

陈桂柳

执业证书编号：S0270511060001

联系电话：020—37865153

邮箱：chengl@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-60883487

发布日期：2011 年 12 月 30 日

消费旺季谨慎对待

研究报告-外发文章

12 月 24 日，国家质量监督检验检疫总局从蒙牛眉山工厂检出致癌物黄曲霉素 M1 超标，虽然伊利、光明和三元等乳制品公司并未波及，但是蒙牛致癌物超标事件打击了消费者对乳制品的消费信心，受此消息的影响，A 股乳制品板块二级市场股价出现大幅下跌，该事件进而波及消费者对整个食品行业安全问题的担忧，继而蔓延至整个食品饮料板块的下跌，仅两个交易日食品饮料板块跌幅达 5.53%。今年前十个月食品饮料板块表现位居 A 股市场涨幅之首，但自 11 月 29 日开始食品饮料指数出现见顶回落，其中 11 月 29 日至 12 月 27 日区间，板块跌幅高达 18.08%，将今年前期的涨幅全部吞噬。

今年春节 1 月 23 日比往年提前，消费旺季刺激是否能带动食品饮料板块的企稳反弹，我们对这一情形并不乐观，原因如下，一是虽然食品饮料板块行业估值低于历史均值，但是其相对估值处于历史高位水平，显示行业相对估值压力较大；二是今年下半年大众消费品销量出现颓势，市场担心经济增速继续回落，未来食品饮料行业销量不及预期的风险，从而下调行业盈利预测；三是今年以来基金等机构不断增持食品饮料板块，截至 3 季度末，基金对食品饮料板块的配置比例高达 10.82%，从而促使短期食品饮料板块的抛压沉重；四是蒙牛致癌物超标事件引发整个食品行业的安全问题。短期来看，我们认为食品饮料板块处于较弱的投资周期，投资者需保持谨慎。

伊利股份（600887）

虽然原奶价格仍高企，但是公司通过产品结构调整优化来转嫁成本压力，其中中高端产品销售占比不断提高，占比已占四成，其中高端液态奶中的金典产品销量有望突破 10 亿元，舒化奶有望突破 20 亿元，QQ 星儿童成长奶同比增长超 100%，高端奶粉金领冠产品销量也出现持续增加，可见中高端产品占比显著提高缓解了成本压力，从而有助于毛利率的提升。

年初公司开展“双提”（提高费用使用效率和盈利能力）工作卓有成效，其中 2011 年前三季度公司费用率有所下降，促使净利率有所提升，我们认为未来收入规模效应有利于公司盈利水平的进一步提升。

作为液态奶的两家龙头企业——蒙牛和伊利，如果蒙牛致癌物超标事态不进一步扩大的话，伊利品牌形象有望得以提高，长期来看有利于伊利市占率的提升，近期股价下跌反而给投资者提供低位介入的好时机。

定增方案的顺利实施有助于公司新一轮产能扩张，预测公司 2011 年和 2012 年增发摊薄前每股收益分别为 1.17 元和 1.36 元，按目前股价计算（融资 50 亿元），摊薄之后每股收益分别为 1.012 元和 1.176 元，对应的市

盈率分别为 19.68 倍和 16.94 倍，给予公司“增持”评级。

贵州茅台（600519）

公司将通过开设直营专卖店，减少中间环节，回收部分渠道利润以及控制市场终端价格；目前公司仅 1000 家专卖店，其中直营店比例很小，公司计划在全国都开设专卖店，其中预计 2012 年在 10 个省会城市开设 30 家直营店，有利于增厚公司业绩，这将成为公司未来几年业绩增长的驱动因素，未来公司发展空间巨大。

目前渠道价差扩大至 1400 元，预计明年初出厂价有望上调，调整幅度估计在 30%以上。根据公司规划，“十二五”末茅台酒基酒产量将达到 4 万吨以上，系列酒产量达到 6 万吨以上，实现销售含税收入 500 亿元。

预计公司 2011 年和 2012 年每股收益分别为 8.37 元和 10.70 元，对应的市盈率分别为 22.96 倍和 17.96 倍，处于历史估值低位，作为超高端白酒中的龙头公司，未来增长相对确定，是攻守兼备的品种，给予公司“买入”评级。

五粮液（000858）

公司自 9 月 10 日五粮液提价约 30%，市场销量良好，在公司“不断开发品牌，集中精力把定制和团购酒做起来”的策略指导下，团购和定制酒大幅增长，估计五粮液的团购业务可复制茅台的成长路径。受益于行业性品牌效应，以及公司加大对系列酒的销售投入和考核力度，系列酒销量增速快，预计 2012 年股份公司收入增长 30%，量增长 20%，有效支撑五粮液的增长。

华东营销中心落地是公司尝试营销模式转型，向深度营销探索的有效途径，自去年成立以来，目前其已取得了一定的成绩，2011 年前 10 月其销售比重占全国 20%-30%。华东营销中心模式可向全国其他地区复制，以推动中低端产品的销售，从而使公司具有强大的市场竞争力。

公司市值考核有助于管理层做好公司业绩的动力，预计公司 2011 年和 2012 年每股收益分别为 1.66 元和 2.33 元，对应的市盈率分别为 19.51 倍和 13.9 倍，估值处于历史低位，给予公司“买入”评级。

张裕 A（000869）

公司是国内葡萄酒行业最优秀的代表企业之一，深度分销渠道优势；公司两大酒庄爱斐堡和卡斯特中高端产品销售占比提升以及年初产品提价促使公司毛利率得以提升，随着酒庄酒进程的加快，公司产品结构升级有助于公司毛利率进一步提升。

目前公司收入中超过 80%来自东部沿海地区，除了加强沿海县域市场发展，公司在中西部正强化经销商布局并配套建设渠道组织，随着中西部地区人均收入的提高以及中西部葡萄酒消费意识的启蒙，有利于公司向中西部地区扩张。

国内葡萄酒行业营业收入增速将保持 15%-20%左右的水平，作为行业龙头的张裕未来几年有望保持较快的增

速，预计公司 2011 年和 2012 年每股收益分别为 3.62 元和 4.75 元，对应的市盈率分别为 29.14 倍和 22.21 倍，给予公司“买入”评级。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或饮用。