料有正的绝对收益，但难有超额收益。3、衰退期与复苏期之间的过渡期，经济表现出见底回升迹象，投资人对经济的预期开始转向，从防御性的行业转向有回升前景的周期性行业。
- 穿越周期的食品饮料公司。具有“护城河”特征的企业，具备持续成长的能力，长的时间内能获得超额收益。1985-1999 年的可口可乐，绝对回报有 32 倍，超额回报最高时超过了 26 倍，持续 15 年；1984-2007 年史密斯菲尔德绝对回报超过 140 倍，超额回报最高超过 130 倍，持续 24 年。1980-2010 年箭牌的绝对回报超过 100 倍，超额回报超过 90 倍，持续长达 30 年。
- 优秀企业持续成长、穿越周期的驱动因素在于：价格的抗通胀；需求的渐进、缓慢变化；锁定消费者，阻挡新竞争者的进入。企业通过品牌或渠道锁定消费者，形成稳固的“护城河”，阻挡新竞争者的进入。市场环境的变化相对缓慢，供给方的竞争优势容易维持，持续的竞争优势能转换为定价能力和获利能力，结果是行业集中度的不断提升，优秀公司持续、不断的成长。
- 与成熟市场相比，A 股市场中食品饮料的表现在多方面基本相似：在经济滞涨期、衰退期、复苏期出现波折中取得正超额收益；在经济繁荣期和市场泡沫期，以及经济由衰退进入复苏的过渡期表现为负的超额收益。
- 不同之处表现在：1、在经济增长的较长阶段，即周期性增长阶段的初、中期，逆向看则是经济繁荣期或市场泡沫期之前，食品饮料都能取得正超额收益。2、食品与饮料的长期表现差异显著，饮料的超额收益更大，而食品并不明显。在经济繁荣期之前，尤其是经济增长过程出现波折时，业绩稳定性强、受政策影响少的食品饮料更容易被市场青睐，一直享受着高的估值溢价。
- 白酒的季节性配置是合理的吗？行业配置的基础是行业比较，而不单是行业自身的季节性规律。07 年 1 季度超高端酒几乎同时提价，茅台在 3 月，但 2006 年下半年白酒并未取得超额收益，反例还有许多。周期性强的房地产、钢铁甚至金融在多数情况下是食品饮料的反向配置指标。
- 对比成熟市场的经验，揭示 A 股自身的规律，有助于投资人更清楚的看到自己的位置。下半年，超配食品饮料的逻辑在于欧美经济很可能二次探底，不断出现“黑天鹅”事件，以及国内宏观经济不明朗、政策难见放松的市场环境下，我们看好食品饮料板块的防御性，看好业绩稳定性好、估值相对低的一线白酒，五粮液、茅台、泸州老窖。



目 录

1、经济周期视角下的食品饮料	3
1.1、美国食品饮料的表现	3
1.2、日本食品行业的表现	5
2、穿越周期的食品饮料公司	7
2.1、“护城河”企业的卓越表现	7
2.2、穿越周期的驱动力	11
3、成熟市场的投资启示	14
4、国内食品饮料的回顾	14
4.1、经济周期的视角	15
4.2、白酒的提价与行业配置	18
5、经济周期下的食品饮料配置	20



从投资的角度，行业研究有两个维度：一是行业配置，联系宏观与行业，衡量的是该行业与市场中其他行业的相对重要性问题，行业在经济周期中的表现；二是行业经济属性，是从中观、微观的角度来分析行业特质，寻找行业的驱动因素，从而对行业中长期的发展趋势和远景有更加清晰的把握和理解。

我们尝试对食品饮料在经济周期中的表现和行业配置做些探讨。通过对制度相对完善，成熟度高的美国、日本市场的分析，揭示食品饮料在经济周期中的配置规律，但行业也蕴育了穿越不计其数的经济周期的卓越公司；再回顾 A 股市场中食品饮料的表现，发现相似处众但也有差异。

对比成熟市场的经验，揭示 A 股自身的规律，在不同时空的市场对比中，有助于投资人更清楚的看到自己的位置。

1、经济周期视角下的食品饮料

1.1、美国食品饮料的表现

食品饮料往往是危机中的避风港。经济危机中，食品饮料行业的超额收益非常明显，行业经营的安全性和稳健性，在经济下滑中有令投资人相信的防御性，危机之后，行业在稳健的增长下率先突破市场的前期高点。

近十年，美国市场大体经历了两个周期，食品饮料有两次持续获得超额收益的阶段：

第一次，2000.5-2002.11 月，大约 30 个月。2000 年初互联网泡沫开始破灭，经济出现下滑，从之前 5% 左右迅速回落到年底的 2% 以下，“911”事件的爆发使得对于美国经济出现进一步衰退的担忧加剧。到 2001 年 12 月，经济开始企稳，到 02 年底经济增速恢复到 2%。期间，食品饮料持续获得 50% 的超额收益，绝对收益也有 20% 左右。

第二次，2007.9-2010.10 月，大约 38 个月。2007 年中美国次债危机已出现端倪，08 年危机越演越烈，进而演变成全球性的金融危机，美国经济增速从之前 2% 迅速回落到 -4% 甚至更低，一直持续到 09 年中，食品饮料取得明显的超额收益。

由于 2009 年中经济出现见底回升的迹象而中断，但 2010 年初，欧债危机的爆发引发了投资者的继续担心，失业率也一直居高不下，投资者对经济复苏的信心不足，食品饮料再次取得超额收益。从 2007.9 月到 2010 年底，食品饮料共取得 50% 的超额收益，绝对收益是先负后正。

其实超额收益的取得也绝非是连续的、轻易的。投资反映的是投资人预期的变化，预期是在过程中形成、反复和加强的，因此超额收益的取得也是在趋势的波动中产生的，要视具体的宏观经济周期的波动。

衰退期与复苏期之间，即衰退后期或复苏初期，经济出现见底回升迹象，投资人对经济的预期开始转向，开始从防御性的行业转向更有增长前景的行业，期间食品饮料很可能会出现阶段性的负的超额收益，如 09 年下半年到 10 年初。

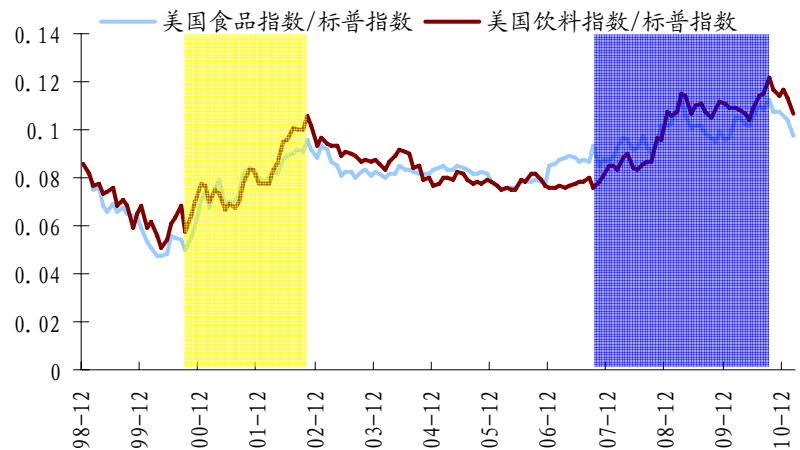
复苏后期和繁荣期，食品饮料取得负的超额收益。无论是 1997-2000



年美国互联网经济的高歌猛进还是 2003-2006 年美国房地产泡沫经济的越演越烈之时，食品饮料都没能跑过大盘，超额收益为负，尤其是牛市行情越大，负的超额收益可能会越大。

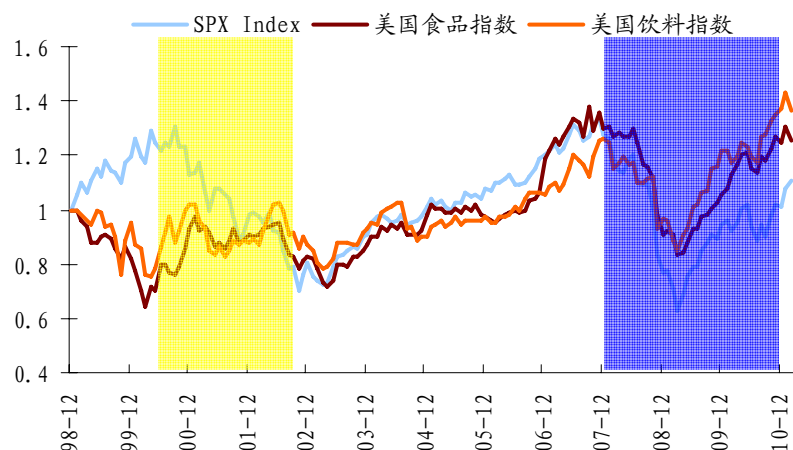
因为在经济周期的中期和后期，市场开始忽略周期性行业的风险，而周期性行业有很好的盈利弹性，因此，市场充满了对投资品强劲增长的预期，食品饮料的进攻性显得不足。可惜的是，牛市只能忽略周期性行业的风险，无法消除周期性风险。

Figure 1 网络股泡沫破灭和全球金融危机中，食品饮料的超额收益明显



资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

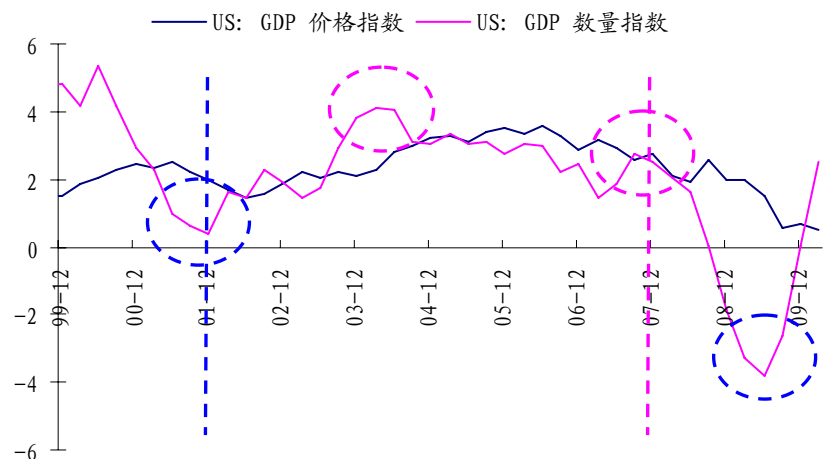
Figure 2 网络股泡沫破灭和全球金融危机中，食品饮料的超额收益明显



资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所



Figure 3 1999-2009, 美国经济的周期性波动



资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

周期性的反面也具有周期的特征。食品饮料虽然不是周期性行业，业绩稳定、波动性要小，但投资人为了战胜市场，总是在防御性的和周期性的行业之间进行选择。市场预期的变化是此消彼长，因此从投资角度，食品饮料投资具有周期性的特点，有自身的投资时钟，食品饮料与宏观经济之间也建立了密切的联系。

长期看食品饮料能取得正的阿尔法收益。过去十年，美国经历了两个小经济周期，食品饮料指数的波动要小，表现在下跌的时候跌的要少，上涨的时候涨的要慢，贝塔型的投资机会要小于市场。但长期看，危机之后，稳健的增长使得率先突破市场的前期高点，取得了正的阿尔法收益。

食品股与饮料股的表现基本趋同。单独看，美国市场中食品与饮料的波动几乎是趋于一致，从行业配置的角度，两者有较强的替代性。

1.2、日本食品行业的表现

日本市场数据从 1968-2010 年，更长一些，再来参考日本食品指数与日经指数的比较，食品有 7 次获得明显超额收益的阶段，分别是：

1、1970-1971 年，日本结束了之前的经济高增长，从 10%左右下滑到 3%；

2、1973 年底-1977 年，1973.10 第一次石油危机爆发，日本经济也陷入滞涨，74 年出现了负增长，之后进行了经济结构的调整和转型，食品饮料持续取得超额收益；1978 年底-1979 年第二次石油危机爆发，但此次对日本经济影响轻微，经济没有陷入滞涨（欧美经济仍陷在滞涨中），日经指数出现上涨（同期欧美股市下跌），食品没有获得正的相对收益；

3、1986-1987 年，1985 年广场协定，出口下滑，87.3 月经济增速下滑到 1%，食品获得超额收益；

4、1991-1992 年，日本泡沫经济破灭，资产价格包括股市价格大幅下降，日本经济滑落到负增长。

5、1998 年，97.7 月亚洲金融危机爆发，98 年经济再次陷入负增长；



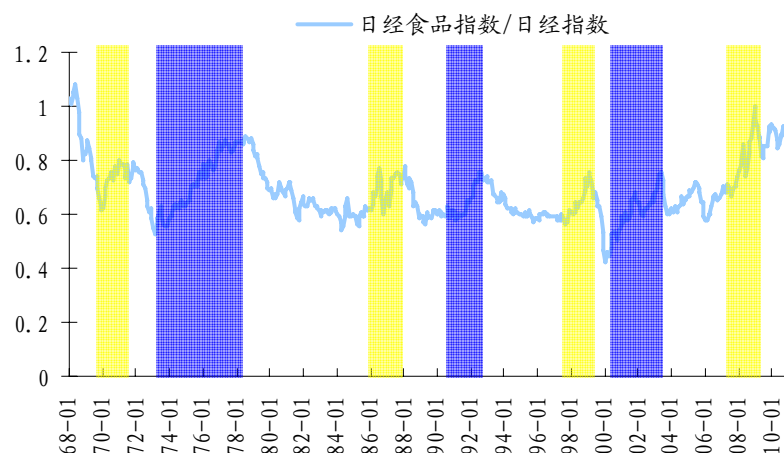
6、2001 年-03.6 月，2001 年新经济泡沫破灭，2002 年小泉进行金融系统改革，02 年经济又陷入负增长；

7、2007.9-08.12 月，金融危机爆发，08 年中经济进入严重衰退，负增长达 10%；

近二十年，由于日本经历了多次的经济衰退和长期的萧条，食品行业表现出更鲜明的危机避风港作用，主要的正超额收益都表现在经济下滑的衰退期。

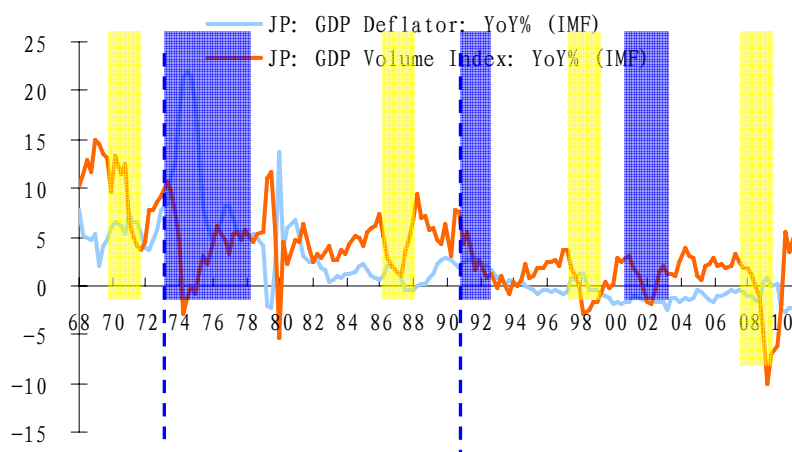
不仅如此，食品行业负超额收益的表现也与美国有相似的特征。以其中三次持续时间最长的负超额收益的阶段为例：一是 1979-1985 年，持续长达 6 年时间，在经历两次石油危机后，日本经济进入 80 年代开启的全球经济的景气循环周期，由于 86 年的日本经济衰退而中止；二是 1988-1989，日本经济泡沫快速膨胀，股市、房地产出现大牛市，食品在牛市中跑输市场；三是 1993-1996 年，接近 4 年，92 年经济泡沫破灭之初未对日本实体经济造成严重的破坏，经济出现负增长但持续时间短，92 年之后一度出现过复苏，尤其 95、96 年经济增速恢复到了 3%。

Figure 4 日本食品指数的超额收益



资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

Figure 5 日本经济 GDP 增长率和 CPI



资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

通过总结美、日市场中食品饮料的表现，成熟市场下，行业的配置思



路为：

超配：经济衰退的早、中期和复苏中出现波折。1、衰退的早、中期，食品饮料有明显的避风港效应，由于业绩的稳定，在每次危机中会受到资金的青睐，超额收益明显，绝对收益要视经济衰退的程度；

2、复苏出现波折，复苏期如果经济表现出现波折，对经济复苏的信心不足，投资者预期会变得不明确，食品饮料会取得超额收益甚至高估其防御性而获得绝对收益。

低配：1、经济繁荣期。周期性行业有高的盈利弹性，市场对投资品需求增长的预期变得强烈，忽略行业周期性的风险，食品饮料配置的相对重要性下降；

2、市场泡沫膨胀期。经济繁荣的中后期也往往对应着市场泡沫期，尽管有正的绝对收益，但难以超越大盘指数。

3、衰退期与复苏期之间的过渡期，经济出现见底回升迹象，投资人对经济的预期开始转向，从防御性的行业转向有回升前景的周期性行业。

食品饮料虽然业绩稳健，但行业配置依然是有周期性的，风险在于对宏观经济的判断。

2、穿越周期的食品饮料公司

2.1、“护城河”企业的卓越表现

短期投资人可能更关心相对收益，但长期看，投资的最终目的是为了取得绝对收益。

对于食品饮料行业，更加不容忽视的是优秀企业的持续成长能力。从较长的时空看，无论是持续时间还是成长空间都往往都远超投资人之前所能预期。

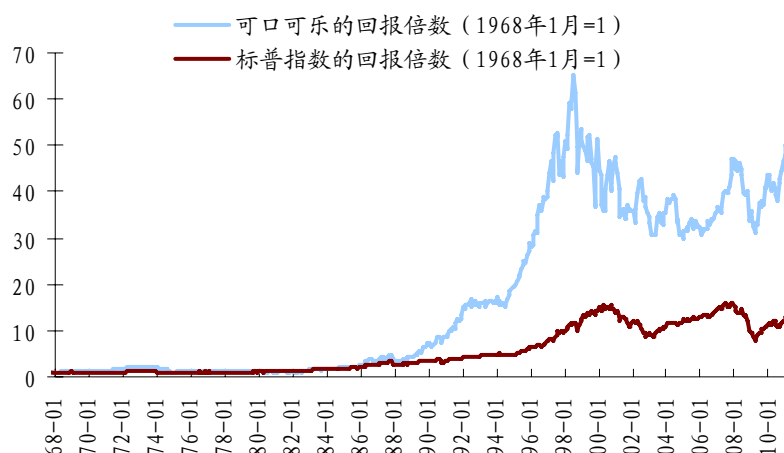
耐性的丰厚回报。具有“护城河”特征的企业，具备持续成长的能力，因此，在相当长的时间内能持续获得超额收益。1985-1999年的可口可乐，绝对回报有32倍，超额回报最高时超过了26倍，持续15年。期间，美国实际经济增长80%，标普指数上涨约580%，可口可乐上涨约32倍，其中可口可乐的PE上升约3倍，业绩增长10倍。

驻守优秀的公司，投资者的耐心守候会得到高额回报。耐心需要忍受寂寞，需要自我的否定之否定，不要忽视1987-88年、92-94年，可口可乐在这5年的时间并未取得超额收益。中途会有无数次让投资者放弃的理由，而不断进行短期相对收益竞赛的结果大多可能是长期相对收益的落后。

以十年计的投资耐性是一种修行的结果，是对投资哲学的反思，难怪巴菲特的投资看似简单，却做起来不易，模仿者众而成功者却甚少。

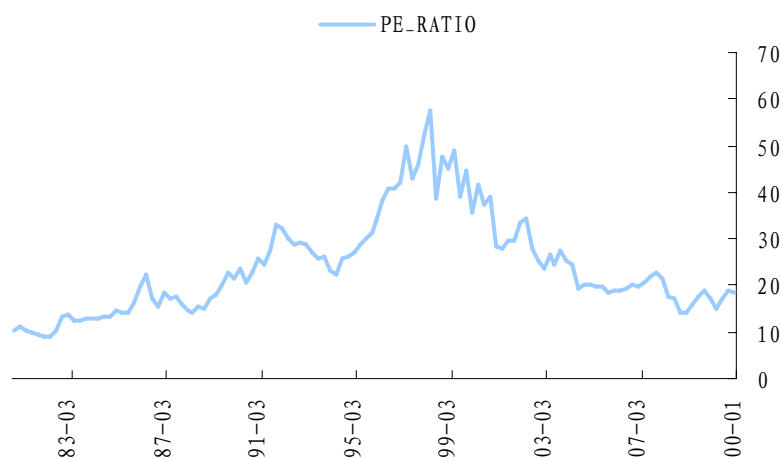


Figure 6 1985-1998 年，可口可乐的绝对回报 29 倍，超额回报超过 28 倍



资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

Figure 7 1985-1998 年，可口可乐的 PE 从 15 到 57，上涨近 3 倍



资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

Figure 8 截至 1998 年，其中 87-88、92-94 年，可口可乐未取得超额收益



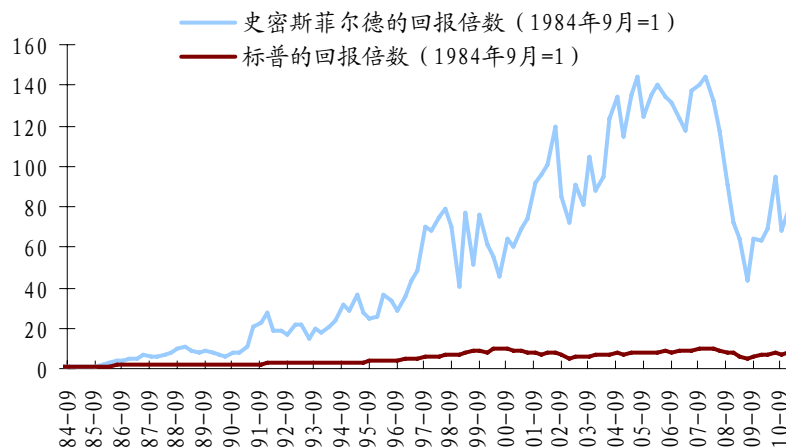
资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

可口可乐因烙上了巴菲特的标签而被投资者津津乐道，但这还远远不是巴菲特式投资神话的终结。



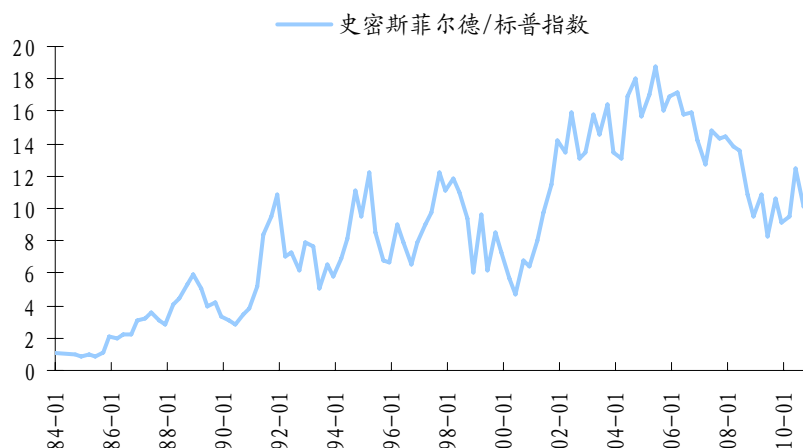
史密斯菲尔德在 1984-2007 年取得了更为惊人的投资回报率，绝对回报超过 140 倍，超额回报最高超过了 130 倍，持续 24 年。同样，通往高额回报的道路不是一帆风顺的，1992-2000 年，史密斯菲尔德相对收益并不突出，期间几乎 1/2 的时间相对收益是负的。

Figure 9 1984-2007 年，史密斯菲尔德绝对回报 140 倍，超额回报超过 120 倍



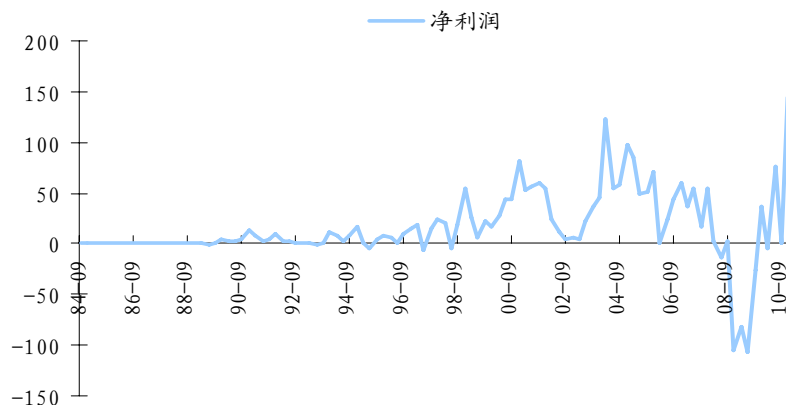
资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

Figure 10 92-2000 年，史密斯菲尔德相对收益不突出，几乎 1/2 是负相对收益



资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

Figure 11 1984 到 2010 年，20 多年间史密斯菲尔德的业绩增长了大约 150 倍

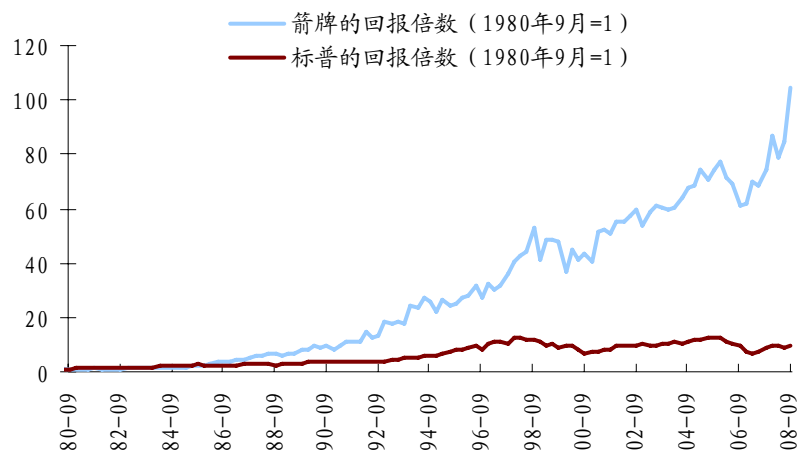


资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所



同样取得惊人投资回报率的还有箭牌，1980-2010 年的绝对回报超过 100 倍，超额回报超过 90 倍，持续长达 30 年。期间，1995-2000、04-07 年，有 10 年的时间箭牌公司并没有取得正的相对收益。

Figure 12 1984-2007 年，史密斯菲尔德绝对回报 140 倍，超额回报超过 120 倍



资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

Figure 13 94-2000、04-07 年，箭牌公司的相对收益为负



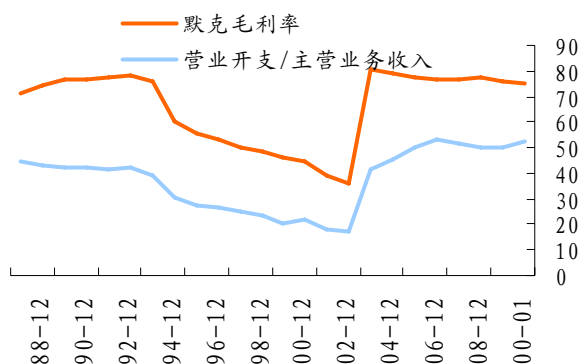
资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

食品饮料 VS 医药

消费品的医药，进入门槛高，价格抗通胀，消费群体、销售额大，往往也是产生巨无霸企业的行业。但是新技术的替代使得公司的相对竞争优势也会出现波动，公司的“护城河”相比食品饮料龙头没那么稳固。

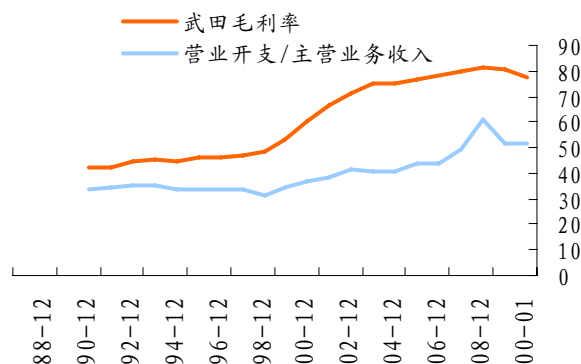


图 1 1992-2002 年，默克毛利率出现过大波动



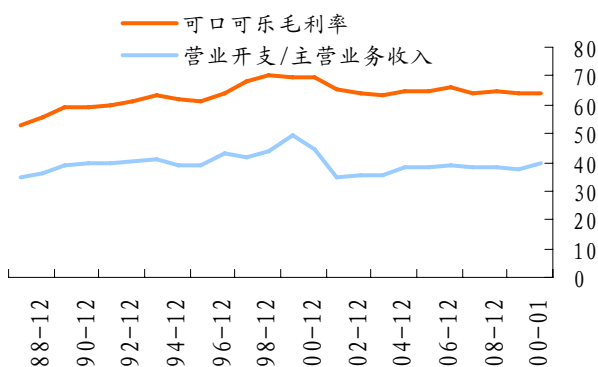
数据来源: wind 第一创业证券研究所

图 2 1997-2002 年武田毛利率出现过大波动



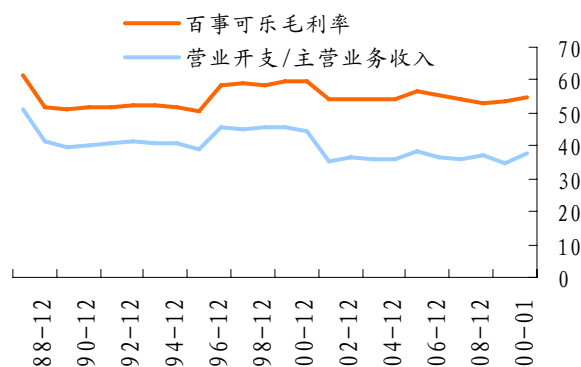
数据来源: wind 第一创业证券研究所

图 1 1988-2011 年，可口可乐稳定的“护城河”



数据来源: wind 第一创业证券研究所

图 2 百事可乐稳定的“护城河”



数据来源: wind 第一创业证券研究所

2.2、穿越周期的驱动力

食品饮料行业有着价值投资和成长性投资的土壤。优秀企业持续成长的关键，穿越周期的驱动因素在于：价格的抗通胀；需求的渐进、缓慢变化；锁定消费者，阻挡新竞争者的进入。

1、产品价格不输于通胀。

长期看，食品饮料的产品价格同步或略微跑赢通胀，实属非常难得。过去二十年经历了全球大宗商品的大牛市，工业金属、原油、煤炭的价格出现了显著的上涨，食品饮料仍基本保持着同步于通胀，在消费品中已是非常不易。如果不是大宗商品的牛市，食品饮料的抗通胀能力应该会更好。

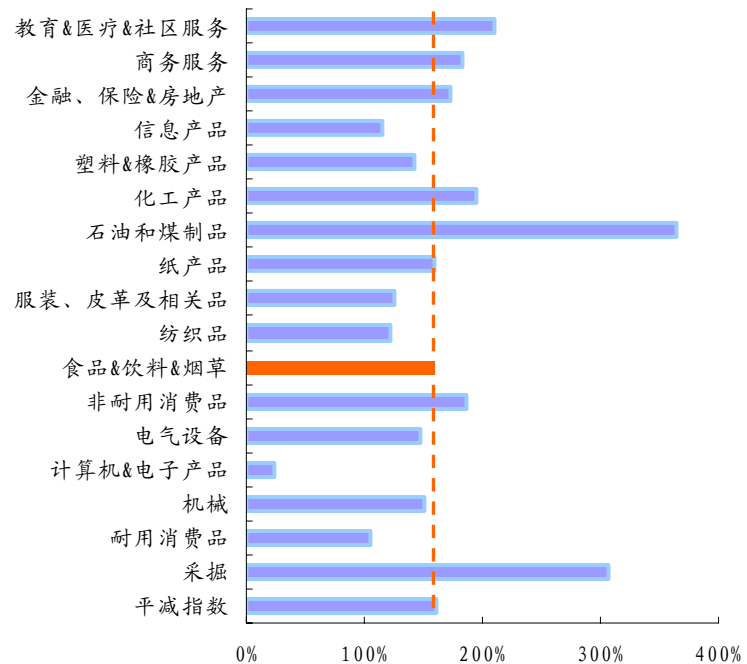
大多数消费品的价格难以胜过通胀。耐用消费品由于技术进步、规模经济的作用，长期价格不升反降，技术进步对行业带来巨大的冲击，长期对企业也是巨大的风险。非耐用消费品中大多也落后通胀，化工产品跑赢通胀可能与作为主要原料的石油、煤炭的价格上涨有关。

长期成长性来源于产量的增长和价格的抗通胀性。食品饮料行业的产量增长较稳定，加上价格的上升，长期成长性确定。耐用品的相对价格呈下降趋势，产量的波动明显，行业的贝塔特征更明显，长期增长有不确定



性。

Figure 14 1987 到 2007, 美国部分行业产出价格指数的比较



资料来源：BLOOMBERG、第一创业证券研究所

2、需求的渐进、缓慢变化

食品、饮料作为最为传统的消费品，满足的是人们“吃”、“喝”的需求，这是人类需求中最古老、最基本的，易形成习惯性思维和养成消费习惯。

口味是适应性的，而非时尚性的。中国有俗话说，“一方水土养育一方人”，其中就包含了饮食与人的相对固定关系。尽管市场环境在变，但相比当今瞬息万变的商业社会，食品饮料的需求变化要缓慢的多，而且需求变化的形式是渐进性的和结构性的。消费者口味的适应性和品牌影响力的扩大，老产品往往会更受青睐，而相反新产品上市之初的消费者认知度低，消费者会有更多的疑虑，新产品推广上要下很大的功夫，长期看诞生的新产品也仅仅使部分而难以完全替代老产品。

而像电子消费品，甚至包括医药制造，技术革新带来的是颠覆性的消费。新技术的出现，需求的变迁几乎是瞬间的转移，消费者不会对过去的产品存有任何的依恋，新、老产品间是以几乎完全的替代的方式进行的。

渐进、结构性的变化也主要来自于收入提升之后对高品质、高认知度的产品需求增加，这有利于优势企业的扩张，优势企业能更好的满足消费者对产品品质和品牌内涵的要求。

3、锁定消费者，阻挡新竞争者的进入

因为市场环境的变化相对缓慢，供给方的竞争优势容易突显并长期维持，而且持续的竞争优势能转换为定价能力和获利能力，结果是行业集中度的不断提升，优秀公司持续、不断的成长。

企业是价值主张、价值链和资源三个要素的有效结合。食品饮料公司，分别主要对应着品牌力、渠道力和产品力，一旦企业在品牌和渠道方面建



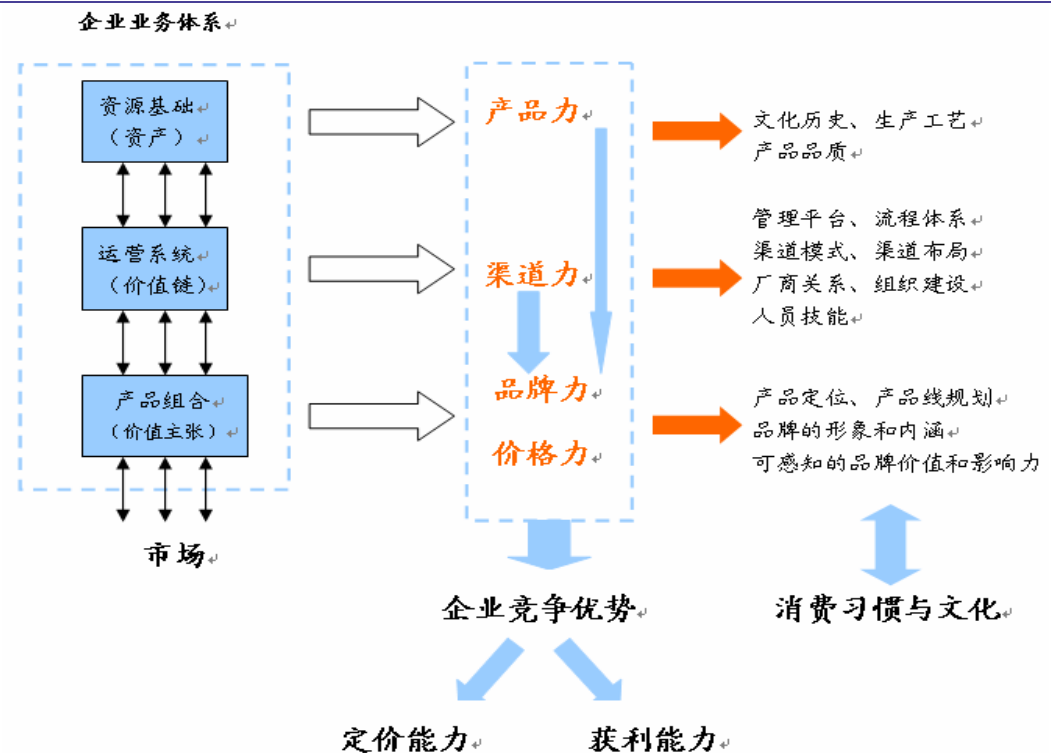
立起竞争优势，尤其通过价值主张建立起消费者认知的可感知的产品差异化，这种竞争优势通常能得到长久的保持，建立起有效的防御性壁垒，新进入者或替代者的进入成本会很高。而对于技术型企业来说，基于技术创新的竞争优势很可能是短命的。

企业通过品牌或渠道锁定消费者，形成稳固的“护城河”，阻挡新竞争者的进入。企业不断通过广告和其他非销售导向的沟通对自己的品牌进行投资，使消费者建立起了一个品牌的认知价值体系。无论是基于真实的产品差异化还是可感知的产品差异化，消费者就不会轻易的做出新的尝试，因为产品的消费已经成为消费习惯甚至文化的一部分，而了解新的产品除了金钱还需要花费时间，消费者也不会因为一点价格上的优势而去重新做出选择并习惯。

培养与消费者的联系需要时间、资金和对市场的悟性，这是一种明显的门槛。塑造强大的品牌需要重视培养与消费者持续多年的联系，对新进入者而言，难以短期超越。试想消费者不会因为价格差异或者寻求新鲜感，在茅台、五粮液、1573 中不断转换；在夏日，也不会因为 2、3 角的价格差别，而放弃可口可乐去寻求其他汽水。

渠道的壁垒。有些饮料企业建立了跨区域的广大的分销网络，占有大量经销商资源或市场终端，新产品要进入市场需要借用公司的市场渠道资源，企业可以推出竞品来挤压新产品的市场空间，甚至通过排他性的协议将竞争对手阻挡在外，而保持自己的竞争优势。

Figure 15 食品饮料行业，企业竞争力分析图谱



资料来源：第一创业证券研究所

可口可乐、百事可乐分别创建于 1885 年、1898 年，箭牌口香糖、亨氏婴儿米粉、惠氏奶粉、麦斯威尔咖啡、德芙巧克力、品客薯片、士力架



巧克力等在中国耳熟能详的品牌在美国都已有百年历史，历经了不计其数的经济周期起伏。企业生命力的关键是她们的名字已经烙入人心，强大的渠道将它们送达到每一个消费者，产品消费成为了她们的文化和社会习惯的有机部分和代表，可口可乐已成为美国文化的典型代表。

需求环境的变化相对缓慢，有稳固的“护城河”，企业竞争优势能够长期保持，因此，食品饮料行业中，优秀的企业能不断的成长、扩大优势。

3、成熟市场的投资启示

短跑 VS 长跑

长期看，食品饮料行业能获得正的阿尔法收益；

行业贝塔型的投资机会要小于大盘；

交易性机会的选择要慎重，可能会错失中长期的潜在超额收益机会；

择时 VS 选股

长期驻守优秀的食品饮料公司有可能获得非常可观的投资收益，有“护城河”特质的公司在相当长的时期内具备持续的成长能力，能持续获得超额收益；

行业配置的角度，风险在于宏观经济周期的判断，选股的角度，宏观预测和行业配置对了，卖出好股票可能仍然面临很大的风险；

作为分析师或投资者，在行业配置和基本面研究持续跟踪优质公司两方面，哪种付出获得的回报更大，或者两方面如何去平衡？

价值投资 VS 成长性投资

价值投资的关键是买入企业的价格，以远低于内在价值的价格买入，再以合理的价格卖出。投资获利的关键在于对企业当前价值的判断和买入的价格。

食品饮料公司由于简单而明确的业务体系和稳定的现金流，往往会享有相对于市场的估值溢价，价格出现严重低估的机会并不多，更多要以成长性的角度来投资。

成长性投资的关键不在于以低的价格买入一个企业，而是以公平的价格甚至是更高的代价买入一个好的企业。成长性投资的安全边际主要取决于对企业成长性的判断，包括成长的速度和成长的可持续性，超额收益来自于企业的成长性能否超出预期。

成长的问题在于，许多当时极具成长性的公司并没有坚持到终点，而是倒在了路边。

4、A 股的食品饮料回顾

前面是对美国市场 30 年来的食品饮料表现的一个分析和理解视角，目的在于比较、借鉴。在发展中的 A 股市场和发展中的中国经济下，食品饮



料的表现相似但又有其自身特点。

4.1、经济周期的视角

回顾最近十年经历一个半经济周期的 A 股食品饮料表现，**正超额收益的分布主要分布在：**

1、复苏（增长）波折期，2009.7-2010.11。先是政策之忧，后是经济下滑，再是通胀之虑。2008 年的危机结束后，2009 年经济开始复苏，但 2009.7 月开始经济复苏的预期变得不明朗，7 月刺激性的货币政策出现“动态微调”，政策逐渐退出，2010 年二季度经济出现下滑，产生“二次探底”的担忧，2010 年下半年开始，通胀又开始上升，经济放缓，有“类滞涨”现象，复苏波折中也伴随着经济结构转型的强烈预期。其实 2011.4-6 月也属此“类滞涨”情形。

更早的例子是 2004-2006.06，由于市场制度上的差异不能做完全解释。2002 年新一轮经济周期开始启动，2004 年固定资产投资增速大幅上升，经济进入持续的扩张，CPI 一度曾超过 5%，经济出现过热症状，年中政府开始宏观调控，食品饮料获得正超额收益。在股权分置改革推动和流动性宽裕下的资产重估，2006 年下半年市场泡沫开始膨胀，食品饮料获得负超额收益。

2、滞涨期到衰退早期，最明显的是 2007.10 月到 2008.08 月。经济从滞涨快速下滑进入到衰退。

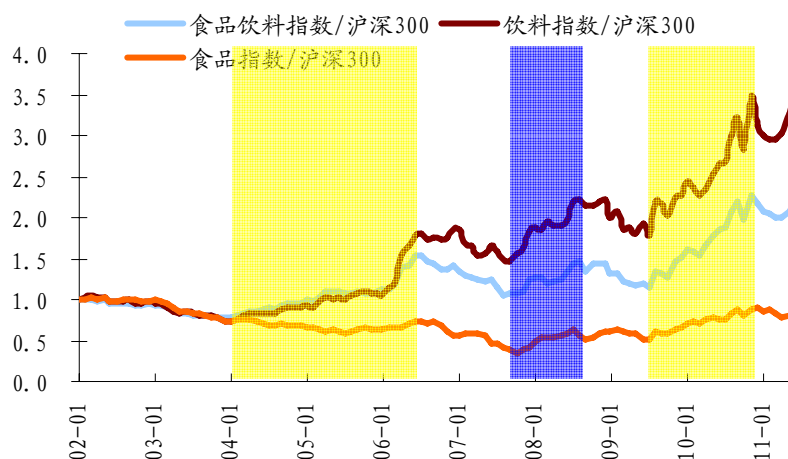
负的超额收益主要分布在：

1、经济增长的繁荣期、市场泡沫期。2006 年下半年到 2007 年 10 月，经济增长强劲，增长预期不断提高，周期性行业的盈利增长弹性更大，降低弱周期行业的相对收益。其中食品的盈利弹性更小，成本又受通胀影响，负超额收益更明显，而饮料中白酒、红酒的弹性要好些，负的超额收益并不明显。

2、经济衰退进入到复苏的过渡期，通常是衰退后期或复苏初期。2008.09 到 2009.06，经济衰退先影响周期性行业，其后负面情绪会影响到弱周期性行业，此外，衰退后期对周期性行业的预期也开始转向，周期性行业的盈利弹性更高，盈利预期改善的空间更大。

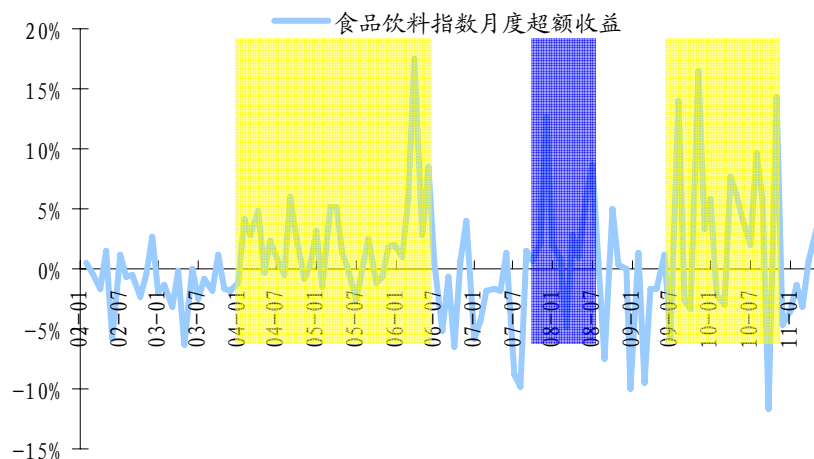


Figure 16 国内市场中食品饮料的相对表现



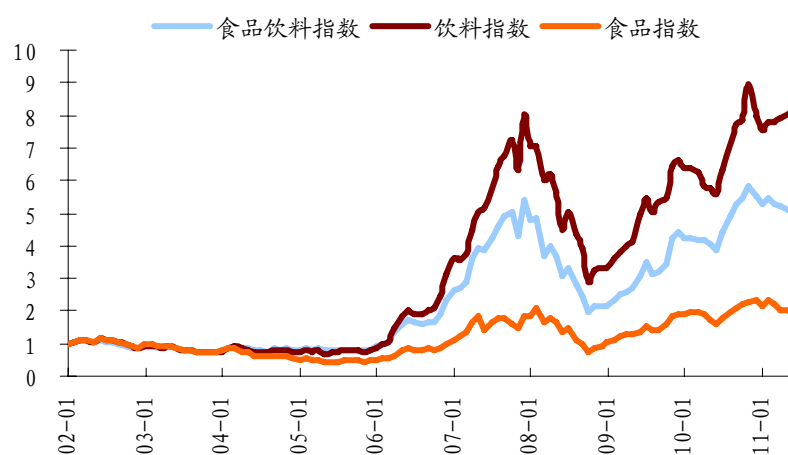
资料来源: BLOOMBERG、第一创业证券研究所

Figure 17 国内市场中食品饮料的相对表现



资料来源: BLOOMBERG、第一创业证券研究所

Figure 18 国内市场中的食品、饮料表现



资料来源: BLOOMBERG、第一创业证券研究所

与成熟市场相比, A 股市场中食品饮料的表现在多方面基本相似: 在

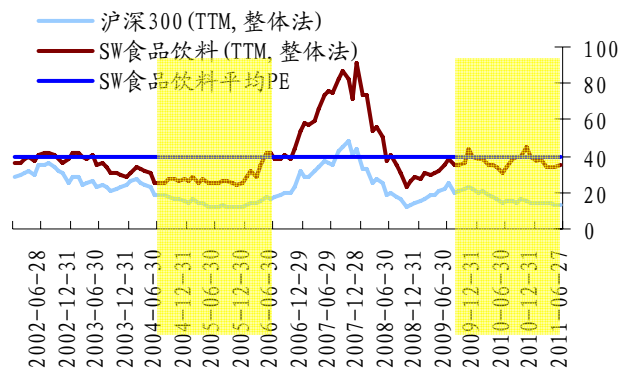


经济滞涨期、衰退期、复苏期出现波折中取得正超额收益；在经济繁荣期和市场泡沫期，以及经济由衰退进入复苏的过渡期表现为负的超额收益。

不同之处表现在于：1、在经济增长的较长阶段，即周期性增长阶段的初、中期，逆向看则是经济繁荣期或市场泡沫期之前，食品饮料都能取得正超额收益，如 2005-2006 年中。因此，A 股食品饮料更容易取得相对收益，长期的正超额收益更加明显，这可能是过去 A 股市场食品饮料表现出来的最大的不同特征。2、食品与饮料的长期收益表现差异显著，饮料（主要是白酒）的超额收益更大，而食品并不明显。

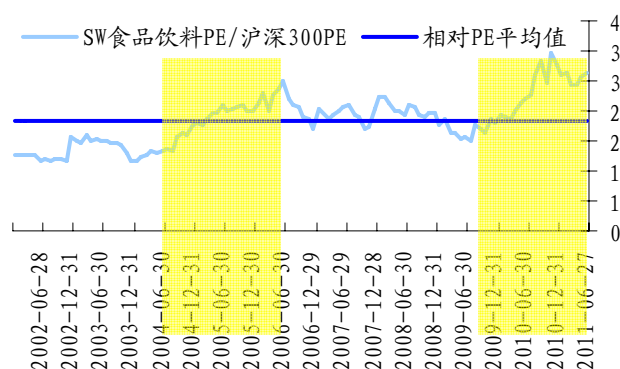
对此，我们的思考是，A 股市场中食品饮料的特殊表现是与中国市场、中国经济以及行业属性有直接联系的。相比成熟市场，A 股市场更易受政策影响，周期性行业更是如此而且权重大，因此，在经济繁荣期之前，尤其是经济增长过程出现波折时，业绩稳定性强、受政策影响少的食品饮料更容易被市场青睐，市场给予相对稳定的估值，其它板块的下跌造成估值溢价上升，从而获得相对收益；另一方面是行业微观基础或经济属性决定的，国内食品饮料（主要是白酒）的盈利能力和增长都要高于国外，从而造成了周期性增长中食品饮料不同的相对表现，白酒与其他子行业不同的相对表现，这属于行业中观的研究，我们将在后续的研究报告中对“白酒的需求特质”进行深入分析，行业需求特质的差异正好解释了这两种相对表现的差异。

Figure 19 2009-2011 年，食品饮料的 PE 估值在 30-45 倍



数据来源：wind 第一创业证券研究所

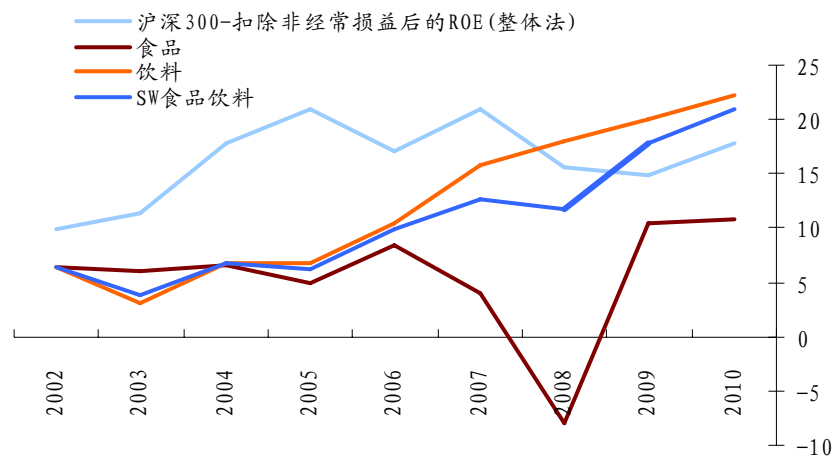
Figure 20 2009 年至今，食品饮料的估值溢价持续上升



数据来源：wind 第一创业证券研究所



Figure 21 食品饮料的 ROE 持续上升，盈利能力和稳定性好于沪深 300，饮料又要好于食品



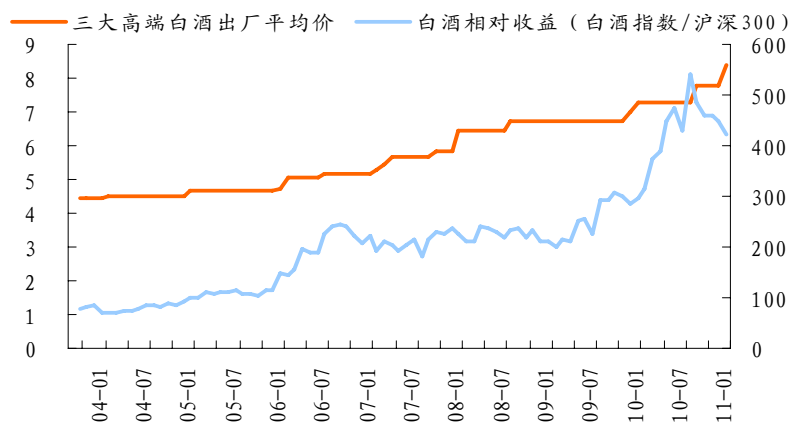
资料来源：第一创业证券研究所

4.2、白酒的提价与行业配置

白酒的季节性配置是合理的吗？白酒的提价，尤其是超高端白酒，是 2006 年以来行业较为频繁而有规律发生的事情，几乎是每年一次，年底前公告次年初进行提价，因此，下半年通常会形成对于提价的市场预期，加上白酒的消费的旺季也在下半年，市场容易形成的一种观点是白酒下半年重点配置，上半年考虑减持，进行季节性的播种和季节性的收获。

行业配置的基础是行业比较，而不单是行业自身的季节性规律。反例有：07 年 1 季度超高端酒几乎同时提价，茅台在 3 月，但 2006 年下半年白酒并未取得超额收益；另一例是 2010 年 1 月前已完成提价，但上半年仍有 4 个月有超额正收益，下半年有 5 个月，全年其实有 9 个月获得超额收益，这不是白酒自身的季节性能够充分解释的；其实还可以举出 2005 年、2007 年下半年、2008 年 7-12 月，2011 年 4-6 月。

Figure 20 国内市场中的食品、饮料表现

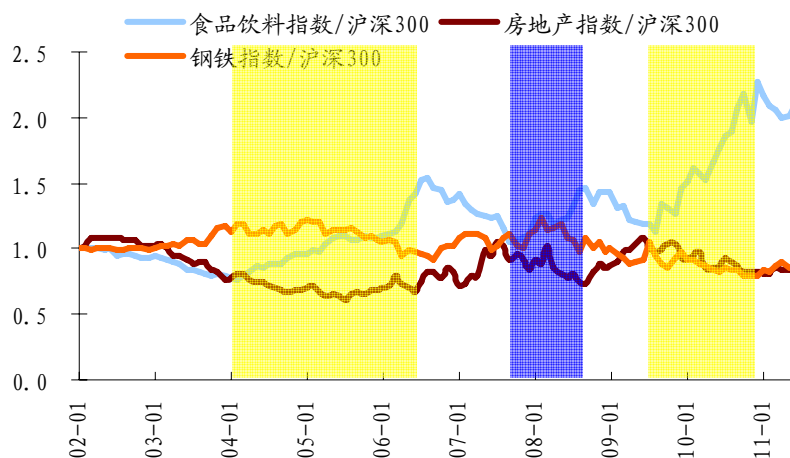


资料来源：第一创业证券研究所



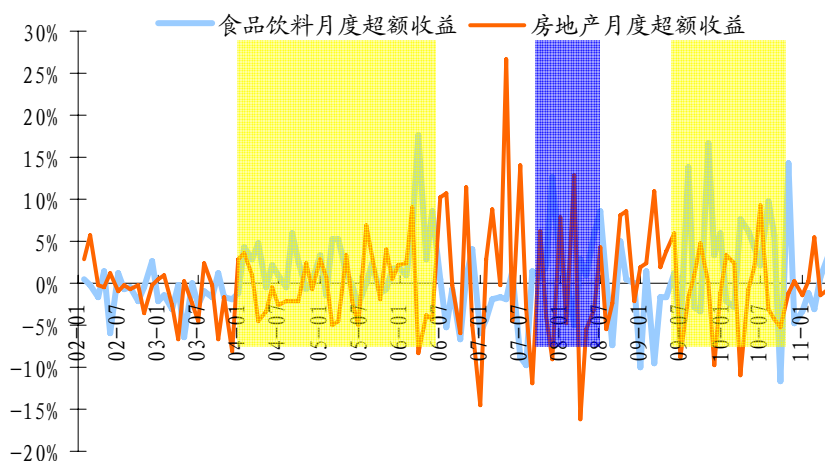
周期性强的房地产、钢铁甚至金融行业在多数情况下是食品饮料的反向配置指标。2004-2010 年，5 次大的行业转换中基本得到了验证。

Figure 21 A 股市场的食品饮料的表现与房地产、钢铁的对比



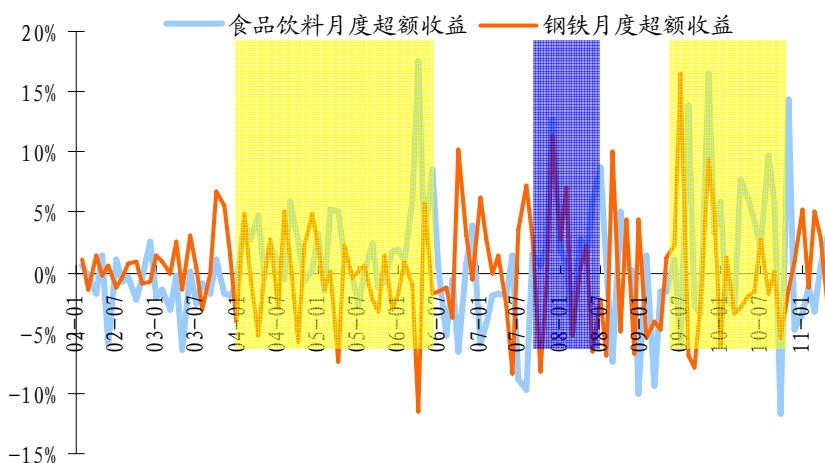
资料来源：第一创业证券研究所

Figure 22 A 股市场的食品饮料的月度超额收益与房地产的对比



资料来源：第一创业证券研究所

Figure 23 A 股市场的食品饮料的月度超额收益与钢铁的对比



资料来源：第一创业证券研究所



5、经济周期下的食品饮料配置

行业的相对变化相当程度上是受经济周期的驱动而产生。投资是一个选择的过程，是一个趋利的过程，投资人需要根据经济周期的变化来选择相对最好的行业，然后是基本面选公司。

经济周期分析框架下，3 季度甚至下半年，食品饮料建议超配。上半年宏观经济在“类滞涨”的状况下，食品饮料取得超额收益。下半年，如果“类滞涨”持续，通胀与盈利继续相持，食品饮料在大多数时候还会取得超额收益；如果经济、通胀都出现较快的下降，更严重出现衰退，盈利预期剧烈下调，食品饮料依然受益；唯一不同的是，下半年通胀下降较快，经济保持平稳，随后出现周期性回升，那么食品饮料需要降至标配，现在看这一发生概率在三季度之前几乎是不可能的，但三季度末需要关注。（这一结论我们是在 6 月底下的，现在看基本得到了验证）

在 3 季末如何看待 4 季度乃至明年上半年？我们认为，4 季度通胀回落有限、经济回落也不大的可能性较大，仍表现为“类滞涨”，食品饮料维持超配；年末和明年上半年，出口、投资拉动的作用都将减弱，通胀和经济很可能出现较明显的回落，不排除有硬着陆的风险，在此情况下仍将看好食品饮料的相对表现，继续维持超配。

反过来，从 A 股市场的经验看，到明年上半年，我们还难以看到经济出现繁荣或经济出现衰退后转入复苏，由此，食品饮料行业依然值得战略性的“超配”，投资人可采取逢低买入并持有。

对比成熟市场的经验，揭示 A 股自身的规律，有助于投资人更清楚的看到自己的位置。下半年，超配食品饮料的逻辑在于欧美经济很可能二次探底，不断出现“黑天鹅”事件，以及国内宏观经济不明朗、政策难见放松的市场环境下，我们看好食品饮料板块的防御性，看好业绩稳定性好、估值相对低的一线白酒，五粮液、茅台、泸州老窖。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已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，报告中的信息或意见并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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120