



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

具备高增长态势的防御性行业 ——食品饮料行业2012年策略报告

德邦证券有限责任公司研究所

刘晓华

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号：S0120511030002

2011-12-21

1. 高增长态势明确的防御性行业

行业总体具备需求稳定、业绩增长确定、周期性弱、防御性强的特征。符合人类健康和社会发展新趋势的新需求将推动食品饮料行业成为消费深化、消费升级以及健康经济下的高成长行业。食品饮料板块成为不可多得的增长性与防御性兼备的投资品种。

1.1 弱势市场下较好的收益

④继续10年的良好态势，今年以来板块超额收益抢眼（食品饮料板块和白酒子板块相对大盘收益分别为17.84%和21.43%），凸显出弱势环境下较好的收益能力。

图1 各板块10年及11年至今涨跌幅

板块名称	涨跌幅(11年初至今)	涨跌幅(2010年)
食品饮料	3.26	20.09
金融服务	-7.36	-12.52
采掘	-12.71	0.52
化工	-14.09	-23.03
房地产	-14.31	-23.75
纺织服装	-14.64	4.1
信息服务	-15.55	6.67
公用事业	-17.2	-12.91
综合	-17.36	-2.38
轻工制造	-18.31	0.53
农林牧渔	-20.94	20.85
黑色金属	-21.26	-27.57
医药生物	-21.32	31.61
家用电器	-22.9	0.06
建筑建材	-24.44	6.2
交运设备	-24.45	-2.24
交通运输	-26.79	-12.64
商业贸易	-27.4	5.5
信息设备	-29.17	13.34
机械设备	-30.62	25.42
有色金属	-32.39	22.07
沪深300	-14.58	11.58

资料来源：德邦研究

1. 高增长态势明确的防御性行业

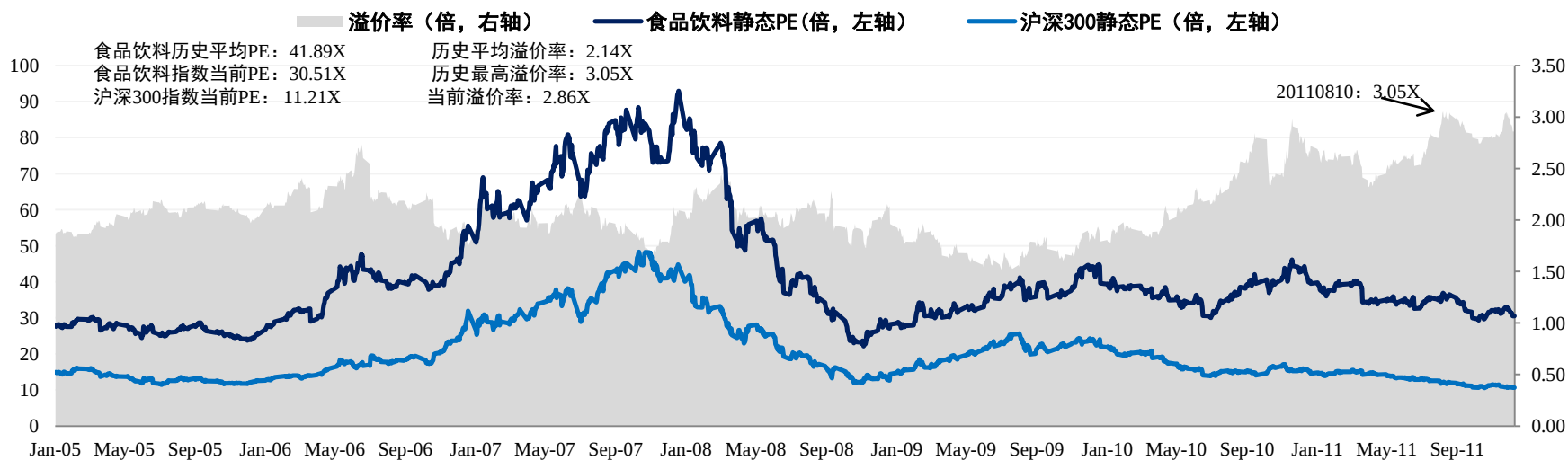
1.2 整体上行风险加大

④ 11年食品饮料行业市盈率相对于整体A股市场估值溢价处于高位运行，短期内估值提升存在一定压力。

④ 除了估值溢价高企外，经济增长减速导致高端白酒消费下降、大盘下探、食品安全、成本高位、发改委再出白酒限价令，也成为影响2012年行业盈利和估值水平的因素。

④ 明年一季度销售数据和春季糖酒会或将构成板块12年趋势性行情明确点。

图2 食品饮料板块估值相对A股市场溢价率



1. 高增长态势明确的防御性行业

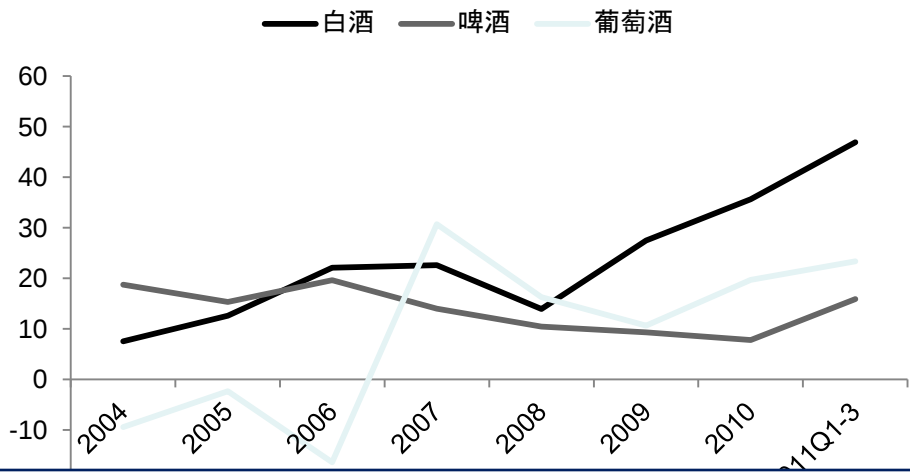
1.3 各子行业情况

图3 各子行业分析

分类	集中度	毛利率	成本与定价	升级与扩张	主要看点	代表公司
高端白酒	行业集中度高	70%	对成本上涨的敏感性最小, 产销两旺, 短期业绩无忧. 定价能力很强	品牌品质的更高升级	提价和放量	贵州茅台; 五粮液; 泸州老窖
中端白酒	区域集中度高	50%	跟随定价, 定价能力较强	区域向全国扩张, 中端向高端升级	受益于消费升级和巨大的市场容量	古井贡酒; 洋河股份
啤酒	前三强占比45%以上	30%	销售压力较大, 等待成本下降后业绩的回升	中低端向中高端升级	规模优势和成本降低, 成就龙头公司	青岛啤酒
葡萄酒	前三强占比35%以上	30%	成本控制力强, 定价能力较强	区域向全国扩张; 中低端向中高端升级	行业成长空间大; 处于成长期, 包括龙头公司在内的可提升空间都还很大, 中外竞争长期持续	张裕A
乳制品	单个企业占有率不高, 区域城市占比高	23%	行业细分市场定价能力较高	中低端向中高端升级; 城镇向农村扩张; 单一向多元细分升级	随城镇化比率提高, 乳制品销量将大幅提升, 竞争趋缓	伊利股份
肉制品	行业集中度低	10%	成本波动大, 定价能力较弱	单一向多元化升级; 多元向健康与品质升级	通过一系列精细化管理来消化原料成本波动带来的不利局面, 致力于打造完整产业链, 有望继续稳健增长	双汇发展
软饮料	部分子行业集中度高	20%	行业细分市场定价能力较高	城镇向农村扩张; 单一向多元细分升级; 多元向健康与品质升级	健康理念推动结构大调整	皇氏乳业, 黑牛食品
调味发酵品	集中度较高, 名企为主	15%	产能过剩, 定价能力一般	新兴行业对传统行业的替代; 新技术对传统技术的替换升级; 城镇向农村的扩张	表现出向高档化发展的趋势, 中高档市场容量在进一步扩大, 品牌产品的市场份额进一步提高	涪陵榨菜

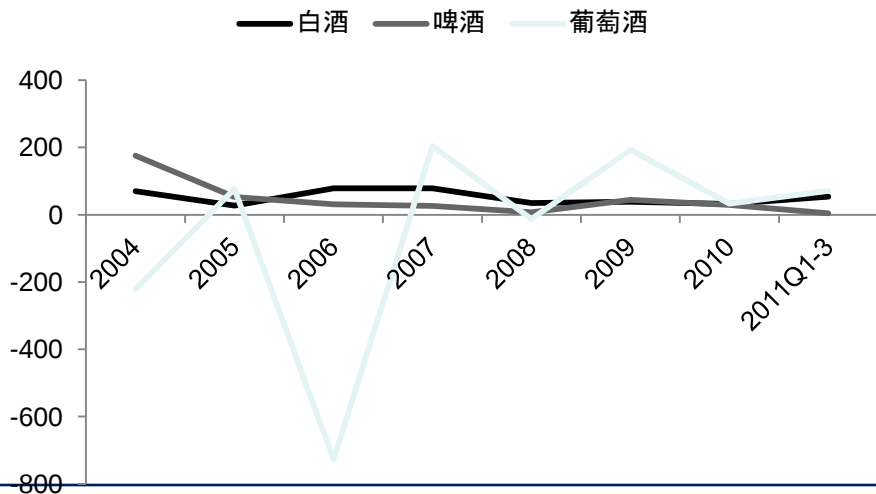
1. 高增长态势明确的防御性行业

图4 收入同比增长



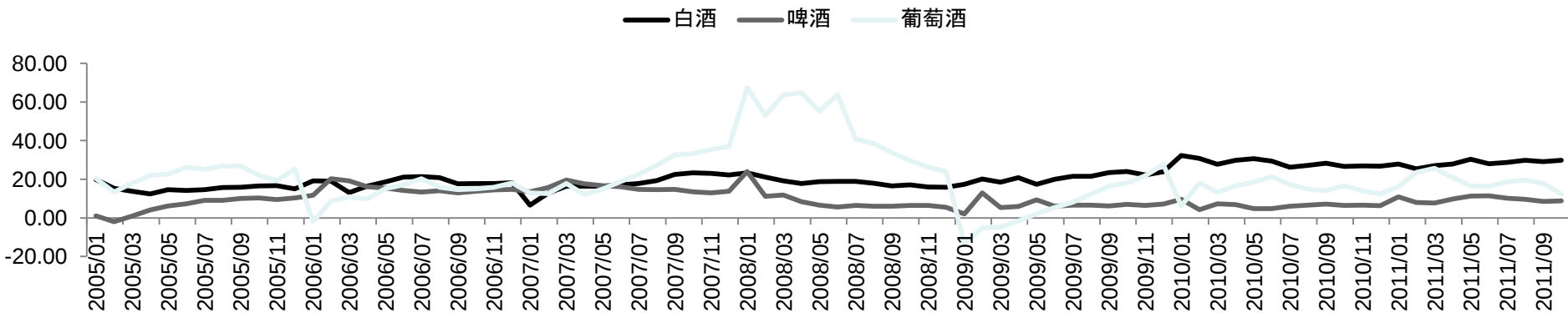
资料来源：德邦研究

图5 净利润同比增速



资料来源：德邦研究

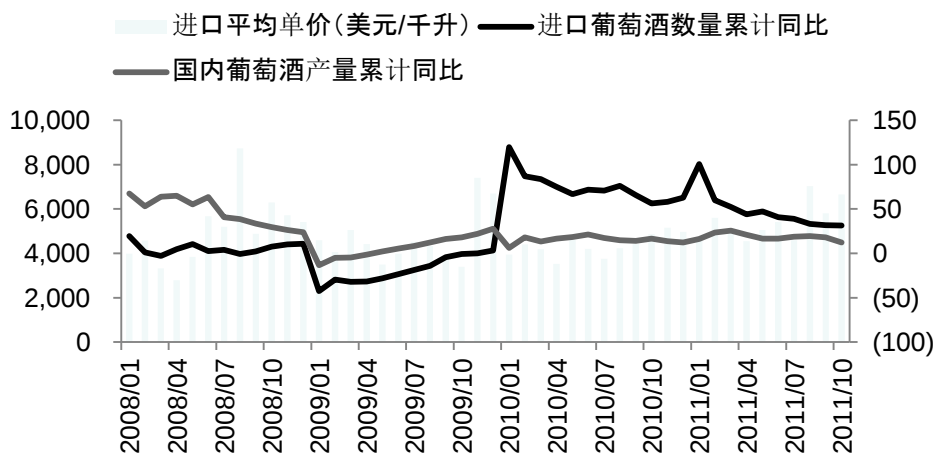
图6 食品饮料子板块产量



资料来源：德邦研究

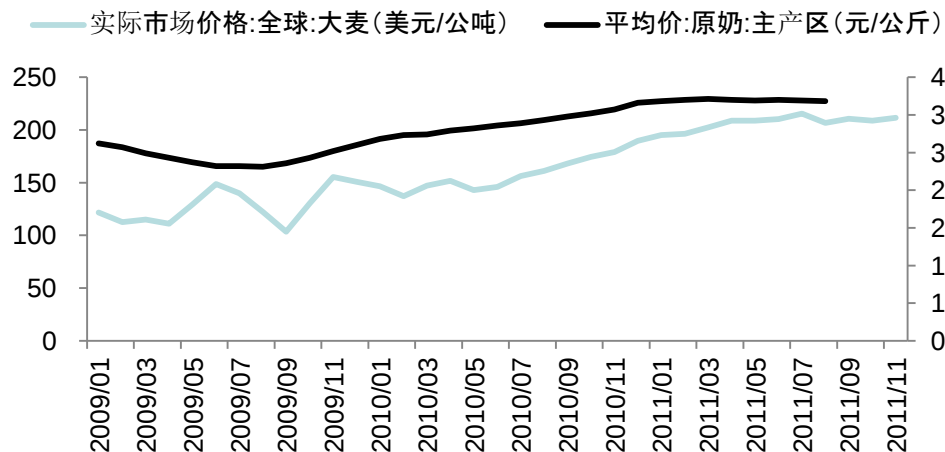
1. 高增长态势明确的防御性行业

图7 进口葡萄酒 vs 国产葡萄酒



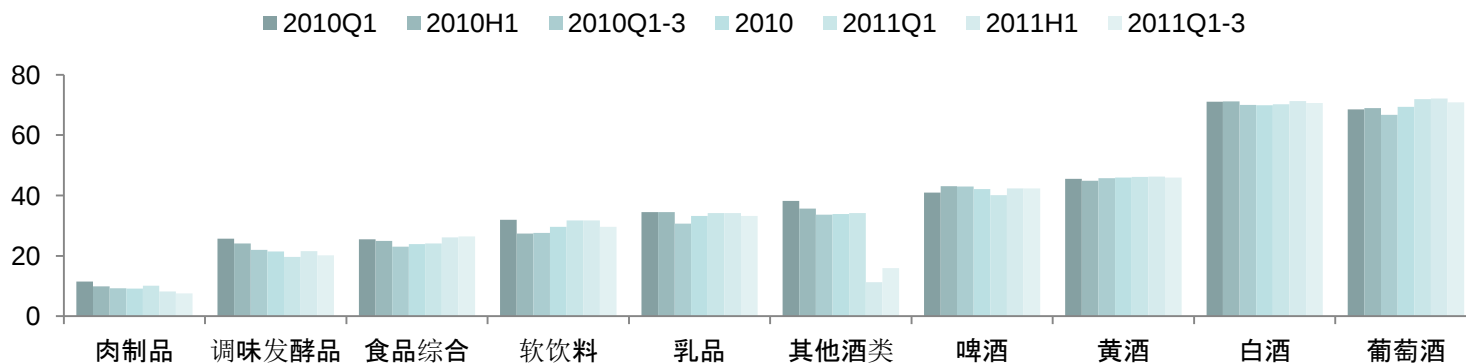
资料来源：德邦研究

图8 成本分析：成本压力有所缓和



资料来源：德邦研究

图9 食品饮料子板块毛利率比较



资料来源：德邦研究

1. 高增长态势明确的防御性行业

1.4 白酒未来增长和防御性表现最为突出

④ 白酒继续维持高毛利率、高增长态势，有利于驱动公司股价上扬；
其防御性概念又使其成为避险的主要品种。

④ 未来的高增长主要来自于：

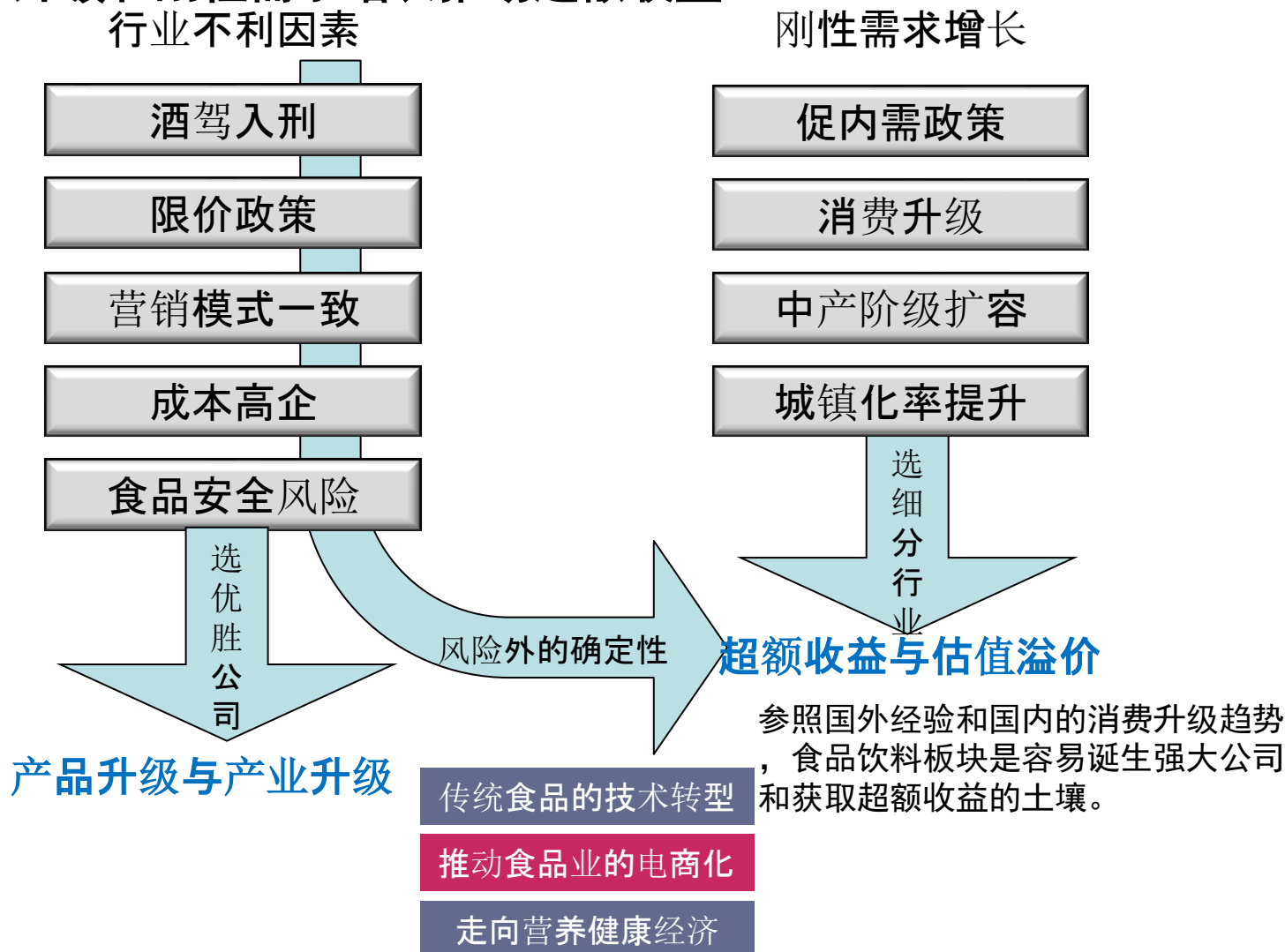
- 1) 国民经济发展和居民收入增长带来的行业高端化以及
- 2) 中产阶级消费对次高端的需求

④ 我们判断，2012年白酒整体仍有35%以上业绩增长：

- 1) 今年整个白酒市场呈现出一线白酒涨价，二三线白酒跟涨的局面。提价形成12年业绩利好。
- 2) 12年一线白酒借助品牌及产品优势，收入、利润增长最为确定
- 3) 二线白酒增速快，主要受益于行业销量大幅增长以及二线白酒较强的渠道控制力。突围次高端将成为不少酒企发力的主要方向。

2. 从趋势选标的和时点

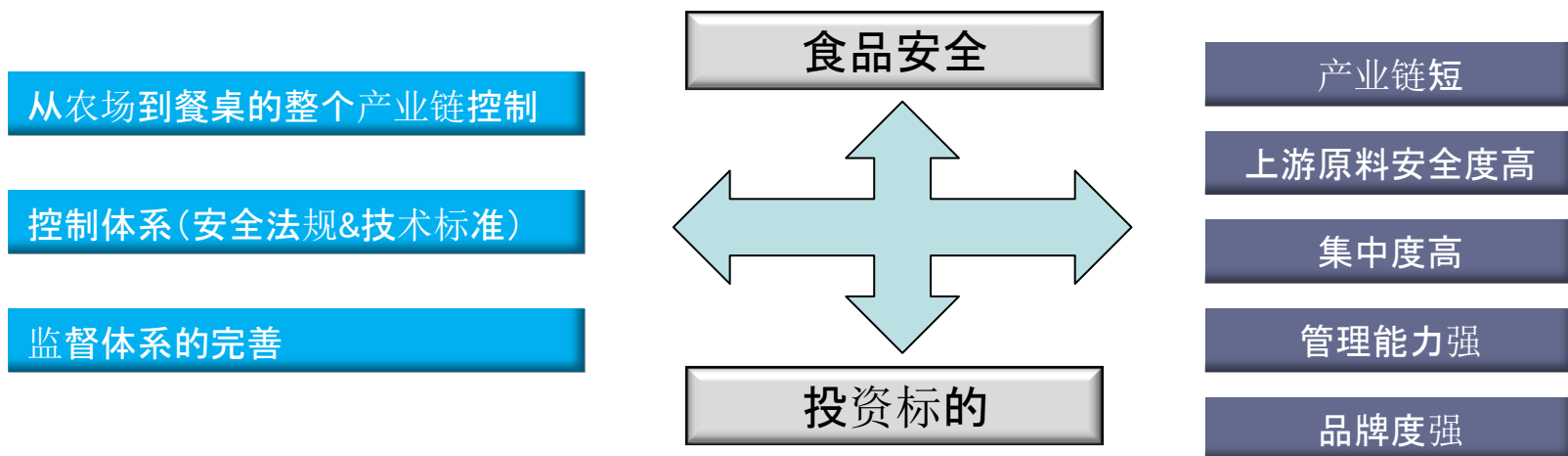
2.1 升级和刚性需求增长推动超额收益



2.从趋势选标的和时点

2.2 食品安全势在必行 —— 良币驱逐劣币

自08年三聚氰胺奶粉事件以来，我国食品安全问题如决堤江河洪涝不断，导致了消费者的食品安全恐慌。但是我们认为，食品安全问题是经济持续高速发展后的部分企业以经济利益为驱动会带来的必然结果，同时经济发展也必然带来不断强化食品安全监管的诉求。随着社会和科技的进步，随着社会对食品安全关注度提升，整个板块中的优势企业也将成为竞争环境整顿与净化过程中的受益者。



2.从趋势选标的和时点

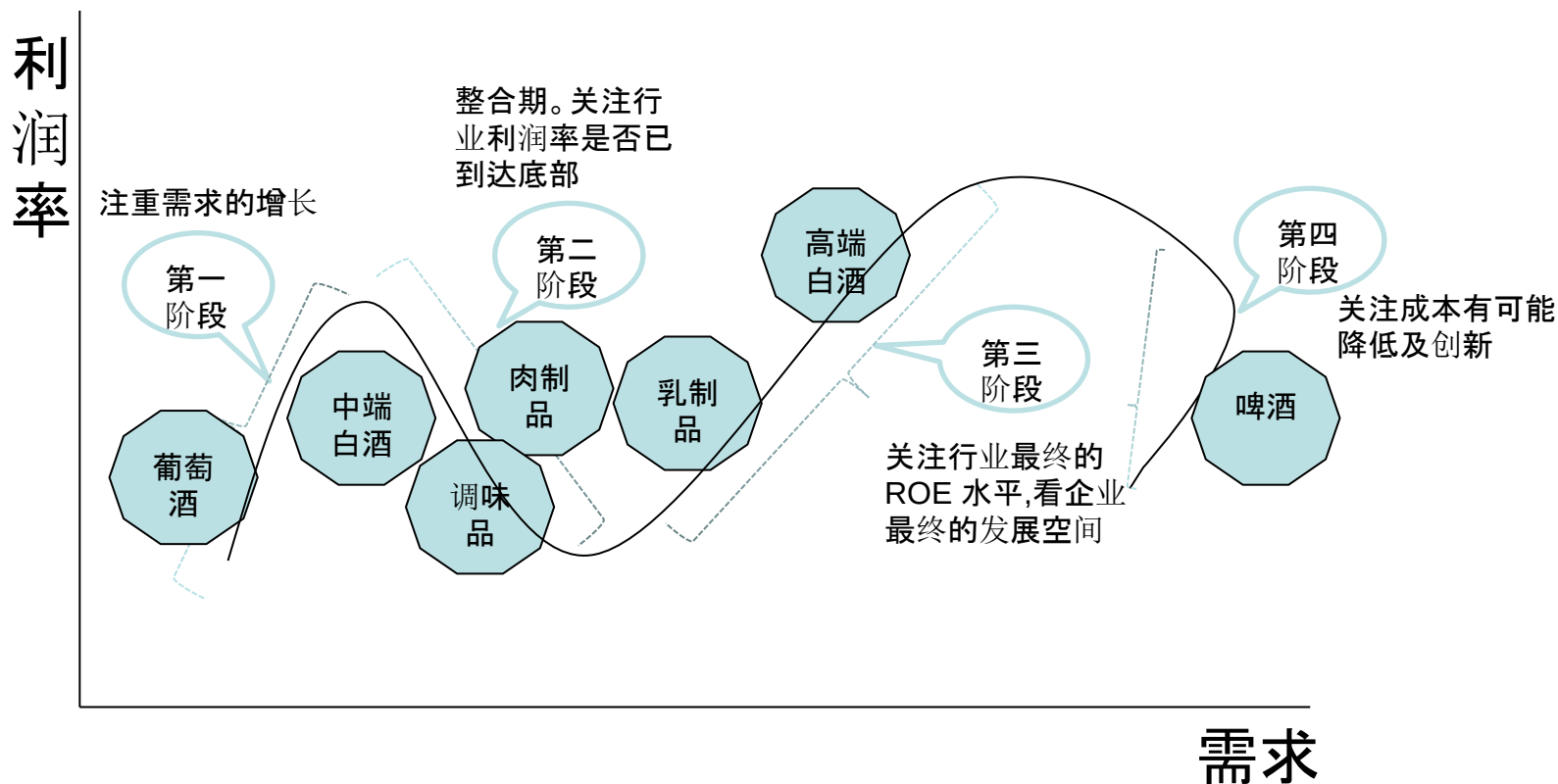
2.3 集中化趋势已成，资源整合和并购发生频繁

图10 近年重要收购案例

时间	收购方	收购对象	收购权益	收购金额	审批情况
2011年11月	联想控股	承德乾隆醉(板城烧锅酒)	87%	低于10亿元	待批
2011年11月	青岛啤酒	韶关“活力啤酒”	100%	1.9亿元	完成
2011年10月	中粮	陕西杜康集团			就收购事宜再次谈判
2011年9月	ST皇台	承德山庄	51%-100%	8.13亿元至9.1亿元	待批
2011年7月	雀巢集团	徐福记	60%	17亿美元	待批
2011年6月	帝亚吉欧	水井坊	从49%增至53%	1.4亿元	获批
2011年6月	联想控股	武陵酒业	39%	1.3亿元	获批
2011年5月	百胜集团	小肥羊	从27.2%增至93.2%	45.6亿港元	待批
2011年4月	雀巢集团	银鹭	60%	价格未知	待批
2010年11月	亨氏集团	福达	100%	1.65亿美元	获批
2010年11月	朝日啤酒	康师傅控股	6.5%私募新股股权	435亿日元	已完成
2010年11月	嘉士伯啤酒	重庆啤酒	17.46%增至29.71%	23.85亿元	获批
2010年8月	燕京啤酒	月山啤酒	90%	2.27亿元	完成
2010年7月	光明乳业	新西兰SynlaitMilk公司	51.00%	3.82亿	完成
2010年4月	洋河股份	双沟酒业	40.60%	5.4亿元	完成
2010年3月	古越龙山	女儿红	100%	1.62亿元	完成
2010年2月	雀巢集团	云南山泉	70%	上亿元	获批
2009年5月	朝日啤酒	青岛啤酒	19.99%	6.7亿美元	获批
2009年3月	可口可乐	汇源果汁	全部已发行股本	179.2亿港元	被否
2008年7月	金枫酒业	和酒	100%		完成
2007年	轩尼诗	文君	55%	近1亿元	完成

2. 从趋势选标的和时点

2.4 从利润率和需求看行业发展的阶段



3.投资主线

从业绩和风险两方面综合考虑，我们给予行业整体“增持”评级。维持2010年“强于大市”的行业评级，继续推荐酿酒行业相关优秀公司。

选股方面，我们建议重点配置：

3.1 业绩确定、成长稳定、安全边际高的龙头产品

这部分属于比较稳健的投资组合。建议投资者重点关注贵州茅台、五粮液、张裕A等行业龙头品种。推荐理由如下：

④ 预计一线龙头业绩未来两年的增长将相对确定。龙头企业毛利率较高，如高度茅台酒毛利率达到了93.49%。1) 供需失衡和稀缺性决定了其价格存在较大上涨空间。2) 高端白酒的投资属性明显增强，中间环节存在囤货现象，商务、公务消费对于价格因素并不敏感。

④ 龙头企业估值优势明显，抗风险能力卓越，适合长线投资。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。

④ 迈入奢侈品行业。符合品牌消费的理念。

④ 食品安全背景下的个股选择理应重点关注龙头企业。

④ 强者恒强。龙头公司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。

3.投资主线

3.2 具备涨价潜力、文化底蕴或特色经营的二三线白酒股

④一线白酒频繁大幅领涨，其他白酒也水涨船高，市场却形成了越涨越买的消费心理。一线白酒涨价利好效应已有所释放，一线白酒股短期内整体走强的可能性降低，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。可跟踪一些具备涨价潜力或存在业绩拐点的二线白酒股。

④中端、区域二三线白酒企业，在提高价格的同时，也在加快区域扩张。外延扩张较快的酒类企业将有望厚积薄发。随着白酒行业的并购加速，部分次高端白酒酒企借助大举扩张有望在全国范围内提升市场份额以及品牌美誉度。区域性名酒如山西汾酒仍在全国化的成长阶段，依靠中低端副品牌下沉式扩张以及省外市场拓展延续高增长趋势。

④中产阶级人群的扩容支撑中高端消费需求。

④二三线白酒企业往往市值小、弹性大、业绩容易实现高增长。如果存在较为明显的业绩增长驱动因素或事件性刺激，或者具备特色经营和创新能力，业绩弹性预期将更加突出。

④酒业文化底蕴是魂，关注那些具备浓厚底蕴，重拾优势把握新机遇的酒企。如管理改善业绩弹性较大的沱牌曲酒和酒鬼酒。

3.投资主线

3.3 关注成本降低预期下市场份额快速提升的大众消费品

④ 大众品同质化明显、利润率薄、价格与成本竞争激烈。1) 我们认为在成本维持高位并有下探预期时是投资的好时点。11月份CPI创年内新低，未来通胀形势趋缓，看好大众消费品伴随CPI回落成本降低提升带来的盈利提升。2) 关注具有创新能力以及把差异化经营转化为品牌认可能力的公司。如皇氏乳业和洽洽食品。

④ 大众品空间大，大众品集中度和市场份额进一步提升使得相关公司在竞争格局中占据优势，也带来投资机会。

④ 乳业成为食品安全背景下大众品行业中的首选。如伊利股份。伊利股份的吸引力在于行业龙头地位，长期发展势头较好。

④ 价格降幅预期有限以及对于食品安全风险的担心，我们判断，市场对于大众品板块整体投资热情相比一二线白酒的启动可能推迟。

4.重点公司推荐

五粮液（000858）：提价为提速护航、高增长可期

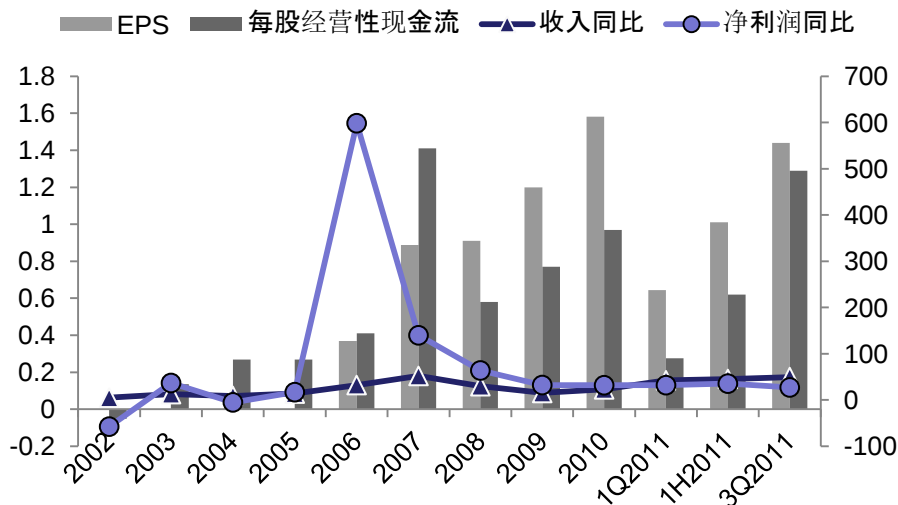
推荐理由：1) 大幅提高出厂价150元至659元。团购领域正进入放量期, 对2012年业绩形成利好。2) 管理层换届, 2011起开始市值考核, 随着经销商考核和内部管理的规范, 毛利率和费用率仍有改善的空间。 3) 估值最具吸引力。

⊗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21、15和12倍，给予“买入”评级。



图11 五粮液收入与净利润增速



资料来源：德邦研究

4.重点公司推荐

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

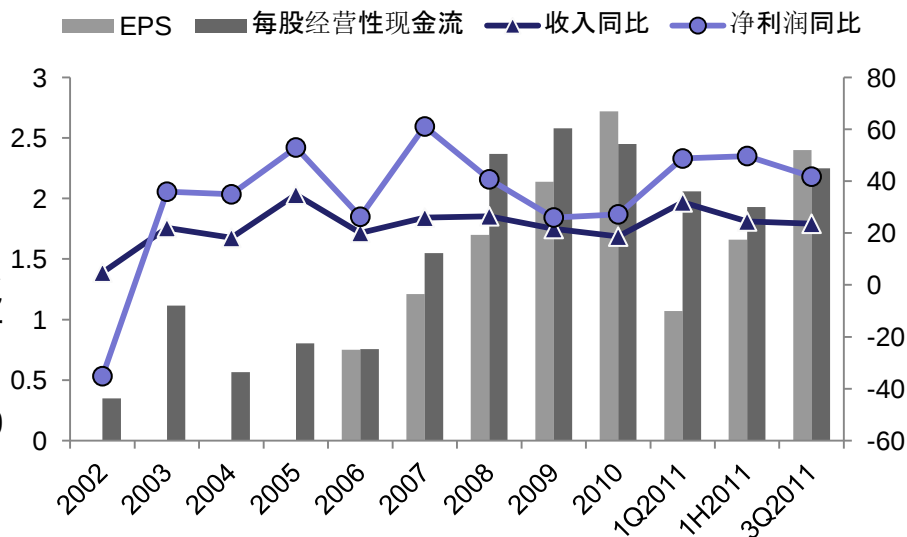
推荐理由：1) 清香型白酒龙头，注重以文化营销为先导，扩大公司的品牌价值和社会影响力，是二线白酒里最具冲击一线阵营能力的公司。2) 近年来对产品体系梳理和销售系统改进的效果正在显现，产品结构层次清晰且日趋中高端，双轮驱动的产品战略迎来汾酒历史上又一高速成长期。3) 开始加速全国化布局，省外增长存在超预期，省外市场拓展将成为其重要增长点。4) 和银基强强合作有助于弥补公司渠道短板并进一步拓展超高端市场。

⊙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1.98元、3.00元和4.11元，对应的动态市盈率分别为33倍、22倍和16倍，给予评级至“买入”。



图12 山西汾酒收入与净利润增速



4.重点公司推荐

金种子酒（600199）：打造柔和型白酒、进入快速增长通道

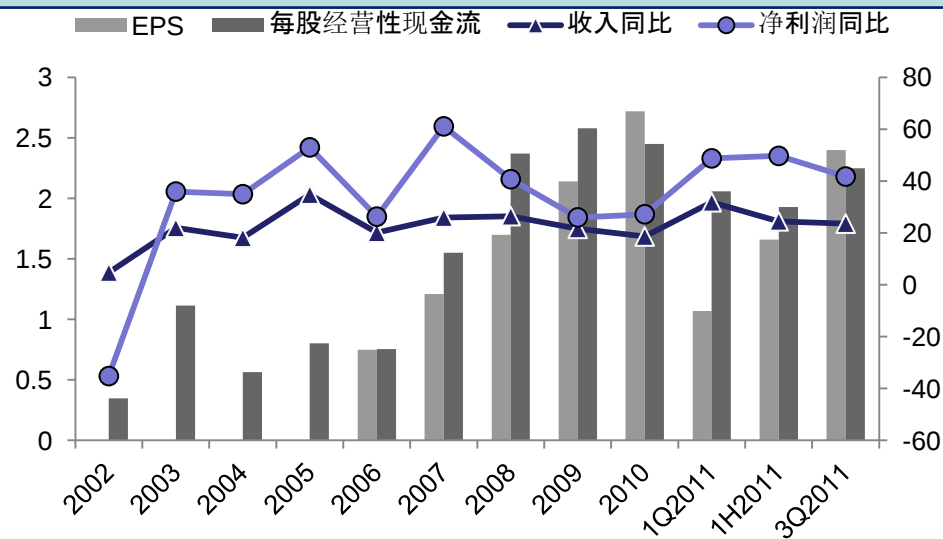
推荐理由：1) PE和PS在白酒板块处于较低水平，未来三年处于高速增长阶段。2) 定位中低端产品结构清晰，销售渠道扁平化。公司是目前白酒企业在县及以下区域市场营销做得最好的 3) 皖江经济快速发展给公司带来良好的消费环境，充分享受安徽区域城镇化率提高和居民收入水平提升带来的中低档酒的巨大空间。4) 再融资的四个项目有利于白酒业务放量、产品结构升级和品牌提升。

⊗ 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。我们预计2011-2013年EPS分别为0.7元、1.06元和1.42元，对应的动态市盈率分别为24倍、16倍和12倍，给予“买入”评级。



图13 金种子酒收入与净利润增速



资料来源：德邦研究

4.重点公司推荐

酒鬼酒（000799）：老名酒最后一桶金

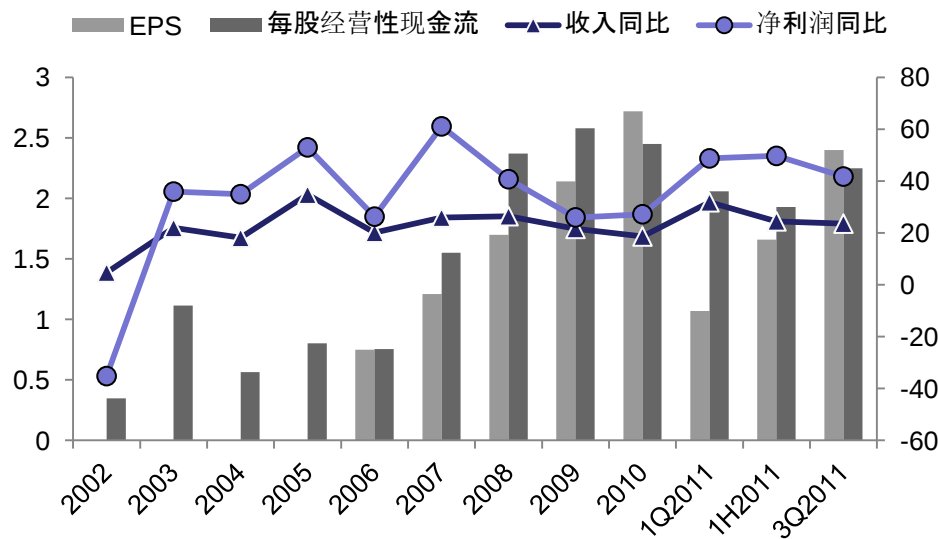
推荐理由：1）馥郁香型典型代表内部运营改善明显。管理模式革新，电子化平台提升管理效率 2）积累了3w吨基酒。年份基酒在行业排名靠前，是未来发展的重要保障和重要品质保证。3）传播酒鬼核心品牌影响力，聚焦主力产品，扎根终端，重点关注其省内营销的推进。

⊙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0.40元、0.70元和1.13元，对应的动态市盈率分别为63倍、36倍和22倍，给予“增持”评级。



图14 酒鬼酒收入与净利润增速



4.重点公司推荐

泸州老窖（000568）：改善明显，估值偏低

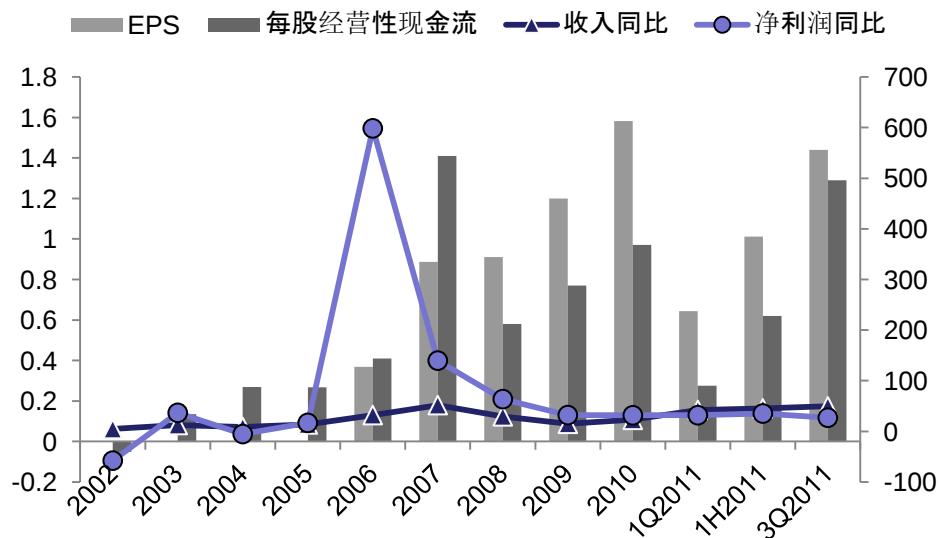
推荐理由：1) 聚焦主业，迅速完成发展战略的调整、产品创新、营销体系改革以及内部运营机制的变革，改善明显。目前公司整体经营趋势良好，进行了良好的产品结构调整和渠道拓展，其中柒泉模式效果显现，继续推进规模持续扩张。2) “国窖1573”和“老窖特曲”双品牌定位清晰，丰富的高中低档产品线均衡发展应对细分市场需求，高端产品旺销的同时，中低价位酒也有较好的增长。3) 估值偏低，可重点关注。

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、15倍和12倍，给予“买入”评级。



图15 泸州老窖收入与净利润增速



4.重点公司推荐

张裕A（000869）：受益于行业需求快速增长的葡萄酒龙头

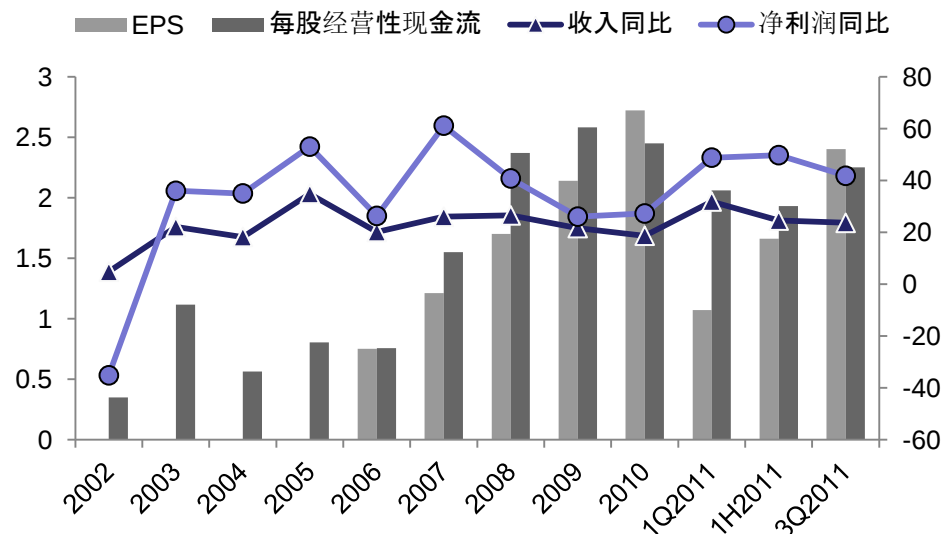
推荐理由：1) 葡萄酒行业处于成长期，行业龙头空间巨大。2) 公司经过战略定位、原料基地、配套产能、市场营销、人才等方面的重大调整，已具备良好的中长期发展基础。3) 以烟台为根据地，抢占东部沿海发达市场，中西部复制深度分销逐步辐射。4) 高端酒产能瓶颈逐步解除，爱斐堡酒庄以及西部三个酒庄放量，未来能够保持稳健增长。5) 原来以中高档产品为主，目前产品结构继续升级，高端酒增长快于普通葡萄酒。高端酒营销成功，未来有望顺利放量。

⊗ 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31倍、24倍和19倍，给予“增持”评级。



图16 张裕A收入与净利润增速



资料来源：德邦研究

5.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	40.30	1.58	2.07	2.73	3.41	25.51	19.47	14.76	11.82	9.00	0.64	买入
	000596.SZ	古井贡酒	89.29	1.34	2.48	4.12	5.82	66.88	35.94	21.67	15.34	8.83	0.37	增持
	000858.SZ	五粮液	34.49	1.16	1.68	2.27	3.00	29.79	20.57	15.19	11.50	6.01	0.46	买入
	002304.SZ	洋河股份	133.80	4.90	4.46	6.93	9.68	27.31	29.97	19.30	13.82	13.71	0.39	增持
	600199.SH	金种子酒	16.71	0.30	0.70	1.06	1.42	54.97	23.87	15.76	11.77	5.62	0.18	买入
	600519.SH	贵州茅台	201.00	5.35	7.71	10.79	14.16	37.56	26.05	18.62	14.19	9.15	0.44	增持
	600702.SH	沱牌曲酒	18.00	0.23	0.38	0.72	1.15	79.40	47.18	24.98	15.64	3.15	0.73	增持
	600779.SH	水井坊	20.99	0.48	0.65	0.83	0.93	43.57	32.27	25.36	22.56	6.58	0.90	增持
	600809.SH	山西汾酒	65.61	1.14	1.98	3.00	4.11	57.44	33.14	21.87	15.96	11.75	0.43	买入
	000799.SZ	酒鬼酒	25.27	0.26	0.40	0.70	1.13	96.41	63.18	36.10	22.36	6.49	1.20	增持
	002646.SZ	青青稞酒		1.12	0.46	0.65	0.87							
红酒	000869.SZ	张裕A	113.09	2.72	3.65	4.75	6.00	41.58	30.98	23.81	18.85	13.70	0.87	增持
啤酒	000729.SZ	燕京啤酒	13.75	0.64	0.72	0.91	1.08	21.62	19.06	15.09	12.70	1.91	1.18	增持
	002461.SZ	珠江啤酒	10.57	0.13	0.16	0.18	0.20	78.76	66.06	58.72	52.85	2.23	3.25	中性
	600132.SH	重庆啤酒	34.88	0.75	0.43	0.45	0.51	46.64	80.97	77.08	69.04	11.75	(1.91)	无评级
	600600.SH	青岛啤酒	33.61	1.13	1.28	1.60	1.98	29.86	26.17	21.05	17.02	4.12	1.44	增持
黄酒	600059.SH	古越龙山	11.61	0.20	0.30	0.45	0.64	59.30	39.04	25.71	18.06	3.33	0.86	中性
	600616.SH	金枫酒业	9.04	0.30	0.38	0.45	0.53	30.18	23.79	20.09	17.06	3.53	0.86	增持
饮料	000848.SZ	承德露露	15.12	0.59	0.56	0.75	0.98	25.77	27.03	20.06	15.38	7.77	1.66	无评级
	600300.SH	维维股份	4.03	0.09	0.11	0.14	0.19	44.78	36.64	28.79	21.21	2.76	1.50	无评级
	002387.SZ	黑牛食品	18.00	0.61	0.43	0.65	0.81	29.66	41.60	27.83	22.36	3.37	1.27	无评级
	600962.SH	国投中鲁	10.78	-0.27	0.20	0.33	0.42	-39.93	53.90	32.67	25.67	2.18	0.22	增持
乳制品	600597.SH	光明乳业	8.89	0.19	0.24	0.31	0.45	47.98	37.61	28.32	19.80	3.95	1.33	中性
	600887.SH	伊利股份	20.60	0.97	1.00	1.20	1.50	21.19	20.63	17.21	13.71	5.84	0.18	增持
其他	002216.SZ	三全食品	33.69	0.66	0.82	1.13	1.52	51.05	40.93	29.93	22.13	4.34	1.06	无评级
	002481.SZ	双塔食品	22.79	0.90	0.70	1.10	1.42	25.44	32.65	20.79	16.10	3.50	0.59	增持
	002515.SZ	金字火腿	22.16	0.64	0.64	0.80	1.14	34.63	34.63	27.70	19.44	2.62	6.10	无评级
	002557.SZ	洽洽食品	27.27	1.01	0.77	1.04	1.38	26.89	35.39	26.26	19.69	2.94	1.18	增持
	002582.SZ	好想你	55.80	1.70	1.69	2.43	3.38	32.82	33.01	22.93	16.48	3.55	1.06	买入

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。