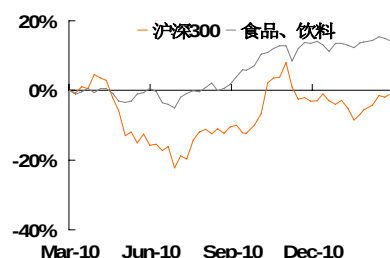


食品饮料行业策略月报（2011年3月）： 展望一季报，留意业绩与估值双升机会

强烈推荐（维持）

行情走势图



相关研究报告

《食品饮料行业策略月报(2011年2月): 二月看好高端白酒, 首选茅台》, 2011年2月9日
《食品饮料行业策略月报(2011年1月): 调仓压力下一月更像播种季》, 2011年1月4日
《食品饮料行业2011年度策略报告: 超配格局不改》, 2010年11月18日

研究员

文 献 CFA 食品饮料高级研究员
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

- **2011年白酒企业开局增速喜人。**我们估计，重点公司中茅台一季度营收增速能达到45%、汾酒40%、泸州老窖30%；非重点公司中，金种子、洋河、古井贡听说一月营收均接近2010年一季度。综合判断，茅台一季报净利增速预计能接近60%，汾酒约40%，泸州老窖和五粮液均能到约30%。双汇和张裕一季报应能稳步增长，青岛和伊利均有一定成本压力。
- **2月食品饮料取得4%的正收益，仍落后沪深300约1个百分点。**子行业中，啤酒和乳品再现“二月效应”，战胜市场；高端白酒和非高端白酒一输一赢表明，近期市场交易风格转换迅速。
- **三月策略：乐观市场预期下“进攻次优选择”概率上升。**平安策略观点，市场短期以震荡为主，但正酝酿中长期向上拐点。市场若真能向上，我们认为，食品饮料将进入“进攻次优选择”阶段，即同步大盘上涨，但上涨时间和幅度将处于跟随地位。
- **留意业绩与估值双升机会。**2月份食品饮料相对市场估值稳定，表明估值下调对股价的影响已大大减弱。两个思考角度：一是结合一季报预期，投资者可关注业绩高增长个股，如我们重点公司中的汾酒，非重点公司中的金种子酒、洋河、古井贡等；二是市场向上预期下，投资者可关注业绩与估值双升机会，主要是高端白酒和长期成长性良好的子行业龙头。高端白酒中我们仍推荐茅台，建议关注泸州老窖，子行业龙头中建议关注双汇发展和张裕A。同时，若市场向上，虽然早期仍有换仓压力，但一旦市场进入板块轮动和持续上升阶段，则我们认为优质食品饮料公司可能再次形成逼空效应。

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		3月1日	2009	10E	11E	2009	10E	11E	
双汇发展	000895	86.99	1.50	2.34	3.00	57.9	37.2	29.0	强烈推荐
山西汾酒	600809	59.63	0.82	1.25	1.85	72.7	47.9	32.2	强烈推荐
张裕 A	000869	88.60	2.14	2.60	3.26	41.4	34.0	27.2	强烈推荐
张裕 B	200869	67.69	2.14	2.60	3.26	31.7	26.0	20.8	
贵州茅台	600519	178.64	4.57	5.51	8.71	39.1	32.4	20.5	强烈推荐
五粮液	000858	33.13	0.85	1.20	1.54	38.8	27.5	21.4	推荐
泸州老窖	000568	44.00	1.20	1.57	1.93	36.7	28.0	22.8	强烈推荐
青岛啤酒	600600	32.83	0.93	1.14	1.32	35.4	28.8	25.0	推荐
燕京啤酒	000729	18.96	0.52	0.60	0.68	36.6	31.4	27.9	中性
伊利股份	600887	37.78	0.81	0.88	1.24	46.6	42.7	30.6	推荐
均值						43.5	33.5	25.7	

正文目录

一、	当期热点探讨——季报展望.....	3
1.1	预期一季报茅台营收和净利增速领先.....	3
1.2	市场回顾——2月食品饮料仍不敌沪深300.....	4
1.3	2月相对估值稳定.....	5
二、	三月策略——留意业绩与估值双升机会.....	6
2.1	“进攻次优选择”概率上升.....	6
2.2	估值下调对股价抑制作用减弱，换仓到逼空亦有可能.....	6
三、	二月调研与业绩预测调整.....	6
四、	行业数据跟踪分析.....	7
4.1	价格观察——1月饮料PPI环比1月提高1.1个百分点.....	7
4.2	产量跟踪：12月白酒产量增速仍领先，成品糖继续下跌.....	8

一、 当期热点探讨——一季报展望

1.1 预期一季报茅台营收和净利增速领先

期待一季报行情。过去 3 个月，受制于调仓、估值和市场方向不明三重压力，食品饮料连续三个月跑输沪深 300，跑输幅度 2 月份已收窄至 1%。进入 3 月份，年报和一季报渐成市场焦点，相比已成事实的年报，预期之中的一季报更受关注，也可能成为业绩优异食品饮料公司走出行情的刺激因素。

茅台一季报很可能成为亮点。涨价 24%和增量 15%推动，我们预计茅台一季度营收增长 45%，再加上费用杠杆，当季净利增速能接近 60%。尽管过去一年每个季度公司业绩都“出人意料”，但有经销商沟通时表示，一月份茅台开出了其 2010 年的发票，数额甚至占到 2010 全年收入的三分之一强，同时今年一月份茅台供货量也达到全年任务的 35%。因此，我们认为茅台一季报值得期待。

白酒企业 2011 年开局增速喜人。受益于强劲需求和 2010 年 4 季度所藏业绩，白酒企业 2011 年开局增长势头都非常好。我们估计，重点公司中汾酒营收增速能到 40%、泸州老窖 30%；非重点公司中，金种子、洋河、古井贡听说一月份营收均接近 2010 年一季度。综合判断，我们认为汾酒一季报净利增速能达到 40%、泸州老窖和五粮液均能到 30%。

双汇和张裕稳步增长，大北农、青岛和伊利均有调整事项。预计双汇和张裕一季度营收增速分别能达到 25%和 20%，净利增速能达到 30%和 20%。由于低基数和销售人员调整预期，我们预计大北农一季度营收和净利增速分别达到 40%和 30%。2010 年下半年开始，青岛啤酒非主品牌增速超过主品牌，加上成本上升的作用，预计 2011 年其营收增速加快，但净利增速放缓。其中，我们预计一季度营收增长 20%，净利增长 20%，成本压力会从 2 季度开始更明显。预计 2011 年伊利营收增速在 20%左右，我们预计一季度同步增长。由于部分产品小幅涨价不能覆盖原奶成本上升，我们预计一季报伊利净利增速为 15%，其中未考虑出售煤矿 2.18 亿的投资收益，但会体现在 2011 年。

图表 1 预计一季报茅台营收和净利增速在重点公司中领先

	营收增速			净利增速					PE
	2010E	1Q11E	2011E	1-3Q10	4Q10E	2010E	1Q11E	2011E	2011E
贵州茅台	24%	45%	45%	10%	138%	26%	58%	58%	20.5
山西汾酒	32%	40%	27%	46%	119%	52%	40%	49%	32.2
五粮液	32%	16%	16%	48%	24%	41%	30%	28%	21.4
泸州老窖*	23%	25%	27%	26%	46%	31%	30%	23%	22.8
双汇发展	27%	25%	23%	20%	25%	22%	30%	28%	28.3
大北农*	32%	40%	40%	12%	9%	11%	30%	31%	41
张裕A	20%	19%	19%	23%	20%	22%	20%	25%	27.2
青岛啤酒	12%	20%	20%	22%	1043%	23%	20%	15%	25
伊利股份	17%	20%	20%	5%	28%	9%	15%	40%	30.6

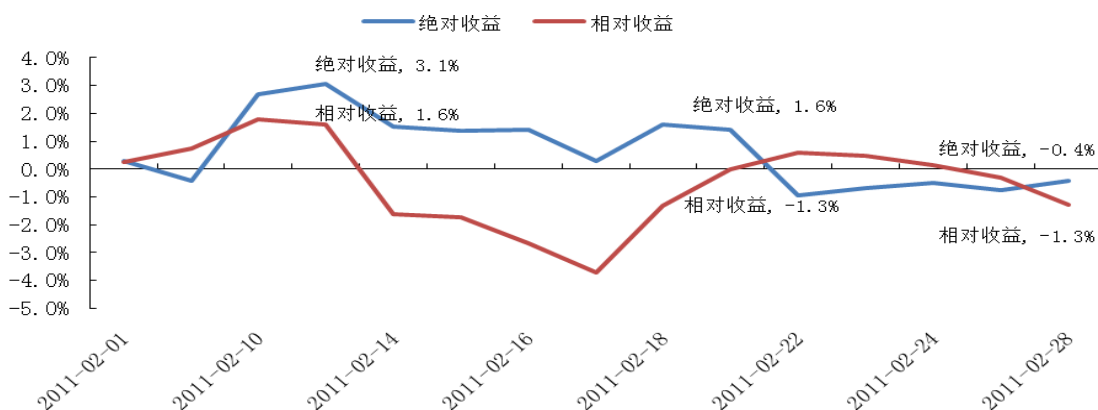
备注：标*号的是已披露2010年业绩快报，2010年营收和净利为实际数，其余均为平安预测数。

资料来源：平安证券研究所

1.2 市场回顾——2月食品饮料仍不敌沪深300

2月食品饮料仍不敌沪深300。2月，申万食品饮料指数上涨4%，但当月沪深300上涨了5.3%，食品饮料仍小幅跑输市场，但比2010年12月和1月-7%和-4%的相对收益已明显收窄。从市场情况来看，食品饮料当前仍未成为市场关注热点，但调仓、估值等压力应已明显减小。

图表 2 2月食品饮料跑输沪深300一个百分点，调仓阴影犹存

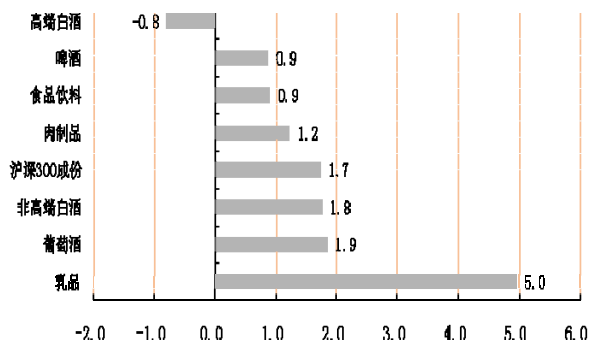


备注：以沪深300为标的指数计算相对收益，2月1-11日为当日收盘价比1月31日收盘价，2月28日为当日收盘价比2月18日收盘价，其余均为当日收盘比上周末收盘，区间为11.02.01-11.02.28。

资料来源：WIND资讯，平安证券研究所

2月效应再现，啤酒和乳品战胜大盘。最近5个交易日，食品饮料仍落后于沪深300，应该是受权重最大的高端白酒的影响，乳品、葡萄和非高端白酒均跑赢了沪深300。比较有意思的是，我们在1月策略月报（《食品饮料行业策略月报(2011年1月)：调仓压力下一月更像播种季》）中讨论过的季节效应在2月份再次得到体现，过去10年在2月份跑赢沪深300次数最多的啤酒和乳品再次战胜沪深300，这样过去10年中，啤酒有8年在2月份战胜了市场，乳品则有7年。另外，从高端白酒和非高端白酒相反的表现来看，市场交易风格快速变化仍是近期一大特点。

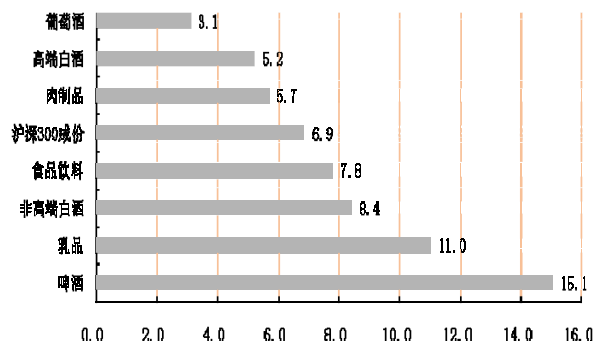
图表 3 过去一交易周股价涨幅



备注：股价截止3月1日

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 4 过去四交易周股价涨幅



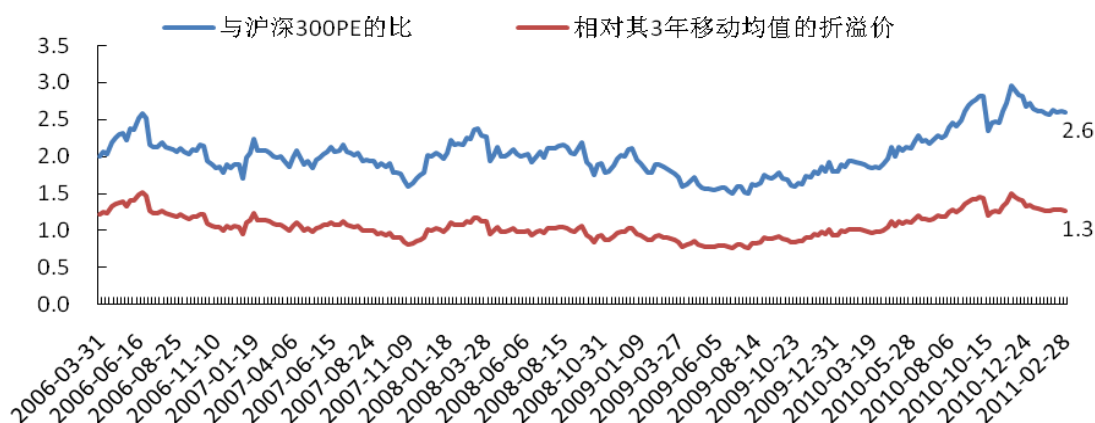
备注：股价截止3月1日

资料来源：平安证券研究所、Wind

1.3 2月相对估值稳定

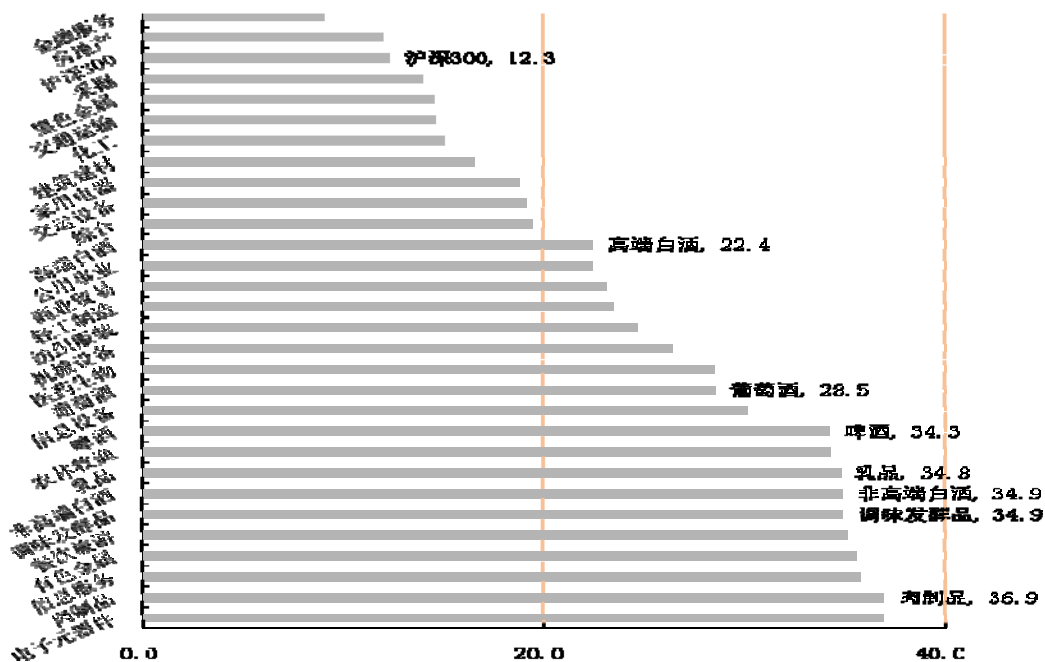
2月份，食品饮料相对市场的估值基本保持稳定。至2月28日，食品饮料PE(TTM)高出沪深300指数160%，较3年移动均值溢价30%，相比历史仍算高位，与1月末基本持平。分子行业来看（2011年预期PE），除高端白酒外，其余子行业PE仍处于市场中上游。一方面，相比金融服务、地产、建材、化工等周期类股票约9-15倍的PE，食品饮料估值仍不具优势；但另一方面，估值也开始低于电子元器件、有色金属、信息服务等高弹性行业。

图表 5 食品饮料PE(TTM)与沪深300比值为2.6，较3年移动均值溢价30%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 6 食品饮料子行业2011年预期PE 在市场上处于中上游



备注：由于资产重组，双汇在WIND中预测EPS明显偏低，导致此处肉制品估值明显偏高。

资料来源：平安证券研究所、Wind

二、 三月策略——留意业绩与估值双升机会

2.1 “进攻次优选择”概率上升

乐观市场预期下“进攻次优选择”概率上升。我们之前判断食品饮料可能经历“调仓压力释放—防守性突出—进攻次优选择”三个阶段。根据平安策略观点，市场短期虽会以震荡为主，但正在酝酿中长期向上拐点。市场若真能向上，综合估值、机构仓位、行业成长性，我们认为，食品饮料可能进入“进攻次优选择”阶段，即同步大盘上涨，但涨幅上将处于跟随地位。

2.2 估值下调对股价抑制作用减弱，换仓到逼空亦有可能

估值下调对股价抑制作用减弱。2月份食品饮料相对沪深300的估值基本稳定，这也显示，估值下调对股价的抑制作用已大大减弱。两个思维角度：一是结合我们文首对一季报的展望，投资者可关注业绩高增长个股，主要是白酒类公司，重点公司中我们建议关注汾酒，非重点公司中，投资者可关注金种子酒、洋河、古井贡等；二是在市场向上背景下，我们建议投资者抓住可能的业绩与估值双升机会，这主要体现在高端白酒和部分长期成长性良好的子行业龙头。高端白酒中我们首推茅台，建议关注泸州老窖，子行业龙头中建议关注双汇发展。

换仓到逼空亦有可能。逻辑在于，若市场向上，金融、地产等具明显估值优势个股可能受益最早，从而吸引资金流入，也形成其他板块的资金流出；由于食品饮料“进攻次优选择”特点，一旦市场进入板块轮动和持续上升阶段，则我们认为优质食品饮料公司可能形成逼空效应，如2010年11月一样。

三、 二月调研与业绩预测调整

2月份，我们邀请白酒专家在北京做了白酒行业的专题交流，基于公司发展阶段和业务成长性等考虑，其对白酒上市公司投资机会进行了分类：

- 汾酒、泸州老窖、酒鬼：市场预期仍不高，业务上公司至少都在做正确的事，能把事情做正确了，则股价有大幅上升空间。
- 洋河、五粮液、茅台和古井：业务发展无问题，只需考虑投资特点。
- 水井坊、沱牌、皇台：投资机会不确定，但可观察。

综合年报业绩快报、自身判断和沟通，我们2月调整了青岛啤酒、伊利和大北农的业绩预测，其中青岛啤酒略有下调，反映产品结构和成本变化趋势的影响；伊利股份调高2011年净利润约10%，因为公司出售煤矿增加投资收益2.18亿。大北农的调整主要是基于2010年业绩快报，以及我们对公司业务增速的判断。

图表 7 2月业绩预测调整情况

	调整幅度			调整后EPS			调整理由
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
青岛啤酒	-5%	-9%	1%	1.14	1.32	1.66	反映产品结构和成本变化趋势
伊利股份	-6%	10%	-6%	0.88	1.24	1.32	2011年增加投资收益2.18亿
大北农	0%	-18%	-30%	0.77	1.00	1.20	根据快报数据，调低饲料销售假设

资料来源：平安证券研究所

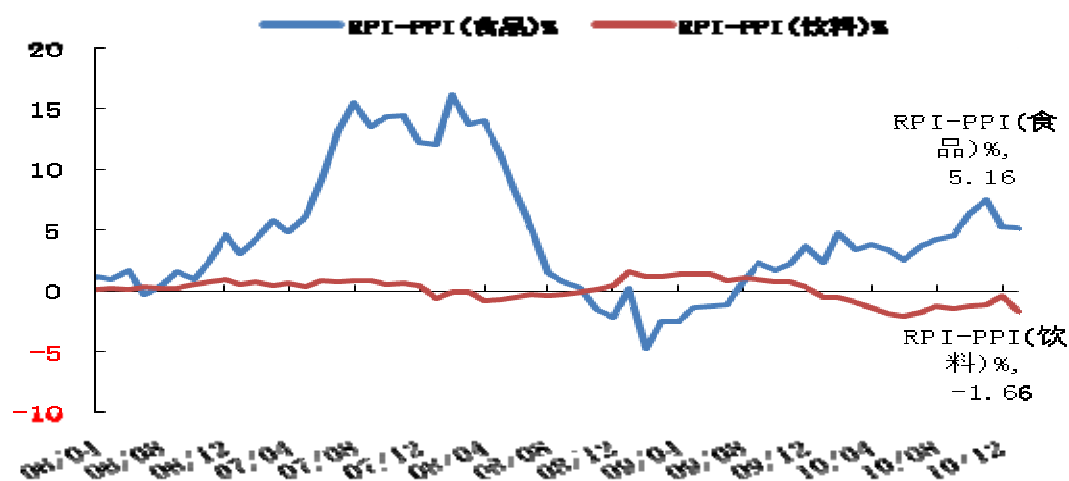
四、行业数据跟踪分析

4.1 价格观察 1月饮料PPI环比1月提高1.1个百分点

跟踪零售物价指数（RPI）与生产价格指数（PPI）之差，食品类该指标在12月份较此前有所收窄，但仍为正值，表明与去年同期比，价差变化仍有利于食品零售渠道毛利率提升，环比则保持下降，这主要缘于1月食品PPI环比12月上升了0.5个百分点；由于PPI环比12月上升1.1个百分点，尽管RPI环比略有下降，但饮料RPI与PPI之差扩大至-1.66%，表明出厂价上涨幅度快于零售价，渠道毛利率下降幅度加大。

上游方面，原奶成本在2011年继续小幅攀升，2月第二周10主产区均价升至3.19元/千克，同比增长约17%。受益于猪粮比高企，能繁母猪存栏1月继续快速回升。受农历新年旺盛需求影响，生猪存栏1月明显下降，但价格在2011年2月继续上涨。

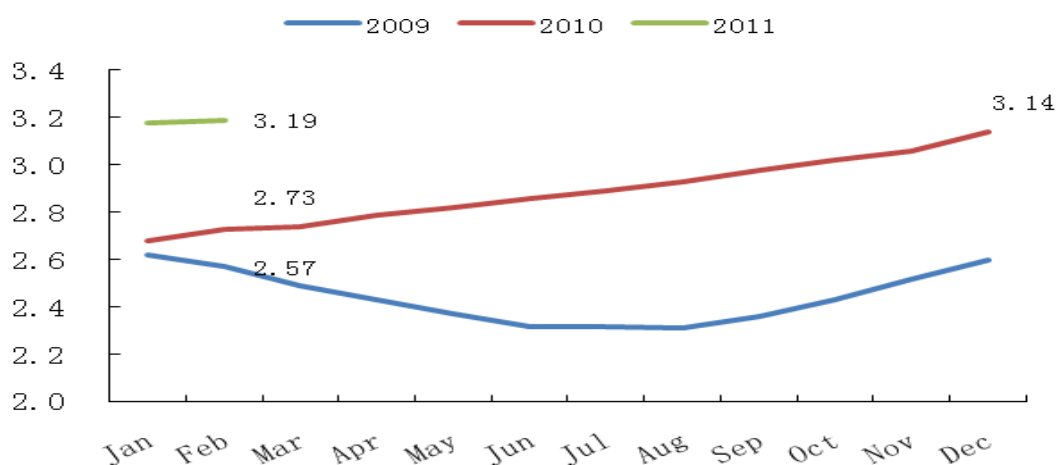
图表 8 食品零售渠道毛利率空间仍在增大



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 9 原奶价格2月同比增长17%，比2010年12月增长1.5%

单位：元/千克



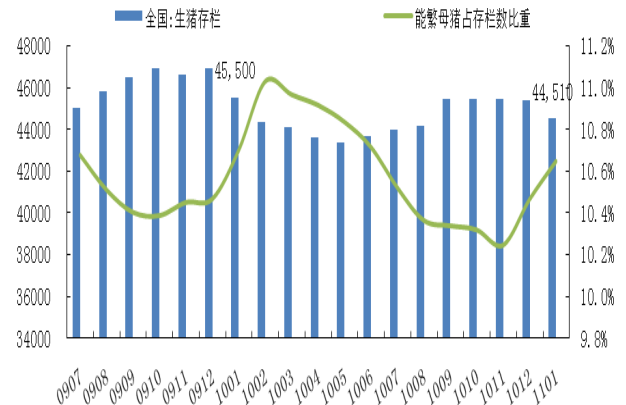
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 10 2月生猪价格续涨 单位：元/千克



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 11 1月母猪存栏继续回升 单位：万头



资料来源: wind, 平安证券研究所

4.2 产量跟踪：12月白酒产量增速仍领先，成品糖继续下跌

图表 12 2010年12月份白酒产量增速继续领先，糖同比减产17%

子行业	1-12月累计产量同比增速	12月产量同比增速
白酒	26.8%	21.6%
啤酒	6.3%	2.3%
葡萄酒	12.4%	0.5%
液体乳	11.2%	14.2%
成品糖	-15.9%	-8.8%
果菜汁及饮料	27.5%	17.7%

资料来源: WIND资讯, 平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257